

Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa

Uwarunkowania, procesy, skutki

Redakcja naukowa:

Aleksandra Jackiewicz, Adrianna Trzaskowska-Dmoch

 CEDEWU

Recenzenci: Prof. dr hab. Marek Lisiecki, UKSW
Prof. dr hab. Jan K. Solarz, SAN

Wydanie publikacji dofinansowane przez Społeczną Akademię Nauk ze środków: Związku Banków Polskich, Banku Gospodarstwa Krajowego, Polskiej Izby Handlu, Towarowej Giełdy Energii, Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska, OPTeam-u, White Hilla, a także Izby Gospodarczej Metali Nieżelaznych i Recyklingu.

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.
Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody Autorów i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz Autorzy dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Zdjęcie (grafika) udostępnione dzięki:
3d rendering of stock exchange display panel #119896786 – Fotolia.com

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

Redakcja i DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie I, Warszawa 2017

ISBN 978-83-7556-958-2
EAN 9788375569582

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.
00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49
e-mail: cedewu@cedewu.pl
Redakcja wydawnictwa: (48 22) 374 90 20 lub 22

Księgarnia Ekonomiczna
00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47
Tel.: (48 22) 396 15 00... 01

Księgarnia Internetowa
www.cedewu.pl
www.4books.pl

Made in Poland

Rozdział 10

Bezpieczeństwo finansów publicznych – wpływ ekspansji fiskalnej na poziom kosztu kapitału w Polsce na tle państw Europy Środkowo-Wschodniej¹

*Magdalena Redo**

Coroczne deficyty w finansach publicznych w Polsce – także w okresach dobrej koniunktury przed 2008 r. – doprowadziły do nagromadzenia się niemałego na tle sąsiednich państw Europy Środkowo-Wschodniej długu publicznego. Efektem tej ekspansji fiskalnej jest wyższa niż w przypadku większości z nich wycena ryzyka inwestycyjnego przez inwestorów, przejawiająca się niższym ratingiem, większymi spreadami CDS-ów, czy wyższą rentownością skarbowych papierów wartościowych, a więc wyższym poziomem kosztu kapitału – nie tylko kosztu obsługi długu publicznego, ale też kosztu kredytów inwestycyjnych i konsumpcyjnych. Skutkuje to dziś niższym poziomem inwestycji i konsumpcji, a więc wolniejszym tempem rozwoju gospodarczego niż można by osiągnąć, oraz szybszym przyrostem zadłużenia (nie tylko) publicznego, mniejszą efektywnością wydatkowania publicznych dochodów, czyli niższą skutecznością polityki fiskalnej. Wyższe koszty kapitału, powodując szybszy przyrost długów, obniżają również przyszłą zdolność kredytową gospodarki i jej podmiotów, dodatkowo ograniczając jej przyszłe perspektywy rozwojowe i zawyżając żądaną premię za ryzyko.

Celem niniejszego opracowania jest synteza wyników badań analizujących wpływ sytuacji w finansach państwa na koszty obsługi długu publicznego oraz porównanie kosztu finansowania zadłużenia w Polsce i pozostałych 10 państwach Europy Środkowo-Wschodniej z podstawowymi wskaźnikami makroekonomicznymi, determinującymi poziom rynkowego oprocentowania. W tym celu zastosowano metodę wnioskowania indukcyjnego opartą na analizie porównawczej wybranych wskaźników gospodarczych.

* Dr Magdalena Redo, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

¹ Należących do Unii Europejskiej, czyli Bułgarii, Chorwacji, Czech, Estonii, Litwy, Łotwy, Rumunii, Słowacji, Słowenii i Węgier.

10.1. Przegląd wyników badań nad związkiem między kondycją finansów publicznych a kosztem kapitału

Coraz więcej wyników badań wskazuje na związek pomiędzy sytuacją w finansach publicznych a kosztami obsługi zadłużenia publicznego. Canzoneri, Cumba, Diba 2002² wykazali silny związek pomiędzy wielkością deficytów budżetowych a wysokością rynkowych stóp procentowych w USA. Laubach 2009³ wykazał wpływ deficytu na oprocentowanie obligacji skarbowych w USA. Faini 2006⁴ wykazał związek między poziomem deficytu i długu publicznego a poziomem oprocentowania i spreadów premii za ryzyko dla strefy euro, a Bernoth i in. 2004⁵ oraz Bernoth, Wolff 2006⁶ dla państw starej UE. Baldacci, Gupta, Mati 2008⁷ wykazali na 30 gospodarkach wschodzących (1997-2007), że działania w kierunku konsolidacji finansów publicznych zmniejszają spready kredytowe względem zachodnich obligacji. Analogiczne badania dla gospodarek rozwijających się dostarczają istotnych wniosków, pozwalających lepiej zrozumieć zachowania rynków finansowych i przewidzieć skutki planowanych działań w ramach polityki gospodarczej czy zdarzeń na rynkach międzynarodowych dla kosztów obsługi długu publicznego różnych państw, a więc i przyszłej sytuacji w ich finansach publicznych oraz perspektyw rozwojowych. Przede wszystkim zauważyć więc należy, że jak wykazał Izák 2002⁸ na przykładzie Węgier, Czech, Słowacji i Polski w latach 90. XX w. – w przypadku państw rozwijających się silniejszym czynnikiem determinującym wysokość kosztów obsługi długu jest poziom wzrostu gospodarczego, aniżeli sytuacja w finansach państwa. Wniosek ten jest spójny z wynikami Heinz, Sun 2014⁹, którzy wykazali, że sytuacja w finansach publicznych (i inne wskaźniki makroekonomiczne) odgrywa szczególnie silną rolę w przypadku państw o słabych perspektywach wzrostu gospodarczego. A więc dopóki jest wzrost gospodarczy, rynki są skłonne zaakceptować pewne

² M.B. Canzoneri, R. Cumba, B. Diba, *Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy? Rethinking stabilization policy: a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 29-31, 2002*, pp. 333-389.

³ T. Laubach, *New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt*, "Journal of the European Economic Association", 2009, No. 7 (6), pp. 858-885.

⁴ R. Faini, *Fiscal policy and interest rates in Europe*, "Economic Policy", 2006, No. 21 (47), pp. 443-489.

⁵ K. Bernoth, J. von Hagen, L. Schuknecht, *Sovereign risk premia in the European government bond market*, "ECB Working Paper", 2004, No. 369.

⁶ K. Bernoth, G.B. Wolff, *Fool the markets? Creative accounting, fiscal transparency and sovereign risk premia*, "CESifo Working Paper", May 2006, No. 1732.

⁷ E. Baldacci, S. Gupta, A. Mati, *Is it (Still) Mostly Fiscal? Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets*, "IMF Working Paper", November 2008, No. 259.

⁸ V. Izák, *Public debt service, interest rates and fiscal variables in transition countries*, "Prague Economic Papers", 2004, No. 1, pp. 3-15, DOI: 10.18267/j.pep.227.

⁹ F.F. Heinz, Y. Sun, *Sovereign CDS spreads in Europe – The role of global risk aversion, economic fundamentals, liquidity, and spillovers*, "IMF Working Paper", January 2014, No. 17.

nierównowagi w gospodarce, zwłaszcza w przypadku państw rozwijających się. Potwierdzają to wyniki (Baldacci, Gupta, Mati 2008)¹⁰, którzy wykazali, że wzrost publicznych wydatków inwestycyjnych w sytuacji względnie zdrowych finansów państwa może skutkować nawet zmniejszeniem spreadów kredytowych w stosunku do zachodnich obligacji.

Niemniej jednak sytuacja w finansach państwa odgrywa silną rolę w kształtowaniu kosztów obsługi zadłużenia wszystkich państw. Wyniki badań wskazują, że do czynników wzmacniających jej znaczenie należą: wysoki poziom zadłużenia publicznego (Caselli, Giovannini, Lane 1998¹¹, Heinz, Sun 2014¹²), słabiej rozwinięty system finansowy (Ardagna, Caselli, Lane 2004¹³), większe ryzyko polityczne i niepewność co do przyszłego kursu polityki gospodarczej (Moser 2007¹⁴, Baldacci, Gupta, Mati 2008¹⁵), mniej przejrzyste finanse publiczne pogłębiające niepewność polityki fiskalnej (Bernoth, Wolff 2006¹⁶), przebyte niedawno kryzysy (Baldacci, Gupta, Mati 2008¹⁷) czy silniejsze nierównowagi zewnętrzne (Dumičić, Ridzak 2011¹⁸, Alexopoulou, Bunda, Fernando 2009¹⁹, Moser 2007²⁰). Dodać w tym miejscu należy, że jak wykazali Beirne, Fratzscher 2012²¹, wskaźniki ekonomiczne silniej oddziałują na decyzje inwestorów w sytuacjach kryzysowych, niż w okresach względnego spokoju. Potwierdzają to wyniki Heinz, Sun 2014²², którzy wykazali, że w regionie Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2007-2012 spready CDS determinowane były wprawdzie głównie przez globalne nastroje inwestorów, to jednak wskaźniki makroekonomiczne oraz płynność na rynku CDS charakterystyczne dla danego państwa także odgrywały ważną rolę. Co istotne wśród wskaźników makroekonomicznych głównym determinantem okazała się, obok prognozowanego tempa wzrostu gospodarczego, perspektywa przyszłorocznej sytuacji w budżecie państwa. Wnioski te są spójne z opinią International

¹⁰ E. Baldacci, S. Gupta, A. Mati, *Is it (Still) Mostly Fiscal...*

¹¹ F. Caselli, A. Giovannini, T. Lane, *Fiscal discipline and the cost of public debt service: Estimates for OECD countries*, "IMF Working Paper", April 1998, No. 55.

¹² F.F. Heinz, Y. Sun, *Sovereign CDS spreads in Europe...*

¹³ S. Ardagna, F. Caselli, T. Lane, *Fiscal discipline and the cost of public debt service: Some estimates for OECD Countries*, "NBER Working Paper", September 2004, No. 10788.

¹⁴ C. Moser, *The impact of political risk on sovereign bond spreads. Evidence from Latin America*, Proceedings of the German Development Economics Conference, Verein für Socialpolitik, Research Committee Development Economics, Göttingen, November 2007, No. 24.

¹⁵ E. Baldacci, S. Gupta, A. Mati, *Is it (Still) Mostly Fiscal...*

¹⁶ K. Bernoth, G.B. Wolff, *Fool the markets...*

¹⁷ E. Baldacci, S. Gupta, A. Mati, *Is it (Still) Mostly Fiscal...*

¹⁸ M. Dumičić, T. Ridzak, *Determinants of sovereign risk premia for European emerging markets*, "Financial Theory and Practice", 2011, 35 (3), pp. 277-299.

¹⁹ I. Alexopoulou, I. Bunda, A. Fernando, *Determinants of government bond spreads in new EU countries*, "ECB Working Paper", September 2009, No. 1093.

²⁰ C. Moser, *The impact of political risk...*

²¹ J. Beirne, M. Fratzscher, *The Pricing of Sovereign Risk and Contagion during the European Sovereign Debt Crisis*, "ECB Working Paper", 2012, No 1480.

²² F.F. Heinz, Y. Sun, *Sovereign CDS spreads in Europe...*

Monetary Fund 2013²³, zgodnie z którą spready CDS odzwierciedlają fundamenty gospodarcze (*economic fundamentals*).

10.2. Inne zagrożenia związane z ekspansją fiskalną

Podkreślić należy, że pogorszenie sytuacji w finansach publicznych danego państwa wpływa nie tylko na koszty obsługi jego długu, ale i na sytuację na światowych rynkach, a więc i na koszty obsługi długu innych gospodarek (Ardagna, Caselli, Lane 2004²⁴), wskazując na swoistą integrację rynków długu publicznego. Zugravu, Dobranschi 2012²⁵ (na przykładzie Rumunii) wykazali z kolei, że wraz ze wzrostem długu publicznego następuje przesunięcie wydatków publicznych w kierunku nieproduktywnych kategorii, prowadząc do ograniczenia publicznego finansowania edukacji, zdrowia czy publicznych inwestycji, które mogą mieć pozytywny wpływ na przyszły wzrost gospodarczy. Istotne implikacje niosą też wyniki badań Ardagna, Caselli, Lane 2004²⁶, którzy wykazali, że efekt poluzowania dyscypliny w finansach państwa generuje raczej efekty w dłuższym okresie, co rodzi obawy o przyszłe skutki znacznego wzrostu zadłużenia wielu gospodarek w wyniku kryzysu z 2008 r.

Wreszcie wskazać należy na jeszcze jedno zagrożenie – możliwość występowania niedoszacowywania ryzyka w przypadku niektórych gospodarek, jako efektu poszukiwania przez rynek wyższej dochodowości – zjawiska następującego po okresie awersji do ryzyka. Zgodnie z wynikami badań Heinz, Sun 2014²⁷ najsilniejsze zaniżanie spreadów CDS ma miejsce w przypadku państw o słabych fundamentach. Pamiętać jednak należy, że o ile takie niedoszacowanie ryzyka może czasem występować, to koniec końców nastąpi korekta spreadów, która wywoła wzrost kosztów kapitału. Dlatego państwa w takiej sytuacji zamiast cieszyć się z niskiej wyceny ryzyka, powinny zawczasu wdrożyć politykę dostosowawczą, by przekonać rynek o poprawie perspektyw, a tym samym zapobiec bolesnemu wzrostowi spreadów. I bez względu na to, czy korekta taka nastąpi czy nie, to okresy niedoszacowania ryzyka prowadzą do nawarstwiania się nierównowag oraz niewłaściwej alokacji kapitału. Potwierdzają to wyniki badań Dumičić,

²³ International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report – A new look at the role of sovereign credit default swaps*, April 2013, pp. 57-92.

²⁴ S. Ardagna, F. Caselli, T. Lane, *Fiscal discipline and the cost of public debt service...*

²⁵ B.G. Zugravu, M. Dobranschi, *Public debt service and its impact on public expenditures*, Banking, Accounting and Financial Systems from the 21st Century Perspective, "Revista Economică", 2012, No. 4, pp. 655-664.

²⁶ S. Ardagna, F. Caselli, T. Lane, *Fiscal discipline and the cost of public debt service...*

²⁷ F.F. Heinz, Y. Sun, *Sovereign CDS spreads in Europe...*

Ridzak 2011²⁸, w których na przykładzie Bułgarii, Chorwacji, Węgier, Litwy i Rumunii wykazali, że niedoszacowanie spreadów pozwalało wprawdzie tym gospodarkom korzystać do czasu wybuchu kryzysu w 2008 r. z tańszego kapitału, jednak doprowadziło w części z nich do wystąpienia obu tych zjawisk. Rosnące zadłużenie nie tylko publiczne, ale i sektora prywatnego, dodatkowo w walutach obcych z racji jeszcze niższego w nich kosztu, nie tylko ogranicza przyszłe możliwości rozwojowe gospodarki, ale i zwiększa przyszłą premię za ryzyko, obniżając odporność gospodarki na szoki oraz prowokuje spekulantów do grania na obligacjach czy CDS-ach, a następnie realizowania zysków w momencie korekty, wzmagając wahania cen instrumentów i bolesne skutki korekty, a w efekcie zwiększając ryzyko inwestycyjne, zniechęcając długoterminowych inwestorów, a przyciągając krótkoterminowych, z pełnym tego spektrum konsekwencji dla finansowania przyszłego rozwoju gospodarczego i rosnącego zadłużenia.

10.3. Koszty obsługi długu publicznego w Polsce na tle innych państw Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej

Koszty obsługi długu publicznego sięgają w Polsce rocznie 30-40 mld zł i stanowią 10-15%²⁹ dochodów budżetowych (por. wykres 10.1). W ciągu minionych 16 lat koszty te wyniosły w sumie 466 mld zł (co stanowi 53% obecnego długu publicznego Polski) i były nieznacznie niższe od sumy deficytów budżetowych w tym okresie (497,1 mld zł). Można więc powiedzieć, że gdyby nie koszty obsługi długu publicznego, to budżet państwa byłby w tym czasie prawie zrównoważony, dzięki czemu dług publiczny nie przyrastałby (przy założeniu równowagi w pozostałej części finansów publicznych). Niestety regularnie mocno deficytowe budżety państwa oraz deficytowe saldo innych podmiotów finansów publicznych doprowadziły w latach 2000-2015 do ponad trzykrotnego wzrostu długu publicznego w Polsce z 280,3 mld zł do 877,3 mld zł³⁰. Bez znaczenia jest w tym miejscu argument, że z racji wzrostu PKB relatywne obciążenie długiem publicznym w Polsce nie wzrosło aż tak bardzo (z 37,5% PKB w 2000 r. do 53,3% PKB w 2013 r. i 49% PKB w 2015 r.), że wzrosło mniej niż w niektórych innych państwach i pozostaje wciąż na poziomie niższym niż w części z nich. Nie chodzi przecież bowiem o statystyki (nierzadko dziś naciągane), tylko o fakt, że 30-40 mld zł rocznie, czyli ok.

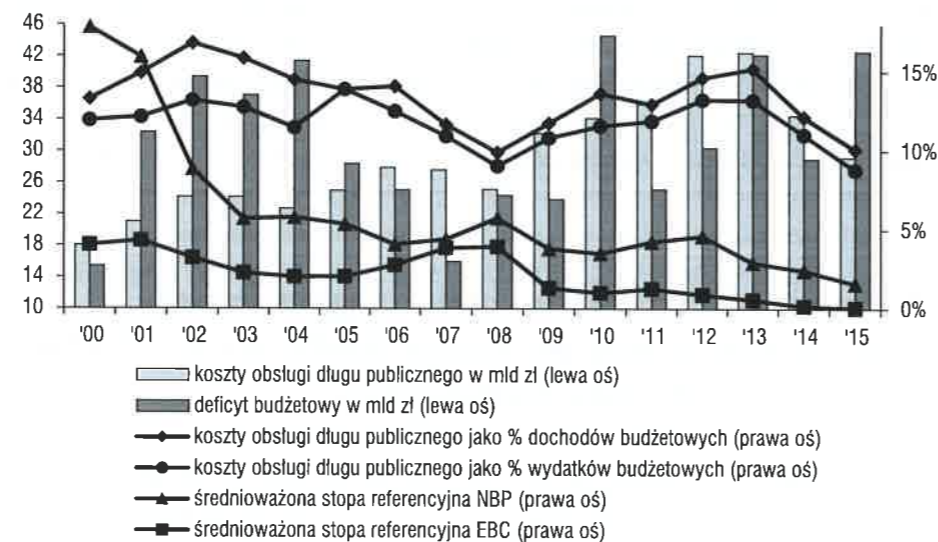
²⁸ M. Dumičić, T. Ridzak, *Determinants of sovereign risk...*

²⁹ $\bar{x} = 13,46\%$, $S(x) = 1,96$ punktu procentowego.

³⁰ Główny Urząd Statystyczny, *Roczne wskaźniki makroekonomiczne* (www.stat.gov.pl – data pobrania 25 lipca 2016 r.).

13,5% dochodów budżetowych w rozwijającej się gospodarce nadrabiającej dystans rozwojowy wydatkowane jest na obsługę długu, zamiast współfinansować inwestycje i tworzyć popyt – czy to publiczne czy prywatne (por. wykres 10.1).

Wykres 10.1. Poziom kosztów obsługi długu publicznego w Polsce w latach 2000-2015 (w mld zł, jako procent dochodów oraz wydatków budżetowych) w porównaniu do wielkości deficytu budżetowego i w odniesieniu do obowiązującego poziomu stóp procentowych (stopy referencyjnej NBP oraz EBC)



* średnioważona stopa referencyjna NBP to średnioroczna stopa referencyjna NBP ważona liczbą miesięcy obowiązywania

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ministerstwo Finansów, *Sprawozdania z wykonania budżetu państwa*, sprawozdania z lat 2000-2015 (<http://www.finanse.mf.gov.pl> – data pobrania 20 lipca 2016 r.), Narodowy Bank Polski, *Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 1998-2015* (www.nbp.pl – data pobrania 20 lipca 2016 r.), European Central Bank, *Key ECB interest rates* (www.ecb.europa.eu – data pobrania 20 lipca 2016 r.).

Zauważyć trzeba, co potwierdzają przytoczone wyniki badań, że sytuacja w finansach publicznych wpływa na wysokość premii za ryzyko, determinując dostępność kapitału i jego koszt, a więc i możliwości rozwojowe gospodarki. Utrzymujące się w Polsce regularnie niemałe deficyty budżetowe powodują wzrost długu publicznego i przyczyniają się do wzrostu kosztów obsługi długu publicznego, których poziom rośnie praktycznie z roku na rok. I nie zmienia tego fakt, że w latach 2014-2015 wyniosły one „tylko” odpowiednio 34,4 mld zł i 29,2 mld zł – por. wykres 10.1, a więc były niższe niż w latach 2012-2013, gdy przekroczyły 42 mld zł. Powszechnie bowiem wiadomo, że to efekt przejścia 153 mld zł z prywatnych OFE, co przejściowo obniżyło dług publiczny, oraz wyjątkowo niskich stóp procentowych zarówno w Polsce, jak i w strefie euro

(por. wykres 10.1), związanych z przeciągającym się marazmem gospodarczym od czasu wybuchu kryzysu w Europie jesienią 2008 r. i obniżenia awersji do ryzyka wśród inwestorów. I choć dla kosztów obsługi długu publicznego w Polsce główną rolę odgrywają stopy procentowe w złotych i euro, bo dług Skarbu Państwa denominowany jest w 66% w polskich złotych, w 24,7% w euro, w 6,4% w dolarach amerykańskich, w 1,2% we frankach szwajcarskich i w 1,7% w jenach japońskich (stan na koniec maja 2016)³¹, to wiadomo, że rynkowe oprocentowanie na całym świecie jest powiązane ze sobą, ze stanem światowej koniunktury i nastrojami na rynkach międzynarodowych. Mimo więc, że nie widać dziś realnych szans na ożywienie gospodarcze w Europie, to trzeba pamiętać, że kiedyś w końcu przyjdzie poprawa koniunktury (paradoksalnie oby jak najszybciej), a wraz z nim stopy procentowe i koszty pożyczanego kapitału pójną w górę. I choć z uwagi na przemiany, jakie się dokonały w światowej gospodarce, namnożenie kapitału na rynkach finansowych i powstanie ogromnego nawisu oszczędności, trudno dziś przewidzieć do jakiego wzrosną poziomu, to należy pamiętać, że przed kryzysem z 2008 r. podstawowe stopy procentowe były w głównych bankach centralnych na świecie znacznie wyższe niż dziś (por. tabela 10.1), więc koszt kapitału był również odpowiednio wyższy.

Tabela 10.1. Porównanie poziomu głównej stopy procentowej wybranych banków centralnych dziś oraz przed kryzysem z 2008 r. (%)

	VII 2016	VIII 2008
NBP (stopa referencyjna)	1,50	6,00
EBC (stopa referencyjna)	0,00	4,25
FED (stopa referencyjna)	0,50*	2,00
BoE (stopa referencyjna)	0,25	5,00
SNB (stopa depozytowa)	-0,75	2,75
BoJ (stopa referencyjna)	0,10	0,75

* od 16 XII 2008 do 16 XII 2015 podstawowa stopa FED wynosiła 0,25%.

Źródło: banki centralne (data pobrania 30 lipca 2016 r.).

Gdyby więc stopy procentowe wzrosły do poziomu sprzed kryzysu, wzrost kosztu kapitału, zwłaszcza dla mniej wiarygodnych gospodarek, będzie wyjątkowo bolesny. I może w środowisku utrzymującej się deflacji trudno to sobie dziś wyobrazić, to pamiętać należy, że w państwach rozwijających się poziom cen jest nadal istotnie niższy niż w wysoko rozwiniętych gospodarkach (por. tabela 10.2), stwarzając pole do szybszego wzrostu cen w sytuacji ożywienia, za czym stopy procentowe będą musiały pójść w górę. W Polsce poziom cen stanowi niespełna 55% średniej unijnej i należy obok Rumunii i Bułgarii do najniższych w UE.

³¹ Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie Skarbu Państwa*, Biuletyn miesięczny, 5/2016, Warszawa 20 lipca 2016 r.

W zależności od wiarygodności dłużnika i waluty zadłużenia konieczne może być wóczas nawet kilkukrotne podniesienie oprocentowania obligacji w stosunku do obecnego poziomu, by znaleźć chętnych na ich zakup, czyli realizować na co dzień politykę gospodarczą w wielu dziś państwach o dużych potrzebach pożyczkowych. Spowoduje to w efekcie skokowy wzrost nominalnych kosztów obsługi zadłużenia i przyrost długu publicznego, zmuszając jednocześnie do pożyczania większej ilości kapitału, co potęgować będzie ryzyko i dalszy wzrost kosztów finansowania obsługi zadłużenia – nie tylko publicznego, powodując wzrost ciężaru obsługi także dotychczasowych długów, przyspieszając pogłębianie zadłużenia, obniżając zdolność kredytową, a przez to ograniczając możliwości rozwojowe i poziom zamożności.

Tabela 10.2. Poziom stóp procentowych w państwach Europy Środkowo-Wschodniej na tle wybranych wskaźników makroekonomicznych

	Podstawowa ¹⁾ stopa banku centralnego (%)	Inflacja ²⁾ (%)	3M stopa rynku pieniężnego (%)	Rentowność dłu- gotermiowych obligacji ³⁾ (%)	Dług publiczny (2015)		Średni roczny poziom deficytu budżetowego (% PKB)		Poziom cen (% średniej UE)	Wzrost gospo- darczy (%)
	stan na 30 VII 2016	VI 2016	średnia dla VI 2016	VI 2016	% PKB	mld EUR	2001- -2007	2008- -2015	2015	2015
Polska	1,50	-0,4	1,69	3,11	51,3	215,2	-4,3	-4,6	54,8	3,6
Litwa	0,00	0,4	-0,27	0,86	42,7	15,9	-1,4	-4,3	62,7	1,6
Łotwa	0,00	-0,6	-0,27	0,48	36,4	8,9	-1,2	-3,7	69,2	2,7
Estonia	0,00	0,4	-0,27	-	9,7	2,0	1,6	-0,4	75,2	1,1
Słowenia	0,00	0,1	-0,27	1,36	83,2	32,1	-1,9	-5,8	79,9	2,9
Słowacja	0,00	-0,7	-0,27	0,77	52,9	41,3	-4,0	-4,3	66,6	3,6
Czechy	0,05	-0,1	0,29	0,45	41,1	67,9	-3,8	-2,8	63,3	4,5
Węgry	0,90	-0,1	0,93	3,31	75,3	80,4	-7,0	-3,4	57,2	2,9
Chorwacja	0,50	-1,2	0,80	3,81	86,7	37,9	-3,9 ⁴⁾	-5,3	65,4	1,6
Rumunia	1,75	-0,7	0,57	3,48	38,4	60,5	-1,9	-4,3	51,9	3,8
Bulgaria	- ⁵⁾	-1,9	0,13	2,40	26,7	11,8	0,7	-2,0	46,7	3,0

¹⁾ stopa referencyjna; w przypadku Węgier 3M stopa depozytowa

²⁾ inflacja roczna (czerwiec 2016 do czerwca 2015); wskaźnik HICP; wartość ujemna = deflacja

³⁾ 10-letnich lub jeśli nie są emitowane, to o zbliżonej zapadalności

⁴⁾ średnia za lata 2002-2007

⁵⁾ z racji posiadanego reżimu izby walutowej bank centralny Bułgarii nie prowadzi polityki stóp procentowych (dla porównania przyjęć można stopę BIR (Base Interest Rate), czyli stopę LEONIA (stopa overnight z rynku międzybankowego); jej średnia dla czerwca 2016 r. = -0,38%)

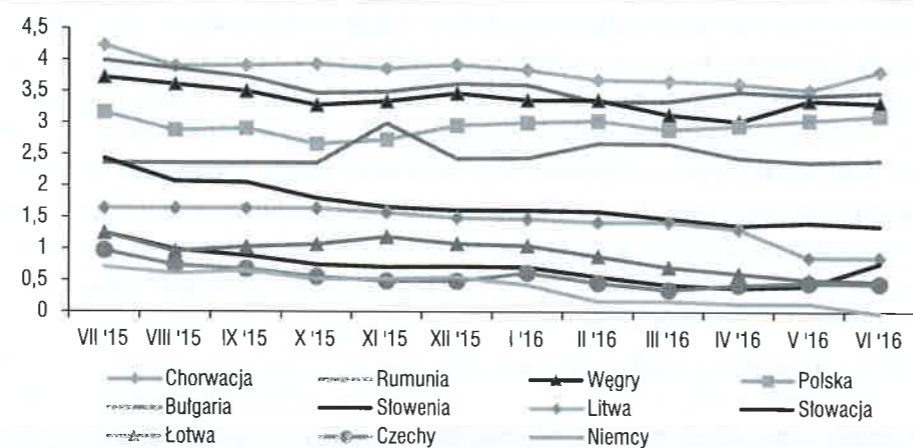
Źródło: banki centralne (data pobrania 30 lipca 2016 r.) oraz Eurostat, *HICP - all items*, Eurostat, *3-month-interest rate*, Eurostat, *Long term government bond yields*, Eurostat, *General government gross debt - % of GDP*, Eurostat, *Government deficit/surplus - % of GDP*, Eurostat, *Comparative price levels - EU28=100*, Eurostat, *GDP growth* (ec.europa.eu/eurostat - data pobrania 8 sierpnia 2016 r.).

Podstawowa stopa procentowa NBP była przed kryzysem czterokrotnie wyższa niż obecnie, a różnica w przypadku głównych walut międzynarodowych, w których denominowane jest gros zadłużenia zagranicznego (i publicznego), jest jeszcze większa – w oprocentowaniu Banku Anglii – 10-krotna, Banku Japonii – 7,5-krotna, Systemu Rezerwy Federalnej – 4-krotna (a jeszcze pół roku temu była 8-krotna). Niewygodność skali kosztów obsługi długów wzmacnia dziś polityka ujemnych stóp procentowych wprowadzanych przez kolejne banki centralne oraz luzowanie ilościowe realizowane przez część z nich. Ujemną stopę referencyjną ma obecnie (lipiec 2016 r.) Szwecja (-0,5%), a ujemną stopę depozytową, poza Szwajcarią (-0,75%), posiada także Dania (-0,65%), Japonia (-0,1%) oraz 19 państw strefy euro (-0,4%). Należy więc podkreślić, że w państwach Europy Środkowo-Wschodniej stopy procentowe są także wyjątkowo niskie (por. tabela 10.2). W pięciu z nich z racji członkostwa w strefie euro stopa referencyjna wynosi 0,0%, a depozytowa -0,4%, co znajduje naturalnie odzwierciedlenie w poziomie rynkowego oprocentowania – zarówno na przykład rynku pieniężnego (kluczowego dla płynności sektora bankowego – dominującego segmentu rynku finansowego w Europie) oraz oprocentowania skarbowych papierów wartościowych, a więc kosztu obsługi długu publicznego – por. tabela 10.2.

Na rentowność skarbowych papierów wartościowych ma oczywiście wpływ znacznie więcej czynników, jak chociażby sytuacja w finansach państwa, poziom długu publicznego, tempo jego przyrastania, stan koniunktury gospodarczej, czy wreszcie wiarygodność gospodarki w oczach inwestorów. Analiza danych z tabeli 10.2 pokazuje niestety, że koszt kapitału w Polsce na tle sąsiednich państw Europy Środkowo-Wschodniej należy do najwyższych. Dotyczy to zarówno kosztu finansowania długu publicznego (który na tle tych państw wcale nie należy do niskich i stanowi 51,3% PKB), jak i kosztu kapitału na rynku międzybankowym, którego poziom oddziałuje bezpośrednio na wysokość oprocentowania kredytów gospodarczych i gospodarstw domowych, a więc warunkuje poziom inwestycji i konsumpcji, czyli tempo rozwoju gospodarczego. Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych wynosiła w czerwcu 2016 r. 3,11% i była niższa jedynie od węgierskich (3,31%), rumuńskich (3,48%) i chorwackich (3,81%) – por. tabela 10.2. Warto zauważyć, że od 2011 r. jest ona nawet wyższa niż bułgarskich (por. wykres 10.2 i 10.3).

Znacznie niższą rentowność litewskich, łotewskich, estońskich, słowackich i słoweńskich skarbowych papierów wartościowych tłumaczy w głównej mierze członkostwo w strefie euro, a więc wiarygodność, jaką dają przynależność do tego grona, poddanie się polityce pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego

Wykres 10.2. Rentowność 10-letnich skarbowych obligacji państw Europy Środkowo-Wschodniej w okresie lipiec 2015 – czerwiec 2016 na tle obligacji niemieckich, charakteryzujących się jedną z najniższych dochodowości (%)*



* kolejność państw w legendzie odpowiada kolejności od najwyższej rentowności w czerwcu 2016 r.
Źródło: Eurostat, *Long term government bond yields* (ec.europa.eu/eurostat – data pobrania 8 sierpnia 2016 r.).

i posiadanie waluty międzynarodowej. Przekłada się to na łatwiejszy dostęp do kapitału i niższy jego koszt dla tych gospodarek (także ich rządów). Różnica jest znacząca. Rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych była w czerwcu 2016 r. ponad 6,5-krotnie wyższa niż łotewskich, 4-krotnie wyższa niż słowackich, ponad 3,5-krotnie wyższa niż litewskich i ponad 2-krotnie wyższa niż słoweńskich. Jest to oczywiście efekt szerszej rozumianej stabilności oraz wiarygodności gospodarczej i politycznej państw, która sprawia, że gospodarki te pożyczają kapitał nawet kilkukrotnie taniej niż polski rząd. Znajduje to odzwierciedlenie w zaufaniu i zainteresowaniu inwestorów daną gospodarką oraz poziomie ratingów – por. tabela 10.3 – determinując dostępność i koszt kapitału. Oceny A, A+ czy wręcz AA przyznane przez najbardziej uznane agencje ratingowe przekładają się wprost na rentowność skarbowych papierów wartościowych.

Liczne zmiany wprowadzone przez nowy rząd w Polsce po wyborach w październiku 2015 r., powodujące wzrost wydatków publicznych i zwiększające niepewność gospodarczą poskutkowały szybko obniżeniem ratingu Polski przez Standard&Poor do poziomu BBB+ oraz wzrostem rentowności polskich skarbowych papierów wartościowych (por. wykres 10.2), a w efekcie koniecznością emitowania obligacji o wyższej dochodowości, czyli wzrostem kosztów obsługi długu publicznego. Od października 2015 r. rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych wzrosła o 17% (z 2,66% do 3,11% w czerwcu 2016 r.).

Tabela 10.3. Rating państw Europy Środkowo-Wschodniej należących do UE (stan na lipiec 2016 r.)

	S&P	Fitch	Moody's
Bułgaria	BB+	BBB-	Baa2
Chorwacja	BB	BB	Ba2
Czechy	AA-	A+	A1
Estonia	AA-	A+	A1
Litwa	A-	A-	A3
Łotwa	A-	A-	A3
Polska	BBB+	A-	A2
Rumunia	BBB-	BBB-	Baa3
Słowacja	A+	A+	A2
Słowenia	A	BBB+	Baa3
Węgry	BB	BB	Ba2

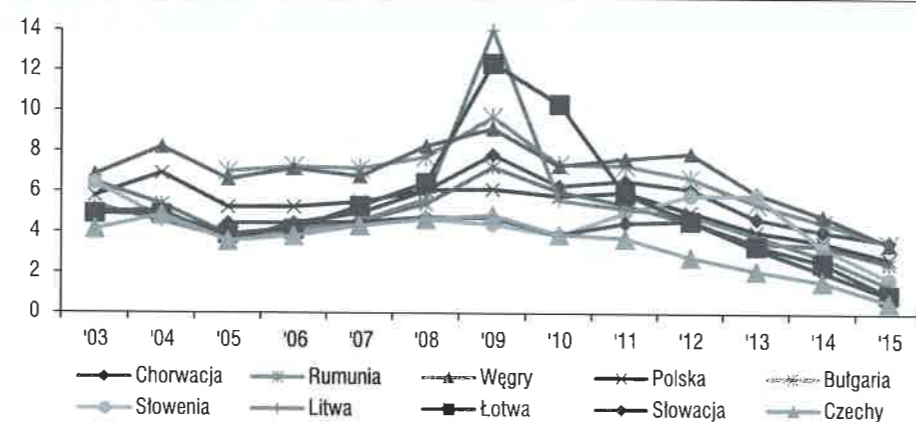
Źródło: CountryEconomy.com, *Sovereigns Ratings List*, July 2016 (countryeconomy.com/ratings – data pobrania 2 sierpnia 2016 r.).

Na uwagę zasługuje sytuacja Czech, które – mimo że nie mają euro – cieszą się dużym zaufaniem rynków finansowych i posiadają obecnie najniższą rentowność długoterminowych obligacji skarbowych wśród omawianych tu państw Europy Środkowo-Wschodniej (0,45%). Prawie 7-krotnie niższą niż polskie papiery (3,11%). Należy jednak zauważyć, że podstawowa stopa procentowa banku centralnego Czech wynosi dziś 0,05%, podczas gdy NBP 1,5% (różnica jest spora, zważywszy, że w Polsce występuje obecnie głębsza deflacja -0,4% niż w Czechach -0,1% – por. tabela 10.2). Czechy mają jednak niższy dług publiczny niż Polska (41,1% PKB wobec 51,3% PKB) i jednocześnie szybszy wzrost gospodarczy (4,5% wobec 3,6% – por. tabela 10.2), co potwierdza wnioski o znaczeniu dla inwestorów (a tym samym dla wysokości kosztów pozyskania kapitału), w przypadku gospodarek rozwijających się, nie tylko sytuacji w finansach państwa, ale i poziomu wzrostu gospodarczego. Warto też zwrócić uwagę na rentowność bułgarskich skarbowych papierów wartościowych, która od pięciu już lat utrzymuje się zazwyczaj na niższym poziomie od polskich papierów – por. wykres 10.2 i 10.3.

To efekt m.in. najniższego po Estonii długu publicznego wśród omawianych państw (26,7% PKB na koniec 2015 r.; na koniec 2008 r. wynosił tylko 13% PKB) i polityki nadwyżkowych finansów państwa do czasu kryzysu z 2008 r. (w latach 2001-2007 Bułgaria zamykała budżet nadwyżką średnio w wysokości 0,7% PKB rocznie – por. tabela 10.2)³² oraz powiązania bułgarskiego lewa z euro

³² Szerzej por. M. Redo, *Analiza przemian gospodarczych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej w latach 2003-2014*, „WSB University in Wrocław Research Journal”, Vol. 16, No. 2, June 2016, s. 91-106.

Wykres 10.3. Rentowność 10-letnich skarbowych obligacji państw Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2003-2015 (%)*



* kolejność państw w legendzie odpowiada kolejności od najwyższej rentowności w 2015.

Źródło: Eurostat, EMU convergence criterion series – annual data (ec.europa.eu/eurostat – data pobrania 24 lipca 2016 r.).

w ramach systemu izby walutowej³³. I choć na wykresie 10.3 trudno rozróżnić zmiany poziomu rentowności pojedynczych państw, to dobrze ukazuje on ogólną różnicę w poziomie rentowności (a więc i kosztu finansowania długu publicznego) dziś i przed kryzysem z 2008 r., silne rozbieżności w jej poziomie wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej, a także jak bolesne dla kosztów pozyskania kapitału (i co równie ważne dostępności do niego) mogą być zjawiska kryzysowe i/lub napięcia na rynkach finansowych, powodujące skokowy nawet kilkukrotny wzrost rentowności (np. prawie trzykrotny w przypadku Litwy od jesieni 2008 r. do wiosny 2009 r.), a więc i kosztu pozyskania kapitału. A pamiętać też należy o zagrożeniu całkowitym odcięciem gospodarki od rynkowego finansowania długu, co w konsekwencji kryzysu z 2008 r. miało miejsce nie tylko w przypadku Grecji, ale i np. Irlandii oraz Portugalii. Wykres ten ukazuje jednocześnie, że obecne bardzo niskie rentowności skarbowych papierów i wyjątkowo tanie finansowanie długów jest zjawiskiem nieutralnym i związanym z poszukiwaniem wyższej dochodowości w sytuacji wyjątkowo niskich (i coraz częściej ujemnych) stóp procentowych, braku satysfakcjonującego ożywienia gospodarczego i obniżenia awersji do ryzyka inwestorów. Jest to tym bardziej istotne, gdyż obecna sytuacja zwiększa ryzyko wystąpienia bolesnej korekty – najsilniejszej w przypadku gospodarek o słabszych wynikach gospodarczych i mniejszej stabilności, które obecnie

³³ Szerzej por. E. Cieślak, E. Jankowska, G. Górniewicz, A. Piotrowicz, J. Redo, M. Redo, P. Siemiątkowski, *Ekonomiczne aspekty integracji wybranych państw Europy Środkowo-Wschodniej*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2015, DOI: 10.12775/TIS.2015.100, s. 123-162.

najbardziej korzystają na wyjątkowo niskich dochodowościach skarbowych papierów. To w ich przypadku bowiem nastąpi największy wzrost kosztu kapitału w sytuacji wystąpienia zawirowań gospodarczych, na rynkach finansowych czy po prostu korekty nastrojów inwestorów. Dlatego niższym dziś wydatkom związanym z obsługą długu publicznego powinna towarzyszyć poprawa salda budżetowego, tak by nie wzmagać prawdopodobieństwa wystąpienia silnej korekty rentowności oraz kosztu pozyskania kapitału i jednocześnie obniżyć skalę tego zjawiska. Co więcej, okres niskich stóp procentowych powinien zostać wykorzystany przez gospodarki rozwijające się do wzmocnienia stabilności gospodarczej i perspektyw rozwojowych. Nie można zapominać, że jeszcze niedawno inwestorzy mniej chętnie nabywali instrumenty finansowe gospodarek rozwijających się i żądali dużo wyższej premii za ryzyko – por. wykres 10.4. Rentowność polskich skarbowych obligacji była jeszcze 5 lat temu dwukrotnie wyższa niż dziś i wynosiła ponad 6%, a 15 lat temu była nawet czterokrotnie wyższa.

Wykres 10.4. Rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych w latach 1999-2016 (w %)



Źródło: www.tradingeconomics.com – data pobrania 12 sierpnia 2016 r.

Wyższe ryzyko inwestycyjne w Polsce, przejawiające się zarówno w niższych ocenach ratingowych, wyższych rentownościach skarbowych papierów wartościowych czy większych spreadach CDS-ów (por. tabela 10.4), skutkują tym, że koszty obsługi długu publicznego w Polsce są kilkukrotnie wyższe niż w większości omawianych tu państw Europy Środkowo-Wschodniej i niż mogłyby być. Rentowność obligacji skarbowych na poziomie czeskich, łotewskich, litewskich czy słowackich pozwoliłaby obniżyć koszty obsługi długu publicznego w Polsce o co najmniej kilkanaście miliardów złotych rocznie. Czechy od września

2015 r. emitują bony skarbowe o ujemnej dochodowości na poziomie 0,05-0,20% w skali roku³⁴, podczas gdy polskie bony sprzedają się przy dyskoncie na poziomie 1,35%³⁵ rocznie (stan na marzec 2016 r.). Płatności odsetkowe w przypadku polskich obligacji są też kilkukrotnie wyższe – na przetargu w lipcu 2016 r. minimalna rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych wyniosła 2,923%³⁶, podczas gdy czeskich 11-letnich 0,431%³⁷. Bułgaria sprzedała w styczniu 2016 r. 10,5-letnie obligacje skarbowe oprocentowane 2,25%³⁸.

Na koniec warto przyjrzeć się kwotowaniom CDS-ów dla obligacji skarbowych omawianych państw, informujących o koszcie ubezpieczenia inwestycji w instrumenty dłużne danej gospodarki, a więc tym samym o wycenie ryzyka przez inwestorów – por. tabela 10.4. Dane te są zbieżne z wcześniej zaprezentowaną rentownością obligacji. Najniższe spready CDS dla 5-letnich obligacji skarbowych odnotowywały w lipcu 2016 r. Czechy i Słowacja (41 i 42 punkty bazowe). Ubezpieczenie polskich 5-letnich obligacji skarbowych jest obecnie ponad 2-krotnie droższe (90 punktów bazowych). Należy też podkreślić, że w styczniu 2012 r. wynosiło ono 280 punktów bazowych.

Tabela 10.4. Spready CDS dla 5-letnich obligacji skarbowych oraz wyznaczone na ich podstawie prawdopodobieństwo niewypłacalności* danego państwa (stan na 20 lipca 2016 r.)

	Spready CDS (w pkt bazowych)	Prawdopodobieństwo niewypłacalności
Chorwacja	236	4,2
Bułgaria	150	2,8
Węgry	142	2,6
Rumunia	124	2,3
Słowenia	101	1,9
Polska	90	1,7
Estonia	67	1,3
Łotwa	65	1,3
Litwa	64	1,2
Słowacja	42	0,8
Czechy	41	0,8

* przy założeniu, że do odzyskania będzie 50% wartości obligacji.

Źródło: Deutsche Bank Research, *Sovereign default probabilities online* (www.dbrresearch.com – data pobrania 22 lipca 2016 r.).

³⁴ Ministry of Finance of the Czech Republic, *Results of t-bills auction* (http://www.mfcr.cz – data pobrania 28 lipca 2016 r.).

³⁵ Ministerstwo Finansów, *Kalendarze przetargów skarbowych papierów wartościowych – bonów i obligacji hurtowych* (www.finanse.mf.gov.pl – data pobrania 28 lipca 2016 r.).

³⁶ Ministerstwo Finansów, *Wyniki przetargu sprzedaży obligacji skarbowych – 07.07.2016 r.* (http://www.finanse.mf.gov.pl – data pobrania 6 sierpnia 2016 r.).

³⁷ Ministry of Finance of the Czech Republic, *Results of T-Bonds Auctions – 2016* (http://www.mfcr.cz – data pobrania 6 sierpnia 2016 r.).

³⁸ Ministry of Finance of the Republic of Bulgaria, *Government Securities Market. Conducted auctions 2016* (http://www.minfin.bg – data pobrania 6 sierpnia 2016 r.).

Deutsche Bank wyznacza na podstawie spreadów CDS prawdopodobieństwo niewypłacalności danego państwa, będące kolejną miarą ryzyka inwestycyjnego i determinujące dostęp do kapitału oraz koszt jego pozyskania. Pamiętać jednak należy, że spready CDS poza tym, że odzwierciedlają ryzyko inwestycyjne w dany instrument, to zależą także od płynności rynku, ryzyka kontrahenta, nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, stóp procentowych w USA, czy skłonności inwestorów do ryzyka. Niewątpliwie więc zakaz obrotu nagimi CDS wprowadzony w listopadzie 2011 r. przez UE doprowadził do obniżenia płynności na rynku CDS, a więc do wzrostu kosztów zabezpieczania się przed ryzykiem, skutkując wzrostem kosztu kapitału – także kosztu obsługi długu publicznego³⁹.

* * *

Regularne i należące do najwyższych deficyty w finansach państwa w Polsce na tle sąsiednich państw Europy Środkowo-Wschodniej, będących członkami Unii Europejskiej, wydają się potwierdzać ich wpływ na koszt kapitału – również jeden z najwyższych. Bez wątplenia coroczne (także w okresach dobrej koniunktury) kilkudziesięciomiliardowe deficyty w finansach państwa w Polsce przekładają się na wycenę ryzyka inwestycyjnego i koszt pożyczania kapitału – zarówno przez Skarb Państwa, jak i podmioty prywatne, co ogranicza ich zdolność kredytową, poziom inwestycji i konsumpcji w kraju, a więc tempo rozwoju gospodarki i poziom zamożności obywateli. Jedne z najwyższych kosztów obsługi zadłużenia na tle sąsiednich gospodarek rozwijających się oznaczają szybszy przyrost długu publicznego, co ogranicza także przyszłe perspektywy rozwojowe kraju. Determinują one bowiem także w przyszłości względnie droższy kapitał i trudniejszy do niego dostęp. Nie tylko z uwagi na wyższy poziom długu publicznego, ale i zapewne dalej utrzymujące się deficyty (choćby z uwagi na coraz większe koszty obsługi długu, utrudniające poprawę sytuacji w budżecie państwa) i niższy od możliwego wzrost gospodarczy hamowany droższym kapitałem oraz pogorszeniem struktury wydatków publicznych (przesunięciem w kierunku nieproduktywnych kategorii i ograniczeniem przez to publicznego finansowania edukacji, zdrowia czy publicznych inwestycji, które mogą mieć pozytywny wpływ na przyszły wzrost gospodarczy). Przykład południowych państw Unii Europejskiej ukazuje, jakie zagrożenia generuje permanentna ekspansywna polityka fiskalna, a przykład Irlandii czy republik bałtyckich dowodzi, że znacznie niższe długi publiczne, będące pochodną małych deficytów lub wręcz nadwyżek budżetowych dają dużo większą elastyczność polityce gospodarczej oraz zdolność względnie szybkiego odzyskiwania zaufania rynków i podnoszenia się z kryzysów. Rynkowa

³⁹ International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report...*

wycena ryzyka inwestycyjnego w postaci ratingów, rentowności skarbowych papierów wartościowych czy spreadów CDS-ów powinna być więc bardziej aktywnie uwzględniana w zarządzaniu finansami publicznymi. W sytuacji powszechnej ekspansji fiskalnej umożliwionej przez eksplozję rozwoju rynków finansowych na świecie od lat 80. XX w., rynki długu rozrastają się z roku na rok, powodując wzrost konkurencji wśród emitentów (według danych BIS rynek długu *general government* rozrósł się od marca 2010 r. do września 2015 r. z poziomu 35,2 bln USD do 44,1 bln USD, czyli o 25%⁴⁰). Inwestorzy mają dziś niezwykle bogaty wachlarz skarbowych papierów wartościowych do wyboru, pogłębiony znacznie wskutek kryzysu z 2008 r., co zwiększa ryzyko załamania się dostępu do finansowania w sytuacji wystąpienia zjawisk kryzysowych, niekoniecznie w danej gospodarce, zawirowań na rynkach finansowych czy po prostu zmiany poziomu apetytu inwestorów na ryzyko, ich zainteresowania danym regionem, zachowania stadnego, czy zmiany ciężaru kryteriów wyceny przez nich ryzyka. Dotyczy to w szczególności państw rozwijających się o niższym poziomie wiarygodności i względnie wysokich potrzebach pożyczkowych (jak Polska), których zaspokajanie warunkuje zarówno ciągłość finansowania niemałych długów, jak i rozwoju, stanowiących o poziomie życia obecnych i przyszłych pokoleń.

Warto w tym kontekście byłoby przeanalizować raz jeszcze bilans korzyści i kosztów członkostwa Polski w strefie euro i rozważyć ewentualną akcesję. Daje ono bowiem łatwiejszy i tańszy dostęp do kapitału, dzięki wzrostowi wiarygodności z uwagi na przynależność do tego grona, podleganie dyscyplinującym politykę gospodarczą zapisom Paktu stabilności i wzrostu (nawet jeśli mało skutecznie), zadłużanie się we własnej walucie międzynarodowej oraz znacznie niższe stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego.

Streszczenie

Coraz większe obciążenie długami publicznymi, wskutek prowadzonej przez długie lata ekspansywnej polityki fiskalnej przez większość państw na świecie, mocno pogłębione przez kryzys z 2008 r., powoduje, że sytuacja w finansach państwa odgrywać będzie coraz większą rolę w kształtowaniu poziomu kosztu kapitału w danej gospodarce, a tym samym w dostępności do niego, determinując istotnie przyszłe perspektywy rozwojowe kraju. Coraz liczniejsze wyniki badań potwierdzają wpływ poziomu deficytów i długów publicznych na wysokość kosztu kapitału. I choć w przypadku państw rozwijających się silniejszym jego determinantem wydaje się być tempo wzrostu gospodarczego, to jednak tylko do czasu, gdy sytuacja finansowa państwa znajduje się

⁴⁰ Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review*, June 2016.

pod kontrolą. Okazuje się również, że kondycja finansów publicznych silniej oddziałuje na decyzje inwestorów w sytuacjach kryzysowych niż w okresach względnego spokoju oraz, że efekt poluzowania dyscypliny w finansach państwa generuje raczej efekty w dłuższym okresie, co stwarza ryzyko nieoczekiwanych znacznych korekt kosztu finansowania długów i dostępności do kapitału, zwłaszcza w sytuacji napięć, niekoniecznie w danej gospodarce. Zwiększa to więc ryzyko funkcjonowania słabszych, mniej stabilnych gospodarczo i politycznie gospodarek, o bardziej ekspansywnej polityce fiskalnej i wyższym długu publicznym, powodując wzrost kosztu kapitału, utrudniając do niego dostęp i narażając je na częstsze występowanie dalekich ograniczeń w dostępności do źródeł finansowania zarówno długów, jak i rozwoju, zmniejszając tym tempo ich wzrostu gospodarczego i spowalniając proces nadrabiania zaległości rozwojowych.

Słowa kluczowe: finanse publiczne, deficyt budżetowy, dług publiczny, rynkowy koszt kapitału, rentowność skarbowych papierów wartościowych, rating.

Bibliografia

- Alexopoulou I., Bunda I., Fernando A., *Determinants of government bond spreads in new EU countries*, "ECB Working Paper", September 2009, No. 1093.
- Ardagna S., Caselli F., Lane T., *Fiscal discipline and the cost of public debt service: Some estimates for OECD Countries*, "NBER Working Paper", September 2004, No. 10788.
- Baldacci E., Gupta S., Mati A., *Is it (Still) Mostly Fiscal? Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets*, "IMF Working Paper", November 2008, No. 259.
- Beirne J., Fratzscher M., *The Pricing of Sovereign Risk and Contagion during the European Sovereign Debt Crisis*, "ECB Working Paper", 2012, No 1480.
- Bernoth K., von Hagen J., Schuknecht L., *Sovereign risk premia in the European government bond market*, "ECB Working Paper", 2004, No. 369.
- Bernoth K., Wolff G.B., *Fool the markets? Creative accounting, fiscal transparency and sovereign risk premia*, "CESifo Working Paper", May 2006, No. 1732.
- Canzoneri M.B., Cumba R., Diba B., *Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy?*, Rethinking stabilization policy: a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 29-31, 2002, pp. 333-389.
- Caselli F., Giovannini A., Lane T., *Fiscal discipline and the cost of public debt service: Estimates for OECD countries*, "IMF Working Paper", April 1998, No. 55.
- Cieślak E., Jankowska E., Górniewicz G., Piotrowicz A., Redo J., Redo M., Siemiątkowski P., *Ekonomiczne aspekty integracji wybranych państw Europy Środkowo-Wschodniej*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2015, DOI: 10.12775/TIS.2015.100, s. 123-162.
- Dumičić M., Ridzak T., *Determinants of sovereign risk premia for European emerging markets*, "Financial Theory and Practice", 2011, 35 (3), pp. 277-299.
- Faini R., *Fiscal policy and interest rates in Europe*, "Economic Policy", 2006, No. 21 (47), pp. 443-489.

- Heinz F.F., Sun Y., *Sovereign CDS spreads in Europe – The role of global risk aversion, economic fundamentals, liquidity, and spillovers*, "IMF Working Paper", January 2014, No. 17.
- International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report – A new look at the role of sovereign credit default swaps*, April 2013, pp. 57-92.
- Izák V., *Public debt service, interest rates and fiscal variables in transition countries*, "Prague Economic Papers", 2004, No. 1, pp. 3-15, DOI: 10.18267/j.pep.227.
- Laubach T., *New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt*, "Journal of the European Economic Association", 2009, No. 7 (6), pp. 858-885.
- Moser C., *The impact of political risk on sovereign bond spreads. Evidence from Latin America*, Proceedings of the German Development Economics Conference, Verein für Socialpolitik, Research Committee Development Economics, Göttingen, November 2007, No. 24.
- Redo M., *Analiza przemian gospodarczych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej w latach 2003-2014*, „WSB University in Wrocław Research Journal”, June 2016, Vol. 16, No. 2, s. 91-106.
- Zugravu B.G., Dobranschi M., *Public debt service and its impact on public expenditures*, Banking, Accounting and Financial Systems from the 21st Century Perspective, "Revista Economică", 2012, No. 4, pp. 655-664.

Bibliografia internetowa

- CountryEconomy.com, *Sovereigns Ratings List*, July 2016 (countryeconomy.com/ratings – data pobrania 2 sierpnia 2016 r.).
- Deutsche Bank Research, *Sovereign default probabilities online* (www.dbresearch.com – data pobrania 22 lipca 2016 r.).
- European Central Bank, *Key ECB interest rates* (www.ecb.europa.eu – data pobrania 20 lipca 2016 r.).
- Eurostat, *Comparative price levels – EU28=100* (ec.europa.eu/eurostat – data pobrania 8 sierpnia 2016 r.).
- Eurostat, *EMU convergence criterion series - annual data* (ec.europa.eu/eurostat – data pobrania 24 lipca 2016 r.).
- Eurostat, *GDP growth* (ec.europa.eu/eurostat – data pobrania 8 sierpnia 2016 r.).
- Eurostat, *General government gross debt – % of GDP* (ec.europa.eu/eurostat – data pobrania 8 sierpnia 2016 r.).
- Eurostat, *Government deficit/surplus – % of GDP* (ec.europa.eu/eurostat – data pobrania 8 sierpnia 2016 r.).
- Eurostat, *HICP – all items*, Eurostat, *3-month-interest rate* (ec.europa.eu/eurostat – data pobrania 8 sierpnia 2016 r.).
- Eurostat, *Long term government bond yields* (ec.europa.eu/eurostat – data pobrania 8 sierpnia 2016 r.).
- Główny Urząd Statystyczny, *Roczne wskaźniki makroekonomiczne* (www.stat.gov.pl – data pobrania 25 lipca 2016 r.).
- Ministerstwo Finansów, *Kalendarze przetargów skarbowych papierów wartościowych – bonów i obligacji hurtowych w 2016 r.* (www.finanse.mf.gov.pl – data pobrania 28 lipca 2016 r.).
- Ministerstwo Finansów, *Sprawozdania z wykonania budżetu państwa, sprawozdania z lat 2000-2015* (http://www.finanse.mf.gov.pl – data pobrania 20 lipca 2016 r.).

- Ministerstwo Finansów, *Wyniki przetargu sprzedaży obligacji skarbowych – 07.07.2016 r.* (http://www.finanse.mf.gov.pl – data pobrania 6 sierpnia 2016 r.).
- Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie Skarbu Państwa*, Biuletyn miesięczny, 5/2016, Warszawa 20 lipca 2016 r.
- Ministry of Finance of the Czech Republic, *Results of t-bills auction – 2016* (http://www.mfcr.cz – data pobrania 28 lipca 2016 r.).
- Ministry of Finance of the Republic of Bulgaria, *Government Securities Market. Conducted auctions 2016* (http://www.minfin.bg – data pobrania 6 sierpnia 2016 r.).
- Ministry of Finance of the Czech Republic, *Results of T-Bonds Auctions – 2016* (http://www.mfcr.cz – data pobrania 6 sierpnia 2016 r.).
- Narodowy Bank Polski, *Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 1998-2015* (www.nbp.pl – data pobrania 20 lipca 2016 r.).
- tradingeconomics.com (www.tradingeconomics.com – data pobrania 12 sierpnia 2016 r.).