

Opinia Głównego Ekonomisty ZPP ws. długu publicznego i rentowności polskich obligacji

Ostatnio do mediów głównego nurtu przedarły się informacje o problemach z polskim długiem. Problemy te mają 2 powiązane ze sobą wymiary: po pierwsze spadł popyt na polskie obligacje, a przynajmniej te złotowe. Po drugie rentowność polskich obligacji znacząco wzrosła, a tym samym koszt emisji nowego długu też znacząco wzrósł. Ostatnio popyt na złotowe obligacje był tak niski, że BGK odwołał ich aukcję. Co do rentowności zaś – na koniec roku 2020 oprocentowanie polskich obligacji 10-letnich spadło do poniżej 1%, dając rządowi swobodę niemal darmowej polityki pandemicznych tarcz finansowych. Na koniec roku 2021 wynosiło już powyżej 3%, a dziś przekracza 7, a czasem i 8%. Jak ostatnio się tego dowiedzieli polscy kredytobiorcy, w tej sytuacji koszty obsługi zadłużenia gwałtownie rosną. Dziś więc trudno znaleźć chętnych na zakup polskiego długu, a jeśli już jacyś są, oczekują znaczącego wynagrodzenia za pożyczkę (premię za ryzyko).

Dlaczego to jest ważne? Po pierwsze Polska (tzn. rząd) nie jest w stanie finansować potrzeb budżetowych wyłącznie z bieżących dochodów. W szczególności jest to niewykonalne w okresie, w którym planuje się nowe wielkie inwestycje (CPK, elektrownie atomowe, program modernizacji armii), ale nawet bez tego deficyt budżetowy stale występuje w Polsce już od początku wieku. Na deficyt ten wpływ mają koszty obsługi zadłużenia i wydatki rządowe, z których znaczna część to wydatki sztywne czyli takie, które są wypełnieniem zobowiązań (gwarantowanych prawnie) wobec konkretnych grup społecznych i zawodowych. Tych wydatków nie daje się ograniczyć, co sprawia że swoboda w dalszej ekspansji fiskalnej, planowanej przez rząd okazuje się tak naprawdę ograniczona. W dodatku za niecałe 2 miesiące zacznie się wyborczy rok 2023 i rząd będzie poszukiwał sposobów, by dokonać nowych transferów socjalnych jednocześnie będąc zmuszonym do oszczędzania. Po drugie, rząd musi regulować również przeszłe zobowiązania – albo je spłacać, albo rolując dług.

Powodów tej komplikującej się sytuacji można szukać zarówno wewnątrz kraju, jak i w świecie. Hojna polityka fiskalna w okresie pandemii, liczne nowe świadczenia społeczne – to przyczyniło się do szybkiego pęcznienia budżetu. Ostatnio pojawiły się jeszcze plany przedsięwzięć długoterminowych, albo inwestycji w ujęciu finansowym nie przynoszących zwrotu (jak nieuniknione w polskiej sytuacji nakłady na armię). Rosnąca rezerwa inwestorów do polskiego długu pokazuje, że nie mają oni przekonania iż zaciągane zobowiązania będą możliwe do spłaty. A w dodatku skomplikowała się sytuacja globalna. Po okresie pandemicznym, przyszedł okres niepewności i spowolnienia gospodarczego. Kapitał szuka raczej bezpiecznych przystani. Pierwsze odczuły to kraje rozwijające się, takie jak Sri Lanka czy Pakistan – tracące zdolność do regulowania zobowiązań, nabywania surowców energetycznych czy żywności. Ostatnio również w Europie dostrzec można niepokojące objawy takich obaw ze strony inwestorów. Kilka tygodni temu odczuła to choćby Wielka Brytania, gdzie reakcje inwestorów (na próby obniżenia podatków) zdecydowały o losie premier Liz Truss.

Jakie są rozwiązania? Po pierwsze można czekać i liczyć na poprawę globalnego sentymentu (co, jak się wydaje, testuje rząd). Ale nie ma na razie symptomów końca kryzysu, a okresowe fale optymizmu na rynkach przerywają problemy firm w kolejnych sektorach, banków i krajów. Ostatnio zawirowania dotknęły choćby ultranowoczesny, zdaniem niektórych, rynek kryptowalut. A jeszcze miesiąc temu mówiło się o ryzyku systemowym jakie przynieść może potencjalny upadek banku Credit Suisse (na szczęście, przynajmniej na razie nie stał się faktem). Po drugie, można płakać i pożyczać w złotówkach, o ile znajdą się chętni. Ostatnio odwołana aukcja sugeruje, że jest ich niewielu, albo premia za ryzyko osiągnęła poziomy nieakceptowalny dla rządu. Po trzecie, można próbować pożyczać w dolarach, co rząd ostatnio robi. Oprocentowanie polskich obligacji przewyższa oprocentowanie amerykańskich o mniej niż 2 punkty procentowe – czyli jest na poziomie między 5 a 6%, wyraźnie niżej niż obligacji

złotowych. Takie obligacje rząd zdołał bez większego kłopotu sprzedać. Ale... nie ma pewności, że zawsze znajdą się chętni. I nie ma pewności jaki będzie faktyczny koszt obsługi dolarowego długu (do niedawna rząd PiS podejmował wysiłki by poprawić strukturę długu i ograniczyć ekspozycję na obce waluty). Może rząd (i my) wygra los na loterii i dolar nadal się będzie osłabiał. A może, wraz z możliwym przecież pogłębianiem się kryzysu, dalej się będzie wzmacniał i państwo będzie w sytuacji „frankowicza”. W dalszym horyzoncie jest jeszcze opcja zaakceptowania wszystkich oczekiwań Komisji Europejskiej, by rozpocząć wdrażanie KPO. Napływ pieniędzy powinien poprawić sytuację budżetową i zwiększyć zaufanie rynku. Jednocześnie pamiętać trzeba, że pieniądze te nie rozwiążą krajowych problemów, nie posłużą łątanii budżetu, nie są (a przynajmniej nie w całości) prezentem, a kolejną pożyczką. A obawiać się można, że wiele zaplanowanych inwestycji wcale nie zostało racjonalnie przemyślanych.

Projekty rozwojowe planowane przez rząd wydają się kluczowe dla Polski w najbliższych dekadach – czy mowa o energetyce, czy systemie transportowym, czy wreszcie stanie armii. Obecny kryzys spowodował, że pojawiły się, na szczęście niewielkie, ryzyka że ich finansowanie będzie zagrożone. Stąd jest się czym martwić...

Dr hab. Piotr Koryś

Główny Ekonomista Związku Przedsiębiorców i Pracodawców