

Kupowanie rządowych obligacji szkodzi gospodarce i ich nabywcom

Autor: **Łukasz Jasiński**

1. Wstęp

Niedawne [medialne informacje](#) o poszukiwaniu przez polski rząd specjalisty, którego zadaniem byłoby zachęcanie zagranicznych inwestorów do kupowania obligacji skarbowych, są dobrą okazją do ekonomicznej analizy gospodarczych skutków, jakie takie działania, w ostateczności, przynoszą. Bez znaczenia jest tutaj fakt, czy zakupów dokonują „wielcy” inwestorzy jak banki i fundusze inwestycyjne/emerytalne czy też drobni ciułacze. Problemy rządu ze znalezieniem chętnych na zakup obligacji mogą zwiastować pewien niepokój, zwłaszcza w sytuacji, kiedy około 80% potrzeb pożyczkowych przeznaczane jest na „rolowanie” starego długu, reszta na zaciąganie nowego. Nie oznacza to, że należy popierać rosnące zadłużenie – wręcz przeciwnie, korzystne dla gospodarki byłoby zredukowanie długu publicznego (zwłaszcza nominalnego) do zera np. przez generowanie nadwyżek budżetowych. W tym wypadku brak dostatecznego popytu na rządowe obligacje może stanowić pozytywną przeszkodę dla prób zwiększania wydatków publicznych.

2. Argumenty przeciw nabywaniu rządowych obligacji

Można wskazać kilka istotnych powodów, aby nie dokonywać takich transakcji, pomimo częstych finansowych argumentów, jakie się pojawiają. W niniejszym eseju skupię się jednak nie na finansowych aspektach, a raczej na ekonomicznych i gospodarczych konsekwencjach związanych z zakupem rządowych obligacji. Nie należy bowiem spoglądać jedynie na „bezpieczeństwo” czy „pewność” tego typu inwestycji, ale na obraz całej gospodarki.

Po pierwsze, austriacka teoria interwencjonizmu podpowiada nam, że każdy rząd zyskuje wówczas dodatkowe fundusze do ingerencji w gospodarkę. Jednak interwencjonizm zawodzi, gdyż nie opiera się na rynkowych mechanizmach, co zazwyczaj prowadzi do kolejnych, jeszcze ambitniejszych, prób wpływania na gospodarkę. W efekcie takie interwencje spowodują jeszcze większe zakłócanie procesów rynkowych w przyszłości (cen, płac, akumulacji

kapitału, zysków itp.) i tym samym będą miały negatywny wpływ na wzrost dobrobytu społeczeństwa.

Na [stronie](#) Ministerstwa Finansów poświęconej obligacjom skarbowym można przeczytać, że warto je nabywać m.in. z uwagi na ich „bezpieczeństwo,... gdyż emitentem jest Skarb Państwa”; „prostą konstrukcją” czy dostępność (łatwość zakupu). Wszystkie te zalety nie muszą być fałszywe. W końcu w każdym poradniku do inwestowania można znaleźć podobne informacje. Z ekonomicznego punktu widzenia są to jednak pozorne i bardziej krótkoterminowe korzyści. Należy podkreślić, że każda osoba decydująca się na zakup obligacji dostarcza rządowi fundusze na realizację jego politycznych planów. Realizowane są wówczas np. „duże” projekty infrastrukturalne, transfery socjalne do określonych grup beneficjentów, dotacje dla określonych przedsiębiorstw itp.

Ponadto łatwość pozyskania takich funduszy nie sprzyja utrzymywaniu dyscypliny budżetowej i w efekcie, prowadzi do powstawania deficytów oraz powiększania długu publicznego. Gospodarka staje się więc mniej rynkowa niż poprzednio, a co jest jeszcze bardziej niepokojące, następuje proces „rolowania długu”, czyli zaciągania kolejnych zobowiązań w celu spłaty tych wcześniejszych.

Po drugie, mogłoby się wydawać, że rosnące zadłużenie prędzej czy później wymusi presję na jego, przynajmniej częściową, redukcję. W końcu każdy dług należy spłacać, jeśli nie chce się utracić wiarygodności. Jednak jak pokazuje historia, państwa nieustannie „rolują” długi, realizując przy tym swoje kolejne (krańcowe) wydatki. Dla państw jest to scenariusz korzystniejszy od tego, w którym systematycznie spłacają one długi. W związku z tym, że rządowe projekty, bardzo często nie są w stanie wygenerować odpowiednich zysków (np. nierentowne lotniska), to zazwyczaj spłata długu kończy się podwyżkami podatków lub kreowaniem pustego pieniądza (inflacją) przez banki centralne lub komercyjne. Wyższe podatki ograniczają produkcję, inwestycje oraz konsumpcję. Inflacja prowadzi do podobnych konsekwencji, tyle że w bardziej ukryty sposób. Bez względu na wybór sposobu spłaty długu, ostateczną konsekwencją jest osłabianie gospodarki. Dlatego nie powinno też dziwić, że rządy często decydują się na łatwiejsze dla nich rozwiązanie poprzez zaciąganie kolejnych zobowiązań w celu spłaty tych poprzednich – nie rozwiązuje to jednak istoty problemu.

Po trzecie, przeznaczając środki na zakup obligacji rządowych, jednocześnie pozbawiamy kapitału prywatne podmioty. Im większy popyt na

papiery skarbowe, tym wyższa ich cena i niższa rentowność. Z kolei cena obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa prywatne maleje, a rentowność rośnie, co zwiększa koszty pozyskania kapitału – jest to tzw. **efekt wypychania, a w zasadzie jego nasilenie**. W takich uwarunkowaniach, tj. przy spadającej rentowności rządowych obligacji, rządowi bardziej opłaca się zwiększać zadłużenie, a przedsiębiorcom nie. Podobna sytuacja ma miejsce na rynku czynników produkcji. Dodatkowe fundusze sprawiają, że państwo realizuje zakupy surowców, materiałów czy pracy, jednocześnie odciągając te czynniki od możliwych zastosowań prywatnych. W związku z tym przedsiębiorstwa funkcjonujące na rynku mają do dyspozycji mniej dóbr kapitałowych, co podwyższa ich cenę i tym samym utrudnia inwestycje.

3. Lekcje z historii

Spoglądając w przeszłość, można łatwo sprawdzić, czy zaciągane przez państwa długi są spłacane. Przykładowo, w historii USA można wskazać tylko jeden (bardzo odległy w czasie) moment, kiedy zaciągnięty dług został całkowicie spłacony – było to w 1835 r. W następnych latach zdarzały się sytuacje, kiedy długi znacznie rosły (np. ze względu na wydatki wojenne lub kryzysy gospodarcze), a następnie ich udział w PKB stopniowo malał. Nigdy jednak nie powtórzyła się już historia z 1835 r.¹ Takie wydarzenia stanowią, niestety, wyjątki od reguły, gdyż udział długu publicznego w PKB systematycznie rośnie w zdecydowanej większości krajów. W 2020 r. stosunek długu do PKB dla 27 krajów Unii Europejskiej wynosił średnio **88%**, a w przytaczanych wcześniej USA **129% (2020 r.)**.

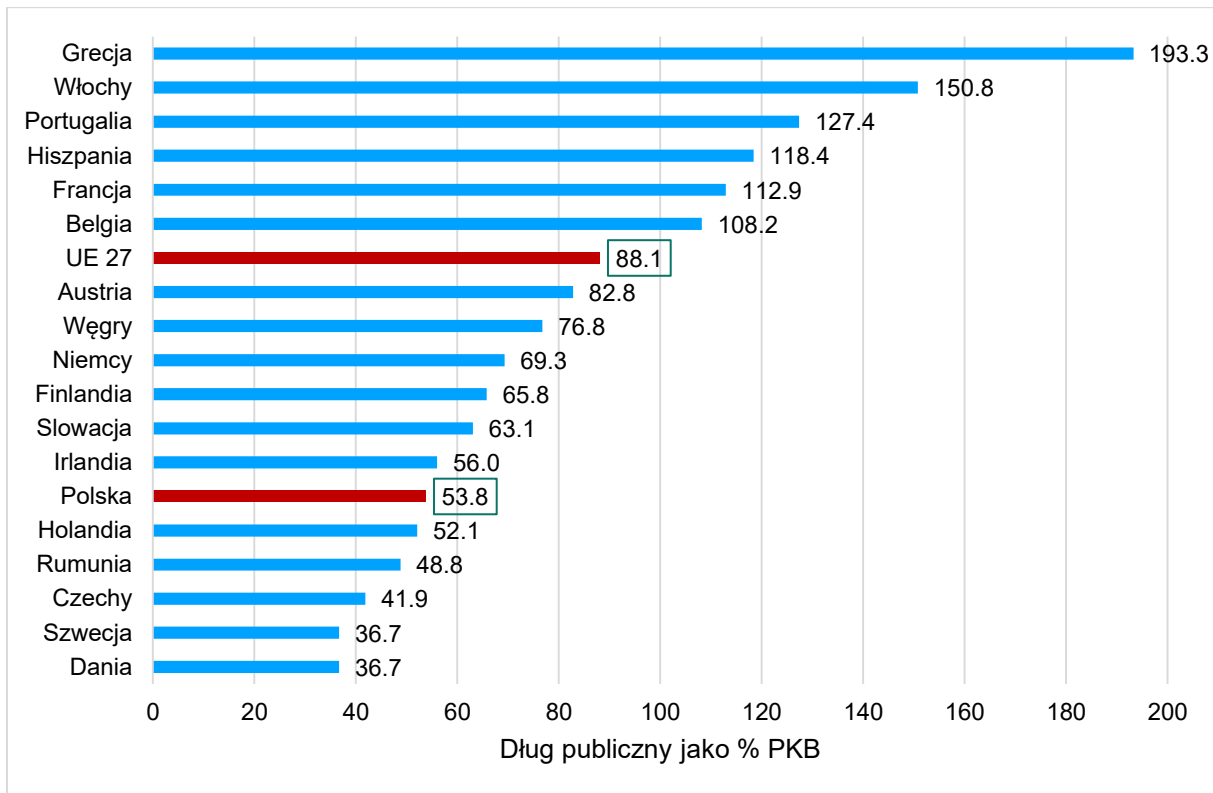
Można argumentować, że do takiej sytuacji przyczyniła się pandemia czy wojna na Ukrainie, ale historia podpowiada, że każda okazja jest dobra dla rządów, aby wywierać wpływ na gospodarkę, także poprzez zwiększanie zadłużenia.

Z kolei dane z 2010 r. pokazują, że stosunek rządowego długu do PKB wynosił **80% dla 27 krajów UE** oraz **91% dla USA**. Jeśli kiedyś występowała pewna presja na sukcesywne zmniejszanie długu, tak obecnie jego udział powyżej 50% PKB nikogo już nie dziwi. Więcej informacji na temat obecnego

¹ Warto tutaj polecić amerykański film dokumentalny z 2008 r. pt. „I.O.U.S.A.”, gdzie poruszana jest ta problematyka.

zadłużenia poszczególnych państw zawiera rysunek 1.

Rysunek 1. Dług publiczny wybranych krajów jako procent PKB w 2021 r.



Źródło: Eurostat.

Warto tutaj zwrócić uwagę na pewną zależność pomiędzy deficytem oraz nadmiernymi wydatkami publicznymi. Jak wskazuje Henry Hazlitt:

Konkludując: chroniczne i nadmierne wydatki publiczne, a także chroniczny i potężny deficyt budżetowy to szkodliwi bliźniacy. Ponieważ deficyt prowadzi bezpośrednio do inflacji, ekonomiści i publicyści gospodarczy poświęcili mu w ostatnich latach [chodzi o lata 70. XX w. – przyp. aut.] nieproporcjonalnie dużo krytyki. Zapominają oni jednak, że całkowity wolumen wydatków publicznych jest złem o wiele poważniejszym, ponieważ stanowi bezpośredni powód deficytu. Gdyby wydatki były bardziej umiarkowane, podatki wykorzystywane do ich pokrycia byłyby mniej opresyjne, mniej demotywujące, nie tak niszczące w stosunku do zatrudnienia i wielkości produkcji. Dochodzimy zatem do wniosku, że o ile wielkość deficytu ma poważne znaczenie, jest

on problemem wtórnym, czynnikiem pierwotnym są bowiem przesadne wydatki: lewiatan zwany Państwem Opiekuńczym. Gdyby wydatki zredukowano do bardziej racjonalnych rozmiarów, podatki, którymi za nie płacimy, nie musiałyby być tak uciążliwe i demoralizujące, a politycy zmuszeni byłiby do utrzymywania równowagi budżetowej.²

W kontekście deficytu należy stwierdzić, że można ograniczyć jego eskalację m.in. poprzez brak chęci zakupu rządowych obligacji. Stawia to rząd pod ścianą i wymusza obniżenie wydatków publicznych. Oczywiście rządy poprzez rozmaite regulacje mogą „sztucznie” zwiększać popyt na tego typu instrumenty np. tworząc obowiązek ich posiadania przez banki komercyjne czy towarzystwa ubezpieczeniowe itp. Dodatkowo, w Polsce obligacje skarbowe są zwolnione z podatku bankowego oraz posiadają zerowe wagi ryzyka w aktywach banków. Pomimo takich działań, brak popytu ze strony pozostałych rynkowych podmiotów będzie miał pozytywne skutki dla gospodarki.

Nie można także nie wspomnieć o wcale nierzadkich przypadkach w historii, kiedy państwa ogłaszały, że nie są w stanie spłacić swoich zobowiązań jak np. Argentyna w latach 1982, 1984, 2002 i 2004³ czy Rosja w 1998 r. Na początku XXI w. bankructwa ogłaszały ponadto: [Kenia](#), [Nigeria \(dwukrotnie\)](#), [Paragwaj](#), [Urugwaj](#), [Wenezuela](#) czy [Zimbabwe](#). Z kolei do współczesnych przykładów krajów Europy Zachodniej zaliczyć można chociażby Grecję.

Mimo liczniejszych „egzotycznych” przykładów także kraje rozwinięte brną w tę ślepą uliczkę, jednocześnie coraz bardziej krępując pozostałą (rynkową) część gospodarki. Aby lepiej to sobie uświadomić, należy porównać dług publiczny z prywatnym (tabela 1).

Tabela 1. Porównanie długu publicznego z prywatnym na podstawie wybranych kryteriów

Cecha	Dług publiczny	Dług prywatny
Jakie podmioty/projekty mogą pozyskać fundusze?	Często finansowane są projekty nierentowne lub	Największe szanse mają inwestycje skutkujące

² H. Hazlitt, *Inflacja. Wróg publiczny nr 1*, Fijorr Publishing, Warszawa 2007, s. 71.

³ Więcej na ten temat zob.: N. Ferguson, *Potęga pieniądza. Finansowa historia świata*, Wydawnictwo Literackie, Kraków 2010, s. 110-117.

	środki trafiają do określonych grup beneficjentów w zamian za poparcie polityczne.	najlepszym zaspokojeniem potrzeb konsumentów.
Z jakich funduszy następuje spłacanie długu?	Podatki, inflacja, „rolowanie” długu.	Zyski z inwestycji; sprzedaż części aktywów firmy. Możliwe jest także „rolowanie” długu, jednak prywatna firma wciąż dostarcza dobra i usługi jakich najbardziej potrzebują konsumenci.
Oczekiwania co do spłaty	Dług może być sukcesywnie zwiększany (np. jako % PKB).	Oczekiwanie do spłaty części lub wszystkich zobowiązań według umowy lub możliwe dalsze zwiększanie zadłużenia służącego rozwojowi przedsiębiorstwa.
Wpływ długu na dyscyplinę finansową	Zwiększający się deficyt i zadłużenie może doprowadzić do spadku popytu na obligacje i wzrostu ich oprocentowania.	Podmiot prywatny musi nieustannie monitorować swoją sytuację rynkową/finansową. Nie może podejmować zbytniego ryzyka w postaci nadmiernego zadłużenia.
Kto „dziedziczy” dług	Podatnicy, przyszłe pokolenia.	Właściciele firm, akcjonariusze.

Źródło: opracowanie własne.

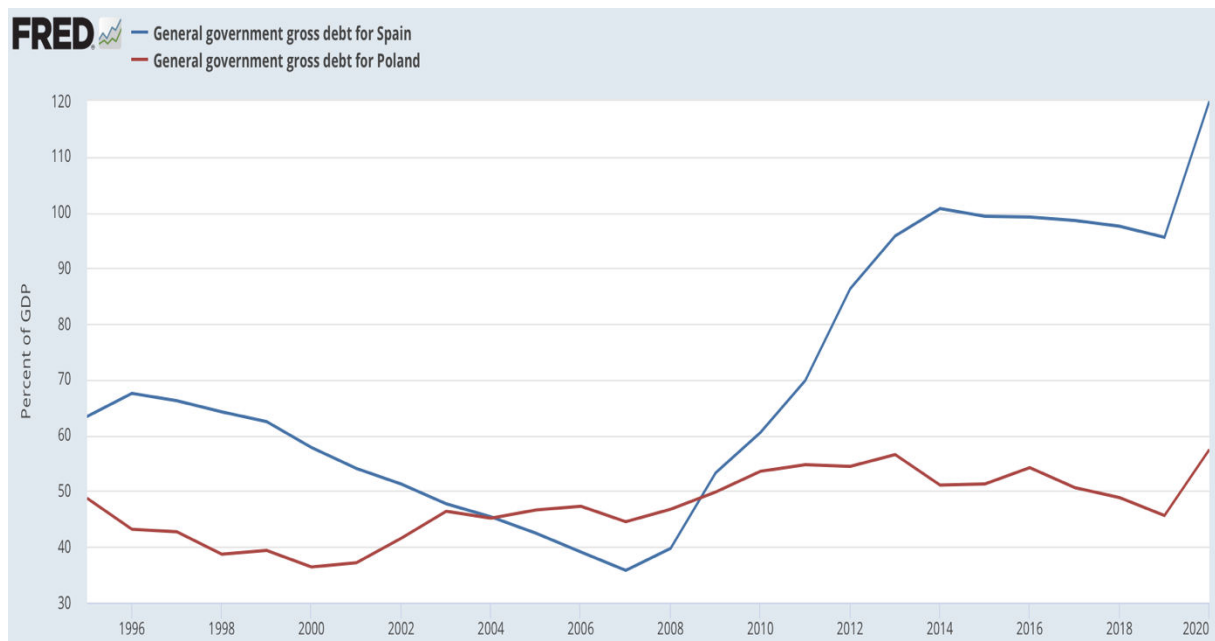
4. Ku przestrodze – przypadek Hiszpanii

Hiszpania często jest porównywana gospodarczo do Polski. Może to być pomocne w zrozumieniu jej obecnych problemów z zadłużeniem. W 2007 r. dług publiczny Hiszpanii był na najniższym poziomie w XXI w. i wynosił niecałe 36% PKB. Dla Polski wynosił on 44% PKB. Od tego momentu zadłużenie Hiszpanii w relacji do PKB zaczęło jednak systematycznie rosnąć, by w 2020 r. wynieść aż 120% PKB (dla Polski było to 57% PKB) (Rysunek 2).

Jednym z powodów takiego stanu rzeczy było spadające oprocentowanie hiszpańskich obligacji, co ułatwiało zaciąganie nowych pożyczek. Przykładowo, o ile od czerwca 2005 r. do sierpnia 2012 r. oprocentowanie obligacji 10-letnich wzrosło z 3,1% do 6,7%, o tyle w następnych latach systematycznie spadało przyczyniając się do wzrostu zadłużenia – w grudniu 2020 r. osiągnęło ono swoje minimum w wysokości 0,5% (Rysunek 3).

Przyczyniło się to do zwiększenia wydatków publicznych na jeszcze większą skalę. Co ciekawe, Hiszpania przed wielką recesją, próbowała realizować wiele „dużych” projektów infrastrukturalnych, o czym pisał kilka lat temu [Mateusz Benedyk](#). Większość z nich nie była jednak udana. Tymczasem, w następnych latach tego typu wydatki były jeszcze łatwiejsze.

Rysunek 2. Dług brutto (jako % PKB) sektora instytucji rządowych i samorządowych dla Hiszpanii oraz Polski w wybranych latach.



Źródło: [FRED](#).

Rysunek 3. Oprocentowanie hiszpańskich 10-letnich obligacji



Źródło: [TradingEconomics](https://tradingeconomics.com).

5. Polska

Dlatego **rosnące oprocentowanie polskich obligacji** jest jednym z istotnych czynników ograniczających rządowe wydatki finansowane długiem. Do tego stanu rzeczy przyczyniła się zarówno inflacja pociągająca za sobą wzrost stóp procentowych, jak i rosnący niepokój związany z wojną na Ukrainie. W maju 2022 rentowność polskich 10-letnich obligacji wyniosła **6,5%** – ostatni tak wysoki poziom odnotowano w październiku 2008 r. (6,6%). Z kolei w grudniu 2020 r. oprocentowanie tych obligacji wyniosło zaledwie 1,2% – jest to więc istotna zmiana w ciągu 2,5 roku. Jeszcze bardziej znaczący wzrost oprocentowania widać po jednorocznych obligacjach – w maju ich oprocentowanie wyniosło **5,7%**, podczas gdy od czerwca 2020 do sierpnia 2021 znajdowało się ono poniżej 0,1%, osiągając nawet wartości ujemne.

Przekłada się to także na gorsze wyniki TFI mających w swoich portfelach tego typu aktywa.

Na tych problemach mogą skorzystać emitenci obligacji korporacyjnych. W przypadku tego rodzaju inwestycji oprocentowanie zawiera stawkę **WIBOR oraz**

marzę – podobnie jak część obligacji Skarbu Państwa. Rosnące stopy procentowe sprawiają więc, że rośnie ich atrakcyjność – zwłaszcza, że spodziewane są dalsze podwyżki stóp procentowych przez NBP. Ponadto, część inwestorów będzie szukała alternatywy dla obligacji skarbowych. Należy jednak pamiętać, że napięta sytuacja geopolityczna, w jakiej znajduje się Polska może być pewną przeszkodą dla inwestorów zagranicznych, bez względu na to, czy rozważają oni zakup obligacji skarbowych, czy korporacyjnych. Istotny jest tutaj fakt, że np. obligacje 10-letnie oparte na stawce WIBOR, to tak naprawdę obligacje krótkoterminowe, które są „rolowane” w kolejnych latach. Ich rosnące oprocentowanie może przyczynić się do zwiększonego lokowania kapitału w tego typu instrumenty, ale należy także pamiętać, że dla ich emitentów stanowi to wyższe koszty obsługi długu. Ma to szczególne znaczenie w obliczu spodziewanych dalszych podwyżek stóp procentowych.

6. Podsumowanie

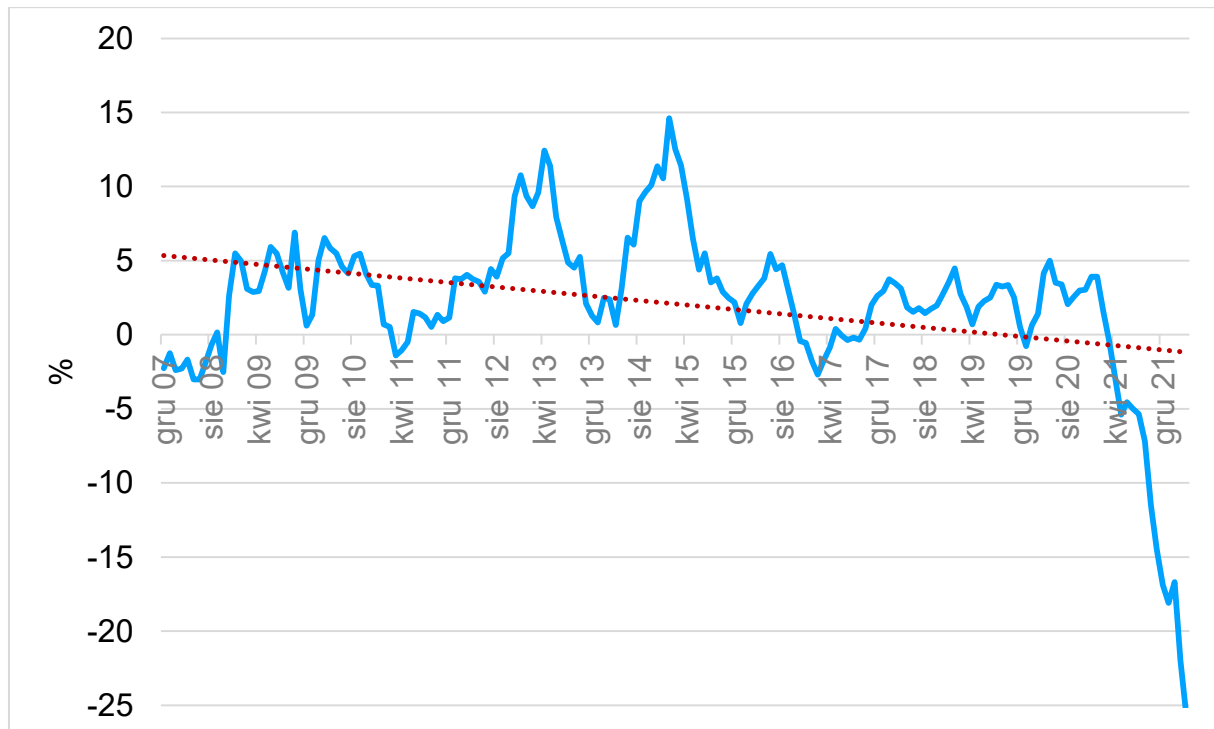
Wstrzemięźliwość w nabywaniu obligacji rządowych należy postrzegać jako zjawisko pozytywne. Można ją porównać np. do utrzymywania większego salda gotówkowego, tj. poza inflacyjnym systemem rezerwy cząstkowej.

Częstym zjawiskiem jest to, że wiele osób krytykujących działania rządu, nieświadomie finansuje jego działalność poprzez zakup obligacji skarbowych np. z uwagi na oklepane slogany o ich „bezpieczeństwie”. Jednak każda inwestycja niesie ze sobą „ryzyko”, a w przypadku tego typu instrumentów rząd otrzymuje kolejne środki do ingerowania w procesy rynkowe.

Ponadto dane pokazują, że na rządowych obligacjach trudno jest wygenerować znaczący realny zysk. Stopa zwrotu dla indeksu obligacji skarbowych (Treasury BondSpot Poland Index – TBSP) w ostatnich dziesięciu latach – od 01.03.2012 r. do 01.03.2022 r. zyskał 37,6%. Tymczasem wskaźnik CPI w tym samym okresie wzrósł o 25,6%. Realnie posiadacze obligacji zyskali więc niecałe 10% w ciągu 10 lat.

Także dane od początku notowań TBSP pokazują, że realne stopy zwrotu na obligacjach rządowych są niewielkie (rysunek 4). Mediana dla rocznej realnej stopy zwrotu wynosi zaledwie 2,78%.

Rysunek 4. Realne roczne stopy zwrotu na obligacjach rządowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie [GUS](#), [stooq.pl](#)

Tym bardziej warto rozważyć lokowanie kapitału w rynkowe alternatywy jak: lokaty bankowe, obligacje korporacyjne, prywatne spółki dywidendowe czy złoto lub srebro. Takie działania będą miały lepszy wpływ na gospodarkę niż zakup rządowych obligacji.

Autor pragnie szczególnie podziękować Panu Marcinowi Zielińskiemu za cenne uwagi oraz wskazówki do tekstu.