

Warszawa, dnia 11 lutego 2020 r.

Komunikat FOR 3/2020: Ujemna rentowność: nie ma się czym chwalić

- Na początku roku Polska dwukrotnie wyemitowała denominowane w euro obligacje o ujemnej rentowności. Dla kręgów rządowych emisje te stały się dowodem jakości znakomitej polityki gospodarczej PiS.
- W rzeczywistości nie były to pierwsze emisje polskich obligacji o ujemnej rentowności. Po raz pierwszy Polska wyemitowała takie obligacje jeszcze w kwietniu 2015 roku (czyli za rządu PO-PSL). Uplasowała wówczas trzyletnie obligacje o nominalnej wartości 580 mln franków szwajcarskich i rentowności równej -0,2%.
- Środowisko ujemnych stóp procentowych pozwala na zaciąganie ujemnie oprocentowanych zobowiązań również dłużnikom o niższej wiarygodności (takim jak Polska). Ujemnie oprocentowane zobowiązania w euro zaciągają nie tylko najbardziej wiarygodne państwa jak Niemcy, lecz także największe korporacje, a nawet rządy takich krajów jak Grecja i Bułgaria. W sierpniu 2019 roku wartość obligacji inwestycyjnych o ujemnej rentowności wyniosła 16 bln dolarów – stanowiły one wówczas ponad 30% wartości notowanych obligacji inwestycyjnych.

Czwartego lutego br. Ministerstwo Finansów opublikowało komunikat z informacją o emisji pięcioletnich obligacji denominowanych w euro o nominalnej wartości 1,5 mld euro. Rentowność obligacji była ujemna i wyniosła -0,1%¹. To druga w tym roku emisja polskich obligacji denominowanych w euro o ujemnej rentowności. 16 stycznia br. rząd dokonał emisji rocznych obligacji o nominalnej wartości 200 mln euro i rentowności równej -0,3%².

Dla Ministerstwa Finansów i polityków Prawa i Sprawiedliwości emisje obligacji o ujemnej rentowności są dowodem jakości polityki gospodarczej rządu PiS. Według komunikatu Ministerstwa polska gospodarka jest „bezpiecznym portem”, do którego znowu zawitał „międzynarodowy kapitał”. Z kolei europoseł PiS Zbigniew Kuźmiuk stwierdził, że „w ten sposób Polska dołączyła do elitarnego grona państw, które takie obligacje emitują już od pewnego czasu na szerszą skalę”³.

W rzeczywistości jednak były to trzecia i czwarta emisja polskich obligacji skarbowych o ujemnej rentowności. Po raz pierwszy Polska wyemitowała takie obligacje jeszcze za rządu PO-PSL: w kwietniu 2015 roku uplasowała trzyletnie obligacje o nominalnej wartości 580 mln franków szwajcarskich i rentowności równej -0,2%⁴. Przeprowadziła też emisję denominowanych w euro obligacji o ujemnej rentowności jesienią 2016 roku⁵.

¹ Wycena obligacji w euro, Ministerstwo Finansów, <https://www.gov.pl/web/finanse/wycena-5letnich-obligacji-w-euro>.

² Wycena obligacji w euro (Private Placement), Ministerstwo Finansów, <https://www.gov.pl/web/finanse/wycena-obligacji-w-euro-private-placement2>.

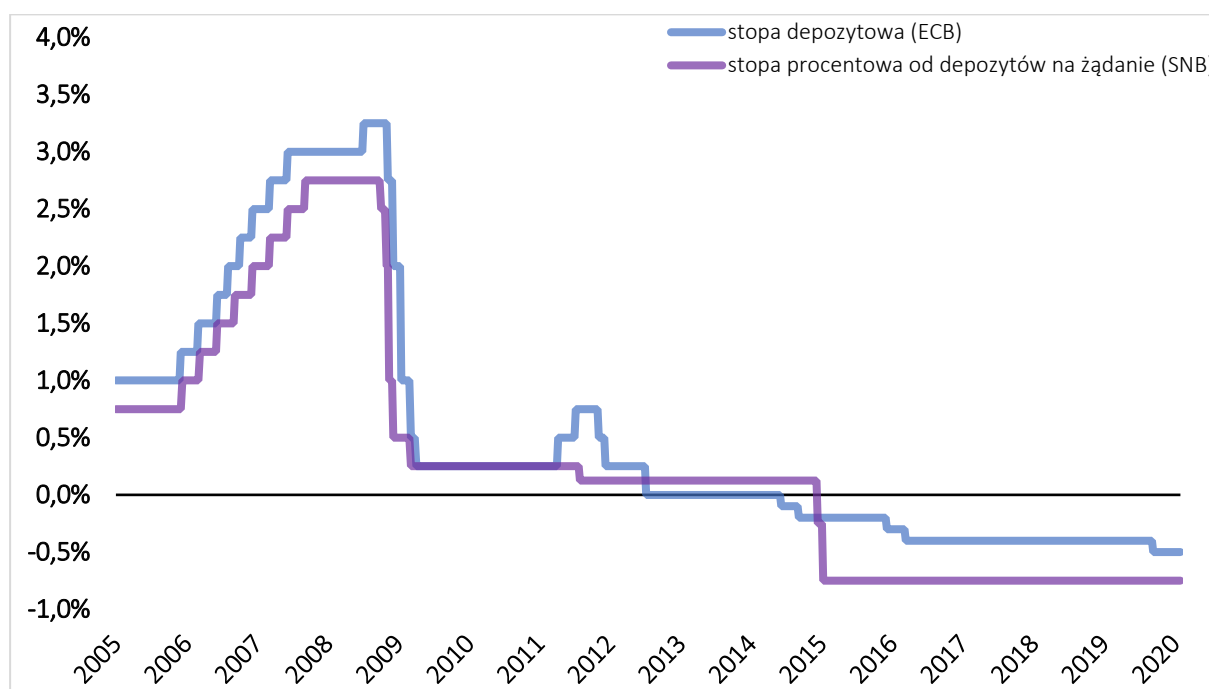
³ Zbigniew Kuźmiuk, Tym razem polskie obligacje 5-letnie uzyskały na rynku ujemne oprocentowanie, wPolityce.pl, <https://wpolityce.pl/gospodarka/485582-tym-razem-obligacje-5-letnie-uzyskaly-ujemne-oprocentowanie>.

⁴ MF dokonało wyceny 3-letnich obligacji denominowanych we frankach szwajcarskich (komunikat), Centrum Prasowe PAP, [http://centrumprasowe.pap.pl/cp/pl/news/info/28572,25,mf-dokonalo-wyceny-3-letnich-obligacji-denominowanych-we-frankach-szwajcarskich-\(komunikat\)](http://centrumprasowe.pap.pl/cp/pl/news/info/28572,25,mf-dokonalo-wyceny-3-letnich-obligacji-denominowanych-we-frankach-szwajcarskich-(komunikat)).

⁵ MF wyemitowało 2-letnie obligacje za 250 mln euro, Bankier.pl, <https://www.bankier.pl/wiadomosc/MF-wyemitowalo-2-letnie-obligacje-za-250-mln-euro-3606678.html>.

Emisje obligacji o ujemnej rentowności można wyjaśnić kilkoma czynnikami. Po pierwsze, istotną rolę odgrywa prowadzona m.in. przez Europejski Bank Centralny (ECB) i Szwajcarski Bank Narodowy (SNB) polityka ujemnych stóp procentowych. Od 2014 roku oba banki centralne utrzymują ujemne stopy depozytowe⁶. Oznacza to, że banki komercyjne, zamiast otrzymywać odsetki od utrzymywanych w swoich bankach centralnych rezerw, muszą za depozyty płacić. Inwestując środki na rynku obligacji, banki są w związku z tym gotowe zaakceptować ujemną ich rentowność, jeśli strata jest podobna jak na depozycie w banku centralnym. Po drugie, do spadku stóp procentowych poniżej zera przyczyniło się prowadzone przez te banki centralne luzowanie ilościowe – program zakrojonego na szeroką skalę skupu aktywów. Po trzecie, przepisy regulujące działalność instytucji finansowych, m.in. funduszy emerytalnych, często nakładają na nie obowiązek inwestowania części środków w obligacje skarbowe, które są uważane za najbezpieczniejsze aktywa, bez względu na to, jaką oferują stopę zwrotu. Po czwarte, obligacje o ujemnej stopie zwrotu mogą być atrakcyjne dla inwestorów zagranicznych oczekujących deprecjacji swojej waluty. W razie ziszczenia się takiego scenariusza zysk na zmianie kursu walutowego skompensowałby z nawiązką stratę wynikającą z ujemnej rentowności obligacji⁷.

Wykres 1. Stopy depozytowe SNB i ECB



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ECB, SNB

Przy stopach procentowych sporo niższych od zera (obecnie stopa depozytowa ECB wynosi -0,5%) możliwe staje się osiągnięcie ujemnej rentowności nawet po doliczeniu premii za ryzyko w przypadku emitentów o niższej wiarygodności (takich jak Polska). W styczniu br. pięcioletnie obligacje o ujemnej

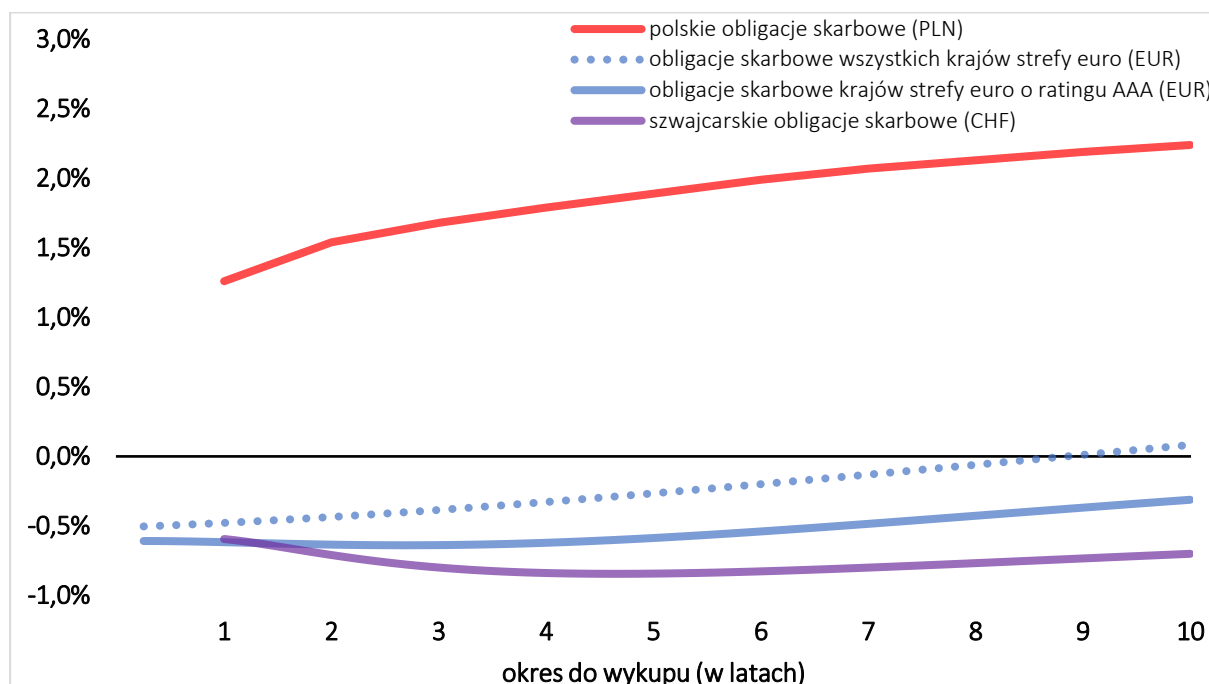
⁶ Oprócz nich politykę ujemnych stóp procentowych prowadzą także banki centralne Japonii, Danii i Szwecji.

⁷ Zob. także Arkadiusz Sieroń, *Czy ujemne stopy procentowe zaprzeczają prawom ekonomii?*, Instytut Misesa, <https://mises.pl/blog/2015/03/05/sieron-czy-ujemne-stopy-procentowe-zaprzeczaja-prawom-ekonomii1/>.

rentowności wyemitowała też Bułgaria⁸, a 13-tygodniowe bony o ujemnej rentowności emituje nawet Grecja, której finanse publiczne są w fatalnym stanie⁹. Emisje obligacji o ujemnej rentowności są przeprowadzane również przez największe korporacje, np. przez Siemens¹⁰. W sierpniu 2019 roku wartość obligacji inwestycyjnych o ujemnej rentowności wyniosła przeszło 16 bln dolarów – stanowiły one wówczas ponad 30% wartości notowanych obligacji inwestycyjnych¹¹.

Niemniej rentowność wyemitowanych przez Polskę denominowanych w euro obligacji pięcioletnich (-0,1%) jest i tak sporo wyższa od rentowności obligacji o najwyższym ratingu (-0,6%) czy nawet od średniej dla krajów strefy euro (-0,3%), nie wspominając już o Szwajcarii (-0,8%).

Wykres 2. Krzywe rentowności obligacji skarbowych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW Catalyst, ECB, SNB

Rentowność polskich obligacji denominowanych w euro jest zarazem sporo niższa od rentowności porównywalnych obligacji złotych (1,9%). Polska ponosi wysokie na tle innych krajów Unii Europejskiej koszty obsługi długu publicznego (odsetki stanowią 2,9% nominalnej wartości długu publicznego przy średniej na poziomie 2,1%).

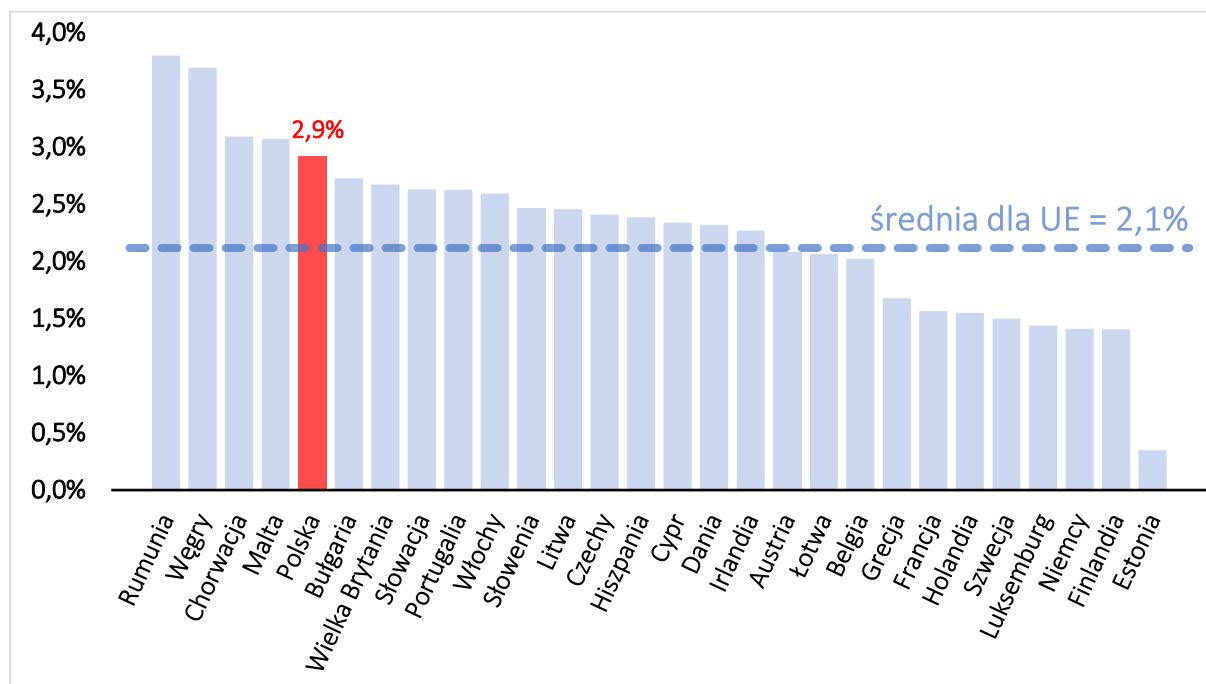
⁸ Mario Tanev, *Bulgaria places 102.3 mln euro of 5-yr T-bonds at negative yield*, SeeNews, <https://seenews.com/news/bulgaria-places-1023-mln-euro-of-5-yr-t-bonds-at-negative-yield-683604>.

⁹ Hanna Ziady, *Greece was broke four years ago. Now investors are paying to lend it money*, CNN Business, <https://edition.cnn.com/2019/10/10/economy/greek-debt-sale-negative-yields/index.html>.

¹⁰ *Strong demand for Siemens bonds despite negative yields*, Siemens, <https://press.siemens.com/global/en/pressrelease/strong-demand-siemens-bonds-despite-negative-yields>.

¹¹ Robin Wigglesworth, *Japanification: investors fear malaise is spreading globally*, Financial Times, <https://www.ft.com/content/314c626a-c77b-11e9-a1f4-3669401ba76f>.

Wykres 3. Koszty obsługi długu publicznego (jako % długu publicznego w roku poprzednim)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych AMECO

Rozwiązaniem tego problemu jest jednak nie emisja ujemnie oprocentowanych obligacji w euro, lecz faktyczne, a nie tylko propagandowe, zrównoważenie finansów publicznych¹². Z zaciąganiem zobowiązań w obcej walucie wiąże się bowiem ryzyko kursowe. Nawet jeśli w euro Polska będzie musiała za pięć lat oddać mniej, niż teraz pożyczyła, to w przeliczeniu na złote transakcja może okazać się niekorzystna. O znaczeniu ryzyka kursowego przekonali się w ostatnich latach frankowicze, którzy spłacają kredyty według niższych stóp procentowych niż kredytobiorcy złotowi. Początkowo przynosiło im to korzyści w postaci niższych rat. Kiedy jednak złoty osłabł względem franka szwajcarskiego, okazało się, że wzrosły zarówno wyrażone w złotych raty kredytów frankowych, jak i wyrażona w złotych wartość zobowiązań.

Obecnie środowisko ujemnych stóp procentowych pozwala na zaciąganie ujemnie oprocentowanych zobowiązań również dłużnikom o niższej wiarygodności. Polska, emitując w ostatnim czasie obligacje o ujemnej rentowności, nie dołączyła wcale do „elitarnego grona państw”. Po pierwsze, zaciągała ujemnie oprocentowane zobowiązania już wcześniej, w tym również przed dojściem PiS do władzy. Po drugie, w euro ujemnie oprocentowane zobowiązania zaciągają nie tylko najbardziej wiarygodne państwa jak Niemcy, lecz także największe korporacje, a nawet rządy takich krajów jak m.in. Grecja i Bułgaria. Skoro ponad 30% obligacji inwestycyjnych przynosi ujemny dochód, to grono dłużników ze zobowiązaniami o ujemnej rentowności staje się zbyt duże, by można było mówić o jakiegokolwiek elitarności.

¹² Aleksander Łaszek, Rafał Trzeciakowski, „Zrównoważony” budżet – wielka manipulacja, Komunikat 29/2019, Forum Obywatelskiego Rozwoju, <https://for.org.pl/pl/a/7078,komunikat-29/2019-zrownowazony-budzet-wielka-manipulacja>.

Forum Obywatelskiego Rozwoju

FOR zostało założone w 2007 roku przez prof. Leszka Balcerowicza, aby skutecznie chronić wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym. Naszym celem jest zmiana świadomości Polaków oraz obowiązującego i planowanego prawa w kierunku wolnościowym.

FOR realizuje swoje cele poprzez organizację debat oraz publikację raportów i analiz podejmujących ważne tematy społeczno-gospodarcze, a w szczególności: stan finansów publicznych, sytuację na rynku pracy, wolność gospodarczą, wymiar sprawiedliwości i tworzenie prawa. Z inicjatywy FOR w centrum Warszawy i w Internecie został uruchomiony licznik długu publicznego, który zwraca uwagę na problem rosnącego zadłużenia państwa. Działania FOR to także projekty z zakresu edukacji ekonomicznej oraz udział w kampaniach na rzecz zwiększania frekwencji wyborczej.

Wspieraj nas!

Zdrowy rozsądek oraz wolnościowy punkt widzenia nie obronią się same. Potrzebują zaplanowanego, wytężonego, skutecznego wysiłku oraz Twojego wsparcia.

Jeśli jest Ci bliski porządek społeczny szanujący wolność i obawiasz się nierozsądnych decyzji polityków udających na Twój koszt Świętych Mikołajów, wesprzyj finansowo nasze działania.

Wyślij przelew na konto FOR (w PLN): 68 1090 1883 0000 0001 0689 0629

W sprawie darowizn możesz się skontaktować z:

Patrycja Satora, dyrektor ds. rozwoju FOR

tel. 500 494 173

e-mail: patrycja.satora@for.org.pl

Już dziś pomóż nam chronić wolność – obdarz nas swoim wsparciem i zaufaniem.

KONTAKT DO AUTORA



Marcin Zieliński

Ekonomista FOR

e-mail: marcin.zielinski@for.org.pl

Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju – FOR
ul. Ignacego Krasickiego 9A • 02-628 Warszawa • tel. 22 628 85 11
e-mail: info@for.org.pl • www.for.org.pl
[f](https://www.facebook.com/FundacjaFOR)/FundacjaFOR • [t](https://twitter.com/FundacjaFOR)@FundacjaFOR