

MONIKA RUTA-KUJAWA

Uniwersytet Szczeciński

**KURS WALUTOWY I STOPA PROCENTOWA
A DŁUG POLSKIEGO SEKTORA PUBLICZNEGO
W LATACH 2003–2009**

Wprowadzenie

Dług sektora publicznego, będąc jedną z podstawowych kategorii wykorzystywanych do analizy zadłużenia państwa w krajach otwartych na zagranicę, znajduje się pod silnym wpływem czynników międzynarodowych. Każdy podmiot zaciągający zobowiązania dokonuje przeglądu warunków na rynku międzynarodowym i optymalizuje swoje wybory w obrębie dwóch głównych czynników kosztu obsługi zobowiązań: stopy procentowej i kursu walutowego. Podobnie decydenci wybierają krajowe lub zagraniczne instrumenty zaciągania zobowiązań, których warunki w dużej mierze wynikają z sytuacji na rynku międzynarodowym.

Zarówno kurs walutowy, zwłaszcza w przypadku systemu płynnego, jak i stopy procentowe wykazują dużą zmienność w zależności od sytuacji na rynkach zagranicznych. Główne mechanizmy rynkowe tych zależności wynikają między innymi z tego, że wzrost stóp procentowych na innych rynkach wywiera silną, konkurencyjną presję na polskich emitentów, którzy są zmuszeni do oferowania wyższego oprocentowania swoich instrumentów dłużnych. Płynny kurs walutowy reaguje natomiast na sytuację w bilansie płatniczym, zarówno w zakresie przepływów bieżących, jak i kapitałowych, a zatem na decyzje inwestorów zagranicznych o lokowaniu lub wycofaniu kapitału z rynku.

Na potrzeby pożyczkowe państwa bezpośredni wpływ ma sytuacja jego budżetu, ten zaś, zachowując zwykle dużą sztywność po stronie wydatków z dużą

wrażliwością reaguje na zmiany koniunktury w części przychodowej. W Polsce od wielu lat obserwowane jest zjawisko wzrostu roli wydatków zdeterminowanych (sztywnych) w budżecie państwa, które z około 45% w 1998 roku wzrosły w 2006 roku do 74%¹. Tak duże usztywnienie wydatków powoduje, że w okresie mniejszej dynamiki wzrostu gospodarczego, pogłębia się problem deficytu, a więc i wzrasta dług publiczny, z powodu zmniejszonych dochodów i wzrostu wydatków. Takie zjawisko można było zaobserwować w Polsce w latach 2001–2002².

W czasie głębokich kryzysów, takich jak dekoniunktura zapoczątkowana w 2008 roku, finanse publiczne wielu krajów zostały narażone na poważne obciążenia. Dla Polski źródła tego kryzysu są głównie zewnętrzne i objawiają się zasadniczo zmniejszonym popytem zewnętrznym na polskie towary i usługi oraz znacznie ograniczonym napływem kapitału zagranicznego. Nie można też zapominać o gwałtownym osłabieniu złotego, którego przyczyn także nie poszukuje się wśród fundamentalnych czynników kształtujących wartość naszej waluty, lecz w awersji inwestorów zagranicznych do walut gospodarek wschodzących, w tym z naszego regionu³.

Wszystkie te determinanty mają charakter międzynarodowy i silnie oddziałują na zobowiązania państwa. Dług sektora publicznego można i należy zatem analizować z uwzględnieniem najważniejszych czynników i aspektów jego poziomu oraz zmienności wynikającej z powiązań gospodarki z zagranicą. Ponadto należy pamiętać, że sektor rządowy i samorządowy jako kredytobiorca może mieć duży wpływ na stan zobowiązań zagranicznych całej gospodarki. Zobowiązania publiczne są przedmiotem szczególnego zainteresowania analityków rynkowych i inwestorów, od których oceny zależy oczekiwana rentowność instrumentów dłużnych. Im gorsza ocena sytuacji budżetowej, tym większy jest koszt kredytu zagranicznego.

W artykule podjęto próbę przybliżenia wcześniej wskazanych relacji między Polską a rynkiem międzynarodowym, a zwłaszcza oceny wpływu czynników zewnętrznych na dług polskiego sektora publicznego w latach 2003–2009.

¹ Por. B. Jajko, *Dług publiczny a równowaga fiskalna*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2008, s. 124.

² *Ibidem*, s. 128.

³ *Kryzys finansowy a handel zagraniczny*, Biuro Analiz Sejmu, Warszawa 2010, s. 7–8, 79.

1. Sektor rządowy i samorządowy a zadłużenie zagraniczne

W całym sektorze rządowym i samorządowym o długu publicznym mówi się wówczas, gdy długotrwałe decyzje o wydatkach przekraczają możliwości sfinansowania ich z bieżących przychodów publicznych. Dług ten może być sfinansowany ze źródeł wewnętrznych (krajowy dług publiczny) lub zewnętrznych (zagraniczny dług publiczny). Kryterium kwalifikującym jest rodzaj inwestora (krajowy – rezydent, lub zagraniczny – nierezydent), a nie waluta lub miejsce zawarcia transakcji.

Szczególnie duże możliwości poszukiwania kapitału za granicą ma Skarb Państwa, dzięki między innymi skali emisji papierów wartościowych, odpowiedniemu przygotowaniu technicznemu i infrastrukturze (np. instytucji dilerów skarbowych papierów wartościowych, czy specjalnym platformom obrotu nimi⁴), oraz sprawdzonej i potwierdzonej przez agencje ratingowe wiarygodności.

Zmiany w zadłużeniu Skarbu Państwa w latach 2003–2009 z podziałem na wierzycieli krajowych i zagranicznych i wyszczególnieniem podstawowych kategorii instrumentów dłużnych zaprezentowane zostały w tabeli 1.

Tabela 1

Zadłużenie Skarbu Państwa według kryterium rezydenta w latach 2003–2009 (mld zł)

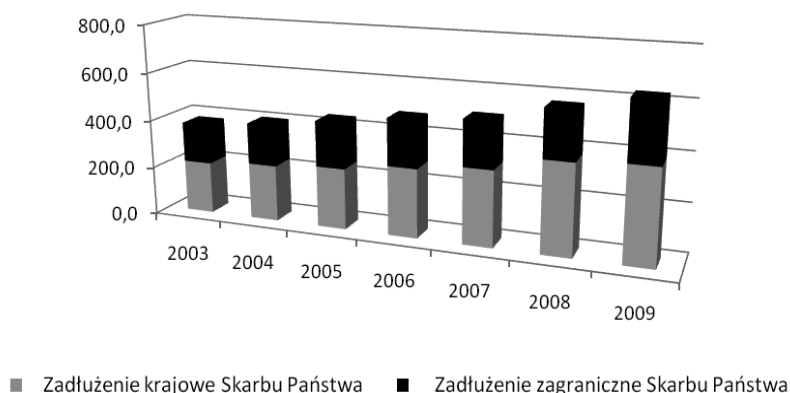
Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Zadłużenie Skarbu Państwa ogółem	378,9	402,9	440,2	478,5	501,5	569,9	631,5
I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	214,0	232,4	251,5	284,4	312,1	373,5	388,9
1. Dług z tytułu SPW	208,9	227,6	248,0	282,6	311,9	372,9	388,7
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	5,1	4,8	3,5	1,8	0,2	0,6	0,2
II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa	164,9	170,5	188,7	194,1	189,4	196,4	242,6
1. Dług z tytułu SPW	81,3	107,8	147,9	158,6	160,5	167,6	207,9
2. Dług z tytułu kredytów	83,5	62,7	40,8	35,6	28,9	28,6	34,7
3. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie *Zadłużenie Skarbu Państwa*, Ministerstwo Finansów, www.mf.pl, 2.07.2011.

⁴ Por. K. Marchewa-Bartkowiak, *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*, PWN, Warszawa 2008, s. 147–157.

Z przedstawionych danych wynika, że systematycznie rosło zadłużenie Skarbu Państwa, gdyż w 2009 roku było o 70% wyższe niż w 2003 roku (w ujęciu złotowym). Jednocześnie widać, że dług był zaciągany na ogół w skarbowych papierach wartościowych – ich udział w dźugu krajowym przekraczał bowiem 95% w całym badanym okresie. Ich rola wyraźnie rosła także w zagranicznych zobowiązaniach Skarbu Państwa. O ile w 2003 roku stanowiły one 49% zobowiązań wobec nierezydentów, o tyle w 2009 roku wskaźnik ten był prawie dwa razy większy, bo wyniósł ponad 85%.

Struktura wierzycieli dźugu Skarbu Państwa według kryterium rezydenta i nierezydenta kształtowała się w badanym okresie następująco: udział wierzycieli zagranicznych wykazywał tendencję spadkową (z ok. 42% w 2003 roku do około 31% w 2009 roku), natomiast krajowych odpowiednio wzrósł z 58% do prawie 62% (por. tabelę 2). Podobne zjawisko obserwowane było w ostatnich latach w wielu krajach rozwijających się⁵.



Rys. 1. Struktura na zadłużenia Skarbu Państwa w latach 2003–2009 (mld zł)

Źródło: jak pod tabelą 1.

Wzrost wartości dźugu Skarbu Państwa w ujęciu złotowym o około 70% w badanym okresie był wynikiem przede wszystkim wzrostu sprzedaży SPW rezydentom, jednak także nierezydenci zwiększyli swoje nominalne zaangażowanie w polskie bony i obligacje skarbowe o ponad 45%.

⁵ Por. *Domestic and External Public Debt in Developing Countries*, UNCTAD Discussion Papers No. 188, March 2008, s. 8.

Tabela 2

Poziom, dynamika i struktura polskiego zadłużenia zagranicznego ogółem i zadłużenia zagranicznego sektora rządowego i samorządowego w latach 2003–2009

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Zadłużenie zagraniczne ogółem (mld zł)	401,3	388,7	433,5	493,7	569,9	721,1	798,8
Dynamika zadłużenia zagranicznego ogółem (poprzedni rok = 100)	123,2	96,9	111,5	113,9	115,4	126,5	110,8
Zadłużenie zagraniczne sektora rządowego i samorządowego (mld zł)	168,6	172,9	191,9	197,3	192,8	200,5	250,1
Dynamika zadłużenia zagranicznego sektora rządowego i samorządowego (poprzedni rok = 100)	122,9	102,6	111,0	102,8	97,7	104,0	124,7
Udział sektora rządowego i samorządowego w zadłużeniu zagranicznym ogółem (%)	42,0	44,5	44,3	40,0	33,8	27,8	31,3

Źródło: obliczenia własne na podstawie *Polska. Zadłużenie zagraniczne*. NBP, www.nbp.pl, 1.07.2011; *Zadłużenie Skarbu Państwa*, Ministerstwo Finansów, www.mf.pl, 1.07.2011.

Z analizy sektorowej zadłużenia zagranicznego Polski wynika, że w latach 2003–2008 instytucje publiczne odnotowały znacznie mniejszą niż w innych sektorach dynamikę zaciągania nowych zobowiązań zagranicznych, dlatego udział tego sektora w zadłużeniu ogółem wyraźnie spadł o ponad 10 punktów procentowych na koniec 2008 roku. Dopiero w 2009 roku ponownie wzrosły zobowiązania sektora publicznego w zadłużeniu zagranicznym Polski.

Sektor rządowy i samorządowy systematycznie tracił zatem na znaczeniu w porównaniu z innymi sektorami w Polsce (NBP, bankowym oraz pozarządowym i pozabankowym), jednak w ujęciu nominalnym skala zobowiązań Skarbu Państwa wobec zagranicy była z każdym rokiem coraz większa. Ponadto sektor ten w 2009 roku, a także w kolejnych okresach dekoniunktury wywołanej kryzysem globalnym, miał większą skłonność do poszukiwania zewnętrznych źródeł finansowania niż pozostałe sektory⁶. Biorąc to pod uwagę, należy się zastanowić nad skutkami zmian kursów walutowych na wzrost tych zobowiązań.

⁶ Zjawisko to dotyczy większości państw Unii Europejskiej. Szerzej na ten temat zob. m.in. M. Ruta-Kujawa, *W kwestii zmian zadłużenia zagranicznego sektora publicznego krajów Unii Europejskiej w związku z kryzysem finansowym w 2008 r.*, „Firma i Rynek” 2010, nr 2.

2. Wpływ kursów walutowych na zadłużenie sektora publicznego

Biorąc pod uwagę dużą dostępność do zagranicznych źródeł finansowania, należy uwzględnić fakt, że koszt kapitału jest – jak sygnalizowano – funkcją nie tylko stopy procentowej, ale i zmiany kursu walutowego, wyrażonej stopą deprecjacji. Podejmując zatem decyzję pożyczkową (lub inwestycyjną), należy liczyć się z konsekwencją, że ostateczny wynik finansowy operacji, a zatem koszt kredytu może się znacznie różnić od pierwotnych założeń. Patrząc szerzej na to zagadnienie, należy zwrócić uwagę na fakt, że nawet decyzja o poszerzeniu portfela o instrumenty emitowane w walucie krajowej nie optymalizuje wyniku, ale jedynie zmniejsza ryzyko jego odchylenia od prognoz. Wykluczony jest wówczas bezpośredni wpływ waluty obcej na wynik operacji finansowej (także ten korzystny). Na rynku zawsze są bowiem instrumenty nominowane w walutach obcych, które mogą być alternatywnym kosztem lub alternatywnymi korzyściami, bardziej atrakcyjnymi z punktu widzenia interesów decydenta.

Takie różnice i ryzyko występują zarówno w przypadku zadłużenia zagranicznego, jak i krajowego. Najważniejsza jest tu bowiem waluta instrumentu finansowego generującego zobowiązanie. W literaturze coraz częściej wyraźnie odróżnia się zatem zadłużenie w walutach obcych (*foreign currency debt, debt in foreign currency*) od zadłużenia zagranicznego, czyli wobec nierezydentów (*external debt, foreign debt*)⁷. Uważa się ponadto, że w niektórych sytuacjach wskazane jest zadłużenie w walutach obcych. Argumentami za takim zadłużeniem są: podobna stopa wzrostu gospodarczego w obu krajach (państwie zadłużającym się i państwie waluty obcej) oraz niepewna inflacja na rynku krajowym. Zdarza się także, że zadłużenie w walutach obcych ma charakter zabezpieczający oraz wynika z braku możliwości zaciągania długów na rynku krajowym⁸.

W latach 2003–2009 w Polsce wzrosło zarówno zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa, jak i zadłużenie nominowane w walutach obcych, przy czym obie te kategorie traciły na znaczeniu w relacji do zadłużenia ogółem. Co więcej, w całym okresie występowały różnice między zadłużeniem zagranicznym Skarbu Państwa a jego zadłużeniem nominowanym w walutach obcych rzędu kilkudziesięciu mld zł. Były to wartości odpowiadające kilku lub kilkunastu punktom procentowym w relacji do całego zadłużenia Skarbu Państwa (por. tabelę 3).

⁷ Por. *Domestic...*, s. 4.

⁸ Por. H. Bohn, *A Positive Theory of Foreign Currency Debt*, University of Pennsylvania, Pennsylvania 1988, s. 30.

Tabela 3

Wybrane wskaźniki dotyczące zadłużenia Skarbu Państwa
w latach 2003–2009

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Zadłużenie Skarbu Państwa ogółem (w mld zł), w tym	378,9	402,9	440,2	478,5	501,5	569,9	631,5
Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa (w mld zł)	164,9	170,5	188,7	194,1	189,4	196,4	242,6
Udział zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa w zadłużeniu Skarbu Państwa ogółem (%)	43,5	42,3	42,9	40,6	37,8	34,5	38,4
Zadłużenie Skarbu Państwa w walutach innych niż PLN (w mld zł)	128,6	111,2	124,7	126,2	121,1	149,7	168,8
Udział zadłużenia Skarbu Państwa w walutach innych niż PLN w zadłużeniu Skarbu Państwa ogółem (%)	33,9	27,6	28,3	26,4	24,2	26,3	26,7

Źródło: jak pod tabelą 1.

Oznacza to, że część zobowiązań Skarbu Państwa wobec nierezydentów wynikała z emisji instrumentów, które nie były nominowane w walutach obcych. Odpowiedzi na pytanie o ich charakter dostarcza tabela 4, w której umieszczono wybrane, najistotniejsze w ostatnich latach skarbowe papiery wartościowe, wyemitowane na rynku krajowym, które zostały nabyte przez zagranicznych inwestorów. Jak widać, ich łączna wartość to niemal różnica między kwotą zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa wobec nierezydentów a kwotą zadłużenia Skarbu Państwa nominowanego w walutach obcych.

Największym zainteresowaniem inwestorów zagranicznych poszukujących na polskim rynku skarbowych papierów wartościowych cieszyły się obligacje o średnich i długich terminach zapadalności (najczęściej 5- i 10-letnie), ale w 2009 roku wyraźnie wzrosła też wartość zakupionych przez nich bonów skarbowych i 2-letnich obligacji, a więc papierów wartościowych o najkrótszych terminach zapadalności. Należy to łączyć z dużą niepewnością na rynku co do wartości stóp procentowych i kursów walut. Było to zachowanie zgodne z przewidywaniami większości emitentów państw OECD, którzy między innymi ze względu na wzrost awersji do ryzyka inwestorów i spadek krótkoterminowych stóp procentowych dokonywali finansowania krótkoterminowego⁹.

⁹ Por. *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, wrzesień 2009, www.mf.gov.pl, 30.06.2011, s. 10.

Tabela 4

Zadłużenie Skarbu Państwa wobec inwestorów zagranicznych
z tytułu najważniejszych instrumentów dłużnych emitowanych na rynku krajowym
(mld zł)

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rynkowe SPW	41,1	62,3	68,9	74,4	74,5	55,9	81,8
Bony skarbowe	0,8	0,3	0,3	0,0	0,0	0,6	3,3
Obligacje 2-letnie zerokuponowe	11,6	10,0	6,5	4,1	1,9	1,9	6,0
Obligacje o oprocentowaniu stałym do 5-lat	19,1	18,6	23,8	21,8	22,4	15,4	32,1
Obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	9,4	30,2	31,6	37,0	36,7	26,3	28,9
Obligacje 12-letnie indeksowane	–	2,2	4,2	5,2	3,7	3,4	2,4
Obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	0,0	0,6	2,3	6,0	8,3	7,0	8,1
Pozostałe	0,2	0,4	0,2	0,2	1,5	1,2	1,1

Źródło: jak pod tabelą 1.

Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa kształtowało się na wyższym poziomie niż jego zadłużenie w walutach obcych. Mniejsza zatem była wartość zobowiązań wrażliwych na wahania kursów walut i wzrost kosztów bieżącej obsługi długu. Jednym z założeń polskiej polityki było bowiem dostosowanie poziomu pozyskiwanych w obcych walutach środków do potrzeb obsługi i spłaty zobowiązań dewizowych. Ograniczono przede wszystkim zadłużanie się w walutach innych niż euro, między innymi ze względu na strategiczny charakter tej waluty jako przyszłej waluty krajowej¹⁰. W latach 2003–2009 nadal niemal 20% zobowiązań skarbowych było nominowanych w euro (por. tabelę 5). Osłabienie złotego w stosunku do tej waluty musiało być zatem mocno odczuwalne dla państwowego emitenta.

Konsekwencją płynnego kursu złotego, obowiązującego w Polsce od kwietnia 2000 roku, jest duża wrażliwość wartości zobowiązań w walutach obcych i bieżących kosztów obsługi długu. Deprecjacja złotego wywołuje ryzyko niekorzystnych zmian dla emitenta w zakresie wymienionych kategorii, a taka tendencja występuje w Polsce w ostatnich latach w porównaniu z 2008 roku, w którym złoty był rekordowo mocny. Potwierdzają to dane Ministerstwa Finansów, zgodnie z którymi kurs walutowy był najważniejszym czynnikiem wzrostu wartości długu publicznego niewynikającej z potrzeb pożyczkowych. Wcześniej nato-

¹⁰ *Ibidem*, s. 11.

miast, w ciągu kilku lat poprzedzających kryzys, coraz mocniejszy złoty zmniejszał wysokość długu i koszty jego obsługi, ale już w 2008 roku wartość długu sektora publicznego wzrosła w wyniku deprecjacji złotego o 2 punkty procentowe w relacji do PKB¹¹.

Tabela 5

Struktura walutowa zadłużenia Skarbu Państwa w latach 2003–2009 (%)

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PLN	66,1	72,4	71,7	73,6	75,8	73,7	73,3
EUR	19,1	17,3	18,6	18,7	17,4	18,9	18,9
USD	8,7	5,7	5,2	3,6	2,7	2,5	3,6
Pozostałe waluty	6,2	4,7	4,6	4,1	4,1	4,9	4,3

Źródło: jak pod tabelą 1.

Oddziaływanie zmian kursu walutowego na koszty obsługi zadłużenia w walutach obcych można zobrazować prostą symulacją. Rzeczywisty koszt kredytu w walucie obcej zależy – jak wiadomo – w takim samym stopniu od nominalnej stopy zwrotu, jak od stopy deprecjacji waluty krajowej, i wyraża się wzorem¹²:

$$R_r = R + R_d + R \cdot R_d,$$

gdzie:

R_r – rzeczywisty koszt kredytu w przeliczeniu na walutę krajową,

R – nominalny koszt kredytu w walucie obcej,

R_d – stopa deprecjacji waluty krajowej względem waluty kredytu.

W przykładzie wykorzystano emisję skarbowych papierów wartościowych z 20 czerwca 2008 roku. Była to emisja 10-letnich obligacji zagranicznych Skarbu Państwa nominowanych w euro na kwotę 2 mld EUR. Ich oprocentowanie stałe wynosiło 5,625%. Nominał obligacji wynosił 1 tys. EUR¹³. W tabeli 6 przedstawiono obliczenie rzeczywistego kosztu, jaki Skarb Państwa poniósł w pierwszą rocznicę emisji tych obligacji.

¹¹ *Ibidem*, s. 8.

¹² Por. *Depozyty i instrumenty rynku pieniężnego*, www.kpwig.gov.pl, 10.07.2011.

¹³ Por. informacje o obligacjach zagranicznych na www.mf.gov.pl, 10.07.2011.

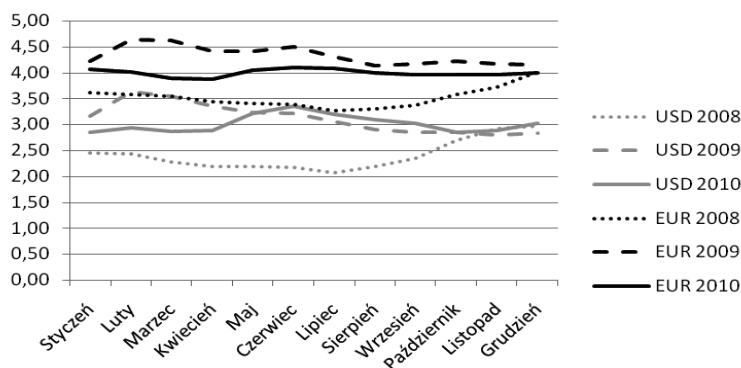
Tabela 6

Symulacja zmian kosztu obligacji nominowanych w euro
w związku ze zmianą kursu walutowego

Kurs 1 EUR w okresie bazowym – VI 08	3,3760
Kurs 1 EUR w okresie bazowym – VI 09	4,5081
Stopa deprecjacji (%)	33,5
Nominalna st. roczna (%)	5,625
Rzeczywisty koszt kredytu w rocznicę emisji (%)	41,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie *Średnioważone kursy walut obcych*, www.nbp.pl, 10.07.2011.

Ponad 33-procentowe osłabienie złotego w stosunku do euro w tym przykładzie spowodowało, że rzeczywisty koszt, jaki poniósł Skarb Państwa w związku z ich obsługą, przekroczył 40% ich wartości początkowej w przeliczeniu na złotówki. To bardzo poważna zmiana kosztów obsługi dla kredytobiorcy, który w całości ponosił ryzyko kursowe.



Rys. 2. Średnioważone kursy EUR i USD w poszczególnych miesiącach w latach 2008–2010

Źródło: obliczenia własne na podstawie *Średnioważone kursy walut obcych w złotych liczone za poszczególne miesiące 2008, 2009 i 2010 roku*, www.nbp.pl, 12.07.2011.

Nierezydenci nabywający na polskim rynku instrumenty skarbowe nominaowane w złotówkach w całości przyjmują ryzyko walutowe jako kredytodawcy. Wynik takiej operacji należy rozpatrywać z punktu widzenia waluty zagranicznej,

gdyż złoty jest jedynie walutą lokaty. Z danych zawartych w tabeli 4 wynika, że zainteresowanie skarbowymi papierami „złotowymi” w 2009 roku było relatywnie bardzo duże. Jak należy zatem oceniać tę tendencję z punktu widzenia zmian na rynku walutowym? Widać wyraźnie, że niektórzy inwestorzy zrezygnowali z bezpieczeństwa, jakie daje pożyczenie kapitału w postaci obligacji zagranicznych nominowanych w EUR, USD czy innych walutach obcych na rzecz papierów wartościowych emitowanych na rynku krajowym w złotych, spodziewając się że niska wartość złotego z 2009 roku jest przejściowa i będzie można zyskać na jego aprecjacji. Jak wynika z danych dotyczących zmian kursów głównych walut wobec złotego, zaprezentowanych na rysunku 2, co najmniej w przypadku bonów skarbowych, przewidywania te okazały się słuszne, gdyż kursy walut w 2010 roku wskazywały na umocnienie się złotego w stosunku do 2009 roku.

3. Oddziaływanie stopy procentowej na zobowiązania sektora publicznego

Jak wspomniano, stopa procentowa, to drugi czynnik decydujący o koszcie pozyskania kapitału, który może być pod silnym wpływem uwarunkowań zewnętrznych. O poziomie stóp procentowych na rynku na ogół decyduje bank centralny, mając na uwadze przede wszystkim określony cel inflacyjny, uwzględniający aktualną koniunkturę. W tabelach 7 i 8 zaprezentowano dane dotyczące stopy inflacji oraz stopy procentowej banków centralnych w wybranych krajach UE. Wyraźny spadek poziomu tych wskaźników zanotowano w 2009 roku, czego przyczyn należy upatrywać w kryzysie finansowym. Spowolnienie wzrostu gospodarczego lub recesja doprowadziły do gwałtownego spadku tempa wzrostu cen w krajach UE, w tym także w Polsce. W ślad za tym zjawiskiem banki centralne dla pobudzenia gospodarki obniżyły wartość swoich podstawowych stóp procentowych, zmniejszając tym samym koszty pozyskania kredytu.

Przedłużający się okres stosunkowo niskiego wzrostu gospodarczego i wciąż duża awersja inwestorów do ryzyka sprawiają, że instrumenty dłużne Skarbu Państwa mogą cieszyć się szczególnym dużym zainteresowaniem, co nie pozostaje bez wpływu na wzrost jego zobowiązań. Publiczny emitent może jednak korzystać z ogólnego spadku stóp procentowych, zmniejszając wynikający z odsetek koszt obsługi zobowiązań. Należy jednak pamiętać, że instrumenty dłużne nabywane przez inwestorów zagranicznych są porównywane z rentownością inwestycji na innych rynkach, co może oznaczać konieczność zagwarantowania przez

Skarb Państwa wyższej premii za ryzyko inwestycyjne w ramach oferowanej rentowności.

Tabela 7

Stopa inflacji w wybranych krajach w latach 2003–2009

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Strefa Euro	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3
Czechy	-0,1	2,6	1,6	2,1	3	6,3	0,6
Litwa	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3
Węgry	4,7	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	4,0
Malta	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8
Polska	0,7	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,0
Rumunia	15,3	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	5,6
Słowacja	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9
Szwecja	2,3	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	1,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Annual Average Rate of Change in Harmonized Indices of Consumer Prices*, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, 15.07.2011.

Tabela 8

Oficjalna stopa procentowa banków centralnych w wybranych krajach w latach 2003–2009

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Strefa Euro	1,0	1,0	1,2	2,5	3,0	2,0	0,2
Czechy	1,0	1,5	1,0	1,5	2,5	1,2	0,2
Litwa	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3,0	1,0
Węgry	11,5	8,5	5,0	7,0	6,5	9,5	5,2
Malta	0,3	1,5	2,2	2,7	3,0	–	–
Polska	3,7	5,0	3,0	2,5	3,5	3,5	2,0
Rumunia	5,0	5,0	1,0	1,0	2,0	6,2	4,0
Słowacja	4,5	2,5	2,0	3,2	2,2	1,5	–
Szwecja	2,0	1,2	0,7	2,2	3,2	1,2	-0,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Central Bank Interest Rates – Annual Data*, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, 15.07.2011.

Uwagi końcowe

Zmiany długu sektora publicznego w Polsce w latach 2003–2009 były pod silnym wpływem takich czynników, jak między innymi kurs walutowy. Najważniejsze wnioski wynikające z przedstawionych relacji między rynkiem międzynarodowym a zadłużeniem sektora publicznego Polski w ostatnich latach są następujące:

1. Od wielu lat duża część długu sektora publicznego była finansowana przez nierezydentów. Choć w ostatnich latach przed kryzysem spadał udział tego sektora w relacji do zadłużenia sektora publicznego, to jednak w 2009 roku nastąpił jego wzrost o 4 punkty procentowe w stosunku do poprzedniego okresu. Należy to łączyć głównie ze zmianami złotego wobec euro.

2. Inwestorzy zagraniczni, podobnie jak krajowi, byli zainteresowani głównie standardowymi instrumentami dłużnymi, emitowanymi przez sektor publiczny, czyli skarbowymi papierami wartościowymi. Ich udział w ogólnym zadłużeniu wobec nierezydentów wyraźnie wzrastał w latach 2003–2009 i na koniec tego okresu przekroczył 80%.

3. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa różniło się o kilka lub kilkanaście punktów procentowych od zadłużenia Skarbu Państwa w walutach obcych. Oprócz zagranicznych obligacji skarbowych inwestorzy zagraniczni nabywali bowiem także instrumenty emitowane na polskim rynku. Ich wartość wyraźnie wzrosła w 2009 roku w związku z silną deprecjacją złotego w stosunku do poprzedniego roku. Inwestorzy, nabywając głównie bony skarbowe i dwuletnie papiery wartościowe, w przypadku oczekiwanej aprecjacji prawdopodobnie skorzystają w latach 2010–2011 z dodatnich różnic kursowych.

4. W ostatnich latach wyraźnie malał udział walut obcych w koszyku skarbowych papierów wartościowych. Najważniejszym pieniądzem zagranicznym było euro, z udziałem około 18% w 2009 roku. Jednak to, jak będzie się zmieniać rola tej waluty w badanej strukturze w kolejnych latach, zadecyduje termin przystąpienia Polski do strefy euro.

5. Wpływ kursu walutowego na wysokość długu sektora publicznego w Polsce, a także wysokość kosztów jego obsługi był bardzo duży. W latach poprzedzających wybuch kryzysu finansowego aprecjacja złotego sprzyjała polskiemu emitentowi, jednak obecnie należy się liczyć z podwyższonymi kosztami obsługi zadłużenia w walutach obcych. Dotyczy to zwłaszcza tych instrumentów, których emisja miała miejsce w 2008 roku, gdy polska waluta była najsilniejsza.

6. Poziom stóp procentowych w Polsce był pod silnym wpływem koniunktury i oczekiwań inflacyjnych banku centralnego. Powrót do wysokiego i stabilnego wzrostu gospodarczego w Polsce będzie w dużym stopniu zależec od czynników międzynarodowych. W kolejnych emisjach skarbowych papierów wartościowych Skarb Państwa ustalając ich rentowność, będzie musiał zatem uwzględnić podaż obligacji innych państw i dostosować do nich premię za ryzyko, aby skutecznie konkurować na rynku międzynarodowym. Nie pozostanie to bez wpływu na wzrost kosztów obsługi zadłużenia publicznego.

7. W przyjętej strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych zawarty jest plan ograniczenia deficytu budżetowego i długu publicznego, gdyż ten ostatni niebezpiecznie zbliżył się do progu ostrożnościowego (55% PKB). Obecnie, gdy na rynku międzynarodowym podaż skarbowych papierów wartościowych jest duża, ważne jest, aby Polska, realizując ten plan, utrzymała wysoką wiarygodność, bo od niej zależy stabilizacja kursu złotego oraz stopy procentowej.

Literatura

- Bohn H., *A Positive Theory of Foreign Currency Debt*, University of Pennsylvania, Pennsylvania 1988.
- Domestic and External Public Debt in Developing Countries*, UNCTAD Discussion Papers No. 188, March 2008.
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, 15.07.2011.
- Jajko B., *Dług publiczny a równowaga fiskalna*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2008.
- Kryzys finansowy a handel zagraniczny*, Biuro Analiz Sejmu, Warszawa 2010.
- Marchewa-Bartkowiak K., *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Ruta-Kujawa M., *W kwestii zmian zadłużenia zagranicznego sektora publicznego krajów Unii Europejskiej w związku z kryzysem finansowym w 2008 r.*, „Firma i Rynek” 2010, nr 2.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, wrzesień 2009.
- www.kpwig.gov.pl, 10.07.2011.
- www.mf.gov.pl, 30.06.2011.
- www.nbp.pl, 1.07.2011.

**EXCHANGE RATE AND INTEREST RATE AND POLISH PUBLIC DEBT
IN 2003–2009**

Summary

The most important objective of the paper is to analyze exchange rate and rate of interest, which are considered to be the most significant external factors of the public sector's debt. The special attention has been paid to the main trends and the structure of the public liabilities in Poland. The first part of the article presents public sector's share in Polish foreign debt in 2003–2009. The other two parts reveal the most important relationships between mentioned factors and public sector's debt.

Translated by Monika Ruta-Kujawa

