Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
Nr 37/2011

Małgorzata Teresa Piwnicka
Narodowy Bank Polski

Grzegorz Paluszak
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Wpływ kryzysu finansowego na strukturę długu publicznego w obszarze euro

Streszczenie. *Celem niniejszej pracy jest analiza struktury długu publicznego w strefie euro w czasie kryzysu finansowego, zwłaszcza w stosunku do PKB. Przedstawiono analizę finansowych wpływów kryzysu na strukturę długu publicznego w strefie euro oraz analizę długu publicznego w obszarze euro według instrumentów finansowych, wierzycieli i jego struktury w latach 2007–2010.*

Słowa kluczowe: *finanse publiczne, dług publiczny, euro*

1. Wprowadzenie

Genezy współczesnego kryzysu finansowego można dopatrywać się w gospodarce Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej. Kryzys ten rozprzestrzenia się na państwa obszaru euro. Przyczynia się on do wzrostu długu publicznego rządów państw obszaru euro, ponieważ dostrzegają one potrzebę silniejszej ingerencji w gospodarkę, a wraz z nią większej pomocy zagrożonym bankructwem podmiotom finansowym i niefinansowym oraz wyższych wydatków publicznych. W celu pokrycia tych zwiększonych wydatków rządy państw się zadłużają.

Wydaje się, że kryzys finansowy przyczynia się nie tylko do zmiany poziomu długu publicznego, ale również może on wpływać na jego strukturę. W związku z tym celem artykułu jest analiza kształtowania się struktury długu publicznego według instrumentów finansowych i według wierzycieli w czasie

kryzysu finansowego. Problem badawczy artykułu brzmi: czy i w jakim stopniu kryzys finansowy wpływa na zmianę struktury długu publicznego w obszarze euro?

Okres badawczy obejmuje lata 2007–2010. Wybór okresu badawczego, wynika z tego, że kryzys zaczął się w 2007 r., a za 2010 r. są dostępne ostatnie dane za pełen rok.

Strukturę artykułu podporządkowano jego celowi. Na początku omówiono przyczyny zadłużania się państw i przyczyny kryzysu finansowego. Następnie zdefiniowano pojęcie długu publicznego i przedstawiono metody jego pomiaru w obszarze euro oraz kryteria jego klasyfikacji. Na końcu dokonano analizy długu publicznego w obszarze euro.

2. Przyczyny zadłużania się państw

Współcześnie dług publiczny nie jest wyjątkowym zjawiskiem w krajach wysoko rozwiniętych. Aktualnie do problematyki długu publicznego podchodzi się mniej rygorystycznie niż w ekonomii klasycznej, w której mechanizmy rynkowe powinny być samoregulujące. W ekonomii klasycznej uważa się, że nie ma powodów, by za pomocą kredytów i pożyczek oddziaływać na funkcjonowanie gospodarki rynkowej. Natomiast współcześnie uznaje się zalety kredytu publicznego w kształtowaniu koniunktury gospodarki. Szczególnie jest to ważne w okresie recesji, gdy występuje wyraźny spadek popytu oraz prywatnych inwestycji. W takiej sytuacji nie ma możliwości podwyższenia podatków i kredyt staje się źródłem finansowania instrumentów kształtowania koniunktury, w szczególności zatrudnienia (robót publicznych)[1]. W literaturze nadal ekonomiści nie wyrażają jednego poglądu w sprawie długu publicznego państwa, chociaż zaznacza się już pewien konsensus w tej kwestii[2].

Przyczyną długu publicznego większości państw najczęściej jest[3]:

– deficyt budżetowy,

– wzmożone wydatki publiczne z tytułu wojen, klęsk żywiołowych, kryzysów ekonomicznych,

---

[1] G. Gołębiowski, *Dług publiczny*, w: *System Finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, t. 2, WN PWN, Warszawa 2008, s. 369.

[2] Por. R.T. Froyen, *Macroeconomics. Theories and Policies*, Macmillan Publishing Company, New York 1986; J.D. Sachs, F.B. Larrain, *Macroeconomics in the Global Economy*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1993; P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia 1*, WN PWN, Warszawa 2000; D. Begg, St. Fisher, R. Dornbusch, *Ekonomia. Makroekonomia*, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa 2000.

[3] G. Gołębiowski, op. cit., s. 367–368.

– realizowana przez rządzących doktryna ekonomiczna zakładająca interwencjonizm państwa,

– skłonność polityków sprawujących władzę do unikania cięć w wydatkach i jednoczesnego podnoszenia podatków,

– wpadnięcie w pułapkę zadłużenia.

Finansowanie wydatków publicznych długiem oznacza przesunięcie ciężaru finansowania tych wydatków na przyszłość, a konkretnie: na przyszłe pokolenia, zgodnie z maksymą klasyków ekonomii: „Pożyczka to sposób przerzucenia danin publicznych na przyszłe pokolenia"[4]. Stad też analizując problem długu publicznego oraz jego ciężaru należy wziąć pod uwagę czynnik czasu. Międzypokoleniowa redystrybucja dochodów ma sens, gdy ze środków z pożyczek sfinansowano cele, z których efektów będą korzystać pokolenia zobligowane do spłaty zobowiązań ojców.

Przyczyną długu publicznego są również koszty fiskalne, obejmujące różnorodne wydatki publiczne, a szczególnie wydatki na dekapitalizowanie banków i wydatki na wypłaty dla wkładców, dokonywane przez publiczne systemy gwarantowania wkładów[5].

3. Przyczyny kryzysu finansowego

Bezpośrednie przyczyny powstania kryzysu finansowego dotyczą występujących niedoskonałości strukturalnych na rynkach finansowych[6]. Niwelowanie ich jest ważną sprawą dla sprawnego funkcjonowania gospodarki, jednak ważniejsze jest wcześniejsze zauważenie niedoskonałości systemowych i ich wyeliminowanie[7].

Występujące niedoskonałości rynku finansowego uwidaczniają instrumenty sekurytyzacji aktywów CDO (*Collateralized Debt Obligations*. *Financial Crisis Inquiry Commission*), które pozwalały bankom w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej poprawić swoje wskaźniki poprzez przenoszenie ryzyka, które wynikało z udzielania kredytów hipotecznych zwanych *NINJA* (*No Income No Job No Assets*). Udzielano ich nawet osobom, które faktycznie nie posiadały zdolności kredytowej. Wynika to z samej nazwy tych kredytów. Jednak banki wykorzystując CDO, przenosiły ryzyko na inne podmioty do czasu aż znalazły one nabywców dla kolejnych transz CDO. W ten sposób mogły one udzielać ta-

---

[4] P.M. Gaudemet, J. Molinier, *Finanse publiczne*, PWE, Warszawa 2000, s. 360.

[5] O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, WN Scholar, Warszawa 2008, s. 23.

[6] Por. G. Ackerlof, R.J. Shiller, *Zwierzęce instynkty*, Studio EMKA, Warszawa 2010.

[7] P. Mason, *Finansowy kataklizm. Koniec wieku chciwości*, Wyd. UJ, Kraków 2010, s. 2–4.

kich kredytów w dowolnej wysokości, przyjmując przy tym założenie, że są one zabezpieczone hipoteką. Założenie to stało się złudzeniem. Amerykanie popadli w to masowe złudzenie. Można sądzić, że taki jest charakter wszelkich kryzysów. Złudzeniem było oczywiście w tym przypadku przeświadczenie, że ceny nieruchomości nie mogą tak bardzo spaść. Jednakże doszło do tego w 2007 r. z powodu CDO[8].

W globalnej gospodarce kryzys ten rozszerzył się na Europę, w tym na obszar euro. Kryzys ma zatem charakter globalny nie tyko w sensie przestrzeni terytorialnej, ale też rodzajów rynku i zjawisk ekonomicznych, które dotyka[9]. Kryzysy finansowe występujące w ostatnich latach zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się ujawniły potrzebę wzmocnienia światowego systemu finansowego[10].

Polska, będąc w Unii Europejskiej, jest powiązana z państwami obszaru euro. Stąd też w nowych uwarunkowaniach makroekonomicznych związanych z planowanym przystąpieniem naszego kraju do obszaru euro, szczególnego znaczenia nabiera umacnianie stabilności rodzimego sektora bankowego[11]. Jest to niezwykle istotne w czasie globalnego kryzysu finansowego. Należy pamiętać, że kryzys finansowy, a następnie gospodarczy wybuchł głównie na skutek ekspansywnej polityki części banków i rządu (w tym agencji ze wsparciem rządowym) na rynku nieruchomości, a także relatywnie luźnego nadzoru nad rynkami.

Do eksplozji doszło we wrześniu 2008 r. Wówczas to FED pozwolił na upadek banku Lehman Brothers, powodując załamanie zaufania między instytucjami finansowymi. Rezultatem takiej decyzji był paraliż rynku międzybankowego. Potem nastąpiło silne ograniczenie podaży kredytu bankowego[12]. Kondycja finansowa wielu firm uległa pogorszeniu.

---

[8] G. Paluszak, M. Pietruk, *Sygnały nadchodzącego kryzysu*, w: *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, red. A. Matysek-Jędrych, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 81.

[9] E. Chojna-Duch, *Rola państwa jako regulatora długu publicznego w obliczu kolejnej fazy kryzysu w gospodarce światowej*, w: *System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, red. A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 37.

[10] M. Wasik, *Nowa architektura finansowa?*, w: *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, red. J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 139.

[11] M.T. Piwnicka, *Stabilność sektora bankowego w nowych uwarunkowaniach makroekonomicznych związanych z przystąpieniem Polski do strefy euro*, „Roczniki Naukowe", t. XI, z. 4, Warszawa – Poznań – Olsztyn 2009, s. 251.

[12] K. Kluza, *Dług publiczny a sektor bankowy*, „Bank", grudzień 2010, s. 12.

4. Pojęcie długu publicznego i metody jego pomiaru

Do podstawowych zjawisk wpływających na gospodarkę danego kraju należy zaliczyć poziom długu publicznego oraz koszty jego obsługi. Zgodnie z ustawą z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, państwowy dług publiczny to wartość nominalna zadłużenia jednostek sektora finansów publicznych, ustalona po wyeliminowaniu wzajemnych zobowiązań między jednostkami tego sektora. Jednocześnie przez dług Skarbu Państwa rozumie się wartość nominalną zadłużenia Skarbu Państwa[13].

W literaturze spotyka się wiele definicji długu publicznego. W ogólnym ujęciu dług publiczny jest sumą zaciągniętych w przeszłości oprocentowanych zobowiązań, będących konsekwencją finansowania deficytu, czyli nadwyżki wydatków nad dochodami. Dzięki finansowaniu części wydatków poprzez zaciąganie zobowiązań rząd może w danym okresie wydawać więcej niż wynoszą jego wpływy. Świadczy to o tym, że struktura czasowa dochodów i wydatków nie zawsze musi być dopasowana. Dzięki emisji długu rząd ma większą elastyczność działania. Emisja umożliwia zwiększenie kwoty pozyskiwanych środków bez konieczności zmiany poziomu ponoszonych wydatków, a w okresach wyższych wydatków pozwala na ograniczenie skali dochodów podatkowych lub kreacji pieniądza[14].

Definicja długu publicznego powinna być rozpatrywana na płaszczyźnie podmiotowej i przedmiotowej. W ujęciu podmiotowym są to jednostki, których zadłużenie stanowi dług publiczny, czyli takie, które są zaliczane do sektora finansów publicznych danego kraju. Natomiast w ujęciu przedmiotowym dług publiczny obejmuje zarówno rodzaj zobowiązań stanowiących dług publiczny, jak i sposób ich wyceny. W praktyce kwestie te są przedmiotem regulacji na szczeblu krajowym, co oznacza, że dla celów analiz porównawczych, które obejmują kilku państw, jest wskazane stosowanie ujednoliconych definicji przyjętych w statystyce międzynarodowej[15].

Podstawowe zasady statystyki obowiązujące w Unii Europejskiej są zawarte w Europejskim Systemie Rachunków Narodowych i Regionalnych (ESA'95), którego odpowiednikiem w statystyce Międzynarodowego Funduszu Walutowego jest system Statystyki Finansów Rządowych (GFSM 2001).

---

[13] Art. 73 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U. nr 157, poz. 1240.

[14] Por. R.J. Barro, V. Grill, *European Macroeconomics*, Macmillan, London 1994, s. 352–353.

[15] B. Jajko, *Dług publiczny a równowaga fiskalna*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 29.

Tabela 1. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych według ESA'95, GFSM 2001 i EDP

Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych		
według ESA'95	według EDP	według GFSM 2001
1. Metoda wyceny zobowiązań		
wartość rynkowa	wartość nominalna*	wartość rynkowa lub wartość nominalna* (czasami stosowana jest również wycena wg *face value*)
2. Zobowiązania zaliczane do długu sektora		
1) gotówka i depozyty	1) gotówka i depozyty	1) gotówka i depozyty
2) papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych	2) papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych	2) papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych
3) pożyczki	3) pożyczki	3) pożyczki
4) pozostałe kwoty do zapłacenia (w tym kredyty handlowe i zaliczki)	–	4) pozostałe kwoty do zapłacenia (w tym kredyty handlowe i zaliczki)
5) akcje i inne udziały kapitałowe**	–	–
6) rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe**	–	6) rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe

* interpretacja wartości nominalnej w obydwu przypadkach nie jest tożsama

** w praktyce w takim ujęciu kategorie te występują rzadko (por. ESA'95 *Manual On Government Deficit And Debt*)

Źródło: B. Jajko, *Dług publiczny a równowaga fiskalna*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 32.

Definicja długu publicznego w systemie GFSM 2001 nieznacznie się różni od definicji ESA'95. Zgodnie z nią, dług publiczny stanowią zobowiązania, które wymagają wypłaty odsetek lub świadczenia głównego w określonym momencie w przyszłości. Wszystkie zobowiązania, z wyjątkiem akcji i innych udziałów oraz instrumentów pochodnych, w systemie GFSM 2001 są traktowane jako dług. System GFSM 2001 zaleca przedstawianie długu zarówno według wartości rynkowej, jak i wartości nominalnej, przy czym dopuszcza również prezentacje długu w ujęciu według *face value*[16].

W sprawozdawczości Unii Europejskiej kategorie z zakresu kryteriów konwergencji, tam gdzie różnią się one od powszechnie stosowanych zasad ESA'95, są oznaczone symbolem EDP (*Excessive Deficit Procedure*). W tabeli 1 zaprezentowano różnice między rodzajami zobowiązań stanowiących dług w ujęciu ESA'95 a długiem w ujęciu EPD oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych według GFSM 2001.

[16] Ibidem, s. 31–33.

Tabela 2. Podstawowe różnice między państwowym długiem publicznym a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych (EDP)

Państwowy dług publiczny	Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
1. Zakres sektora finansów publicznych	
Ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek (enumeratywne wyliczenie)	Kryteria stosowane w ESA'95 dotyczą przede wszystkim funkcji realizowanych przez dane jednostki i sposobu ich finansowania
Różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji*	
Jednostki badawczo-rozwojowe	
są jednostkami sektora finansów publicznych	klasyfikowane są poza sektorem instytucji rządowych i samorządowych (tj. w sektorze przedsiębiorstw)
Krajowy Fundusz Drogowy (fundusz działający w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego)	
nie jest jednostką sektora finansów publicznych	klasyfikowany jest w ramach sektora instytucji rządowych
2. Tytuły dłużne	
Przyjęte depozyty – papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi) – kredyt i pożyczki (w tym papiery wartościowe, których zbywalność jest ograniczona) – zobowiązania wymagalne	1) gotówka i depozyty 2) papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych 3) pożyczki

* Zgodnie z decyzją Eurostatu dot. klasyfikacji kapitałowych funduszy emerytalnych (*Eurostat News Releases* No. 30/2004 z 2 marca 2004 r. i No. 11/2004 z 23 września 2004 r.) do marca 2007 r. Polska mogła klasyfikować otwarte fundusze emerytalne (OFE) w ramach sektora instytucji rządowych i samorządowych. Podmioty te nie były natomiast jednostkami sektora finansów publicznych. W praktyce w zakresie sektorów mogą występować również dodatkowe różnice dotyczące pojedynczych podmiotów (decyzje w zakresie sektoryzacji podejmuje GUS).

Źródło: B. Jajko, Dług publiczny a równowaga fiskalna, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 34.

Podstawowe różnice występujące w praktyce między państwowym długiem publicznym a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych (EDP) – zob. tab. 2.

5. Kryteria llasyfikacja długu publicznego

Zagadnienia dotyczące długu publicznego mogą być rozpatrywane z punktu widzenia wielu kryteriów. Szczegółowy katalog rodzajów długu publicznego – zob. tab. 3.

Tabela 3. Klasyfikacja długu publicznego

Kryteria klasyfikacji długu publicznego	Rodzaje długu publicznego
Kryterium szczebla władzy, którego dotyczy	– dług publiczny centralny – dług publiczny lokalny
Kryterium zapadalności spłaty	– dług publiczny krótkoterminowy – dług publiczny długoterminowy
Kryterium odnawialności zobowiązań	– dług publiczny odnawialny – dług publiczny nieodnawialny
Kryterium swobody decydowania	– dług publiczny przymusowy – dług publiczny dobrowolny
Kryterium metody naliczania	– metody obliczania uwzględniające inflację (dług publiczny nominalny i realny) – metody uwzględniające salda bilansujące (dług publiczny brutto i netto)
Kryterium zasięgu ujmowania	– dług publiczny globalny – dług publiczny zewnętrzny – dług publiczny wewnętrzny
Kryterium podmiotowe	– dług rządowy – dług samorządowy
Kryterium czasu	– dług krótkoterminowy – dług długoterminowy
Kryterium miejsca emisji	– dług zagraniczny (zewnętrzny) – dług krajowy (pożyczki wewnętrzne)
Kryterium z punktu widzenia zasad ewidencji, a także z punktu widzenia rzeczywistego obciążenia gospodarki i społeczeństwa	– dług publiczny netto – dług publiczny brutto
Kryterium podsektorowe	– dług Skarbu Państwa zaciągnięty przez rząd – dług lokalny zaciągnięty przez samorządy – dług sektora ubezpieczeń społecznych

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Elementy finansów i bankowości*, red. S. Flejterski, B. Świecka, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 419; G. Gołębiowski, *Dług publiczny*, w: *System finansowy w Polsce*, t. 2, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, WN PWN, Warszawa 2008, s. 364–365.

Tabela 4. Zasady rachunkowości długu publicznego w zależności od przyjętej metody

Wyszczególnienie	Metoda ESA	Metoda kryterium z Maastricht	Metoda polska
Wartość zobowiązań	rynkowa	nominalna	nominalna
Baza (metoda) rachunkowa	memoriałowa	memoriałowa	kasowa

Źródło: G. Gołębiowski, *Dług publiczny*, w: *System finansowy w Polsce*, t. 2, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, WN PWN, Warszawa 2008, s. 366.

Analizując dane dotyczące długu publicznego, należy zwracać szczególną uwagę na źródło informacji. Biorąc pod uwagę dostępne dane o zadłużeniu Pol-

ski, trzeba wiedzieć o istnieniu trzech metod obliczania jego wielkości[17] (zob. tab. 4). Wyniki obliczeń różnią się zatem w zależności od przyjętej metody obliczeń. Należy pamiętać, że stosowanie różnych metod kalkulacji państwowego długu publicznego powoduje występowanie rozbieżności wartości dla – wydawałoby się – tego samego zjawiska.

6. Dług publiczny obszaru euro według instrumentów finansowych i wierzycieli oraz jego struktura w latach 2007–2010

Dług publiczny w obszarze euro według instrumentów finansowych przedstawiono w tabeli 5. EBC zalicza do instrumentów finansowych gotówkę i depozyty, kredyty, krótkoterminowe papiery wartościowe i długoterminowe papiery wartościowe.

Tabela 5. Dług publiczny w obszarze euro według instrumentów finansowych w latach 2007–2010 (w % PKB)

Rok	Ogółem	Instrumenty finansowe			
		gotówka i depozyty	kredyty	krótkoterminowe papiery wartościowe	długoterminowe papiery wartościowe
	1 = 2 + … + 5	2	3	4	5
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7
2008	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6
2009	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2
2010	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0

Źródło: ECB, Monthly Bulletin, December 2011, s. S57.

Jak można zauważyć, dług publiczny wzrasta o 19% PKB w latach 2007–2010. Najsilniej, bo prawie o 10% PKB, zwiększa się on w 2009 r., w porównaniu z 2008 r. W grupie instrumentów finansowych najsilniej (prawie o połowę) zwiększa się udział krótkoterminowych papierów wartościowych: z 4,2% PKB do 7,7% PKB. Następnie dość silnie wzrasta udział kredytów: z 11,2% PKB do 15,3% PKB i długoterminowych papierów wartościowych: z 48,7% PKB do 60% PKB. Najsłabiej zwiększa się udział gotówki i depozytów.

[17] *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, WN PWN, Warszawa 2008, s. 367–365.

W latach 2007–2010 w strukturze instrumentów finansowych największy udział stanowią długoterminowe papiery wartościowe, chociaż ich udział spada o ponad 3% (zob. tab. 6). Natomiast zwiększa się udział krótkoterminowych papierów wartościowych o 2,7% i kredytów o 1%. Obniża się również udział gotówki i depozytów o 0,5%.

Tabela 6. Struktura długu publicznego w obszarze euro według instrumentów finansowych w latach 2007–2010 (w %)

Rok	Ogółem	Instrumenty finansowe			
		gotówka i depozyty	kredyty	krótkoterminowe papiery wartościowe	długoterminowe papiery wartościowe
	1 = 2 + … + 5	2	3	4	5
2007	100	3,3	16,9	6,3	73,5
2008	100	3,3	16,4	9,6	70,8
2009	100	3,1	15,8	10,8	70,4
2010	100	2,8	17,9	9,0	70,3

Źródło: ECB, Monthly Bulletin, December 2011, s. S57.

Zachodzące zmiany w strukturze nie wpłynęły na udział instrumentów finansowych. Nadal najwyższy udział zachowują kolejno: długoterminowe papiery wartościowe, kredyty, krótkoterminowe papiery wartościowe oraz gotówka i depozyty.

Dług publiczny w obszarze euro według wierzycieli dzieli się na dwie podstawowe grupy: wierzycieli krajowych i wierzycieli zagranicznych (zob. tab. 7). W grupie wierzycieli krajowych wyróżnia się monetarne instytucje finansowe, inne korporacje finansowe i inne sektory.

W latach 2007–2010 zwiększa się silniej dług publiczny posiadany przez wierzycieli zagranicznych: z 33,6% PKB do 44,8% PKB niż przez wierzycieli zagranicznych: z 32,7% PKB do 40,5% PKB. W grupie wierzycieli krajowych największy dług publiczny posiadają odpowiednio: monetarne instytucje finansowe, inne korporacje finansowe i inne sektory. Warto odnotować, że najważniejszymi wierzycielami rządu pozostają monetarne instytucje finansowe, posiadając ponad jedną piątą dłużnych papierów rządu. Inne korporacje finansowe mają ich prawie jedną dziesiątą. Wynika z tego, że jedną trzecią długu publicznego posiada krajowy sektor finansowy. Z kolei ponad 7% dłużnych papierów wartościowych rządu utrzymuje krajowy sektor niefinansowy.

Analizując strukturę długu publicznego obszaru euro, należy podkreślić, że podwyższa się udział wierzycieli zagranicznych (z 50,7 do 52,5%), a zarazem obniża się udział wierzycieli krajowych (z 49,3 do 47,5%) (zob. tab. 8). Na spadek udziału wierzycieli krajowych wpływa najbardziej obniżenie udziału wierzycie-

Tabela 7. Dług publiczny w obszarze euro według wierzycieli w latach 2007–2010 (w % PKB)

Rok	Ogółem	Wierzyciele krajowi				Wierzyciele zagraniczni
		razem	monetarne instytucje finansowe	inne korporacje finansowe	inne sektory	
	1 = 2 + 6	2 = 3 + 4 + 5	3	4	5	6
2007	66,3	32,7	17,1	8,5	7,1	33,6
2008	70,1	33,1	17,8	7,8	7,6	36,9
2009	79,8	37,3	20,6	8,9	7,8	42,5
2010	85,3	40,5	23,4	9,6	7,5	44,8

Źródło: ECB, Monthly Bulletin, December 2011, s. S57.

Tabela 8. Struktura długu publicznego w obszarze euro według wierzycieli w latach 2007–2010 (w %)

Rok	Ogółem	Wierzyciele krajowi				Wierzyciele zagraniczni
		razem	monetarne instytucje finansowe	inne korporacje finansowe	inne sektory	
	1 = 2 + 6	2 = 3 + 4 + 5	3	4	5	6
2007	100,0	49,3	25,8	12,8	10,7	50,7
2008	100,0	47,3	25,4	11,1	10,8	52,6
2009	100,0	46,7	25,8	11,2	9,8	53,3
2010	100,0	47,5	27,4	11,3	8,8	52,5

Źródło: ECB, Monthly Bulletin, December 2011, s. S57.

li sektora niefinansowego (z 10,7 do 8,8%) i innych korporacji niefinansowych (z 12,8 do 11,3%), pomimo wzrostu udziału monetarnych instytucji finansowych (z 25,8 do 27,4%).

7. Podsumowanie

Kryzys finansowy wpłynął na strukturę długu publicznego w obszarze euro. W czasie kryzysu finansowego zmniejsza się udział długoterminowych papierów wartościowych oraz gotówki i depozytów. Natomiast zwiększa się udział krótkoterminowych papierów wartościowych i kredytów. Kryzys finansowy zmienia preferencję inwestowania w dłużne papiery wartościowe. Wierzyciele raczej nie preferują długoterminowych papierów wartościowych rządu, a wolą posiadać krótkoterminowe rządowe papiery wartościowe. W okresie kryzysu finansowego skraca się termin inwestowania wierzycieli w papiery wartościowe rządu,

ale w tym czasie nie zmienia się pozycja instrumentów finansowych, w których utrzymuje się dług publiczny.

W czasie kryzysu finansowego wzrasta udział wierzycieli zagranicznych w porównaniu z wierzycielami krajowymi. W grupie wierzycieli krajowych zwiększa się udział monetarnych instytucji finansowych, a obniża się udział sektora finansowego, jako wierzyciela rządu, który pozostaje prawie na tym samym poziomie, ale słabnie udział sektora niefinansowego, jako wierzyciela rządu. Warto dodać, że w sektorze finansowym zwiększa się udział monetarnych instytucji finansowych, a obniża się udział innych korporacji finansowych.

Literatura

Ackerlof G., Shiller R.J., *Zwierzęce instynkty*, Studio EMKA, Warszawa 2010.
Barro R.J. Grill V., *European Macroeconomics*, Macmillan, London 1994.
Begg D., Fisher St., Dornbusch R., *Ekonomia. Makroekonomia*, PWE, Warszawa 2000.
ECB, Monthly Bulletin, December 2011.
Elementy finansów i bankowości, red. S. Flejterski, B. Świecka, CeDeWu, Warszawa 2009.
Froyen R.T., *Macroeconomics. Theories and Policies*, Macmillan Publishing Company, New York 1986.
Gaudemet P.M., Molinier J., *Finanse publiczne*, PWE, Warszawa 2000.
Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu, red. J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala, CeDeWu, Warszawa 2009.
Gołębiowski G., *Dług publiczny*, w: *System finansowy w Polsce*, t. 2, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, WN PWN, Warszawa 2008.
Jajko B., *Dług publiczny a równowaga fiskalna*, CeDeWu, Warszawa 2008.
Kluza K., *Dług publiczny a sektor bankowy*, „Bank", grudzień 2010.
Mason P., *Finansowy kataklizm. Koniec wieku chciwości*, Wyd. UJ, Kraków 2010.
Paluszak G., Pietruk M., *Sygnały nadchodzącego kryzysu*, w: *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, red. A. Matysek-Jędrych, CeDeWu, Warszawa 2011.
Piwnicka M.T., *Stabilność sektora bankowego w nowych uwarunkowaniach makroekonomicznych związanych z przystąpieniem Polski do strefy euro*, „Roczniki Naukowe", t. XI, z. 4, Warszawa – Poznań – Olsztyn 2009.
Sachs J.D., Larrain F.B., *Macroeconomics in the Global Economy*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1993.
Samuelson P.A., Nordhaus W.D., *Ekonomia 1*, WN PWN, Warszawa 2000.
System finansów publicznych. Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku, red. A. Dobaczewska, E. Juchniewicz, T. Sowiński, CeDeWu, Warszawa 2010.
Szczepańska O., *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, WN Scholar, Warszawa 2008.
Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U. nr 157, poz. 1240.