

Tomasz Uryszek

Ryzyko walutowe długu Skarbu Państwa w Polsce

Finanse i Prawo Finansowe 1/4, 151-154

2014

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Ryzyko walutowe długu Skarbu Państwa w Polsce

Tomasz Urzyszek

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów Publicznych

Istota ryzyka walutowego długu Skarbu Państwa

Ryzyko kursu walutowego jest jednym z podstawowych rodzajów ryzyka w zarządzaniu portfelem długu Skarbu Państwa (m. in. obok ryzyka refinansowania, czy ryzyka stopy procentowej długu). Podejmując decyzje dotyczące zaciągania nowych zobowiązań, podmioty zarządzające długiem wybierają rodzaj instrumentu dłużnego. Obok wyboru rynku, na jakim będzie on rozprowadzany, sposobu i wysokości oprocentowania oraz okresu zapadalności, decydują także o walucie, w jakiej denominowany będzie dług. Inwestorzy skłonni nabyć papiery skarbowe lub udzielić pożyczki (kredytu) zabezpieczonego majątkiem publicznym, mogą być bowiem poszukiwani na rynku krajowym lub zagranicznym. Jest to bezpośrednio powiązane z walutą, w jakiej zaciągane są zobowiązania.

Ryzyko walutowe dotyczy zmienności cen (kursów) walut obcych (i wartości waluty krajowej). Wysoki poziom ryzyka walutowego wynika najczęściej z dużego udziału długu denominowanego w walutach obcych w ogólnej sumie zobowiązań oraz z wykorzystywania walut charakteryzujących się dużą zmiennością kursów. Emisja instrumentów w rodzimej walucie powoduje natomiast ograniczanie ryzyka walutowego.

Wysoki udział walut obcych w walutowej strukturze zadłużenia oraz wykorzysty-

wanie walut o bardzo „niestabilnym” kursie może mieć duży wpływ na koszt obsługi długu Skarbu Państwa, jak i na wartość nominalną samego zadłużenia. Niekorzystne zmiany kursu walutowego mogą bowiem doprowadzić do sytuacji, w której zarówno raty kapitałowe, jak i odsetki będą znacząco wyższe od wcześniej zakładanych. Spowoduje to dodatkowe obciążenia dla budżetu w przyszłych okresach. Oczywiście możliwa jest też i odwrotna sytuacja, w której zmiana kursu doprowadzi do zmniejszenia zobowiązań. Jeżeli jednak przyjmie się założenie, że ryzykiem jest możliwość odchylenia wyniku od wartości oczekiwanej, to niezależnie do samych skutków zmian kursu, zmiany te będą generowały ryzyko walutowe. Warto jednocześnie zauważyć, że zabezpieczenie przed tym ryzykiem np. za pomocą instrumentów pochodnych nie zawsze jest możliwe w przypadku władz publicznych. Wynika to z wielkości portfela instrumentów dłużnych, który miałyby być potencjalnie zabezpieczony.

Mimo opisanych powyżej problemów, podmioty zarządzające długiem publicznym często decydują się na zaciąganie zobowiązań w walutach obcych. Wynika to z chęci dywersyfikacji źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych władz publicznych, pozyskania niższej oprocentowanego kapitału za granicą lub z problemów z zaciąganiem zobowiązań na rynku krajowym.

Struktura walutowa zadłużenia Skarbu Państwa w Polsce

Największy udział w strukturze walutowej zadłużenia Skarbu Państwa w Polsce ma polski złoty. W ciągu ostatnich kilku-

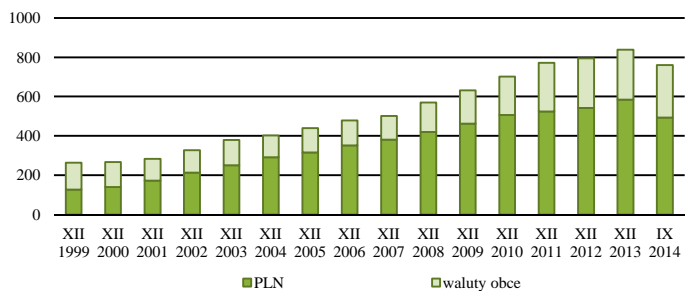
nastu lat jego udział wzrósł. Przeciętnie w okresie 1999–2014 wyniósł on około 67%. Przyrost długu realizowany był głównie poprzez instrumenty denominowane w walucie krajowej. Szczegóły prezentuje wykres 1.

Nieco wyższy udział instrumentów denominowanych w walutach obcych można zauważyć po 2007 roku. Może to być powiązane z okresem spowolnienia i kryzysu gospodarczego na świecie. Polskie skarbowe instrumenty dłużne stały się wówczas bardzo atrakcyjną alternatywą lokowania środków dla inwestorów z zagranicy. Charakteryzowały się one bowiem dobrymi ocenami ratingowymi i oferowały przy tym relatywnie wysokie oprocentowanie.

Dodatkowo wyniki makroekonomiczne Polski były ponadprzeciętnie dobre. To pozwoliło Ministerstwu Finansów zaoferować znaczące ilości obligacji skarbowych na rynkach międzynarodowych (i denominowanych w walutach obcych), a pozyskane w ten sposób środki przeznaczyć na utrzymanie płynności sektora publicznego.

Analizując poziom ryzyka walutowego długu Skarbu Państwa należy zwrócić uwagę na to, jakie waluty obce były wykorzystywane w procesie zaciągania zobowiązań. Szczegóły zaprezentowano w tabeli 1.

Analiza danych zawartych w tab. 1 wskazuje, że podstawową walutą obcą, w której zaciągany był dług Skarbu Państwa jest euro. W okresie 1999–2014 przeciętnie 19,5% zobowiązań zaciąganych było w tej walucie. Zmniejszała się natomiast rola dolara amerykańskiego. Udział zadłużenia denominowanego w USD spadł z niemal 20% w 1999 r. do 5,1% w 2013 i 6,5% w 2014 r. Taka struktura wydaje się prawidłowa. Polska jest od wielu lat aktywnym członkiem europejskiego systemu gospodarczego i wykorzystuje euro w rozliczeniach międzynarodowych, tak gospodarczych, jak i *stricte* finansowych. Wykorzystanie euro jako wiodącej waluty, w której zaciągany jest dług na rynkach między-



Wykres 1. Wartość długu Skarbu Państwa w Polsce (w mld PLN) – dług denominowany w PLN i w walutach obcych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów RP.

Tabela 1. Struktura walutowa długu Skarbu Państwa w Polsce (w %)

Okres	PLN	EUR	USD	Pozostałe waluty
XII 1999	47,9	22,6	19,6	9,9
XII 2000	52,3	20,1	18,6	8,9
XII 2001	60,6	15,0	17,3	7,1
XII 2002	64,9	15,5	12,8	6,9
XII 2003	66,1	19,1	8,7	6,2
XII 2004	72,4	17,3	5,7	4,7
XII 2005	71,7	18,6	5,2	4,6
XII 2006	73,6	18,7	3,6	4,1
XII 2007	75,8	17,4	2,7	4,1
XII 2008	73,7	18,9	2,5	4,9
XII 2009	73,3	18,9	3,6	4,3
XII 2010	72,2	19,8	3,8	4,1
XII 2011	68,0	21,4	5,8	4,8
XII 2012	68,4	21,9	5,6	4,1
XII 2013	69,7	21,5	5,1	3,7
IX 2014	64,9	24,8	6,5	3,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów RP.

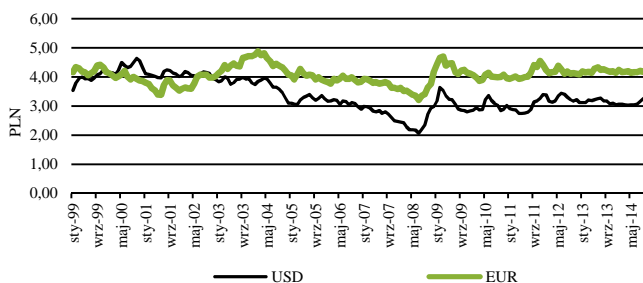
narodowych jest więc w pełni uzasadnione. Udział pozostałych walut był znikomy i mała w całym okresie objętym analizą (z około 10% w 1999 r. do niecałych 4% w 2014 r.). Wśród „pozostałych walut” występowały (w różnych okresach): frank szwajcarski, jen japoński, korona szwedzka, dolar kanadyjski, korona norweska, funt szterling. Pewne obawy w tym zestawieniu może budzić np. frank szwajcarski (z uwagi na jego niestabilny kurs), jednak wartość zobowiązań Skarbu Państwa zaciągniętych w tej walucie była relatywnie niewielka. Kursy pozostałych walut, w tym w szczególności najważniejszych z punktu widzenia struktury walutowej polskiego długu, czyli euro i dolara amerykańskiego trudno uznać za niestabilne.

Kursy najważniejszych walut obcych, w których zaciągany jest dług Skarbu Państwa

Kursy euro i dolara amerykańskiego w stosunku do złotego polskiego w okresie 1999–2014 były stosunkowo stabilne. Bardzo duża zmiana wartości kursów obu tych walut widoczna była jedynie w 2008 r. Ponadto, od tego czasu kursy te były silnie skorelowane. Wartość współczynnika korelacji dla okresu I 2008 – X 2014 wyniosła niemal 90%. Szczegółowe zmiany kursów USD i EUR względem PLN zaprezentowano na wykresie 2.

Oceny poziomu zmienności kursów USD i EUR dokonano na podstawie wartości odchylenia standardowego oraz współczynnika zmienności. Pierwsza z miar wyrażona jest w wartościach bezwzględnych, druga – w procentach. Miary obliczono dla okresów rocznych (z wyjątkiem 2014 r., gdzie – z uwagi na dostępność danych – uwzględniono 11 miesięcznych obserwacji). Szczegóły prezentuje tab. 2.

Analiza danych zawartych w tab. 2 potwierdza, że kursy obu walut względem polskiego złotego były stosunkowo stabilne. Wyjątkiem był 2008 r. W pozostałych latach odchylenia kursów od wartości oczekiwanej były relatywnie niewielkie i sięgały kilku procent.



Wykres 2. Kurs dolara amerykańskiego (USD) i euro (EUR) wyrażony w złotych polskich (PLN)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego.

Tabela 2. Zmienność kursów USD i EUR

Rok	USD		EUR	
	odchylenie standardowe	współczynnik zmienności (%)	odchylenie standardowe	współczynnik zmienności (%)
1999	0,19	4,7	0,11	2,7
2000	0,18	4,1	0,10	2,6
2001	0,09	2,2	0,17	4,7
2002	0,09	2,1	0,21	5,4
2003	0,08	2,1	0,20	4,5
2004	0,27	7,3	0,25	5,6
2005	0,12	3,6	0,12	2,9
2006	0,10	3,2	0,08	2,0
2007	0,17	6,2	0,11	3,0
2008	0,30	12,5	0,25	7,1
2009	0,29	9,1	0,21	4,8
2010	0,17	5,6	0,08	2,0
2011	0,22	7,5	0,23	5,4
2012	0,11	3,5	0,09	2,0
2013	0,07	2,2	0,06	1,4
2014	0,13	4,0	0,03	0,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego.

Podsumowanie

Sumując można stwierdzić, że ryzyko walutowe długu Skarbu Państwa w Polsce jest niewielkie. Składa się na to kilka czynników. Po pierwsze, udział zadłużenia denominowanego w walucie obcej jest stosunkowo niski. Większość zobowiązań zaciągana jest w polskich złotych. Możliwe jest to dzięki zaufaniu inwestorów do polskiej waluty. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że instrumenty emitowane w polskich złotych nabywane są

nie tylko przez krajowych inwestorów, ale także przez podmioty zagraniczne. Taka sytuacja automatycznie ogranicza poziom ryzyka walutowego. Spośród walut obcych wykorzystywane jest głównie euro oraz (w mniejszym obecnie stopniu) dolar amerykański. Są to silne waluty o relatywnie stabilnym kursie, pełniące rolę walut światowych, wykorzystywanych w rozliczaniu transakcji międzynarodowych. Strukturę walutową długu Skarbu Państwa w Polsce należy więc ocenić pozytywnie.

Koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w 3. kwartale 2014 r.

Artur Zimny

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP

3. kwartał 2014 r. przyniósł kontynuację poprawy wyników polskich przedsiębiorstw niefinansowych, przynajmniej pod względem sprzedaży i rentowności. Przychody z całokształtu działalności w tym okresie były o 1,8% wyższe od analogicznych przychodów rok wcześniej, co należy uznać za bardzo dobry wynik, jeśli uwzględnić trwającą od lipca deflację. Dynamika przychodów, choć nieco niższa od odnotowanej w poprzednich kwartałach, pozostaje dodatnia, co przy ujemnej dynamice poziomu cen oznacza wzrost realny wyższy, niż podana wartość nominalna. Podobnie pozytywnie należy ocenić zdolność do generowania zysków: dynamika wyniku finansowego netto to ujemnej w 2. kwartale 2014 r. przeszła w wielkość dodatnią, wartość wyniku była o 14,1% wyższa niż rok wcześniej. Konsekwentnie poprawie

uległ też wskaźnik rentowności obrotu netto, osiągając poziom 4,5% (w ciągu ostatnich 3 lat wskaźnik ten tylko raz był wyższy od tej wartości).

W ślad za poprawą sprzedaży i zyskowości podążają wskaźniki płynności, wzrastając do wartości 102,6% (płynność II stopnia, tj. bieżąca) oraz 36,1% (płynność I stopnia, tj. podwyższona). Podobnie dobrych wartości sektor przedsiębiorstw ogółem nie notował od 2011 roku. Pozytywny obraz dopełniany jest przez nakłady inwestycyjne, dla których 3. kwartał 2014 r. był czwartym z rzędu kwartałem o ponad 10%-owym wzroście ich wartości (w samym 3. kwartale odnotowano nakłady o 14,1% wyższe, niż w analogicznym kwartale rok wcześniej).

Jednak nie we wszystkich branżach wszystkie wskaźniki są korzystne. Przetwórstwo przemysłowe, mające największy udział w przychodach sektora przedsiębiorstw, wykazało w 3. kwartale ujemną dynamikę przychodów (spadek o 0,4% wobec wartości sprzed roku), jak