

Barbara PTASZYŃSKA

Narastanie zadłużenia Skarbu Państwa po 1995 r.

Podstawowymi źródłami finansowania potrzeb pożyczkowych państwa były w ostatnich latach dochody z prywatyzacji majątku państwowego i z emisji skarbowych papierów wartościowych. Wysokie deficyty budżetowe, przy malejących od 2001 r. wpływach z prywatyzacji, wymuszały kolejne emisje skarbowych papierów wartościowych. Wysokie koszty ich obsługi obciążały ponownie budżet państwa, który zgłaszał coraz większe potrzeby pożyczkowe na rynkach finansowych. Tylko w roku 2008, w porównaniu do roku poprzedniego, zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych wzrosło o 67,8 mld zł, a relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniosła 48%.

Rosnące z roku na rok zadłużenie Skarbu Państwa będzie powodowało, że obok już istniejących płatności powstawać będą nowe, większe. Ich ograniczenie, z uwagi na trudności z poważnym ograniczeniem samego deficytu budżetowego, nie jest w najbliższym czasie możliwe. Przed gospodarką polską zarysowuje się, znany w teorii ekonomii, problem pułapki zadłużenia, zjawiska prowadzącego do załamania finansów publicznych. Jej narodziny przedstawiam graficznie w ostatniej części artykułu.

RODZAJE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

W rozwiniętej gospodarce rynkowej na rynkach finansowych występują liczne instrumenty finansowe emitowane przez Skarb Państwa oraz inne podmioty sektora publicznego. Obok papierów wartościowych o charakterze wierzytelności występują takie, które potwierdzają udział we własności. Są instrumenty krótkoterminowe, emitowane na okres od kilku dni do roku, jak i papiery długoterminowe, emitowane na okres nawet kilkunastu lat. Celem emisji skarbowych papierów wartościowych jest¹: zapewnienie budżetowi państwa płynności finansowej, finansowanie deficytów budżetowych, oddziaływanie na przebieg cyklu koniunkturalnego, finansowanie określonych zadań gospodarczych oraz kontrola podaży pieniądza w gospodarce.

¹ Por. red. S. Owsiak (1997), s. 231.

Transformacja naszej gospodarki nie byłaby możliwa bez powstania i rozwoju rynku kapitałowego. Jego rozwój wynikał również z rosnących potrzeb pożyczkowych budżetu. Skarb Państwa, zgłaszając popyt na rynkach finansowych, rozpoczął emisję weksli oraz obligacji. Prywatyzacja spowodowała przy tym konieczność emisji akcji przedsiębiorstw prywatyzowanych.

Skarbowe papiery wartościowe występują w kilku formach: jako obligacje skarbowe, bony skarbowe i skarbowe papiery oszczędnościowe.

Papierami wartościowymi emitowanymi z myślą o zapewnieniu płynności budżetu są weksle skarbowe, w Polsce występujące pod nazwą bonów skarbowych. Są to instrumenty krótkoterminowe, wypuszczane na okres 3, 6, 9 miesięcy lub roku, sprzedawane w kraju na rynku pierwotnym z dyskontem i wykupywane według wartości nominalnej. Ich nabywca otrzymuje zysk w chwili sprzedaży. Jego wielkość zależy od tego, czy sprzedaż nastąpiła przed czy po uzyskaniu dojrzałości weksla. Przy sprzedaży po uzyskaniu dojrzałości właściciel otrzymuje wartość nominalną².

Po raz pierwszy emisji bonów skarbowych w Polsce dokonano w roku 1991. Nabywcami mogły być tylko krajowe osoby fizyczne i prawne, spółki jawne i cywilne. Kolejna emisja w styczniu 1992 r. poszerzyła już krąg nabywców o podmioty zagraniczne. Odtąd bony skarbowe stały się dostępne dla obcokrajowców. Sprzedawane są regularnie na cotygodniowych przetargach. Przeprowadzane są również przetargi odkupu (przed terminem ich wykupu), które mają służyć zmniejszeniu kosztów ich obsługi. Należy dodać, że bony skarbowe traktowane są jako źródło zasilania budżetu, nie zaś jako instrument polityki pieniężnej. Za ich pomocą (szczególnie bonów o dłuższym okresie zapadalności) można było jednak nie tylko zapewnić płynność budżetowi, ale również sfinansować jego deficyt. Szybko okazało się więc, że: *...bony skarbowe są walorami krótkoterminowymi jedynie formalnie, ich płynność opierała się na przeświadczeniu społeczeństwa, że zawsze zostaną wykupione przez rząd w terminie. W istocie rzeczy [...] stanowią one w masie zobowiązania długo- lub średnio-terminowe, sukcesywnie prolongowane*³.

Instrumentem wykorzystywanym do finansowania deficytu budżetowego są obligacje skarbowe, będące formą średnio- lub długoterminowej pożyczki państwowej. Mogą być nabywane w kraju lub za granicą. Oprocentowane w formie odsetek lub dyskonta, są sprzedawane na rynku pierwotnym według wartości nominalnej, powyżej tej wartości lub z dyskontem. Wykup ich następuje po upływie określonego terminu. Należy przy tym dodać, że obligacje skarbowe mogą być wykorzystywane nie tylko do finansowania niedoborów budżetowych, ale za ich pomocą można finansować inwestycje, regulować podaż pie-

² Por. S. Owsiak i in. (1993), s. 179.

³ Ibidem. s. 179.

niądza w ramach operacji otwartego rynku czy wspierać prywatyzację przedsiębiorstw.

Skarbowe papiery oszczędnościowe to papiery wartościowe oferowane do sprzedaży wyłącznie krajowym⁴ osobom fizycznym. Występują zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym.

Wyłączne prawo do emisji skarbowych papierów wartościowych ma w imieniu Skarbu Państwa minister finansów⁵, a ogólne warunki ich emisji zostały określone w rozporządzeniach, szczegółowe — w listach emisyjnych przez niego wydawanych. Wielkości wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych są ograniczone limitami określonymi w ustawie budżetowej.

Należy podkreślić, że wszystkie emitowane skarbowe papiery wartościowe są formą pożyczki, którą należy zwrócić wraz z odsetkami. Należą do walorów mniej dochodowych niż inne formy lokat kapitałowych, ale i mniej ryzykownych. Zainteresowanie nabywców skarbowymi papierami wartościowymi uzależnione jest w dużej mierze od warunków, jakie stwarza emitent, np. ulgi podatkowe z tytułu ich nabycia. Wszystkie te zabiegi obciążają w ostatecznym rozrachunku pożyczkobiorcę, czyli budżet państwa.

FINANSOWANIE DEFICYTU BUDŻETOWEGO

Głównym celem emisji skarbowych papierów wartościowych w Polsce jest finansowanie deficytu budżetowego. Tylko w roku 2008 potrzeby pożyczkowe brutto państwa wynosiły 129,5 mld zł, w tym 76% należało przeznaczyć na spłatę już istniejącego długu krajowego i zagranicznego, a pozostałe 24% to potrzeby pożyczkowe netto⁶.

W roku 2007 zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych wzrosło o 38,2 mld zł. Nastąpił wzrost zadłużenia w obligacjach emitowanych zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych na łączną kwotę 41,4 mld zł, przy spadku zadłużenia w bonach skarbowych o 3,2 mld zł. Na koniec tego roku łączna wartość długu, przypadająca

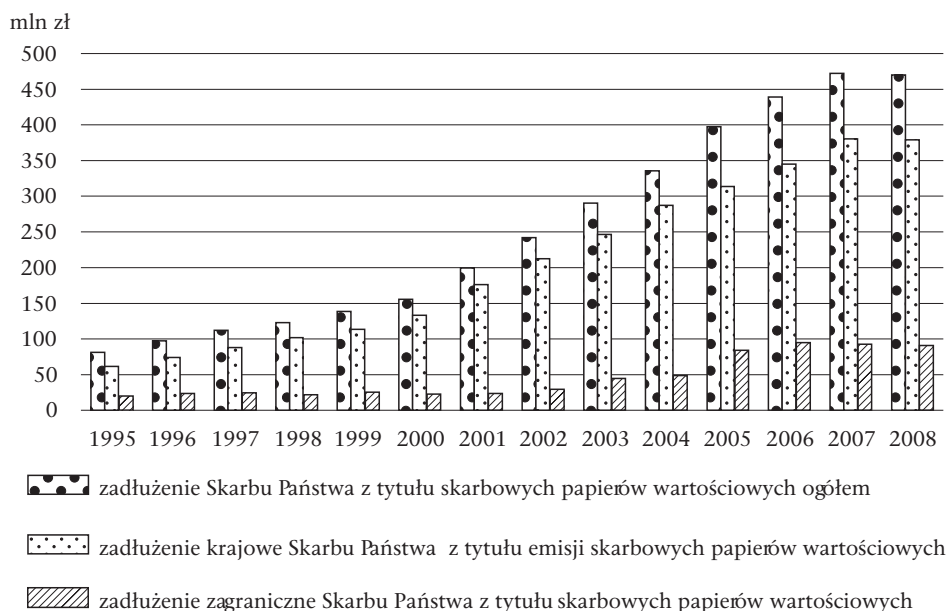
⁴ Przed wejściem do Unii Europejskiej (UE) udostępnione były tylko rezydentom, czyli krajowym osobom fizycznym. Od maja 2004 r. mogą być nabywane również przez nierezydentów, czyli osoby fizyczne spoza naszego kraju.

⁵ Zasadniczym aktem prawnym regulującym warunki emisji skarbowych papierów wartościowych jest ustawa z 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych (Dz. U. Nr 155, poz. 1014 z późn. zmianami). Na podstawie tej ustawy do emisji skarbowych papierów wartościowych opiewających na świadczenia pieniężne upoważniony został tylko minister finansów. Inne skarbowe papiery wartościowe emituje minister skarbu w porozumieniu z ministrem finansów (art. 53 ust. 3 i 4 ustawy).

⁶ Na potrzeby pożyczkowe państwa w danym roku składają się potrzeby związane z finansowaniem deficytu budżetowego w tym roku (potrzeby pożyczkowe netto) oraz potrzeby dotyczące konieczności wykupu długu publicznego, zaciągniętego w latach poprzednich, a przypadające do spłaty na ten rok.

jąca do spłaty w roku 2008, wyniosła 77,2 mld zł, w tym 70,0 mld zł stanowił dług krajowy. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu emisji skarbowych papierów wartościowych rośnie zatem z roku na rok. Sytuację tę przedstawia wyk. 1.

**Wykr. 1. ZADŁUŻENIE SKARBU PAŃSTWA Z TYTUŁU EMISJI
SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH
WEDŁUG KRYTERIUM MIEJSCA EMISJI**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów

Należy również dodać, że w strukturze sprzedaży oferowanych na rynku papierów wartościowych rośnie udział instrumentów o dłuższym okresie wykupu. W roku 2007 łączny udział w sprzedaży papierów 10-, 20- i 30-letnich wynosił 19,3%. W roku 2001 sprzedaż obligacji 10-letnich stanowiła zaledwie 10% ogólnej wartości emisji — pozostałe typy papierów wartościowych nie były sprzedawane⁷. Zadłużenie publiczne dotyczy zatem coraz dłuższego okresu.

Do zadłużenia z tytułu emisji skarbowych papierów wartościowych należy doliczyć jeszcze zobowiązania państwa z tytułu otrzymanych w poprzednich latach kredytów i pożyczek, udzielonych poręczeń (dług gwarantowany) czy zobowiązań wymagalnych. W roku 2007 zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek w walutach wymienialnych wynosiło 28,9 mld zł, natomiast dług poręczony 31,5 mld zł.

⁷ Por. *Dług publiczny...* (2007), s. 28.

ZADŁUŻENIE SKARBU PAŃSTWA

Na koniec roku 2008 łączny dług Skarbu Państwa według miejsca emisji⁸ wyniósł ponad 569,9 mld zł. W zadłużeniu tym wyróżnić można trzy elementy:

- skarbowe papiery wartościowe, emitowane w kraju i za granicą łącznie na kwotę 540,6 mld zł, co stanowi 94,8% długu Skarbu Państwa ogółem;
- kredyty zagraniczne, stanowiące 5,0% długu;
- pozostałe zadłużenie krajowe Skarbu Państwa (0,05% ogółu zadłużenia SP).

Zadłużenie krajowe stanowiły w większości obligacje rynkowe (85,9%), w 12% bony skarbowe, a tylko w 2% nierynkowe skarbowe papiery wartościowe.

Na zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa składały się przede wszystkim obligacje skarbowe (w 80,9%) oraz zobowiązania z tytułu zaciągniętych kredytów (19,1%). Zadłużenie zagraniczne z tytułu obligacji obejmowało dług z tytułu obligacji Brady'ego⁹ oraz obligacji wyemitowanych na międzynarodowych rynkach kapitałowych¹⁰. Największą część zadłużenia z tytułu otrzymanych kredytów stanowiły zobowiązania wobec międzynarodowych instytucji finansowych¹¹ (62,9%) oraz dług wobec wierzycieli zrzeszonych w Klubie Paryskim (36,5%). Zadłużenie Skarbu Państwa w poprzednich latach przedstawia tablica.

Zadłużenie Skarbu Państwa rośnie z roku na rok. Przez 13 lat zwiększyło się trzykrotnie. Jego trzon stanowią zobowiązania z tytułu emitowanych skarbowych papierów wartościowych, których wartość w analizowanym okresie wzrosła sześciokrotnie.

Wyemitowane skarbowe papiery wartościowe należy wykupić w określonym terminie, który określa tzw. termin zapadalności. Dla rynkowych skarbowych papierów wartościowych w grudniu 2007 r. było to średnio 4,33 roku, dla obligacji rynkowych — 4,49 roku, natomiast dla bonów skarbowych — 0,36 roku.¹² Do tego należy doliczyć termin spłaty zagranicznych zobowiązań (w kulminacyjnym roku 2020 będzie to kwota 5386 mln euro). Zapadalność zadłużenia w krajowych obligacjach rynkowych, wyemitowanych do 2007 r., a które należy spłacić do roku 2018 przedstawia wyk. 2.

⁸ Dane o zadłużeniu Skarbu Państwa, jak też o zadłużeniu sektora finansów publicznych, podawane są w dwojaki sposób według kryterium miejsca emisji oraz kryterium rezydenta. Pierwsze z nich uwzględnia miejsce zaciągnięcia zobowiązań (krajowy lub zagraniczny rynek finansowy), drugie — podmiot (rezydent lub nierezydent), który jest w posiadaniu wierzytelności.

⁹ Wyemitowano je w 1994 r. w ramach realizacji umowy o redukcji i restrukturyzacji polskiego zadłużenia zagranicznego wobec banków komercyjnych, zrzeszonych w tzw. Klubie Londyńskim.

¹⁰ Na koniec 2003 r. składały się na nie instrumenty wyemitowane w latach 1997—2003, номinowane głównie w euro i USD.

¹¹ Międzynarodowe instytucje finansowe to przede wszystkim: Bank Światowy i Europejski Bank Inwestycyjny.

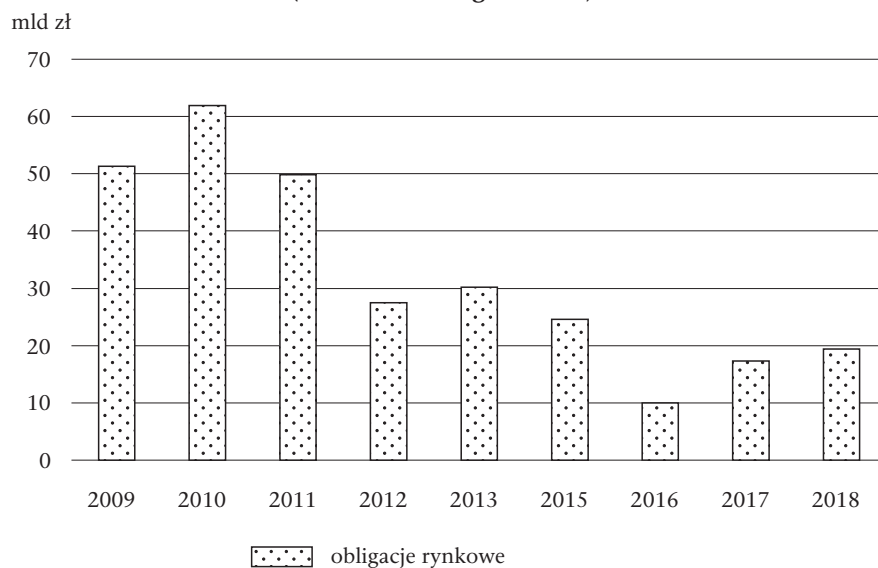
¹² Wskaźnik poziomu średniej zapadalności jest istotną miarą w ocenie ryzyka refinansowania. W większości krajów UE wskaźnik ten waha się w przedziale od 5 do 6 lat. Jednak w Polsce szybko rośnie. W roku 2002 średni okres zapadalności rynkowych skarbowych papierów wartościowych wynosił 2,73 roku, obligacji — 3,37, a bonów skarbowych — 0,47.

ZADŁUŻENIE SKARBU PAŃSTWA WEDŁUG NOMINAŁU W MLD ZŁ

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Zadłużenie Skarbu Państwa	167,3	185,6	221,7	237,4	264,4	266,8	283,9	327,9	378,9	402,9	440,2	478,5	501,5
Dług krajowy	66,2	79,6	104,1	121,2	134,7	146,0	185,0	219,4	251,2	291,7	315,5	352,3	380,4
w tym z tytułu emisji skar- bowych papierów war- tościowych	61,4	74,0	88,0	101,6	113,3	132,9	176,1	212,4	246,0	273,5	302,8	342,8	373,5
Dług zagraniczny	101,1	106,0	117,6	116,2	129,7	120,8	98,9	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	121,1
z tytułu emisji skarbowych papierów wartościowych	19,9	23,4	24,1	21,4	25,2	2,5	23,4	29,2	44,3	48,5	83,9	90,6	92,2
z tytułu kredytów	81,2	82,6	93,5	94,8	104,5	98,3	75,5	79,4	83,5	62,7	40,8	35,6	28,9

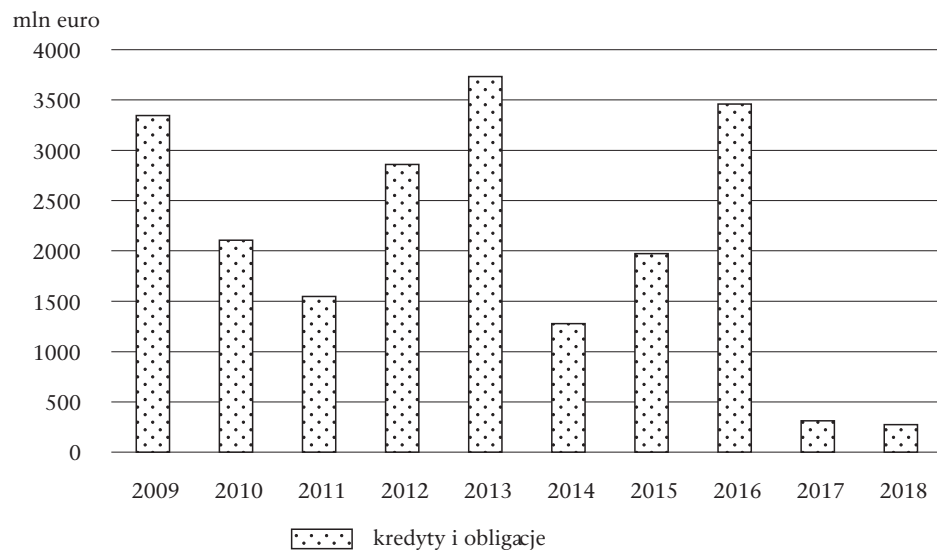
Źródło: na podstawie danych zawartych w: *Dług publiczny...* (2007) i lata wcześniejsze.

Wykr. 2. ZAPADALNOŚĆ ZADŁUŻENIA W KRAJOWYCH OBLIGACJACH RYNKOWYCH (stan na 29 lutego 2008 r.)



Źródło: na podstawie danych Ministerstwa Finansów, „Biuletyn Miesięczny” 2/2008.

Wykr. 3. HARMONOGRAM SPŁAT RAT KAPITAŁOWYCH Z TYTUŁU ZADŁUŻENIA ZAGRANICZNEGO SKARBU PAŃSTWA, ZACIĄGNIĘTEGO DO ROKU 2007 WEDŁUG MIEJSCA EMISJI



Źródło: jak przy wykr. 2.

PUŁAPKA ZADŁUŻENIA

Rosnący z każdym rokiem dług Skarbu Państwa, regulowany zaciąganiem nowych zobowiązań, poważnie już dziś obciąża budżet, ograniczając wydatki na cele rozwojowe. Najbliższe lata, bez radykalnego ograniczenia deficytu, nie przyniosą poprawy. Ograniczenie deficytu nie jest jednak możliwe bez zmniejszenia wydatków, których coraz większą część stanowią koszty obsługi długu publicznego. Ich zmniejszenie to proces trudny politycznie i długotrwały.

Przed budżetem wyraźnie zarysowuje się problem nazywany w literaturze fachowej pułapką zadłużenia. Zjawisko to definiowane jest w literaturze jako sekwencja występujących po sobie zjawisk — deficyt budżetowy i konieczność jego finansowania pożyczką przyczyniają się do zwiększenia długu publicznego i wzrostu kosztów jego obsługi. Wszystko to powoduje wzrost wydatków budżetowych w latach następnych i konieczność zmniejszania środków przeznaczanych na finansowanie pozostałych wydatków. Jeżeli zmniejszenie to kompensowane jest większym deficytem sekwencja się powtarza. Rośnie dług publiczny i koszty jego obsługi w kolejnych latach, a obniżają się możliwości wydatkowania na inne cele¹³. Budżet wpada w swoistą pułapkę zadłużenia, z której z każdym rokiem trudniej jest wyjść. Po dostatecznie długim czasie sytuacja taka może doprowadzić do całkowitego załamania finansów publicznych i hiperinflacji. Wykres 4 obrazuje narastanie pułapki zadłużenia w miarę upływu czasu. Oś pozioma jest zmienną niezależną i symbolizuje czas, oś pionowa — wysokość zadłużenia w walucie krajowej.

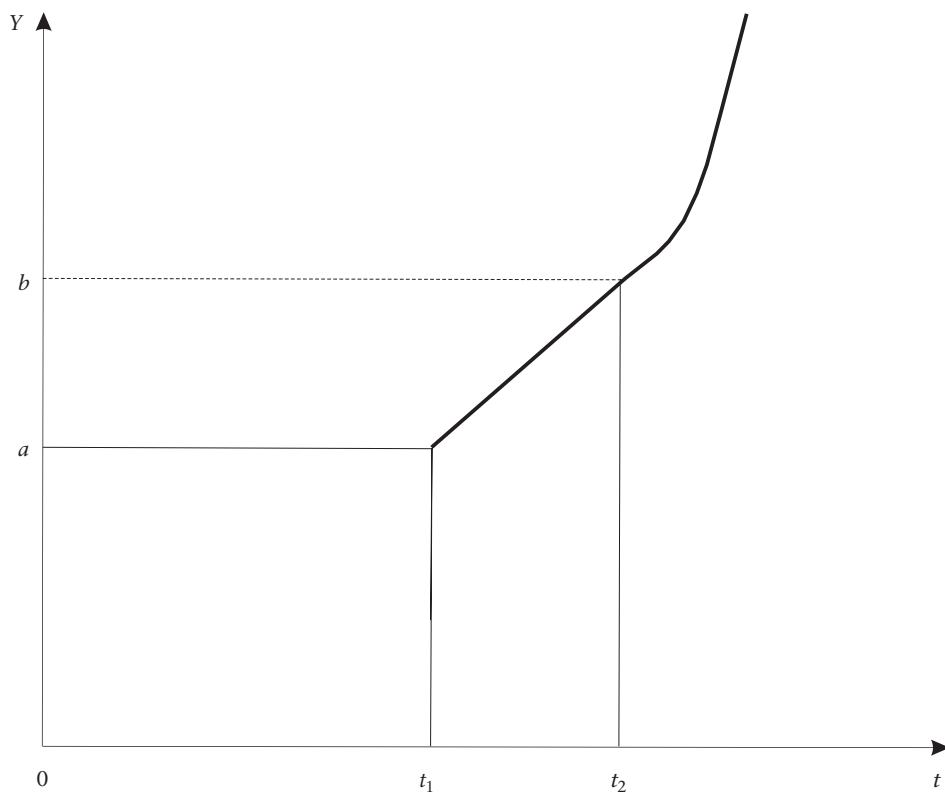
W okresie $0-t_1$ dług utrzymuje się na stałym poziomie. Mimo że Skarb Państwa zaciąga nowe zobowiązania w celu spłaty starych, to poziom zadłużenia nie rośnie, dług zaś stale równy jest wartości jednostek pieniężnych (a).

Zauważmy, że napięty budżet łatwo może uruchomić wzrost zadłużenia. Ten proces symbolizuje odcinek krzywej odpowiadający okresowi t_1-t_2 . Odcinek ten może zostać skomplikowany w ten sposób, że okresom wzrostu długu towarzyszyć będzie okres jego stabilizacji. Wówczas środkowy odcinek przypominać będzie „schodki”. Gdy dług przekroczy poziom (b) otwiera się pułapka. Aby spłacać i obsługiwać długie stare należy zaciągać długie nowe, większe. Krzywa rośnie coraz szybciej, przybierając w rosnącym tempie coraz wyższe wartości.

Pułapkę zadłużenia można już dostrzec w polskim budżecie, aby spłacać stare długie zaciągamy nowe, większe. Coraz wyższe są koszty finansowania długu publicznego, które ponosi budżet. Całkowity dług się nie zmniejsza. Tezę tę potwierdza wykres 5.

¹³ Por. A. Wiernik (2004), s. 70.

Wykr. 4. NARODZINY PUŁAPKI ZADŁUŻENIA



Tendencję narastania długu ilustruje zapis:

$$Y = \begin{cases} a & t_1 \leq t \\ a + bt & t_1 < t \leq t_2 \\ a + b(t_2 - t_1) + c \cdot e^{dt} & t_2 < t \end{cases}$$

gdzie:

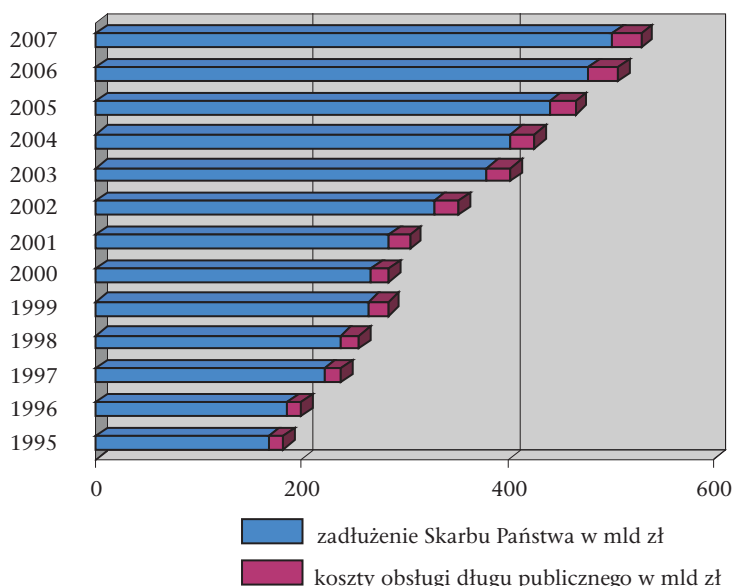
a, b, c, d — stałe,

c, d — może być na przykład 1,

e — podstawa logarytmu naturalnego $2,718 \quad e = \lim_{n \rightarrow \infty} (1 + 1/n)^n$.

Źródło: opracowanie własne.

Wykr. 5. ZADŁUŻENIE SKARBU PAŃSTWA ORAZ KOSZTY OBSŁUGI DŁUGU PUBLICZNEGO



Źródło: jak przy wykr. 1.

Podsumowanie

Rozwój rynku kapitałowego po roku 1995 był wynikiem rosnących potrzeb pożyczkowych państwa oraz zachodzących procesów prywatyzacyjnych. Instrumentami wykorzystywanymi do finansowania deficytu budżetowego są obligacje skarbowe. Z kolei płynność budżetowi zapewniały emitowane przez ministra finansów bony skarbowe. Jednak wszystkie wyemitowane skarbowe papiery wartościowe są formą pożyczki, którą należy zwrócić wraz z odsetkami. Tylko w roku 2008 dochód ze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych wyniósł ponad 113 mld zł, z czego na wykup walorów wyemitowanych w latach poprzednich przeznaczono ponad 76% tej kwoty. Z tej sumy sfinansowano również deficyt budżetowy w wysokości 24,6 mld zł. Dług publiczny Skarbu Państwa na koniec 2008 r. wyniósł prawie 570 mld zł. W porównaniu do roku poprzedniego wzrósł o kolejne 13,6%. Ponad 75% tej kwoty stanowiło zadłużenie krajowe, które tworzyły przede wszystkim zobowiązania z tytułu wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych.

Zatem rosnący z każdym rokiem dług Skarbu Państwa, regulowany zaciąganiem nowych zobowiązań, już dziś poważnie obciąża budżet państwa. Rosną koszty obsługi zadłużenia z lat poprzednich, maleją szanse na zmniejszenie zadłużenia publicznego. Poza tym emisja skarbowych papierów wartościowych, służąca finansowaniu potrzeb pożyczkowych państwa, prowadzi z reguły do redystrybucji dochodów i konieczności redukcji zadań finansowanych z budżetu, najczęściej inwestycyjnych, które są podstawą wzrostu gospodarczego. Ogranicza to możliwość poważniejszego ograniczenia deficytu w latach następnych.

dr Barbara Ptaszyńska — *Zespół Szkół Agrobiznesu w Rogoźnie*

LITERATURA

- „Biuletyn Miesięczny” 2/2008 i inne, Ministerstwo Finansów
Dług publiczny. Raport roczny (2007), Ministerstwo Finansów, Warszawa
- Owsiak S. (red.) (1997), *System finansów publicznych w procesie transformacji gospodarki polskiej*, PWN, Warszawa
- Owsiak S., Kosek-Wojnar M., Surówka K. (1993), *Równowaga budżetowa. Deficyt budżetowy. Dług publiczny*, PWN, Warszawa
- Strona internetowa: www.mf.gov.pl
- Ustawa z 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych (Dz. U. Nr 155, poz. 1014 z późn. zmianami)
- Wernik A. (red.) (2004), *Finanse publiczne i polityka fiskalna w Polsce w latach 1989–2004*, „Gospodarka polska na przełomie wieków od a do z”, Wyd. NBP, Warszawa

SUMMARY

The each year increasing State Treasury debt (regulated with new liability assumption) debits our state budget seriously by now and reduces expenses for the development. An improvement without radical deficit reducing will be impossible in the next years. The state budget can be confronted with the problem known in the literature as „debt trap”. The problem is defined as a sequence of the following phenomena: budget deficit financed by a loan contributes to the public debt increase as well as to an increase in its service costs. It causes budget expense increase in next years and a reducing means dedicated to finance other expenses. When the reducing is balanced with an increased deficit, the sequence repeats. Such a situation can cause a total collapse of public finances and a hyperinflation.