

Polskie euroobligacje na międzynarodowym rynku kapitałowym

1. Obligacje na międzynarodowym rynku kapitałowym

Euroobligacje posiadają prawie wszystkie atrybuty obligacji, jedyna różnica jaka między nimi występuje polega na, tym iż są denominowane w różnych walutach niż kraj je emitujący. Sprzedaż i obrót nimi odbywa się na rynkach (giełdach) międzynarodowych. „Euroobligacja jest więc papierem wartościowym wystawionym na okaziciela. Stanowi ona zobowiązanie emitenta (wystawcy) do zapłaty właścicielowi (posiadaczowi euroobligacji) kwoty euroobligacji (jednorazowo lub ratami w określonych terminach) wraz z odsetkami po przedstawieniu tego dokumentu oraz zapłaty kuponów odsetkowych na warunkach w nim podanych do czasu wykupu euroobligacji”¹

Międzynarodowy rynek euroobligacji jest przykładem rynku doskonale konkurencyjnego, gdzie cena obligacji kształtuje się dzięki kształtowaniu się popytu i podaży na te instrumenty. Rynek ten nie podlega więc żadnej „władzy”, dotyczy to także narodowych władz walutowych. Podobnie jak obligacje notowane na rynkach krajowych tak i euroobligacje podlegają sprzedaży na rynku pierwotnym oraz obrotowi na rynkach wtórnych za pośrednictwem banków wyspecjalizowanych w tego typu usługach, a które stwarzają możliwości upłynnienia euroobligacji przed terminem ich wykupu.

Rynek euroobligacji rozpoczął swoje funkcjonowanie w 1963 roku (emisja euroobligacji wynosiła 164 mln USD do roku 1970 wzrosła do 2.966 mln USD) i dynamicznie się rozwija. Do powstania tego rynku przyczynił się wzrost kosztów zaciągania pożyczek w USA w latach 1963-1974, co spowodowało przesunięcie zainteresowania pożyczkami w krajach europejskich, przede wszystkim na londyński rynek kapitałowy. Do rozwoju rynku euroobligacji przyczyniła się również liberalizacja przepisów dewizowych oraz deregulacja rynków finansowych krajów rozwiniętych. Dzięki temu wzrosła liczba podmiotów preferujących sekurytyzację (zaciąganie kredytów w formie papierów dłużnych) zamiast zaciągania kredytów. Do pogłębienia tego zjawiska doprowadził wzrost bezpośrednich inwestycji zagranicznych (początkowo głównie firm amerykańskich) oraz rozwój techniki umożliwiający poprawę łączności między bankami.²

¹ S. Rączkowski (red.), *Rozliczenia międzynarodowe*, PWE, Warszawa 1977, s. 370-375.

² A.B. Kisiel-Łowczyc (red.), *Współczesna gospodarka światowa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1999, s. 164 i 167-168.

Tabela 1. Wartość euroobligacji emitowanych w latach 1970-1990

Lata	mln. USD	lata	mln. USD
1970	2.966	1985	136.731
1975	8.567	1986	188.747
1976	14.328	1987	140.535
1977	17.771	1988	178.869
1978	14.125	1989	212.853
1979	18.726	1990	181.879
1984	79.458		

Źródło: „World Financial Markets”, marzec 1978, s. 2; lipiec 1978, s. 13; wrzesień/październik 1987, s. 18; wrzesień 1988, s. 18; „International Capital Markets. Developments and Prospects”, maj 1991 s. 102³.

Euroobligacje mogą być emitowane przez różnego rodzaju jednostki, z tego też powodu rynek euroobligacji dzieli się na cztery sektory:

1. sektor publiczny, który obejmuje rządy – przedsiębiorstwa państwowe i władze terytorialne,
2. sektor prywatny, obejmujący banki komercyjne i wyspecjalizowane instytucje finansowe,
3. sektor prywatny niefinansowy, w skład którego wchodzi przedsiębiorstwa prywatne spółki akcyjne, wielkie korporacje ponadnarodowe,
4. sektor organizacji międzynarodowych, z Bankiem Światowym na czele, Europejskim Bankiem Inwestycyjnym i regionalnymi bankami rozwoju.⁴

Głównymi nabywcami i emitentami euroobligacji są inwestorzy instytucjonalni (np. fundusze emerytalne czy towarzystwa ubezpieczeniowe), banki komercyjne (ok. 100 domów handlowych i banków zdominowało pośrednictwo na rynku wtórnym) i inwestorzy indywidualni, wszyscy oni traktują zakup obligacji jak lokatę kapitału. Inwestorzy działający na rynku euroobligacji kierują się różnymi motywami. Najczęściej podkreślanymi przyczynami lokowania kapitału na tym rynku są: możliwość uzyskania wyższego dochodu niż na rynkach krajowych, możliwość uzyskania portfela walorów, których poziom ryzyka odpowiada inwestorom, czy możliwość uniknięcia opodatkowania np. poprzez inwestowanie za pośrednictwem kont dyskrejonalnych (anonimowych) założonych i prowadzonych najczęściej przez banki szwajcarskie. Wśród inwestorów – jeśli chodzi o kraj siedziby – prym wiodą inwestorzy pochodzący z krajów wysokorozwiniętych. Wszelkie operacje, jakie mają miejsce na tym rynku objęte są tajemnicą, czego dowodem jest brak publikowanych danych o transakcjach zawieranych na rynku wtórnym oraz o obecnych na nim inwestorach. Na rynku tym nie ma oficjalnych kursów euroobligacji. Transakcje są zawierane drogą telefoniczną i elektroniczną, po uprzednim rozpoznaniu cen oferowanych przy ich sprzedaży i zakupie. Najpełniejszą wiedzę można uzyskać często jedynie na rynku pierwotnym.⁵

³ K. Zabielski, *Finanse międzynarodowe*, PWN, Warszawa 1998, s. 245.

⁴ Ibidem, s. 235.

⁵ Ibidem, s. 236-246; „Rzeczpospolita” nr 42, 19 lutego 2002.

Euroobligacje denominowane są w walutach wymiennalnych, najczęściej w dolarach amerykańskich i walutach krajów Unii Europejskiej przed ich wymianą a obecnie w euro. Dla emitenta euroobligacji są one formą długoterminowego kredytu udzielonego mu w walutach innych niż waluta krajowa.

2. Przyczyny emisji polskich euroobligacji

Do chwili obecnej rząd Polski ośmiokrotnie emitował na międzynarodowym rynku kapitałowym obligacje. Ostatnie dane publikowane przez Ministerstwo Finansów wskazują na wzrost wielkości pozyskiwanych przez rząd środków na międzynarodowym rynku kapitałowym. W sierpniu 2001 r. zadłużenie Skarbu państwa z tytułu emisji euroobligacji wynosiło 6.985,3 mln zł. W okresie poprzednim przed ostatnią emisją zadłużenie wynosiło 4.462,6 mln zł.⁶

Tabela 2. Emisja polskich euroobligacji rządowych

Data emisji	Kwota	Termin wykupu	Oprocentowanie	Banki organizatorzy
lipiec 1995	250 mln USD	13 lipca 2000	7,75	JP Morgan
lipiec 1996	250 mln marek	lipiec 2001	6,125	CSFB i Deutsche Bank
lipiec 1997	300 mln USD	1 lipca 2004	7,125	JP Morgan
lipiec 1997	100 mln USD	1 lipca 2017	7,75	JP Morgan
marzec 2000	600 mln euro	marzec 2010	6	CSFB i PNB Paribas
styczeń 2001	750 mln euro	luty 2011	5,5	Deutsche Bank i Merrill Lynch
listopad 2001	250 mln euro	luty 2011	5,5	Deutsche Bank i Merrill Lynch
luty 2002	750 mln euro	12 marca 2012	5,5	CSFB i SSSB

Zastosowane skróty:

CSFB – Credit Suisse First Boston

SSSB – Schroder Salomon Smith Barney

Źródło: Dane Ministerstwa Finansów, <http://www.mf.gov.pl>; „Rzeczpospolita” nr 49/2002.

Emisja euroobligacji pozwala na uzyskanie walut wymiennalnych, które mogą zostać użyte do spłaty zadłużenia zagranicznego kraju. W ten sposób Ministerstwo Finansów uzyskało pieniądze na przedterminowy wykup części obligacji Brady’ego – z przeprowadzonej w styczniu 2001 r. sprzedaży euroobligacji. Uzyskana na międzynarodowym rynku kapitałowym kwota 750 mln euro w części (250 mln euro) wpłacona na rachunek walutowy w NBP pozwoliła na przedterminowy wykup zadłużenia. Także emisja 10-letnich euroobligacji w lutym 2002 r. przeznaczona została właśnie na spłatę zobowiązań zagranicznych Polski. Całość wpływów znalazła się na rachunku

⁶ Dane Ministerstwa Finansów: <http://www.mf.gov.pl>.

walutowym Ministerstwa Finansów w NBP. Należy zauważyć, iż pozwala to na zdobycie dewiz na spłatę lub wykup części dotychczasowego zadłużenia nie zmniejsza jednak zadłużenia w sposób znaczący, ponieważ same obligacje stają się długiem. Ich emisja pozwala na zmianę struktury długu zagranicznego, a co się z tym wiąże polepszenie warunków i terminu spłaty kredytu.⁷

Zdobycie walut na spłatę zadłużenia zagranicznego nie jest jedyną przyczyną emisji euroobligacji. W marcu 2000 r. Polska wyemitowała 10-letnie (termin wykupu 22 marca 2010 r.) euroobligacje o wartości 600 mln euro i oprocentowaniu (kuponie) 6%. Były to pierwsze euroobligacje rządu polskiego nominowane w euro. Zanim doszło do ich sprzedaży zaprezentowano je (tzw. *roadshow*) w najważniejszych finansowych centrach Europy. O poprawie wizerunku Polski jako dłużnika świadczy zainteresowanie jakim cieszyły się te obligacje – zamówienia osiągnęły w sumie wartość 2 mld euro. Emisja ta miała na celu stworzenie tzw. benchmarku, czyli punktu odniesienia dla polskich przedsiębiorstw, gdyby miały zamiar pozyskiwać środki (euro) na zagranicznych rynkach kapitałowych.⁸

Przyczyny, dla których rząd decyduje się na emisję euroobligacji mogą być różne, np. wpływy ze sprzedaży euroobligacji w listopadzie 2001 r. zasilily budżet państwa i zostały wykorzystane na finansowanie jego deficytu.⁹

Na lipiec 2002 r. ministerstwo finansów planowało wyemitowanie obligacji na rynek amerykański o wartości 800 mln USD (tzw. obligacje jankeskie). Emisję taką przewiduje ustawa budżetowa, zakładająca na rok 2002 emisję obligacji o wartości 800 mln USD i 1 mld euro (7,328 mld zł). Kwota ta została już częściowo wykorzystana w lutym tego roku, emisja euroobligacji wyniosła 750 mln euro. Ostatnie obligacje na rynek amerykański były emitowane w roku 1997. Obligacje jankeskie są przykładem nieco innego rodzaju obligacji emitowanych na rynkach kapitałowych, tzw. obligacji zagranicznych. Obligacje zagraniczne są skierowane do podmiotów działających na terenie określonego kraju – innego niż podmiot emitujący je. Emisja tego typu obligacji odbywa się zgodnie z regulami obowiązującymi na danym krajowym rynku kapitałowym, za pośrednictwem krajowych banków.¹⁰

⁷ Cena emisyjna obligacji to 98,32% wartości nominalnej, ich rentowność wyniosła 5,725% to o 75 punktów (0,75%) wyżej niż rentowność niemieckich obligacji skarbowych. Przy wcześniejszych emisjach w styczniu 2001 r. rentowność polskich obligacji przewyższyła obligacje niemieckie o 80 punktów, natomiast w przypadku emisji uzupełniającej z listopada 2001 r. tylko 74 punkty. Dane Ministerstwa Finansów w: <http://www.mf.gov.pl>; „Rzeczpospolita” nr 49, 27 lutego 2002

⁸ Cena emisyjna tych obligacji wyniosła 98,3% wartości nominalnej natomiast rentowność ostateczna 6,24% - o 0,82% więcej niż dochodowość obligacji rządu Niemiec (inwestorzy więc ocenili, iż ryzyko niewypłacalności Polski o taką wartość przewyższa ryzyko związane z rządowymi papierami niemieckimi) „Rzeczpospolita” nr 57, 8 marca 2000.

⁹ Cena emisyjna obligacji to 98,32% wartości nominalnej, ich rentowność wyniosła 5,725% to o 75 punktów (0,75%) wyżej niż rentowność niemieckich obligacji skarbowych. Przy wcześniejszych emisjach w styczniu 2001 r. rentowność polskich obligacji przewyższyła obligacje niemieckie o 80 punktów, natomiast w przypadku emisji uzupełniającej z listopada 2001 r. tylko 74 punkty. Dane Ministerstwa Finansów: <http://www.mf.gov.pl>; „Rzeczpospolita” nr 279, 26 listopada 2001; „Rzeczpospolita” nr 49, 27 lutego 2002

¹⁰ Rzeczpospolita nr 92, 19.04.2002; Dla odróżnienia obligacje emitowane na rynku brytyjskim przez cudzoziemców noszą nazwę „bulldog” (bulldog), na rynku japońskim są to obligacje „samurajskie” (samurai bonds). red. A.B. Kisiel-Łowczyc, Współczesna gospodarka światowa, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1999, s. 168

Do wzrostu zainteresowania pozyskiwaniem walut obcych drogą emisji euroobligacji przyczynił się relatywny spadek kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego w porównaniu z zadłużeniem na rynku krajowym, dotyczy to m.in. niższego oprocentowania. Dodatkowym czynnikiem zachęcającym stało się wzmocnienie kursu polskiej waluty. Zagrożeniem staje się w ostatnim okresie wzrost długu publicznego, który może osiągnąć w 2003 r. nawet 50% PKB. Koszty obsługi publicznego długu państwowego na rok 2002 przewidziane w projekcie budżetu na ten rok oszacowano na 25.800 mln zł z czego 21.400 mln zł to zadłużenie krajowe, zaś 4.400 mln zł to zadłużenie zagraniczne.¹¹

W roku 1999 koszty obsługi długu krajowego w znacznym stopniu (czterokrotnie) przekraczały koszty obsługi zadłużenia zagranicznego.

Tabela 3. Koszty obsługi długu krajowego i zagranicznego w 1999 r.

Zadłużenie nominalne (w mld zł)	kwota długu	wydatki na obsługę	relacja (w %)
dług krajowy	134,4	15,0	11,2
dług zagraniczny	129,7	3,9	3,0

Źródło: S. Nieckarz, Dług publiczny i zadłużenie zagraniczne, *Nowe Życie Gospodarcze* nr 48, 26.11.2000 s. 17

Biorąc pod uwagę dane na rok 2002 relacja ulega zmniejszeniu, nadal jednak tańszy jest dług pozyskiwany za granicą (niemal trzykrotnie).

Tabela 4. Koszty obsługi długu krajowego i zagranicznego w 2002 r.

Zadłużenie nominalne (w mld zł.)	kwota długu	wydatki na obsługę	relacja (w %)
dług krajowy	230	21,4	9,3
dług zagraniczny	118,2	4,4	3,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie ustawy budżetowej; P. Jabłoński, *Coraz większy ciężar deficytu*, „Rzeczpospolita” nr 278, 28 listopada 2001.

Dane w tabeli przedstawiają zadłużenie w ujęciu nominalnym wraz z odsetkami, aby więc dokładnie zobrazować różnice między kosztem obsługi długu krajowego i zagranicznego należałoby odsetki odliczyć od tej wielkości, od roku 1998 Ministerstwo Finansów w uzasadnieniach do budżetu nie podaje tej wielkości w odniesieniu do wielkości kapitału. Należy oczekiwać, iż w przypadku jej uwzględnienia relacja obsługi długu zagranicznego w stosunku do krajowego byłaby jeszcze korzystniejsza. Relatywnie wysokie koszty obsługi długu krajowego, wynikające m.in. z dysproporcji w stopach procentowych kredytów krajowych i zagranicznych może w przyszłości skłaniać rząd do zaciągania większej ilości pożyczek na rynku międzynarodowym niż krajowym. Wyjaśnienie, iż pożyczka na rynku krajowym wzbogaca obywateli danego kraju nie wchodzi w grę, ponieważ krajowy rynek długu publicznego jest także do-

¹¹ „Rzeczpospolita” nr 42, 19 lutego 2002.

stępny dla inwestorów zagranicznych, którzy zachęteni korzystnym oprocentowaniem dość chętnie kupują obligacje skarbowe i bony rządu polskiego.¹²

Z możliwości pozyskania kapitału drogą emisji euroobligacji korzystają także polskie przedsiębiorstwa. W połowie 2001 r. szacowano, iż inwestorzy zagraniczni są w posiadaniu papierów dłużnych polskich firm o łącznej wartości ok. 3 mld USD. Do końca roku wartość ta osiągnęła 3,6 mld USD. Liderem jest Telekomunikacja Polska S.A., która do połowy 2001 r. sprzedała na międzynarodowym rynku kapitałowym euroobligacje o wartości 1 mld USD i ok. 1,5 mld euro. Początkowo większość emisji była denominowana w dolarach amerykańskich, obecnie ze względu na oczekiwane przystąpienie Polski do Unii Europejskiej wiele firm wybiera emisje w euro. W połowie 2001 r. wartość emisji w obu walutach była porównywalna. Także część jednostek samorządów terytorialnych pozyskuje w ten sposób środki na swą działalność i inwestycje. W połowie 2000 r. kwota zadłużenia zagranicznego z tytułu emisji papierów wartościowych wynosiła ok. 134 mln zł. i przewyższała kwotę zaciągniętych za granicą kredytów niemal dwukrotnie.¹³

Tabela 5. Wybrane emisje euroobligacji przedsiębiorstw polskich

Przedsiębiorstwo	Kwota	Data emisji
BPH	100 mln USD	1997
Bank Handlowy	200 mln USD	1997
LOT	100 mln USD	1998
Elektrownia Turów	270 mln EUR	2001

Źródło: ING Barings.

3. Rating polskich euroobligacji

Z upływem czasu da się zauważyć pewna tendencja związana z polskimi euroobligacjami – ich oprocentowanie ulega zmniejszeniu, przy jednoczesnej poprawie ratingu. Emitowane w 1995 r. euroobligacje otrzymały oceny od firm: Standard & Poor's BB, oraz BB+ od IBCA. Rating jest opinią oceniającą ryzyko kredytowe podmiotu zaciągającego dług na rynku międzynarodowym. Jest to opinia określająca możliwości spłaty zadłużenia wraz ze zobowiązaniami towarzyszącymi zadłużeniu. Rating jest wyrażany za pomocą symboli i określa w syntetyczny sposób sytuację zarówno samego dłużnika jak i jego otoczenia, z jednoczesnym uwzględnieniem ryzyka towarzyszącego walucie w jakiej jest zaciągany dług oraz ryzyka transferu (gdy w trudnej sytuacji gospodarczej istnieje możliwość ingerencji banku centralnego kraju emitenta). Ocena ta dotyczy z reguły prognoz, określa więc możliwości regulowania przyszłych płatności. Ponieważ z prognozowaniem wiąże się także ryzyko, więc oceny różnych agencji ratingowych często różnią się między sobą, nie są to jednak z reguły

¹² *Drogi dług publiczny*, „Rzeczpospolita” nr 267, 16 listopada 1999; S. Nieckarz, *Dług publiczny i zadłużenie zagraniczne*, „Nowe Życie Gospodarcze” nr 48, 26 listopada 2000, s. 17.

¹³ *Zadłużenie rośnie powoli*, „Rzeczpospolita” nr 163, 14 lipca 2000; S. Karpiński, *Korzystniejsze niż kredyty*, Rzeczpospolita nr 86, 11 kwietnia 2001.

różnice bardzo znaczące. Ratingi sporządzane dla obligacji rządowych mają wpływ na ocenę obligacji emitowanych na międzynarodowych rynkach kapitałowych przez innych rezydentów danego kraju, ponieważ sytuacja w kraju emitenta będzie wpływać na jego ocenę i możliwości spłaty zadłużenia. Ocena taka nie przekracza z reguły górnego pułapu ratingowego sporządzanego dla kraju emitenta.¹⁴

W przypadku ratingu oceniającego państwo emitujące euroobligacje brana jest pod uwagę zdolność i gotowość banku centralnego państwa do obsługi zagranicznego zadłużenia państwa, lecz także obsługi zadłużenia zagranicznego podmiotów gospodarczych i warunki towarzyszące udostępnianiu walut obcych. Dzięki temu określa się nie tylko zdolności kredytowe rządu państwa, ale także całego sektora publicznego. W przypadku oceny zdolności do spłaty zadłużenia zagranicznego bierze się także pod uwagę szereg wskaźników makroekonomicznych, m.in. saldo wymiany z zagranicą. Przy sporządzaniu ratingów uwzględnia się zarówno politykę wewnętrzną, jak i zagraniczną oraz stan gospodarki krajowej i zagranicznej.¹⁵

Tabela 6. Wybrane agencje ratingowe o zasięgu globalnym oraz stosowane przez nie oznaczenia

Nazwa agencji	Symbole	Komentarz
Moody's Investors Service	Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3	Wysoka jakość
	Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3	Średnia jakość
	Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C	Niska jakość
Standard & Poor's	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-	Wysoka jakość
	BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-	Średnia jakość
	CCC+, CCC, CCC-, CC	Niska jakość
Fitch	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-,	Wysoka jakość
	BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-	Średnia jakość
	CCC+, CCC, CCC-, CC	Niska jakość
A. M. Best Co.	A++, A+ (Superior), A, A- (Excellent)	Najwyższa jakość i pierwszorzędna
	B++, B+ (Very Good), B, B- (Fair)	Bardzo dobra i średnia jakość
	C++, C+ (Marginal), C, C- (Weak)	Marginesowa i słaba jakość
	D (Poor)	Bardzo słaba
	E (Under Regulatory Supervision)	Pod nadzorem

¹⁴ T.T. Kaczmarek, *Kryteria oceny gospodarki stosowane przez agencje ratingowe*, „Gospodarka Narodowa” nr 1-2/2002, s. 83-84.

¹⁵ Ibidem, s. 84-85.

	F (In Liquidation)	W likwidacji
	S (Rating Suspended)	Rating zawieszony
CERA S. A. (agen- cja pol- ska)*	AAA, AA, A	Wysoka jakość
	BBB, BB, B	Średnia jakość
	CCC, CC, C	Niska jakość

* oznaczenia stosowane do końca roku 2001, od roku 2002 stosuje oznaczenia takie jak Fitch.

Źródło: Basel Committee on Banking Supervision Working Papers, nr 3, sierpień 2000; T. T. Kaczmarek, *Kryteria oceny gospodarki stosowane przez agencje ratingowe*, „Gospodarka Narodowa” nr 1-2/2002, s. 92-93.

W marcu 2002 r. agencja ratingowa Fitch opublikowała swój rating dla Polski. Rating długoterminowy utrzymał się na wcześniejszym poziomie BBB+ dla zobowiązań walutowych, natomiast dla zobowiązań w walucie krajowej A+. Pogarszający się stan finansów publicznych (ryzyko przekroczenia przez dług finansów publicznych 50% PKB w 2003 r.) wpłynął negatywnie na ocenę wiarygodności naszej gospodarki, został jednak zdyskontowany przewidywanym przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej w latach 2004-2005. Inne agencje oceniły Polskę podobnie Moody's Investors Service wystawiło notę Baa1, a Standard & Poor's BBB+.¹⁶

4. Podsumowanie

Zadłużenie zagraniczne, w tym emisja euroobligacji, stanowi część długu państwowego publicznego. Na koniec 2000 r. dług ten wyniósł w Polsce 266,8 mld zł. Jedynie 8,4% stanowiły papiery wartościowe, z czego jeszcze część to obligacje Brady'ego, na które zostało zamienione zadłużenie Polski wobec wierzycieli skupionych w Klubie Londyńskim. Wielkość zadłużenia zagranicznego Polski składa się jedynie w części z zadłużenia Skarbu Państwa. W rzeczywistości całość polskiego długu pod koniec pierwszego kwartału 2001 r. wynosiła 69,2 mld USD, z czego 33,5 mld USD to właśnie zadłużenie sektora rządowego zaś pozostała część 29,3 mld USD to zadłużenie przedsiębiorstw, w tym 3,6 mld USD to papiery wartościowe przedsiębiorstw znajdujące się w rękach zagranicznych inwestorów. W ostatnich latach największa dynamika przyrostu zadłużenia zagranicznego jest obserwowana właśnie w przedsiębiorstwach. Pozytywnym zjawiskiem jest spadek od końca roku 1999 wartości kredytów krótkoterminowych (płatnych w ciągu roku). W marcu 2001 r. ich wartość wynosiła 9 mld USD (w relacji do rezerw walutowych ok. 28%), podczas gdy na początku roku 2000 – 11,1 mld.¹⁷

¹⁶ A. Słojewska, *Rating Polski bez zmian*, „Rzeczpospolita” nr 68, 21 marca 2002; <http://gielda.onet.pl>.

¹⁷ W latach 1996-2000 zadłużenie zagraniczne we wszystkich sektorach gospodarki wzrosło z 47,5 mld USD do 68,2 mld USD na koniec roku 2000 (1997 - 49,6 mld USD, 1998 - 59,2, 1999 - 64,9). Jedną z przyczyn wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw były emisje obligacji na rynkach zagranicznych. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym zainteresowanie pożyczkami zagranicznymi było bardzo niekorzystne oprocentowanie kredytów złotych, oraz niekorzystny kurs złotego i jego nadwartościowanie. To jednak stwarza zagrożenie w przypadku deprecjacji polskiej waluty, gdyż spowoduje wzrost kosztów związanych ze spłatą kredytów (na spłatę kredytu o tej samej wartości dewizowej trzeba bę-

Firmy i rząd decydują się na pozyskanie kapitału z emisji euroobligacji nie tylko ze względu na niższe koszty, lecz także ze względu na trudności ze zdobyciem na rynku krajowym odpowiedniej wielkości środków potrzebnych na planowane inwestycje, czy wydatki. Cena emisji euroobligacji jest porównywalna z ceną kredytu bankowego, oprócz tego oferuje często korzystniejsze rozwiązania jeśli chodzi o termin zapadalności (z reguły euroobligacje są walorami długoterminowymi średnio 5-10 letnimi co ma istotne znaczenie przy inwestycjach infrastrukturalnych, których zwrot następuje w dłuższym okresie czasu), ponadto oferuje korzystniejsze oprocentowanie, a także elastyczniejsze formy prawne i obowiązki informacyjne. Stwarza jednak dodatkowe ryzyko – kursowe, istnieje jednak możliwość zabezpieczenia się przed nim. Można oczekiwać, że w najbliższych latach będzie następował dalszy rozwój tej formy pozyskiwania kapitału. Czego dowodem jest postępujący proces zadłużania przedsiębiorstw i rządu za granicą, w tym poprzez emisję euroobligacji.

Bibliografia

1. Chrościcki T., *Koniunktura w przedsiębiorstwach. Polskie długi*, „Nowe Życie Gospodarcze”, 9 września 2001.
2. Ministerstwo Finansów, <http://www.mf.gov.pl>.
3. Jabłoński P., *Coraz większy ciężar deficytu*, „Rzeczpospolita”, 28 listopada 2001.
4. Kaczmarek T. T., *Kryteria oceny gospodarki stosowane przez agencje ratingowe*, „Gospodarka Narodowa” nr 1-2/2002.
5. Karpiniński S., *Korzystniejsze niż kredyty*, „Rzeczpospolita”, 11 kwietnia 2001.
6. Kisiel-Łowczyc A. B., *Współczesna gospodarka światowa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1999.
7. Nieckarz S., *Dług publiczny i zadłużenie zagraniczne*, „Nowe Życie Gospodarcze”, 26 listopada 2000, s. 16-17.
8. Onet.pl, gielda.onet.pl.
9. Rączkowski S., *Rozliczenia międzynarodowe*, PWE, Warszawa 1977.
10. „Rzeczpospolita”, 16 listopada 1999, 8 marca 2000, 14 lipca 2000, 26 listopada 2001, 19 lutego 2002, 27 lutego 2002, 19 kwietnia 2002.
11. Słojewska A., *Rating Polski bez zmian*, „Rzeczpospolita”, 21 marca 2002.
12. „Wprost”, 10 czerwca 2001, s. 37.
13. Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, PWN, Warszawa 1998.

dzie przeznaczyć więcej złotych), a niewiele firm stać w chwili obecnej na to by zabezpieczyć się przed takim ryzykiem. A ryzyko to jest bardzo duże biorąc pod uwagę pogarszające się wyniki handlu zagranicznego, malejące tempo wzrostu PKB, problemy związane z budżetem Polski i ciężarem obsługi rządowego zadłużenia zagranicznego. Ok. 43% zadłużenia przedsiębiorstw stanowiły kredyty i pożyczki zaciągnięte zagranicą (wartość na koniec marca 2001: 12,5 mld USD – o 26% wyższa niż rok wcześniej; 8 mld USD kredytów bezpośrednio uzyskanych od inwestorów zagranicznych z tzw. spółek matek; ok. 5 mld USD to kredyty handlowe – powstałe na skutek odroczenia płatności. T. Chrościcki (red.), *Koniunktura w przedsiębiorstwach. Polskie długi*, „Nowe Życie Gospodarcze” nr 17, 9 września 2001, s. 24; „Wprost” nr 23, 10 czerwca 2001, s. 37.