

*Joanna Stawska**

**KOSZTY OBSŁUGI DŁUGU PUBLICZNEGO W POLSCE
W KONTEKŚCIE KRYZYSU FINANSOWEGO
W UNII EUROPEJSKIEJ**

1. WSTĘP

Dług publiczny, w tym deficyt budżetowy jest istotną zmienną makroekonomiczną, której wielkość określa możliwości rozwojowe danego kraju. Na deficyt budżetowy wpływa wiele różnorodnych czynników, są to głównie nadmierne wydatki budżetowe lub zbyt niskie dochody budżetowe. W konsekwencji wybuchu światowego kryzysu finansowego ostatnich lat, pogarszające się otoczenie makroekonomiczne oraz wzrost obaw o kondycję Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW), kraje Unii Europejskiej (UE) zanotowały spadek dochodów budżetowych i wzrost poziomu wydatków. Często w okresie kryzysu rosnące potrzeby pożyczkowe oraz dodatkowo wzrost rentowności obligacji przyczynia się do zwiększenia kosztów obsługi długu sektora publicznego według zasady, że wzrost ryzyka przekłada się na wzrost wydatków na obsługę zadłużenia. Dodatkowo zdolność do regulowania zobowiązań danego państwa jest weryfikowana przez rynki finansowe, w tym przez agencje ratingowe, których ocena wpływa na koszty obsługi długu. Dlatego istotne jest odpowiednie zarządzanie zadłużeniem głównie budżetu państwa poprzez finansowanie niedoborów budżetowych oraz minimalizowanie kosztów obsługi długu przy danym poziomie ryzyka. Celem artykułu jest analiza poziomu kosztów obsługi długu publicznego w na tle rosnącego zadłużenia sektora publicznego w krajach Unii Europejskiej.

**2. ZADŁUŻENIE SEKTORA PUBLICZNEGO W POLSCE NA TLE
POZOSTAŁYCH KRAJÓW UNII EUROPEJSKIEJ
W LATACH 2008–2011**

Nadmierne zadłużenie publiczne jest zjawiskiem niepożądanym, ponieważ najczęściej prowadzi do konieczności ograniczania obywatelom niezbędnych dla

* Dr, adiunkt, Zakład Bankowości Centralnej i Pośrednictwa Finansowego, Katedra Finansów Publicznych, Instytut Finansów, Bankowości i Ubezpieczeń, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, ul. POW nr 3/5, 90-255 Łódź.

nich usług, tzw. *essential services*. W literaturze przedmiotu pojawiły się badania, które dowodzą, że zbyt duże zadłużenie publiczne (powyżej 90% PKB) powoduje, że mediana wzrostu gospodarczego jest niższa o ponad 1% PKB w porównaniu z krajami o niższym zadłużeniu (Reinhart, Rogoff, 2010).

Latem 2011 r. pojawiły się problemy w gospodarce nie tylko greckiej, ale również w innych państwach o wysokim zadłużeniu publicznym, takich jak: Portugalia, Irlandia, Hiszpania lub Włochy. Ponadto w związku z pojęciem kryzysu zadłużeniowego zaczęto wymieniać takie kraje, jak: Belgia, Francja, Cypr. Dodatkowo agencja Standard & Poors obniżyła rating Stanom Zjednoczonym.

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 27 krajach Unii Europejskiej zmniejszył się z 6,5% PKB w 2010 r. do 4,5% PKB w 2011 r. Powyżej progu referencyjnego wynoszącego 3% PKB znalazło się w 2011 r. 17 państw UE. Dodatkowo w latach 2008–2011 aż w 10 państwach zanotowano deficyt budżetowy powyżej wymaganego progu. Wśród krajów o najwyższym deficycie budżetowym w 2011 r. znalazły się następujące kraje: Irlandia (–13,1% PKB), Grecja (–9,1% PKB), Hiszpania (–8,5% PKB) oraz Zjednoczone Królestwo (–8,3% PKB). Z kolei nadwyżka budżetowa w 2011 r. pojawiła się w takich państwach, jak: Węgry, Estonia i Szwecja. Krajami, które osiągnęły deficyt poniżej 3% PKB, są: Bułgaria, Dania, Niemcy, Luksemburg, Malta, Austria oraz Finlandia. Dane statystyczne dotyczące długu sektora instytucji rządowych i samorządowych krajów UE-27 wskazują, że wzrósł on z 80% PKB w 2010 r. do 82,5% PKB w 2011 r., przy czym aż w 14 państwach UE przekroczono wymagany próg 60% PKB. W 2011 r. najniższe wskaźniki zadłużenia osiągnęły: Estonia (6% PKB), Bułgaria (16,3% PKB), oraz Luksemburg (18,25% PKB). W tab. 1 przedstawiono zadłużenie publiczne poszczególnych krajów Unii Europejskiej (*Eurostat*, 2012).

Sytuacja sektora finansów publicznych w latach 2009–2010 w Polsce uległa znacznemu pogorszeniu głównie w wyniku działania tzw. automatycznych stabilizatorów koniunktury¹ oraz zwiększenia strukturalnego deficytu finansów publicznych. Było to czynnikiem łagodzącym wpływ kryzysu na polską gospodarkę. Deficyt w relacji do PKB w 2009 r. wynosił 7,1%, co wskazywało na istotny wzrost nierównowagi fiskalnej w kraju (*Raport roczny...*, 2010). Część członków Rady Polityki Pieniężnej NBP wskazywała na posiedzeniu w 2009 r., że ekspansywna strategia fiskalna wielu krajów prowadzi do wzrostu długu publicznego, który przy zachowaniu stabilności cen będzie mógł zostać ograniczony jedynie przez jej zacieśnienie. Wskazywali również, niskie realne stopy procentowe wpływają na zmniejszenie kosztów finansowania długu publicznego, co osłabia bodźce wprowadzania reform, których celem jest poprawa długu sektora publicznego (*Raport roczny...*, 2010).

¹ Automatyczne stabilizatory koniunktury samoistnie dostosowują deficyt budżetowy w reakcji na wahania koniunktury. W fazie spowolnienia gospodarczego spadają dochody podatkowe i rosną wydatki związane z bezrobociem i pomocą społeczną, co wpływa na wzrost deficytu budżetowego.

Tabela 1

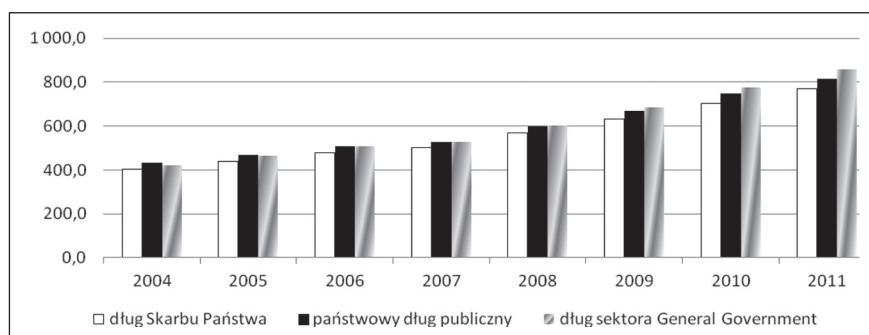
Deficyt budżetowy oraz dług publiczny w krajach Unii Europejskiej, w latach 2008–2011
(w % PKB)

	Deficyt budżetowy				Dług publiczny			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
EU-27	-2,4	-6,9	-6,5	-4,5	62,5	74,8	80,0	82,5
Strefa euro	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	70,1	79,9	85,3	87,2
Belgia	-1,0	-5,6	-3,8	-3,7	89,3	95,8	96,0	98,0
Bułgaria	1,7	-4,3	-3,1	-2,1	13,7	14,6	16,3	16,3
Czechy	-2,2	-5,8	-4,8	-3,1	28,7	34,4	38,1	41,2
Dania	3,2	-2,7	-2,5	-1,8	33,4	40,6	42,9	46,5
Niemcy	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0	66,7	74,4	83,0	81,2
Estonia	-2,9	-2,0	0,2	1,0	4,5	7,2	6,7	6,0
Irlandia	-7,3	-14,0	-31,2	-13,1	44,2	65,1	92,5	108,2
Grecja	-9,8	-15,6	-10,3	-9,1	113,0	129,4	145,0	165,3
Hiszpania	-4,5	-11,2	-9,3	-8,5	40,2	53,9	61,2	68,5
Francja	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2	68,2	79,2	82,3	85,8
Włochy	-2,7	-5,4	-4,6	-3,9	105,7	116,0	118,6	120,1
Cypr	0,9	-6,1	-5,3	-6,3	48,9	58,5	61,5	71,6
Łotwa	-4,2	-9,8	-8,2	-3,5	19,8	36,7	44,7	42,6
Litwa	-3,3	-9,4	-7,2	-5,5	15,5	29,4	38,0	38,5
Luksemburg	3,0	-0,8	-0,9	-0,6	13,7	14,8	19,1	18,2
Węgry	-3,7	-4,6	-4,2	4,3	73,0	79,8	81,4	80,6
Malta	-4,6	-3,8	-3,7	-2,7	62,3	68,1	69,4	72,0
Holandia	0,5	-5,6	-5,1	-4,7	58,5	60,8	62,9	65,2
Austria	-0,9	-4,1	-4,5	-2,6	63,8	69,5	71,9	72,2
Polska	-3,7	-7,4	-7,8	-5,1	47,1	50,9	54,8	56,3
Portugalia	-3,6	-10,2	-9,8	-4,2	71,6	83,1	93,3	107,8
Rumunia	-5,7	-9,0	-6,8	-5,2	13,4	23,6	30,5	33,3
Słowenia	-1,9	-6,1	-6,0	-6,4	21,9	35,3	38,8	47,6
Słowacja	-2,1	-8,0	-7,7	-4,8	27,9	35,6	41,1	43,3
Finlandia	4,3	-2,5	-2,5	-0,5	33,9	43,5	48,4	48,6
Szwecja	2,2	-0,7	0,3	0,3	38,8	42,6	39,4	38,4
Wielka Brytania	-5,0	-11,5	-10,2	-8,3	54,8	69,6	79,6	85,7

Źródło: dane statystyczne Eurostatu: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

Polska w 2011 r. znalazła się w grupie państw UE, które wykazały deficyt powyżej wartości referencyjnej z Maastricht (3% PKB). Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł w Polsce 5,1% PKB, czyli powyżej średniej dla UE (4,5% PKB) i strefy euro (4,1% PKB). Natomiast dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w Polsce ukształtował się na poziomie 56,3% PKB, co dało Polsce miejsce wśród 13 państw UE, których dług nie przekroczył wartości referencyjnej kryterium z Maastricht. Średnia dla UE wyniosła 82,5% PKB, a dla strefy euro 87,2% PKB (*Ministerstwo Finansów*, 2012).

W Polsce dług szczebla centralnego, w tym dług Skarbu Państwa jest minimalnie niższy niż zadłużenie całego sektora publicznego, co wynika z centralizacji polskiego systemu finansów publicznych. Państwowy dług publiczny (PDP) liczony według metodologii krajowej różni się niewiele od wartości zadłużenia Skarbu Państwa głównie ze względu na zobowiązania polskiego sektora samorządowego. Natomiast różnice powstające pomiędzy państwowym długiem publicznym a zobowiązaniami sektora instytucji rządowych i samorządowych (zgodnie z European Space Agency (ESA)⁹⁵) wynikają z odmiennych metod obliczania poziomu zadłużenia (U r y s z e k, 2011).



Rys. 1. Wielkość długu Skarbu Państwa, Państwowy dług publiczny oraz General Government w Polsce, w latach 2004–2011 (w mld zł)

Źródło: pracowanie własne na podstawie danych statystycznych Ministerstwa Finansów: <http://www.mf.gov.pl>.

Odmierna metodologia obliczania państwowego długu publicznego a długu sektora instytucji rządowych i pozarządowych (General Government) polega m.in. na tym, że w Polsce fundusze ulokowane w Banku Gospodarstwa Krajowego nie zalicza się do sektora finansów publicznych, natomiast do sektora instytucji rządowych i samorządowych. Z kolei zobowiązania wymagalne, których termin płatności minął stanowią w Polsce kategorię długu publicznego – zgodnie z metodologią unijną wpływają na poziom deficytu, gdyż traktowane są jako wydatek zgodnie z metodą memoriałową i nie są zaliczane do długu. Według zaleceń Eurostatu część

przedsięwzięć dotyczących budowy autostrad ujmowane są w zadłużeniu sektora instytucji rządowych i samorządowych, tj. nakłady inwestycyjne poniesione przez podmioty realizujące dane projekty. Również tzw. dług potencjalny według polskich zasad nie jest uwzględniany w państwowym długu publicznym, ale zgodnie z unijnymi wytycznymi może on w określonych sytuacjach stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (*Ministerstwo Finansów*, 2012).

Na rys. 1 oraz w tab. 2 zaprezentowano wielkość długu Skarbu Państwa, państwowego długu publicznego oraz długu sektora General Government w mld zł oraz w relacji do PKB w Polsce w latach 2004–2011. Warto zauważyć, że dług ten liczony zgodnie z zasadami Eurostatu od 2006 r. jest wyższy od państwowego długu publicznego obliczanego według metodologii krajowej.

Tabela 2

Dług Skarbu Państwa, państwowy dług publiczny oraz sektora instytucji rządowych i samorządowych w Polsce, w latach 2004–2011 (w % PKB)

Rok	Dług Skarbu Państwa	Państwowy dług publiczny	Dług sektora
2004	43,6	46,7	45,7
2005	44,8	47,5	47,1
2006	45,1	47,8	47,7
2007	42,6	44,8	45,0
2008	44,7	46,9	47,1
2009	47,0	49,8	50,9
2010	49,6	52,8	54,8
2011	50,6	53,5	56,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych Ministerstwa Finansów, <http://www.mf.gov.pl>.

W 2010 r. państwowy dług publiczny przekroczył I próg ostrożnościowy ujęty w art. 86 *Ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych*. Natomiast począwszy od 2009 r. dług sektora General Government osiągnął poziom 50,9% PKB, a w 2011 r. już 56,3% PKB.

3. CZYNNIKI WPLYWAJĄCE NA POLITYKĘ EMISYJNĄ W POLSCE W OKRESIE KRYZYSU FINANSOWEGO

Ze względu na narastający kryzys finansowy pod koniec 2008 r., słabnącą aktywność gospodarczą, władze monetarne zdecydowały o obniżce stóp procentowych łącznie o 150 pkt bazowych (główna stopa referencyjna wyniosła w lipcu

2009 r. 3,5%). Mimo to, w związku z nasilającą się na rynku awersją do ryzyka w pierwszym kwartale 2009 r., wzrosły rentowności wzdłuż krzywej dochodowości. Popyt na skarbowe papiery wartościowe oscylował głównie wokół krótkiego końca krzywej dochodowości, dopiero od połowy roku wzrosło zainteresowanie instrumentami o dłuższych okresach zapadalności. Zadłużenie Skarbu Państwa w bonach skarbowych w 2009 r. spadło o 2,9 mld zł. W efekcie kryzysu greckiego widoczny był wzrost zaangażowania w krajowe skarbowe papiery wartościowe inwestorów zagranicznych (od początku 2009 r. do sierpnia 2010 r. był to wzrost o 66,6 mld zł). Inwestorów zagranicznych przekonała pozytywna ocena fundamentów makroekonomicznych Polski na tle pozostałych krajów UE, relatywnie wysoki poziom stóp procentowych, oczekiwania aprecjacji złotego oraz polityka niskich stóp procentowych EBC i FED. W tym czasie jednak wzrosły potrzeby pożyczkowe budżetu państwa z 39 mld zł przedstawionych w ustawie budżetowej do 57,5 mld zł. Ich źródłem był wzrost deficytu budżetowego, wyższe saldo prefinansowania, pożyczki dla FUS i niższych przychodów z prywatyzacji (*Strategia zarządzania...*, 2010).

Struktura finansowania potrzeb pożyczkowych Polski to ogólnie rezultat sytuacji rynkowej, poziomu kosztów pozyskania środków oraz ryzyk związanych ze strukturą długu. Wśród najważniejszych czynników, które kształtowały politykę emisyjną Polski należy uwzględnić kryzys zadłużeniowy w strefie euro oraz zagrożenie niewypłacalności niektórych krajów strefy euro jak: Grecja, Włochy, Hiszpania, Irlandia, Portugalia. Obawy te mogły skutkować wzrostem rentowności obligacji tych krajów, a także niższymi ratingami wielu krajów europejskich. Ponadto istotną pozostawała kwestia wdrażania programów konsolidacji fiskalnej i przygotowań programów wzmacniających długoterminową dyscyplinę fiskalną w Unii Europejskiej. Znaczenie miały również obawy o perspektywy USA lub udostępnienie przez EBC 3-letnich pożyczek dla sektora bankowego o niskim oprocentowaniu (LTRO – Long Term Refinancing Operation). Wśród czynników wpływających na potrzeby pożyczkowe Polski o charakterze krajowym w 2011 r. wymienia się: osłabienie złotego wobec głównych walut w wyniku zjawisk kryzysowych, wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych na rynku polskich papierów wartościowych, niższe od oczekiwanych potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa, a także nadpłynność krajowego sektora bankowego (*Ministerstwo Finansów*, 2012).

Niższy o 29,4 mld zł poziom potrzeb pożyczkowych netto w 2011 r. (potrzeby te ograniczone zostały do poziomu 26,9 mld zł) wynikał m.in. z niższych potrzeb z tytułu deficytu budżetu państwa 25,1 mld zł wobec planowanego 40,2 mld zł, niższego deficytu budżetu środków europejskich 12,2 mld zł wobec 15,4 mld zł, oraz niższych składek przekierowanych do OFE 15,4 mld zł wobec 23,9 mld zł. Również na niższe potrzeby pożyczkowe netto wpłynęła większa skala konsolidacji jednostek sektora finansów publicznych, która umożliwiła wpływy w wysokości 24,5 mld zł wobec oczekiwanych 19,8 mld zł. Jednak po-

jawily się również czynniki, które wymagały wyższych nakładów pożyczkowych od zakładanych, m.in. były to: większe potrzeby z tytułu pożyczek 5 mld zł wobec oczekiwanych 3,1 mld zł, niższe wpływy z prywatyzacji Skarbu Państwa, które wyniosły 6,3 mld zł wobec zaplanowanych 7,7 mld zł (*Ministerstwo Finansów*, 2012). Natomiast potrzeby pożyczkowe brutto budżetu państwa w 2011 r. wyniosły 136,1 mld zł i były niższe o 31,5 mld zł od zaplanowanych w ustawie budżetowej na ten rok.

W 2011 r. rynek krajowy pozostawał głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych brutto, stanowiąc 79,3% zapotrzebowania, wobec 81,2% w 2010. Finansowanie krajowe brutto w 2011 r. osiągnęło poziom 110 mld zł (147,1 mld zł w 2010), finansowanie krajowe netto wyniosło 7,1 mld zł (38,2 mld zł w 2010), natomiast finansowanie zagraniczne brutto – 28,7 mld zł, a netto – 22,6 mld zł. Na rynku krajowym największe znaczenie w finansowaniu potrzeb pożyczkowych osiągnęły obligacje (74,5%) o wartości nominalnej 108,8 mld zł. Na rynku zagranicznym sprzedaż obligacji wyniosła 20,5 mld zł, osiągając udział w finansowaniu 14%. Natomiast udział bonów osiągnął poziom 16,7 mld zł, a ich udział w finansowaniu wyniósł 11,5% (*Ministerstwo Finansów*, 2012).

W tab. 3 pokazano udział różnych instrumentów dłużnych w kosztach obsługi długu krajowego. Największą część kosztów generują odsetki od obligacji stałoprocentowych, a następnie od obligacji zmiennoprocentowych. Wynika to z przewagi obligacji w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa.

Tabela 3

Udział poszczególnych instrumentów finansowych w kosztach obsługi długu krajowego w Polsce, w latach 2008–2011 (w %)

	2008	2009	2010	2011
Bony skarbowe	4,9	9,4	9,9	4,6
Obligacje stałoprocentowe	80,0	76,0	75,7	78,8
Obligacje zmiennoprocentowe	10,6	11,5	10,7	11,6
Obligacje indeksowane	1,7	1,3	1,2	1,9
Obligacje detaliczne	2,5	1,6	2,4	1,4
Pozostałe	0,4	0,2	0,1	1,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie: raporty roczne Ministerstwa Finansów z lat 2008–2011.

Z kolei w tab. 4 wyszczególniono udziały poszczególnych instrumentów w wydatkach ponoszonych przez budżet państwa na obsługę długu zagranicznego. W tym przypadku największy udział w kosztach obsługi długu generują obligacje zagraniczne, a następnie odsetki płacone od kredytów w Europejskim Banku Inwestycyjnym.

Tabela 4

Udział poszczególnych instrumentów finansowych w kosztach obsługi długu zagranicznego w Polsce, w latach 2008–2011 (w %)

	2008	2009	2010	2011
Obligacje zagraniczne	76,3	78,8	81,6	79,6
Kredyty Banku Światowego	4,1	4,0	2,6	3,5
Kredyty Europejskiego Banku Inwestycyjnego	11,7	13,2	11,0	11,1
Pozostałe (w tym klub paryski)	7,9	4,0	4,8	5,8

Źródło: jak do tab. 3.

4. KOSZTY OBSŁUGI DŁUGU PUBLICZNEGO W PAŃSTWACH UNII EUROPEJSKIEJ W LATACH 2008–2011

Koszty obsługi długu Skarbu Państwa w Polsce zmieniały się pod wpływem przyrostu długu oraz zmian poziomów stóp procentowych i kursów walutowych. W celu ograniczenia wpływu zmiennych kosztów obsługi długu na konstruowanie budżetu państwa podejmowano decyzje mające oddziaływać na równomierne rozłożenie tych kosztów w czasie. W tym celu rozpoczęto stosowanie od końca 2006 r. transakcji na instrumentach pochodnych; ustalano wysokość oprocentowania nowych emisji obligacji na poziomie ich rentowności, by zmniejszyć kumulację kosztów z dyskonta w momencie ich wykupu. Stosowano również przetargi zamiany i odkupu obligacji od 2001 r., by ograniczyć ryzyko refinansowania i umożliwić regulowanie rozkładu kosztów obsługi długu w czasie. Koszty obsługi długu zagranicznego w Polsce były niższe niż długu krajowego, co w mniejszym stopniu wynikało z różnicy poziomów stóp procentowych na rynku krajowym i rynkach zagranicznych, a głównie z ograniczonego udziału długu zagranicznego w długi Skarbu Państwa (*Strategia zarządzania...*, 2010).

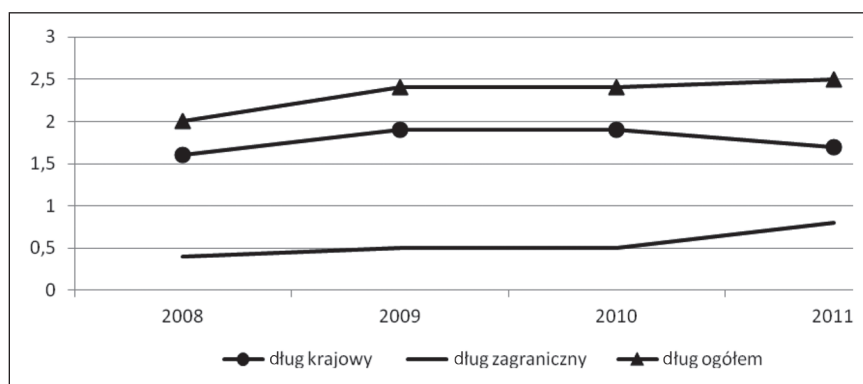
Na koszt obsługi długu składa się wartość wymagalnego zadłużenia w danym roku, odsetki, prowizje oraz podobne opłaty. Analizując wskaźnik, który jest stosunkiem całkowitego kosztu obsługi zadłużenia do PKB, warto podkreślić, że jednak koszty te w Polsce są coraz wyższe. W 2008 r. wyniosły 2,0% PKB, natomiast w 2011 r. już 2,5% PKB (38,4 mld zł) (tab. 5, rys. 2). Dodatkowo niestabilna sytuacja makroekonomiczna w Europie nie sprzyja obniżeniu kosztów obsługi długu w Polsce głównie ze względu na: prognozy niższego wzrostu gospodarczego, spadek inwestycji, wzrost bezrobocia, wyższe od oczekiwanych potrzeby pożyczkowe czy kurs walutowy.

Tabela 5

Koszty obsługi zadłużenia Skarbu Państwa w latach 2004–2011

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Koszty obsługi zadłużenia Skarbu Państwa (mld zł)	22,7	25	27,8	27,6	25,1	32,2	34,1	36,0
– krajowego	18,5	21,3	23,3	22,6	20	25,6	26,8	27,1
– zagranicznego	4,2	3,7	4,5	5,0	5,1	6,7	7,4	8,8
Koszty ogółem (% PKB)	2,5	2,5	2,6	2,3	2,0	2,4	2,4	2,5
Koszty ogółem w relacji do wydatków budżetu państwa (%)	11,5	12,0	12,5	10,9	9,0	10,8	11,6	11,9

Źródło: jak do tab. 2.



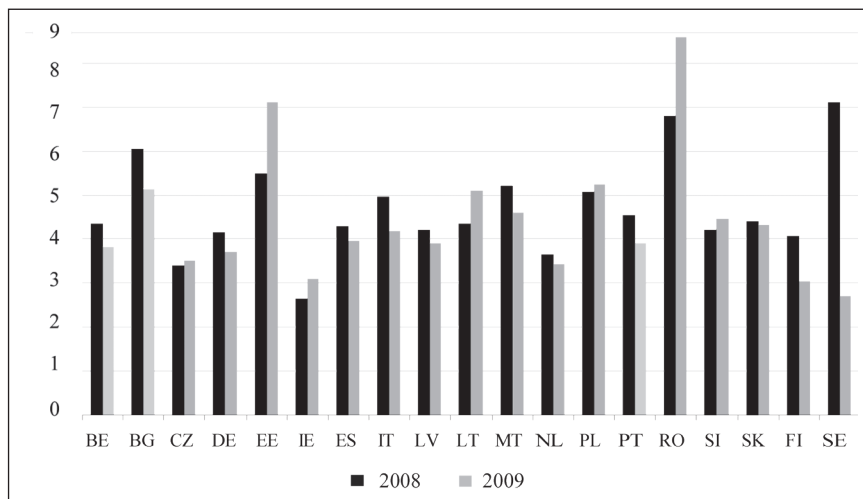
Rys. 2. Koszty obsługi długu SP w % PKB, w latach 2008–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów, <http://www.mf.gov.pl>.

Poza tym wśród krajów członkowskich UE tylko Rumunia wyprzedza Polskę pod względem najwyższych kosztów obsługi zadłużenia publicznego, obliczanego jako stosunek odsetek od obligacji, bonów i kredytów zaciąganych przez rząd i samorządy do długu publicznego. W 2011 r., w Rumunii relacja ta wynosiła 5,2% (spadek z ponad 8%), w Polsce na Węgrzech i Litwie poniżej 5%.

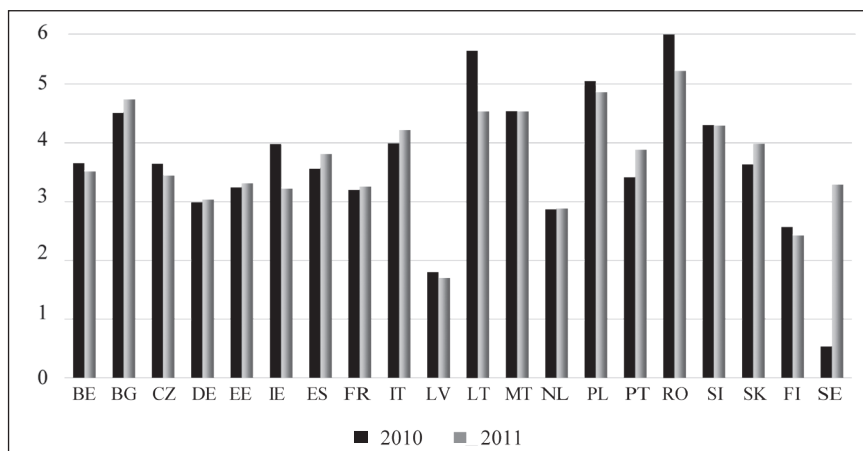
Warto podkreślić, że takie kraje, jak Włochy lub Grecja, których dług publiczny jest znacznie wyższy niż w Polsce, płacą niższe koszty obsługi długu publicznego w porównaniu z polskimi władzami fiskalnymi. Przykładowo, Grecja przy

długu 165% PKB ponosi koszt obsługi długu 4,5%, natomiast we Włoszech przy zadłużeniu 120% PKB koszty obsługi długu wynoszą 4,2%. Niższe w porównaniu z Polską koszty obsługi długu ponoszą również takie kraje, jak: Hiszpania, Portugalia, Irlandia².



Rys. 3. Średnie koszty obsługi długu publicznego w krajach Unii Europejskiej w latach 2008–2009 (w %)

Źródło: brakujące dane AT, DK, HU, LU, UK: *Structure...*, 2011.



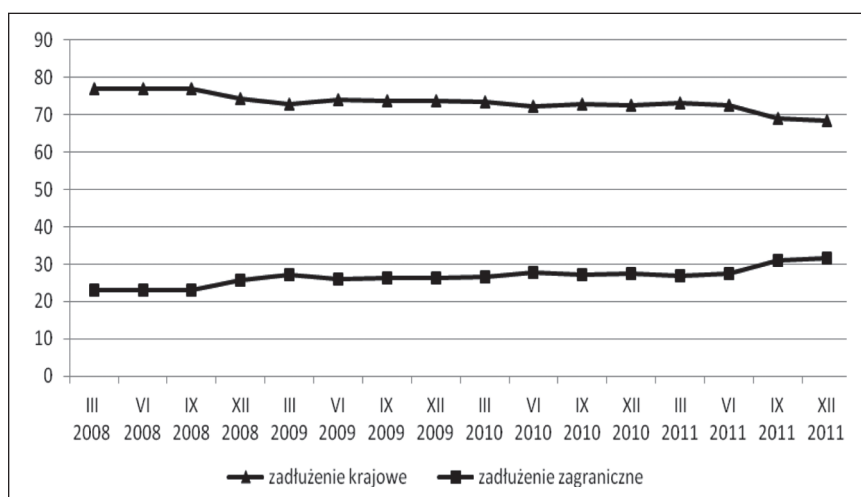
Rys. 4. Średnie koszty obsługi długu publicznego w krajach Unii Europejskiej, w latach 2010–2011

Źródło: jak do rys. 3.

² <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, obligacje skarbowe.pl (24.09.2012).

Istotnym czynnikiem, który ma wpływ na wartość zadłużenia danego państwa są również różnice kursowe. Stąd ważną kwestią jest monitorowanie struktury zadłużenia kraju. Ryzyko kursowe znika w przypadku, gdy cały dług jest denominowany w krajowej walucie.

W Polsce w ostatnich latach struktura zadłużenia ulega zmianie. W 2008 r. zadłużenie zagraniczne wynosiło 23%, krajowe – 77%, a w 2010 r. zadłużenie zagraniczne wzrosło do 27–28% i ta tendencja wzrostowa utrzymała się do 2011 r., kiedy zadłużenie zagraniczne osiągnęło poziom 32% zadłużenia sektora finansów publicznych ogółem. W związku z niestabilną sytuacją w strefie euro, wzrost długu denominowanego w walucie obcej jest niepokojącym zjawiskiem (rys. 5, tab. 6).



Rys. 5. Zadłużenie sektora finansów publicznych w Polsce z podziałem na zadłużenie krajowe i zagraniczne, w latach 2008–2011 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: GUS tabela wybrane roczne wskaźniki kwartalne oraz dane Ministerstwa Finansów.

W grudniu 2011 r. w strukturze walutowej zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa w Polsce przeważało euro 21,4%, następnie USD 5,8%, natomiast pozostałe waluty stanowiły 4,8%. W związku z osłabiającą się walutą wspólnotową w ostatnich dwóch latach i aprecjacją dolara, rośnie udział tej ostatniej waluty w strukturze walutowej zadłużenia zagranicznego w Polsce. Natomiast średni okres zapadalności długu krajowego oraz długu zagranicznego nie zmienił się istotnie w okresie kryzysu finansowego (nieznacznie obniżając się w roku 2011 w porównaniu z 2010). Dla długu krajowego średnia zapadalność papierów wartościowych wynosi ponad 4 lata, natomiast dla długu zagranicznego jest dłuższa i wynosi powyżej 8 lat.

Tabela 6

Zadłużenie krajowe i zagraniczne w relacji do PKB oraz średni okres zapadalności długu krajowego i zagranicznego w latach 2004–2011, w Polsce (w %)

Rok	Zadłużenie krajowe do PKB	Zadłużenie zagraniczne do PKB	Średni okres zapadalności długu krajowego (krajowe SPW rynkowe)	Średni okres zapadalności długu zagranicznego
2004	34,5	12,2	–	–
2005	34,5	12,9	–	–
2006	35,6	12,2	3,71	8,38
2007	34,3	10,5	4,25	8,32
2008	34,8	12,1	4,37	8,17
2009	36,7	13,1	4,17	8,45
2010	38,4	14,4	4,22	8,30
2011	36,5	16,9	4,19	8,01

Źródło: opracowanie własne na podstawie: GUS tabela wybrane roczne wskaźniki kwartalne oraz dane Ministerstwa Finansów.

W analizowanym okresie (2008–2011) zmieniała się struktura Skarbu Państwa według terminów wykupu. Zauważalne zmiany pojawiły się na rynku krajowych, skarbowych papierów wartościowych powyżej 5 lat. Wzrósł udział papierów wartościowych o dłuższych terminach wymagalności z 29% w 2008 r. do 32% w 2011 r., czego przyczyną mógł być wzrost zaufania do instrumentów długoterminowych. Na rynku długu zagranicznego przeważają długoterminowe papiery wartościowe, natomiast spadł udział papierów skarbowych o terminie do 1 roku z 9% w 2008 r. do 5% w 2011 r. (tab. 7).

Tabela 7

Struktura długu Skarbu Państwa według faktycznych terminów wykupu w Polsce, w latach 2008–2011 (w %)

	Krajowe skarbowe papiery wartościowe				Dług zagraniczny			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Do 1 roku	24	24	20	23	9	5	6	5
Od 1 do 3 lat	30	29	31	27	10	12	16	16
Od 3 do 5 lat	17	16	16	18	19	18	13	16
Powyżej 5 lat	29	31	33	32	62	65	66	63

Źródło: jak do tab. 2.

Na stabilność i wysokość zadłużenia wpływają niższe koszty pozyskania długu, na co z kolei oddziałuje ogólna sytuacja makroekonomiczna w danym kraju. Co sprowadza się do stwierdzenia, że sytuacja makroekonomiczna danego państwa ma swoje odzwierciedlenie w rentownościach jego obligacji.

Niespodziewany wzrost rentowności obligacji może przyczynić się do znacznych problemów finansowych kraju. Rentowność dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa w Polsce jest coraz niższa (tab. 8), co przy prognozach poprawy finansów publicznych wskazuje na obniżenie kosztów obsługi długu publicznego w przyszłości. Należy podkreślić, że w listopadzie 2011 zanotowano rentowność 10-letnich obligacji niemieckich na poziomie 2,19%, francuskich – 3,66%, natomiast włoskich – 7,27% oraz węgierskich – 9,6%. Dla porównania w tym samym czasie rentowność polskich obligacji 10-letnich wyniosła 6,01%, czeskich – 4%, a amerykańskich – 1,93%. Na podwyższoną rentowność obligacji oddziaływała niepewna sytuacja w strefie euro, ponadto obniżka ratingu Węgier przez agencję Moody's do poziomu BA1 z BAA3.

Tabela 8

Średnia rentowność obligacji i bonów skarbowych w Polsce, w latach 2008–2011 (w %)

Rok	Bony 52-tygodniowe	Obligacje 2-letnie	Obligacje 5-letnie	Obligacje 10-letnie	Obligacje 20-letnie
2008	6,45	6,30	5,92	5,88	6,24
2009	4,64	5,34	5,74	6,29	6,17
2010	3,93	4,79	5,30	5,80	5,86
2011	4,42	4,96	5,35	6,00	5,86

Źródło: jak do tab. 2; *Rynek finansowy...*, 1997.

Opierając się na 4-letniej strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa, opracowywanej przez Ministra Finansów, zobowiązanego do tego art. 75 *Ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych*, oczekuje się poprawy stanu finansów publicznych w Polsce. Zgodnie ze *Strategią zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2012–2015*, zadłużenie publiczne w Polsce ma ulec zmniejszeniu (na koniec 2015 – 47,2% PKB) według metodologii krajowej. Natomiast według ESA'95 w 2015 r. oszacowano zadłużenie publiczne w Polsce na poziomie 50,1% PKB. W strategii przyjęto, że wskaźnik makroekonomiczny dotyczący prognozy wzrostu PKB w 2012 r. wyniesie 4%, w 2013 – 3,7%, w 2014 – 3,9%, a w 2015 – 4%, w warunkach niskiej inflacji: 2012 – 2,8%, 2013 – 2,5% oraz w latach 2014 i 2015 – 2,5%. Jednak weryfikując te wskaźniki dokładniej, okazuje się, że są one zbyt optymistyczne (*Strategia zarządzania...*, 2011). Uaktualnione dane dotyczące prognozy dynamiki PKB za 2012 r. spadły do 2,5%, co wskazuje raczej na słaby wzrost gospodarczy, a tym samym negatywnie oddziałuje na wysokość zadłużenia publicznego.

5. ZAKOŃCZENIE

Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że stan finansów publicznych w Polsce na tle pozostałych krajów Unii Europejskiej, w warunkach kryzysu zadłużeniowego, pozostaje stosunkowo stabilny. Jednak należy podkreślić, że Polska ponosi zbyt wysokie koszty obsługi długu publicznego, szczególnie na tle krajów, które mają istotne problemy ze spłatą swoich zobowiązań (Grecja, Włochy, Portugalia, Hiszpania, Irlandia). Dodatkowo wraz ze wzrostem zadłużenia zagranicznego w Polsce, w strukturze długu Skarbu Państwa ogółem, rosną koszty obsługi długu zagranicznego, co w warunkach wciąż niestabilizowanej sytuacji w strefie euro jest zjawiskiem niepokojącym. Problem ograniczania wysokich kosztów obsługi długu publicznego nie będzie prostym przedsięwzięciem szczególnie ze względu na niestabilną sytuację makroekonomiczną w Europie. W związku z tym istnieje zagrożenie niższych od prognoz wartości PKB, wyższych od oczekiwanych potrzeb pożyczkowych, a także niestabilności kursu walutowego.

BIBLIOGRAFIA

- Eurostat* [2012], <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>, 20.09.2012.
- Główny Urząd Statystyczny* [2012], <http://www.stat.gov.pl>, 20.09.2012.
- Gołębiewski G., Marchewka-Bartkowiak K. (2005), *Modele instytucji i audytu zarządzania długiem publicznym – ocena polskich rozwiązań*, „Studia i Prace KZiF SGH”, nr 60.
- Józefiak C., Krajewski P., Mackiewicz M. (2006), *Deficyt budżetowy. Przyczyny i metody ograniczania*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Ministerstwo Finansów* [2012], <http://www.mf.gov.pl>, 25.09.2012.
- Raport roczny 2011* (2012), Ministerstwo Finansów, Warszawa.
- Raport roczny 2010* (2011), Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Raport roczny 2009* (2010), Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Raport roczny 2008* (2009), Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Reinhart C. M., Rogoff K. S. (2010), *Growth in a time of debt*, „NBER Working Papers Series, National Bureau of Economic Research”, January.
- Rynek finansowy* [1997], [w:] *Bizzone. Bliżej biznesu*, <http://www.rynek.bizzone.pl>, 27.09.2012.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014* (2010), Ministerstwo Finansów, Warszawa, wrzesień.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2012–2015* (2011), Ministerstwo Finansów, Warszawa, wrzesień.
- Structure of Government Debt in Europe in 2009* (2011), „Eurostat Statistics in Focus”, No. 3.
- Structure of Government Debt in Europe in 2011* (2012), „Eurostat Statistics in Focus”, No. 34.
- Urzyzek T. (2011), *Ryzyko w zarządzaniu długiem Skarbu Państwa w Polsce w warunkach kryzysu finansowego*, „Zeszyty Naukowe”, nr 10, (Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków).
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych* (2009), DzU, nr 157, poz. 1240, z późn. zm.

Joanna Stawska

**THE COST OF SERVICING THE PUBLIC DEBT IN POLAND
IN THE CONTEXT OF FINANCIAL CRISIS IN THE EUROPEAN UNION**

Public debt, including the budget deficit is an important macroeconomic variable that affects the development of the country. As a result, the outbreak of the global financial crisis in recent years the European Union (EU) recorded a decrease in revenue and increase in expenditure. Often in times of crisis, rising borrowing needs and further increase in bond yields also affect the growth of the debt servicing costs of the public sector. Therefore, it is important to proper management of the state budget debt mainly by financing the budget deficit and to minimize debt service costs for a given level of risk. Based on the analysis it can be concluded that the state of public finances in Poland compared to other countries of European Union in a debt crisis, has remained relatively stable. However, the unsatisfactory phenomenon is the high cost of servicing the public debt in Poland, especially in comparison with other countries that have significant problems with the repayment of their debt (Greece, Italy, Portugal, Spain, Ireland).