

**mgr Jan Mazurek**  
**Menedżer Działu Obligacji**  
**Korporacyjnych WGI Dom Maklerski SA**  
<https://dx.doi.org/10.65748/fiqf-2005-0018>

## **Polska zadłużona po uszy**

### **Wprowadzenie**

Spuścizna zadłużenia Polski, jaką przejęliśmy po poprzednim systemie ekonomicznym sprzed 1989 r., stanowi zaledwie niecałe 30% jego obecnego poziomu. Polska jest zadłużona na blisko 436 mld zł. Na kwotę polskiego zadłużenia składają się: zadłużenie krajowe i zagraniczne. Dług krajowy stanowi 308,4 mld zł, a w tym 304,1 mld zł to skarbowe papiery wartościowe. Zadłużenie zagraniczne wynosi 127,6 mld zł, z czego 82,2 mld to obligacje zagraniczne, zaś kredyty (Klub Paryski, międzynarodowe instytucje finansowe, w tym Bank Światowy) zwiększają nasze długi zagraniczne o 45,5 mld zł. Biorąc pod uwagę liczbę mieszkańców, na każdego Polaka przypadało w lipcu 2005 r. około 11 170 zł tzw. długu skarbu Państwa.

### **Dynamiczne zadłużanie**

W okresie ostatnich siedmiu i pół roku ogólne zadłużenie Skarbu Państwa uległo niemal podwojeniu. Udział zadłużenia krajowego wzrósł z 47 do 71%. Zobowiązania zagraniczne w tym okresie zmieniły się z 98 na 128 mld zł. W okresie ostatnich czterech lat odnotowujemy wzrost zadłużenia kraju o kwotę 152 mld zł, tj. o około 54%. Szczególną dynamikę wzrostową wykazuje przyrost zadłużenia w bieżącym roku. Tylko w okresie ośmiu miesięcy 2005 r. zobowiązania wzrosły o kwotę blisko 33,1 mld zł, co stanowi 8,2-procentowy wzrost w porównaniu z końcem 2004 r. Przyjmując, że dynamika wzrostu zadłużenia w II poł. roku utrzyma się na poziomie pierwszego półrocza, można spodziewać się jego przyrostu o blisko 50 mld zł za cały 2005 rok. Zmiany ustrojowe po roku 1989 pozwoliły na wynegocjowanie dla naszego kraju korzystnych decyzji Klubu Paryskiego i Klubu Londyńskiego, w wyniku czego kredyty zaciągnięte przez ekipę Gierka zostały zredukowane o połowę, a 40-miliardowe (w USD) zadłużenie w bankach komercyjnych zostało zamienione na obligacje. Pozostałe na koniec lipca 2005 r. zadłużenie w Klubie Paryskim wynosi 7,25 mld euro. Termin jego spłaty w zdecydowanej części przypada na rok 2009, co jest niekorzystne ze względu na planowane wejście Polski do strefy euro. Koszt obsługi tego zadłużenia jest wyższy niż koszt pozyskania kapitału w drodze nowych emisji zagranicznych papierów wartościowych. Korzystne więc byłoby dokonanie spłaty zadłużenia w Klubie Paryskim dzięki środkom uzyskanym z emisji euroobligacji o długich terminach wykupu. Operacja ta pozwoliłaby także na wydłużenie średniego terminu zadłużenia oraz zwiększenie wiarygodności ratingowej Polski, która w przyszłości winna skutkować niższymi kosztami pozyskania kapitału. Szansa na uzyskanie zgody Klubu Paryskiego na przedterminową spłatę zadłużenia, w którym największym naszym wierzycielem jest Francja, jest niewielka. Powodem tego są nie najlepsze stosunki na linii Warszawa – Paryż, a także odrzucenie przez PLL Lot oferty Airbusa na zakup długodystansowych samolotów i wyboru boeingów B787.

### **Efektywne pozyskiwanie**

Od połowy lat 90. pożyczki zagraniczne są zaciągane przez skarb Państwa przy pomocy emisji dłużnych papierów wartościowych, jakimi są obligacje plasowane na międzynarodowych rynkach finansowych (euroobligacje). Najczęściej wykorzystuje się w tym celu rynek europejski, chociaż polskie obligacje oferowano także na rynkach Stanów Zjednoczonych i Japonii. Ten sposób pozyskiwania kapitału jest wysoce efektywny dla podmiotów, których potrzeby pożyczkowe są bardzo wysokie – czyli np. Skar-

bu Państwa. Międzynarodowe rynki obligacji są jednym z miejsc obrotu papierami wartościowymi o najwyższym stopniu konkurencyjności i płynności.

Nieograniczony dostęp do globalnego rynku finansowego pozwala na korzystanie z jego ogromnych zasobów w dowolnym miejscu na świecie i w optymalnym czasie. Umożliwia to dodatkowo elastyczne kształtowanie zadłużenia w czasie oraz pozwala zdywersyfikować ryzyko kursów walut. Znaczny wzrost zagranicznych emisji obligacji naszego Skarbu Państwa obserwujemy od 2001 r. Obecnie większość emisji zagranicznych obligacji jest realizowana w ramach wieloletniego programu (*Euro Medium Term Note*, EMTN), opiewającego na kwotę 12 mld euro. Pozwala on na plasowanie emisji w wielu transzach, w różnych walutach, na różnych rynkach i w dowolnych terminach.

### **A co u najbogatszych?**

Jak wygląda sytuacja największej potęgi gospodarczej świata, jaką są Stany Zjednoczone? Obecnie zadłużenie USA kształtuje się na poziomie 8 bln USD, co daje około 27 300 USD (86 000 zł) na mieszkańca tego kraju. Stanowi to 7,7 razy większą kwotę niż w Polsce. Szczególnie dynamiczny wzrost zadłużenia odnotowujemy od 2004 roku, co było spowodowane dodatkowymi obciążeniami budżetowymi, związanymi z wojną w Iraku, a także ostatnimi kataklizmami. Wysnuwanie wniosku na podstawie tych danych, że sytuacja Polski w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi jest bardzo dobra, byłoby obarczone dużym błędem. Gospodarka tego mocarstwa posiada nieporównywalny z Polską potencjał, co zapewnia mu na razie obsługę zadłużenia. Ponadto kraj ten nie boryka się z problemami wyboru formy ustroju społeczno-gospodarczego, niestabilnością i niską jakością prawa gospodarczego i podatkowego, z czym my nie uporaliliśmy się od 16 lat.

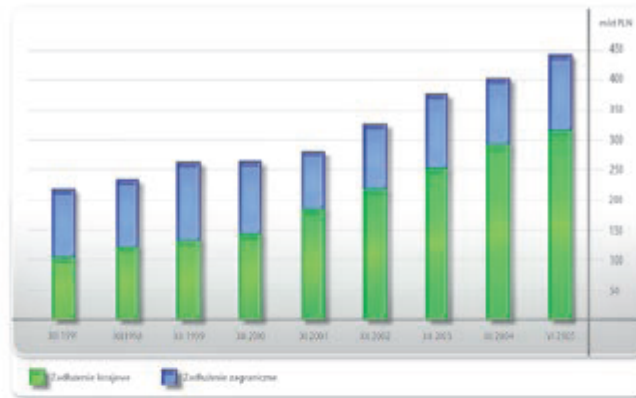
### **Poziom ostrzegawczy**

W kreowaniu struktury zadłużenia istotnym elementem jest wydłużenie terminu wykupu obligacji, który sięgnął w lipcu 50 lat. Skutkuje to także wydłużeniem średniego terminu zapadalności całego długu naszego kraju. Kwota 500 mln euro – lipcowej emisji obligacji – będzie wymagalna dopiero w 2055 r. Przy odsetkach 4,25%, w ciągu tego okresu będziemy musieli zwrócić łącznie kwotę 1,5625 mld euro, czyli 2,125 razy więcej, niż wynosi obecnie pożyczka. Jest to informacja pewna, gdyż obligacje te posiadają oprocentowanie stałe i żadne okoliczności rynkowe tego faktu nie zmieniają. Również odległy termin zapadalności posiadają obligacje 30-letnie o wartości nominalnej 1 mld euro (wykup w 2035 r.) oraz 100 mln JPY (wykup w 2034 r.). Emisje dłużnych papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu i tak odległych terminach wykupu mogą okazać się bardzo kosztowne dla przyszłych pokoleń. Są to zobowiązania na dwa lub trzy pokolenia i obowiązek ich spłaty spadnie na nasze dzieci, wnuki, a dla niektórych – pewnie i prawnuki.

### **Zakończenie**

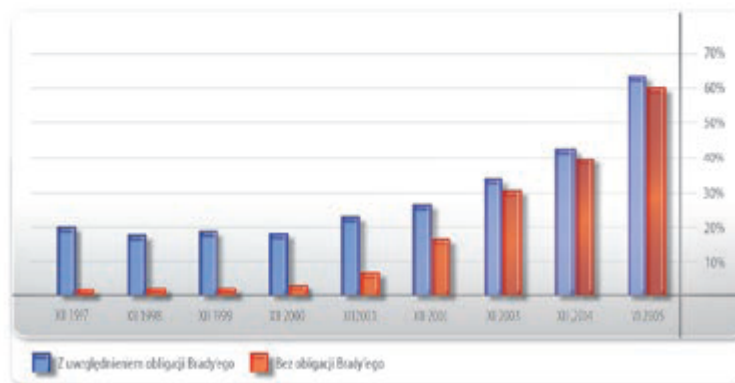
Ostatnie tempo zadłużania kraju może doprowadzić do katastrofalnej sytuacji finansów państwa polskiego, ze wszelkimi jego negatywnymi skutkami. Wprowadzie wskaźnik będący stosunkiem zadłużenia do PKB, liczony według europejskiego systemu rachunkowości esa95, kształtujący się w Polsce na poziomie 45%, jest znacznie niższy, niż w niektórych krajach, np. Włoszech (ponad 100%), jednak gospodarka polska nie może być tak zadłużona, jak włoska, ponieważ posiada mniejszą zdolność do generowania kapitału na spłaty długu i kosztów jego obsługi. W przyszłym roku odsetki od zadłużenia będą kształtować się na poziomie 25 mld zł, co stanowi ok. 75% planowanego deficytu budżetowego. Obecne zadłużenie Polski osiągnęło poziom ostrzegawczy. Utrzymywanie tak wysokiej dynamiki wzrostowej zadłużania państwa może poważnie zagrozić jego finansom i opóźnić nasze wejście do strefy euro. Wzrost zadłużenia o ponad 50% w ciągu ostatnich czterech lat sprawowania władzy przez ekipę rządową, która odeszła, to o wiele za dużo. Sytuacja może stać się dramatyczna, jeżeli nie zostaną dokonane zdecydowane cięcia wydatków państwa i obniżenie deficytu budżetowego. Czy nowy rząd sprostą temu problemowi? Będzie to zależec m.in. od tego, jak wiele przedwyborczych obietnic będzie chciał spełnić. W efekcie, grupy społeczne, do których jest adresowany program socjalny, mogą nie stać się jego beneficjentami.

### Zadłużenie polskiego Skarbu Państwa



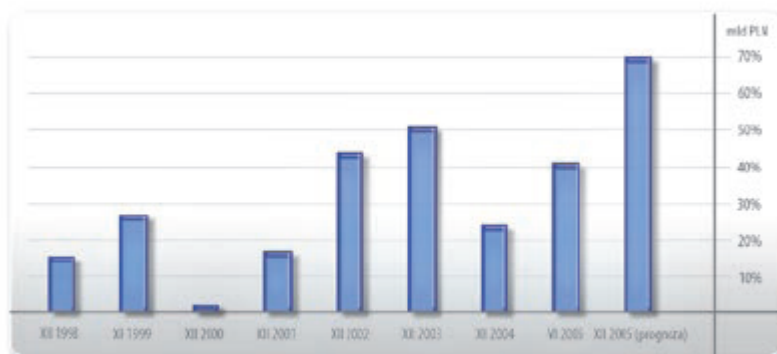
Źródło: Ministerstwo Finansów

### Udział obligacji w zadłużeniu Skarbu Państwa Polski



Źródło: Ministerstwo Finansów

### Roczne przyrosty zadłużenia Skarbu Państwa Polski



Źródło: Ministerstwo Finansów