Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu
Nr 23/2011

Magdalena Redo

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

Wzrost rynków skarbowych papierów wartościowych w latach 2008-2009

Streszczenie. Kryzys gospodarczy z 2008 r. doprowadził do ogromnego wzrostu zadłużenia publicznego wielu państw, powodując w następnych kwartałach szybki rozrost zarówno międzynarodowego, jak i krajowych rynków skarbowych papierów wartościowych. Oczywistą tego konsekwencją jest niestety wzrost kosztu pozyskania kapitału, potęgowany nie tylko wzmożonymi publicznymi potrzebami pożyczkowymi większości gospodarek, lecz także skurczeniem się rynków finansowych wskutek obecnego kryzysu. Niestety najboleśniej odczują to kraje rozwijające się, co istotnie ograniczy ich możliwości rozwojowe w najbliższych latach.

Słowa kluczowe: kryzys gospodarczy, zadłużenie publiczne, skarbowe papiery wartościowe, koszt kapitału, inwestycje, wzrost gospodarczy, bezrobocie

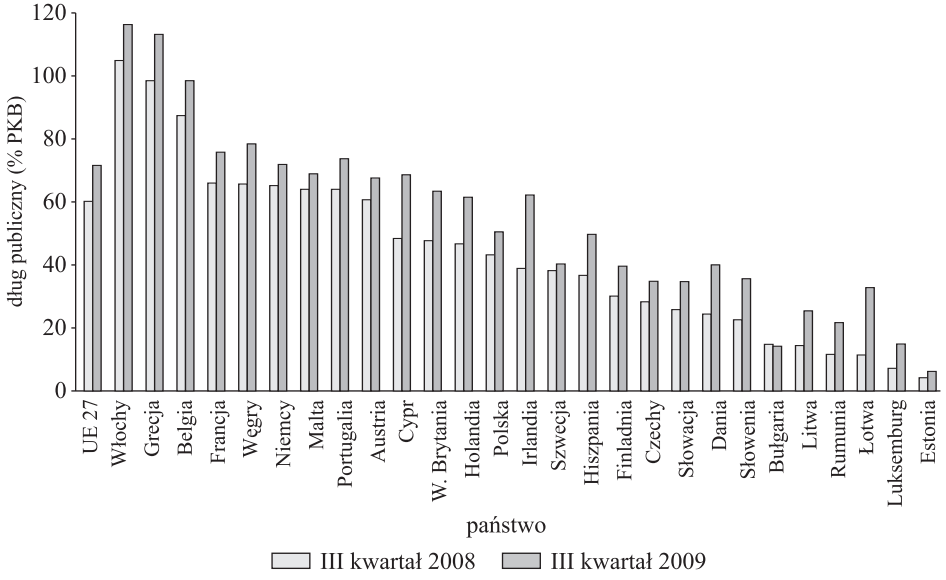
1. Wstęp

Kryzys gospodarczy, jaki świat boleśnie odczuł jesienią 2008 r., doprowadził do realizacji publicznej pomocy na niespotykaną dotąd skalę – także w wysoko rozwiniętych i najbardziej liberalnych gospodarkach. I choć do większej aktywności zmusiły doświadczenia minionych wielkich kryzysów, które pogrążały

gospodarkę światową na długie lata, to konsekwencje obecnej tak dalekiej ekspansji fiskalnej będzie ona odczuwała przez kolejne dekady.

Powszechne przyzwolenie na tak ogromny wzrost deficytów budżetowych doprowadził do niezwykle dynamicznego przyrostu zadłużenia publicznego w ciągu minionych kilkunastu miesięcy w zdecydowanej większości krajów. Brak wprawdzie jeszcze danych z końca 2009 r., ale te za III kwartał 2009 r. nie pozostawiają złudzeń co do skali problemów, jakie za chwilę wywoła ta nadmiernie poluzowana w wielu krajach polityka budżetowa.

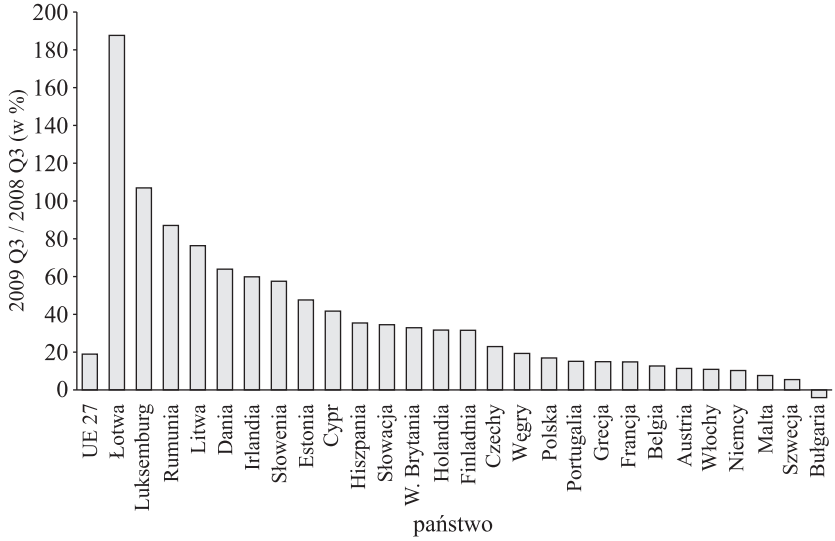
Celem niniejszego artykułu jest analiza skali zjawiska wzrostu długów publicznych na świecie w wyniku kryzysu gospodarczego z 2008 r. i dyskusja na temat konsekwencji tego zjawiska dla poszczególnych gospodarek.



Rys. 1. Poziom długu publicznego w krajach Unii Europejskiej na koniec III kwartału 2008 i 2009 r. (jako % PKB)

Ź r ó d ł o: Eurostat, *Government consolidated gross debt as a percentage of GDP – quarterly data*, March 2010.

W chwili obecnej długi publiczne już większości państw UE przekraczają połowę ich PKB – por. rysunek 1. W ciągu roku (od jesieni 2008 r. do jesieni 2009 r.) średni poziom długu publicznego w krajach UE wzrósł z 60% do 72% PKB, a więc o prawie 1/5. Jest to tym bardziej znamienne, że przez całą mijającą dekadę utrzymywał się on na stabilnym poziomie nieznacznie przekraczającym 60% PKB. Te ogólne dane nie odzwierciedlają jednak wyjątkowo trudnej sytuacji niektórych państw UE, w których w ciągu minionych kilku kwartałów dług publiczny podwoił się (Luksemburg, Rumunia, Litwa), a nawet potroił (Łotwa) – por. rysunek 2.



Rys. 2. Przyrost długu publicznego w krajach Unii Europejskiej w okresie wrzesień 2008 – wrzesień 2009 (w %)

Ź r ó d ł o: obliczenia własne na podstawie Eurostat, op. cit.

W równie trudnej sytuacji znajdują się finanse publiczne dwóch największych gospodarek – USA, gdzie dług publiczny przekroczył 80% PKB i Japonii, w której stanowi on już prawie dwukrotność PKB (192%).

Sytuacja ta stawia przed gospodarką światową ogromne wyzwania w nadchodzących latach. Tak daleki wzrost potrzeb pożyczkowych dużej liczby gospodarek, przy już wcześniej relatywnie wysokim ich poziomie, oznacza ogromny wzrost emisji skarbowych papierów wartościowych z pełnym tego spektrum konsekwencji dla wzrostu gospodarczego i zatrudnienia, nie tylko w krótkim, ale i długim okresie. Tak dynamiczny przyrost zadłużenia publicznego:

– zmusza bowiem do podwyższania oprocentowania obligacji skarbowych, by możliwe było uplasowanie na rynku zwiększonych emisji oraz jako premii za podwyższone ryzyko wypłacalności coraz bardziej zadłużającej się gospodarki,

– prowadzi więc do podniesienia ceny kapitału na rynkach finansowych, zwłaszcza w krajach rozwijających się, gdzie publiczne potrzeby pożyczkowe stanowią niebezpieczną konkurencję w walce o ograniczone ilości kapitału na krajowym rynku finansowym; dodatkową presję na wzrost ceny kapitału, powoduje rosnąca wraz z większymi potrzebami finansowania dochodowość najbezpieczniejszej inwestycji kapitałowej,

– przyczynia się on ponadto do wzrostu łącznych kosztów obsługi długu publicznego, a więc w efekcie do wzrostu wydatków budżetowych w kolejnych latach, stanowiąc istotne utrudnienie przy próbach ograniczania skali ekspansji fiskalnej, oraz dalszego obniżenia ich efektywności,

– w dalszej perspektywie rozrost długu publicznego doprowadzi także do wzrostu poziomu obciążeń fiskalnych i utrzymywania ich w następnych latach na wyższym poziomie, wpływając jednoznacznie na przyszłą zyskowność działalności gospodarczej, a więc i poziom zatrudnienia oraz zamożności, ale także wpływów podatkowych, a więc sytuację przyszłych budżetów; na podwyżkę podatków zdecydowała się już w 2009 r. część krajów, które bardziej boleśnie odczuły skutki obecnego kryzysu – na Litwie podniesiono zarówno CIT[1] z 15% do aż 20%, jak i VAT z 18% do 19%, natomiast w pozostałych krajach ograniczono się na razie do podwyższenia stawek VAT – najbardziej na Węgrzech z 20% do 25%, Łotwie z 18% do 21% i w Estonii z 18% do 20%, w Irlandii zaś w mniejszym stopniu – z 21 do 21,5%[2],

– a ponieważ dla ograniczania choć części wymienionych zjawisk podejmowane będą działania zmierzające do zmniejszenia obecnej ekspansji fiskalnej, co w praktyce oznaczać będzie cięcia wydatków publicznych, to w konsekwencji doprowadzi to do dalszego pogarszania jakości usług publicznych, zwłaszcza że coraz większą część wydatków pochłaniać będą koszty obsługi długu publicznego.

2. Koszt finansowania ekspansji fiskalnej

W zdecydowanej większości krajów rentowność skarbowych papierów wartościowych w minionych kwartałach rosła i wciąż pozostaje na relatywnie wysokim poziomie, mimo znacznie niższego poziomu oprocentowania na rynkach finansowych w efekcie powszechnej polityki drastycznych cięć w poziomie stóp procentowych banków centralnych na przełomie 2008 i 2009 r. – por. tabele 1 i 2.

Tabela 1. Poziom stopy referencyjnej głównych banków centralnych oraz NBP w listopadzie 2008 r. i listopadzie 2009 r. (w %)

Okres	NBP	BoE	ECB	Fed	SNB	BoJ
Listopad 2008 r.	6,00	4,50	3,75	1,00	2,50	0,50
Listopad 2009 r.	3,50	0,50	1,00	0,00-0,25	0,25	0,10

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie statystyk poszczególnych banków centralnych.

Z uwagi na praktyczne bankructwo Łotwy przed rokiem, to łotewskie obligacje charakteryzuje dziś najwyższa dochodowość. Ich rentowność jest obecnie prawie trzy razy wyższa niż przed dwoma laty – odpowiednio 13,76% wobec 5,10% (por. tab. 2), co jednoznacznie wskazuje na poziom kosztów dalszego pozyskiwania kapitału przez rząd Łotwy. Bieżąca rentowność obligacji determinuje bowiem poziom oprocentowania najbliższych emisji.

[1] KPMG International, *KPMG's Corporate and Indirect Tax Rate Survey 2009*, October 2009, s. 14.
[2] Ibidem, s. 33-34.

Tabela 2. Rentowność 10-letnich skarbowych papierów wartościowych w krajach Unii Europejskiej w okresie grudzień 2007 r. – styczeń 2010 r. (w %)

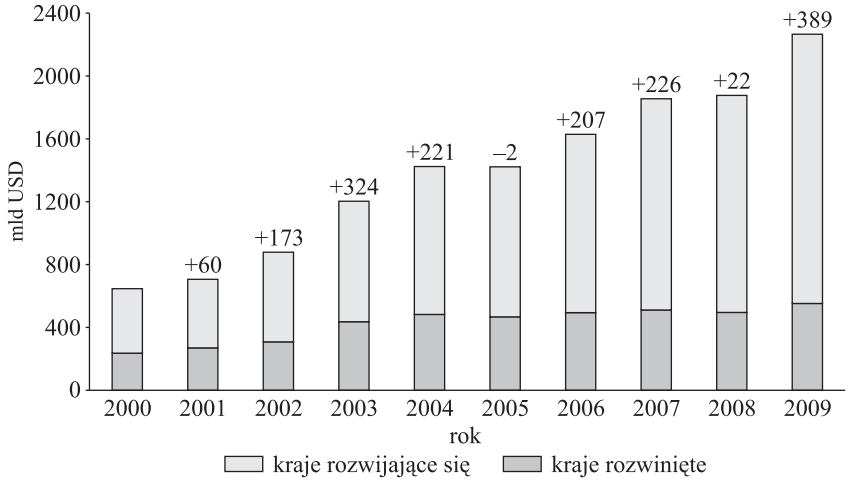
Państwo	XII 2007	VI 2008	XII 2008	VI 2009	XII 2009	I 2010
UE 27	4,57	5,02	3,97	4,41	3,95	4,09
Strefa euro	4,36	4,79	3,73	4,10	3,65	3,75
Łotwa	5,10	6,25	9,03	12,75	13,75	13,76
Rumunia	7,05	7,15	8,38	11,26	8,66	9,05
Litwa	4,94	5,33	9,00	14,50	9,10	8,15
Węgry	6,93	8,50	8,31	10,15	7,69	7,62
Bułgaria	5,08	5,17	7,76	7,30	6,61	6,65
Polska	5,86	6,42	5,70	6,34	6,22	6,13
Estonia	6,81	8,81	8,48	6,78	6,14	:
Grecja	4,53	5,17	5,08	5,33	5,49	6,02
Irlandia	4,45	4,91	4,57	5,73	4,88	4,83
Cypr	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60
Malta	4,81	5,26	4,17	4,79	4,41	4,50
Czechy	4,68	5,13	4,30	5,45	3,98	4,28
Portugalia	4,47	4,96	4,00	4,50	3,91	4,17
Słowacja	4,61	4,94	4,72	5,08	4,12	4,11
Włochy	4,54	5,11	4,47	4,61	4,01	4,08
W. Brytania	4,70	5,16	3,36	3,52	3,60	4,01
Słowenia	4,55	4,95	4,56	4,69	3,91	4,00
Hiszpania	4,35	4,79	3,86	4,25	3,81	3,99
Belgia	4,41	4,84	3,87	4,12	3,61	3,75
Luksemburg	4,68	4,98	4,17	4,74	3,80	3,74
Dania	4,33	4,82	3,50	3,76	3,53	3,57
Francja	4,35	4,73	3,54	3,90	3,48	3,52
Finlandia	4,34	4,78	3,72	3,98	3,46	3,49
Holandia	4,34	4,73	3,65	3,96	3,44	3,47
Szwecja	4,31	4,43	2,67	3,62	3,24	3,37
Austria	4,34	4,74	3,74	4,08	3,29	3,32
Niemcy	4,21	4,52	3,05	3,47	3,14	3,26

Ź r ó d ł o: Eurostat, *Central government bond yields on the secondary market. EMU convergence criterion series – monthly data*, March 2010.

Niestety rentowność polskich skarbowych papierów wartościowych też należy obecnie do najwyższych na obszarze UE obok Rumunii, Litwy, Węgier i Bułgarii oraz Estonii i znajdującej się w szczególnie trudnej sytuacji Grecji (por. tab. 2). Oznacza to relatywnie wysokie koszty pozyskania kapitału w porównaniu z innymi krajami z sąsiedztwa, zwłaszcza gdy uwzględni się dużo niższy dziś poziom stóp procentowych banków centralnych oraz międzybankowych.

3. Rozwój rynków obligacji skarbowych

Wraz z dynamicznym przyrostem zadłużenia publicznego tak wielu gospodarek po 2008 r. nastąpił ogromny wzrost emisji skarbowych papierów wartościowych zarówno na rynkach krajowych, jak i międzynarodowych. I choć rynek skarbowych obligacji międzynarodowych jest bez porównania skromniejszy od krajowych – wartość znajdujących się w obiegu skarbowych obligacji międzynarodowych wynosiła na koniec 2009 r. 2,3 bln USD, podczas gdy wielkość krajowych rynków obligacji skarbowych szacowana była na koniec III kwartału 2009 r. na 34 bln USD – to miniona dekada wskazuje na coraz większe zainteresowanie tym segmentem międzynarodowego rynku finansowego.



Rys. 3. Wartość rynku skarbowych obligacji międzynarodowych w latach 2000-2009 (w mld USD; kwota nad słupkami informuje o zmianie wielkości rynku w stosunku do roku poprzedniego w mld USD)

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2010; Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2008; Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, June 2006 oraz Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, June 2003.

Wartość rynku skarbowych obligacji międzynarodowych była na koniec 2009 r. trzyipółkrotnie większa niż na początku tej dekady – por. rysunek 3. Podczas gdy w 2000 r. szacowana była ona na niespełna 650 mld USD, to na koniec 2009 r. było to już 2,3 bln USD. Największy przyrost emisji nastąpił oczywiście w 2009 r. po ujawnieniu się obecnego kryzysu (w ciągu zaledwie roku wartość rynku wzrosła o 389 mld USD, czyli o 21%). Jednak powszechne zjawisko deficytów budżetowych, przyczyniające się do sukcesywnego pogłębiania problemu publicznego zadłużenia, od lat prowadzi do corocznego pokaźnego rozrostu rynków skarbowych papierów wartościowych, także międzynarodowych.

Wśród największych emitentów skarbowych obligacji międzynarodowych są zarówno kraje wysokorozwinięte, jak i rozwijające się, duże i małe – por. tabela 3. Wspólną ich cechą jest wysoki lub bardzo wysoki dług publiczny.

Tabela 3. Najwięksi emitenci skarbowych obligacji międzynarodowych – wartość obligacji znajdujących się w obiegu (powyżej 25 mld USD)

Państwo	Stan na koniec roku w mld USD			Zmiana 2009 do 2007	
	2007	2008	2009	w mld USD	w %
Ogółem	1854,8	1876,6	2265,5	410,7	22,1
Niemcy	307,3	282,4	302,4	–4,9	–1,6
Włochy	247,4	219,0	244,7	–2,7	–1,1
Grecja	155,2	165,4	229,0	73,8	47,6
Belgia	118,5	128,2	146,5	28,0	23,6
Hiszpania	84,4	94,0	142,2	57,8	68,5
Austria	97,4	105,8	109,9	12,5	12,8
Kanada	89,1	80,5	100,2	11,1	12,5
Portugalia	49,8	52,7	67,4	17,6	35,3
Finlandia	55,3	50,3	62,9	7,6	13,7
Irlandia	10,5	51,9	62,5	52,0	495,2
Francja	42,1	44,8	55,9	13,8	32,8
Brazylia	52,4	49,0	52,6	0,2	0,4
Polska	40,4	42,4	52,4	12,0	29,7
W. Brytania	10,5	8,5	49,7	39,2	373,3
Argentyna	57,3	47,5	46,9	–10,4	–18,2
Meksyk	43,0	41,6	42,9	–0,1	–0,2
Turcja	39,9	39,5	41,5	1,6	4,0
Szwecja	22,4	15,9	33,8	11,4	50,9
Wenezuela	21,2	23,8	28,8	7,6	35,8
Rosja	28,6	27,8	26,5	–2,1	–7,3
Filipiny	22,8	22,6	25,0	2,2	9,6

U w a g a: łączna wartość znajdujących się w obiegu na koniec 2009 r. skarbowych papierów wartościowych wyemitowanych na rynkach międzynarodowych przez 21 krajów zawartych w tabeli wyniosła 1923,7 mld USD, co stanowi 84,9% całości tego rynku

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2010, s. A107.

Na koniec 2009 r. na rynkach międzynarodowych znajdowało się najwięcej obligacji rządu niemieckiego – o wartości ponad 300 mld USD. Niewiele mniej krąży obligacji skarbowych Włoch i Grecji (sporo ponad 200 mld USD) – których długi publiczne przekraczają ich roczne PKB – oraz Belgii, Hiszpanii (ok. 150 mld USD), a także Austrii i Kanady (ok. 100 mld USD). Polska też od 2002 r. stała się bardzo aktywnym emitentem skarbowych obligacji na rynkach zagranicznych –

por. tabela 4, a rok 2009 przyniósł znów znaczący wzrost polskich euroemisji – na rynkach zagranicznych polski rząd pozyskał ponad 8,3 mld USD[3].

Tabela 4. Wielkość polskich skarbowych emisji obligacji międzynarodowych do 2009 r. (w mln USD)

Rok	Emisja w mln USD	Rok	Emisja w mln USD
1995	250,0	2003	4 718,5
1996	166,3	2004	3 696,8
1997	400,0	2005	11 937,4
:	:	2006	4 277,9
2000	579,6	2007	3 805,1
2001	915,3	2008	3 582,1
2002	2686,6	2009	8 325,7

U w a g a: emisje w innych walutach niż USD zostały przeliczone na USD po kursie z dnia danej emisji

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Na koniec 2009 r. w obiegu znajdowały się polskie skarbowe obligacje międzynarodowe o wartości 52,4 mld USD[4] (por. tab. 3).

Dynamiczny wzrost długów publicznych, jaki nastąpił w drugiej połowie 2008 r. i w 2009 r. wskutek spadku wpływów i zazwyczaj wzrostu wydatków publicznych w obliczu radykalnego spowolnienia gospodarczego, przyczynił się do znacznego wzrostu skarbowych emisji w latach 2008-2009. Największy (kilkukrotny) wzrost emisji obligacji międzynarodowych odnotowała w tym okresie Irlandia (z 10,5 mld USD do 62,5 mld USD) oraz W. Brytania (z 10,5 mld USD do 49,7 mld USD). W mniejszym stopniu, ale też znacząco, emisje zwiększyły Hiszpania, Szwecja i Grecja.

Rynki międzynarodowe oferują dostęp do tańszego kapitału, ale tylko wiarygodnym podmiotom. Trzeba pamiętać, że wzrost poziomu długów zwiększa ryzyko inwestycyjne, podnosi więc koszt pozyskania kapitału i utrudnia uplasowanie kolejnych emisji, zwłaszcza że potęguje je dodatkowo ryzyko kursowe. Nic więc dziwnego, że emisje skarbowych papierów wartościowych na rynkach krajowych wielokrotnie przewyższają te na rynkach międzynarodowych. Na koniec III kwartału 2009 r. w obiegu znajdowały się obligacje skarbowe wyemitowane na rynkach krajowych o łącznej wartości prawie 34 bln USD (por. tab. 5), a więc 15 razy większej niż cały rynek skarbowych obligacji międzynarodowych.

[3] Szerzej por. M. Dynus, *Obligacje międzynarodowe sposobem na finansowanie potrzeb pożyczkowych sektora publicznego*, w: *Główne wyzwania i problemy systemu finansów publicznych*, red. J. Głuchowski, A. Pomorska, J. Szołno-Koguc, Wydawnictwo KUL, Lublin 2009, s. 81-91.

[4] Różnica w poziomie danych z tabeli 3 oraz tabeli 4 wynika z różnic kursowych – dane BIS zostały przeliczone po kursach z końca 2009 r., natomiast dane z tabeli 4 po kursach historycznych z dnia, w którym dokonywana była dana emisja.

Tabela 5. Najwięksi emitenci skarbowych obligacji na rynkach krajowych – wartość obligacji znajdujących się w obiegu (powyżej 100 mld USD)

Państwo	Stan na koniec okresu w mld USD			Zmiana III kw. 2009 do 2007	
	2007	2008	III kw. 2009	w mld USD	w %
Ogółem	26 629,7	29 697,2	33 977,0	7347,3	27,6
Japonia	7 145,1	9 113,2	9 704,8	2559,7	35,8
USA	6 592,4	7 883,6	9 151,9	2559,5	38,8
Włochy	1 772,4	1 779,7	2 053,6	281,2	15,9
Francja	1 405,3	1 436,8	1 691,7	286,4	20,4
Niemcy	1 393,0	1 364,3	1 560,6	167,6	12,0
Chiny	1 136,7	1 416,5	1 415,8	279,1	24,6
W. Brytania	902,1	825,8	1 141,8	239,7	26,6
Kanada	739,0	675,1	865,5	126,5	17,1
Brazylia	694,1	545,8	801,6	107,5	15,5
Hiszpania	495,6	540,0	703,9	208,3	42,0
Indie	416,9	387,6	492,1	75,2	18,0
Belgia	391,1	395,4	433,8	42,7	10,9
Korea Pd.	466,0	337,5	425,6	–40,4	–8,7
Holandia	307,1	374,5	384,6	77,5	25,2
Turcja	218,2	180,2	216,6	–1,6	–0,7
Australia	118,4	109,3	208,1	89,7	75,8
Meksyk	191,6	174,6	206,3	14,7	7,7
Grecja	151,5	181,5	192,9	41,4	27,3
Polska	162,6	147,8	175,8	13,2	8,1
Portugalia	124,2	136,1	160,7	36,5	29,4
Austria	119,8	110,6	130,6	10,8	9,0
Tajlandia	96,9	97,3	120,3	23,4	24,1
Szwajcaria	116,1	119,8	119,1	3,0	2,6
Szwecja	145,4	112,7	118,2	–27,2	–18,7

U w a g a: łączna wartość znajdujących się w obiegu na koniec trzeciego kwartału 2009 r. skarbowych papierów wartościowych wyemitowanych na rynkach krajowych przez 24 kraje zawarte w tabeli wyniosła 32 475,9 mld USD, co stanowi 95,6% całości tego rynku

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2010, s. A114.

W 2008 r. krajowe rynki skarbowych obligacji rozrosły się o 3,1 bln USD, a więc o 11,5%, natomiast przez trzy kwartały 2009 r. odpowiednio o 4,3 bln USD i 14,4%. Jeszcze niedawno – do 2001 r. włącznie – największym emitentem skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym były USA[5] – z uwagi

[5] Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2003, s. A92.

na wielkość gospodarki. Jednak coraz większa ekspansja japońskiej polityki fiskalnej, która doprowadziła do zadłużenia się sektora publicznego na prawie dwukrotność PKB, sprawiła, że to Japonia jest w tej chwili największym emitentem skarbowych papierów wartościowych. Wartość tamtejszego rynku to ponad 9,7 bln USD, dla porównania – rynku amerykańskiego prawie 9,2 bln USD.

Tabela 6. Wartość skarbowych papierów wartościowych wyemitowanych na rynkach krajowych, których zapadalność przypada w ciągu najbliższego roku oraz ich udział w całości znajdujących się w obiegu skarbowych papierów wartościowych wyemitowanych na rynku krajowym (powyżej 30 mld USD)

Państwo	2007	III kw. 2009		III kw. 2009 / 2007
	udział w %	wartość w mld USD	udział w %	zmiana udziału w %
	1	2	3	4 = (3 – 1) : 1
Ogółem	25,6	9 417,3	27,7	8,2
USA	24,8	2 650,9	29,0	16,9
Japonia	29,1	2 566,4	26,4	–9,3
Chiny	49,4	702,9	49,6	0,4
Włochy	20,3	509,4	24,8	22,2
Niemcy	19,6	477,1	30,6	56,1
Francja	19,3	459,5	27,2	40,9
Brazylia	48,6	327,8	40,9	–15,8
Kanada	18,9	213,6	24,7	30,7
Hiszpania	19,5	170,7	24,3	24,6
W. Brytania	9,2	144,6	12,7	38,0
Holandia	18,3	122,7	31,9	74,3
Korea Pd.	30,9	122,1	28,7	–7,1
Belgia	23,4	91,3	21,0	–10,3
Meksyk	34,9	90,1	43,7	25,2
Tajlandia	51,4	63,3	52,6	2,3
Norwegia	19,2	52,6	57,2	197,9
Czechy	58,6	50,8	53,5	–8,7
Hongkong	61,6	46,4	86,1	39,8
Singapur	40,1	41,8	48,2	20,2
Australia	16,2	39,7	19,1	17,9
Grecja	12,1	36,8	19,1	57,9
Polska	7,7	36,6	20,8	170,1

U w a g a: łączna wartość znajdujących się na koniec trzeciego kwartału 2009 r. skarbowych papierów wartościowych wyemitowanych na rynkach krajowych przez 22 kraje zawarte w tabeli, których termin wykupu przypada w ciągu roku wyniosła 9017,1 mld USD, co stanowi 95,8% całości tego rynku

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2010, s. A116.

Poza ogromnym wzrostem zadłużenia publicznego wielu krajów na świecie, obecny kryzys doprowadził do jeszcze jednego niebezpiecznego zjawiska – znacznego wzrostu zadłużenia o charakterze krótkoterminowym w części krajów, istotnie utrudniając zadanie zarządzania długiem publicznym, zwłaszcza w sytuacji obecnych tak poważnych problemów ze spięciem finansów publicznych i wzrostu kosztu pozyskania kapitału na finansowanie publicznych potrzeb pożyczkowych.

Najwyższy udział skarbowych papierów wartościowych wyemitowanych na rynkach krajowych, których termin zapadalności przypada w ciągu najbliższego roku w całości emisji na rynku krajowym (według stanu na koniec września 2009 r.) występuje w Hongkongu – papiery skarbowe, których wykup przypada w najbliższym roku stanowią tam aż 86,1% całości emisji na rynku krajowym. Wysoki poziom krótkoterminowego długu publicznego na koniec września 2009 r. wykazywały również Norwegia, Czechy, Tajlandia, Chiny i Singapur (ok. 50%) – por. tabela 6. W porównaniu z kolei z końcem 2007 r. największe skrócenie terminów zapadalności skarbowych papierów wartościowych wyemitowanych na rynku krajowym nastąpiło w Norwegii – udział skarbowych papierów, których wykup przypada w ciągu roku w łącznej wartości rynku wzrósł w ciągu niespełna dwóch lat z 19,2% do 57,2% (a więc o 197,9%). W niewiele mniejszym stopniu zjawisko to zaobserwowaliśmy także w Polsce – udział skarbowych papierów, których wykup przypadał w najbliższym roku w całym rynku wzrósł z 7,7% na koniec 2007 r. do 20,8% na koniec III kwartału 2009 r., czyli aż o 170,1%. Nie aż tak spektakularny, ale też znaczący wzrost zadłużenia krótkoterminowego odnotowano w Holandii, Grecji, Niemczech, Francji, Hongkongu i W. Brytanii.

W przypadku emisji obligacji na rynkach międzynarodowych sytuacja wygląda w zdecydowanej większości krajów znacznie lepiej. Obligacje, których wykup nastąpi w ciągu najbliższego roku stanowią „raptem" kilka, kilkanaście procent całego rynku skarbowych obligacji międzynarodowych danej gospodarki. Wzrost krótkoterminowego zadłużenia w ciągu minionych dwóch lat nie był w tym wypadku ani masowy, ani szczególnie wysoki[6].

4. Podsumowanie

Mimo relatywnie szybkiej i ogromnej pomocy, cena, miejmy nadzieję minionego, kryzysu i tak będzie bardzo wysoka. W wielu krajach udało się wprawdzie zapobiec większemu spadkowi PKB i wieloletniemu zastojowi gospodarczemu – kolejne kwartały 2009 r. przynosiły coraz to wyższe wskaźniki wzrostu gospodarczego w sporej części gospodarek, na szczęście dla całej gospodarki światowej –

[6] Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2010, s. A117.

także w amerykańskiej, będącej swoistą lokomotywą światowej koniunktury. Jednak bezprecedensowy wzrost wydatków publicznych doprowadził do spotęgowania problemów nadmiernych długów publicznych w wielu krajach, czego konsekwencją może być nakręcenie spirali zadłużeniowej. Bardziej prawdopodobne wydaje się bowiem w wielu krajach kontynuowanie ekspansywnej polityki fiskalnej, niż podjęcie niepopularnych politycznie decyzji o podniesieniu poziomu obciążeń fiskalnych, które już w tej chwili są w niektórych krajach na dyskusyjnie wysokim poziomie, a które ograniczyłyby przecież wzrost gospodarczy i utrudniły udźwignięcie problemu nadmiernego zadłużenia (nie tylko publicznego) i/lub o obniżeniu wydatków publicznych, których w większości krajów, mimo powszechnej świadomości, nie daje się od lat zracjonalizować i ograniczyć.

Znaczne skurczenie się kapitału i wzmożona jego absorpcja ze strony rządów musi poskutkować wzrostem kosztu kapitału, a więc niższym poziomem inwestycji, a w efekcie wzrostu gospodarczego. Nadzieja w tym, że ogromne straty na rynkach finansowych, do jakich doprowadził obecny kryzys, zdopingują inwestorów do szybkiego odrobienia strat z nawiązką i taki stan rzeczy nie potrwa zbyt długo. Zresztą już 2009 r. przyniósł widoczne odbicie się rynków kapitałowych. Niestety oczywiste jest, że znów w gorszej sytuacji znajdą się słabsze gospodarki rozwijające się – z racji niższej wiarygodności to one najbardziej odczują zmniejszenie rynków finansowych i wzrost kosztu kapitału.

Literatura

Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2003.
Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, June 2003.
Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, June 2006.
Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2008.
Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review. Statistical Annex*, March 2010.
Dynus M., *Obligacje międzynarodowe sposobem na finansowanie potrzeb pożyczkowych sektora publicznego*, w: *Główne wyzwania i problemy systemu finansów publicznych*, red. J. Głuchowski, A. Pomorska, J. Szołno-Koguc, Wydawnictwo KUL, Lublin 2009.
Eurostat, *Central government bond yields on the secondary market. EMU convergence criterion series – monthly data*, March 2010.
Eurostat, *Government consolidated gross debt as a percentage of GDP – quarterly data*, March 2010.
KPMG International, *KPMG's Corporate and Indirect Tax Rate Survey 2009*, October 2009.
Ministerstwo Finansów (www.mf.gov.pl).