

# Tomasz Uryszek

---

## Ryzyko refinansowania długu Skarbu Państwa w Polsce

---

Finanse i Prawo Finansowe 1/2, 55-57

---

2014

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

## DODATEK KWARTALNY

## Ryzyko refinansowania długu Skarbu Państwa w Polsce

**Tomasz Uryszek**

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów Publicznych

**Pojęcie ryzyka refinansowania**

Ryzyko refinansowania jest jednym z podstawowych rodzajów ryzyka związanego z zarządzaniem długiem Skarbu Państwa. Dotyczy ono problemów związanych ze zgromadzeniem środków finansowych niezbędnych na spłatę wcześniej zaciągniętego długu. Jego poziom rośnie w sytuacji, w której występują trudności z pozyskaniem środków niezbędnych na obsługę zaciągniętych zobowiązań, lub co gorsza – środki te w ogóle nie mogą zostać pozyskane. Najczęściej są one pozyskiwane z kolejnych emisji skarbowych instrumentów dłużnych. W ten sposób dochodzi do tzw. rolowania emisji skarbowych papierów wartościowych. Zjawisko to jest powszechne w większości krajów. Problemy z rolowaniem długu, pociągające za sobą często wzrost kosztów jego obsługi oraz niekorzystne rozłożenie spłat w czasie mogą prowadzić do kryzysu finansów publicznych i problemów w całej gospodarce. Do pomiaru poziomu tego rodzaju ryzyka wykorzystuje się szereg narzędzi. Do najczęściej wykorzystywanych należą wska-

źniki przeciętej wymagalności długu oraz jego struktura terminowa.

**Przeciętny okres wymagalności długu Skarbu Państwa w Polsce**

Syntetyczną miarą ryzyka refinansowania długu Skarbu Państwa jest tzw. średni okres wymagalności zobowiązań (lub – zapadalności instrumentów dłużnych), *average time to maturity* – ATM. Jest to wyrażona w latach, średnia długość okresu, po którym zaciągnięty dług jest spłacany. Wysokie wartości wskaźnika przeciętej zapadalności oznaczają więc stosunkowo niskie ryzyko refinansowania. Jego poziom dla długu Skarbu Państwa w Polsce w okresie XII.2005–XII.2013 zaprezentowano na wykresie 1.

Wartości wskaźnika ATM dla polskiego długu Skarbu Państwa ogółem są relatywnie stabilne w ostatnich latach i oscylują wokół 5 lat i kilku miesięcy. Jednocześnie warto zauważyć, że dla długu zaciąganego na rynkach krajowych były



Wykres. 1. Przeciętny okres wymagalności Skarbu Państwa w Polsce

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów RP.

one znacząco niższe, niż w przypadku długu zaciąganego za granicą. Wynika to z różnic w preferowanym horyzoncie czasowym lokowania środków przez inwestorów w Polsce i za granicą. Ministerstwo Finansów dostosowuje instrumenty do oczekiwań rynku. Warto w tym miejscu zauważyć, że popyt zgłaszany na polskie skarbowe instrumenty dłużne przekracza ich podaż, co oznacza, że inwestorzy są zainteresowani zakupem naszych obligacji. Traktują je jako relatywnie bezpieczną inwestycję przynoszącą stabilny dochód. Ma to swoje odzwierciedlenie w wysokich ratingach przyznawanych Polsce przez międzynarodowe agencje.

W latach 2009–2013 przeciętny okres wymagalności zobowiązań Skarbu Państwa zaciąganych za granicą znacząco się obniżył. Jest to wynikiem kryzysu gospodarczego, towarzyszącej mu rosnącej niepewności na rynkach finansowych i – w związku z tym – skrócenia okresu, na jaki inwestorzy skłonni byli lokować swoje środki.

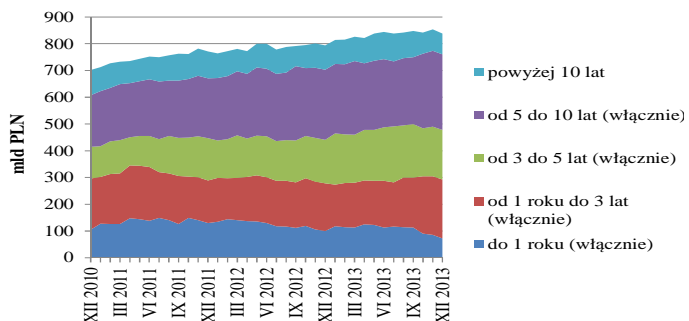
Wartości wskaźnika ATM dla Polski można uznać za bezpieczne. Kilkuletnie przeciętne terminy wymagalności zobowiązań dają Ministerstwu Finansów niezbędny czas na przygotowanie środków związanych z wykupem zapadających instrumentów. Jednocześnie wydają się na tyle krótkie, by Ministerstwo mogło prognozować zmiany zachodzące na rynku finansowym i odpowiednio na nie reagować. Należy jednak pamiętać, że wartości wskaźnika przeciętnej wymagalności informują jedynie o średnich okresach, na jaki zaciągany jest dług i ich interpretacja może być

obciążona błędem. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na terminową strukturę zobowiązań Skarbu Państwa.

### Struktura terminowa zadłużenia Skarbu Państwa

Struktura terminowa długu wywiera olbrzymi wpływ na koszty oraz sposób jego obsługi. Implikuje ponadto kolejne emisje instrumentów dłużnych, sprzedawane w celu spłaty zapadającego długu. Strukturę wymagalności zobowiązań można oceniać według kryterium wymagalności pierwotnej oraz rzeczywistej. Długie terminy wymagalności zobowiązań oznaczają niższe ryzyko refinansowania (konieczność pozyskiwania środków na spłatę wcześniej zaciągniętego długu zdarza się wtedy relatywnie rzadko). Ryzyko refinansowania wzrasta w sytuacji dużego udziału papierów krótkoterminowych w strukturze długu Skarbu Państwa oraz kumulacji spłat (wykupów) skarbowych instrumentów dłużnych.

Z punktu widzenia oceny realnego poziomu ryzyka refinansowania, szczególną uwagę należy zwrócić na drugą z nich. Informuje ona, po jakim czasie (od konkretnej daty) istniejące zobowiązania będą musiały zostać spłacone. Strukturę terminową zobowiązań Skarbu Państwa według rzeczywistych terminów ich wymagalności przedstawia wykres 2.



Wykres 2. Struktura terminowa zadłużenia Skarbu Państwa w Polsce według rzeczywistych terminów wymagalności

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów RP.

Rzeczywista struktura terminowa zadłużenia Skarbu Państwa jest stabilna w ostatnich kilku latach. Wraz z ograniczeniem zjawiska spowolnienia gospodarczego spadło wykorzystanie instrumentów krótkoterminowych. Wzrasta natomiast stopniowo wykorzystanie instrumentów długoterminowych. W 2013 r. instrumenty,

do których wykupu (spłaty) pozostało co najmniej 5 lat, stanowiły 44% łącznej kwoty zobowiązań Skarbu Państwa. Wiąże się to z emisjami obligacji długoterminowych na coraz większą skalę. Skłania to do bardziej szczegółowej analizy działalności emisyjnej państwa związanej z instrumentami o relatywnie długich terminach wymagalności.

### Wykorzystanie instrumentów dłużnych o długich terminach zapadalności

Należy pamiętać, że wykorzystywanie instrumentów o coraz dłuższych terminach zapadalności przyczynia się do zwiększenia wydatków publicznych przyszłych okresów. Są one związane z kosztami obsługi długu. Ma to wpływ na powiększanie deficytów w przyszłych budżetach i generuje większe zapotrzebowanie sektora publicznego na środki finansowe w przyszłości. Problem dotyczący tego, do jakiego stopnia można pozwolić na wydłużanie okresu zapadalności papierów wartościowych i obciążać kosztami obsługi długu przyszłe pokolenia ciągle jest dyskutowany. Wykorzystanie przez polskie władze instrumentów dłużnych o terminach zapadalności 15 lat lub dłuższych zaprezentowano w tab. 1. Analiza danych w niej zawartych wyraź-

Tabela 1. Dług Skarbu Państwa w Polsce z tytułu instrumentów o terminach zapadalności co najmniej 15 lat

Rok	15–30 lat		Powyżej 30 lat	
	mld PLN	udział w kwocie długu ogółem (%)	mld PLN	udział w kwocie długu ogółem (%)
2005	50,1	11,4	1,9	0,4
2006	43,7	9,1	6,5	1,3
2007	38,5	7,6	7,7	1,5
2008	44,5	7,7	10,1	1,7
2009	50,9	7,9	17,9	2,8
2010	63,4	8,6	18,5	2,5
2011	81,5	10,0	21,2	2,6
2012	85,3	10,1	19,0	2,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

nie wskazuje na wzrost kwot zadłużenia związanych z instrumentami o bardzo długich terminach zapadalności. Dług Skarbu Państwa z tytułu instrumentów wyemitowanych na ponad 30 lat wzrósł dziesięciokrotnie w latach 2005–2012. Ich udział w łącznej kwocie zobowiązań skarbowych nie jest wysoki, lecz także

znacząco wzrósł w ciągu tego okresu. Wartość długu o terminach wymagalności między 15 a 30 lat wzrosła o 70%, a jego udział w zadłużeniu Skarbu Państwa oscyluje wokół 10%. Kwoty tego zadłużenia są więc znaczące i stale rosną.

Będzie to miało negatywne skutki dla przyszłych budżetów przez wiele lat. Ponadto, przy tak długich okresach wymagalności zobowiązań, pojawia się problem obciążenia długiem przyszłego pokolenia. Część bieżącej konsumpcji będzie finansowana właśnie przez przyszłe pokolenie.

### Podsumowanie

Sumując można stwierdzić, że wzrost kwot zadłużenia Skarbu Państwa nie spowodował wzrostu poziomu ryzyka refinansowania. Wartości wskaźnika ATM oraz rzeczywista struktura terminowa długu są na stabilnym poziomie i nie zmienił tego nawet okres spowolnienia gospodarczego. Należy jednak zwrócić szczególną uwagę na przyrost zobowiązań o bardzo długich terminach wymagalności. Będą one stanowiły obciążenia dla wielu przyszłych budżetów i mogą częściowo dotyczyć nawet przyszłego pokolenia.