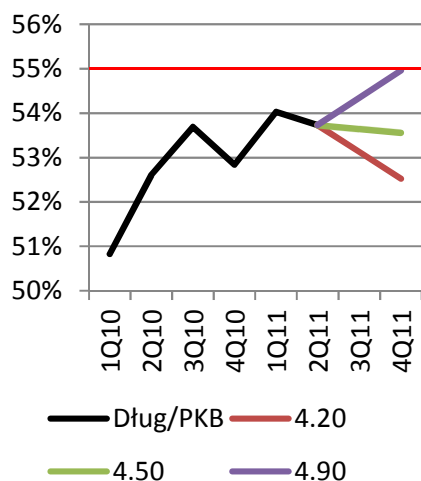


Ostatnio pojawiły się w mediach szacunki, wskazujące, że dług publiczny w Polsce na koniec 2011 r. może przekroczyć poziom 55% PKB, jeśli kurs EURPLN wzrośnie powyżej 4,50, czy nawet 4,42. Jednak nasze obliczenia wskazują na to, że kurs EURPLN stanowiący tę „granicę bezpieczeństwa” znajduje się znacznie wyżej, prawdopodobnie blisko poziomu 4,90 za euro. Ryzyko przekroczenia w tym roku przez dług krytycznego poziomu dodatkowo jest zmniejszone przez fakt, że zapowiedziana została intensyfikacja działań BGK na rynku walutowym w IV kwartale, a Ministerstwo Finansów może w razie potrzeby zrezygnować z prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2012 r.

**Dług/PKB przy różnych scenariuszach kursu EURPLN na koniec roku**



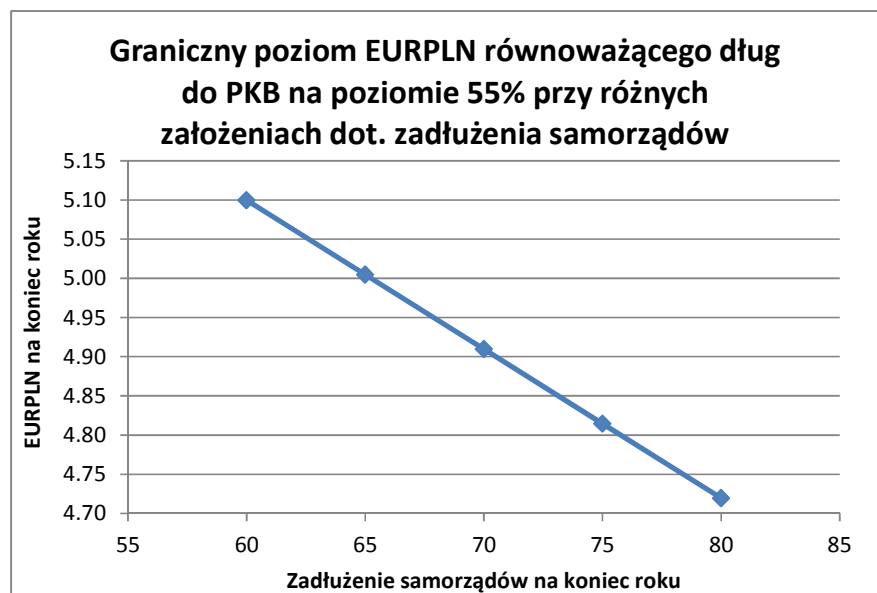
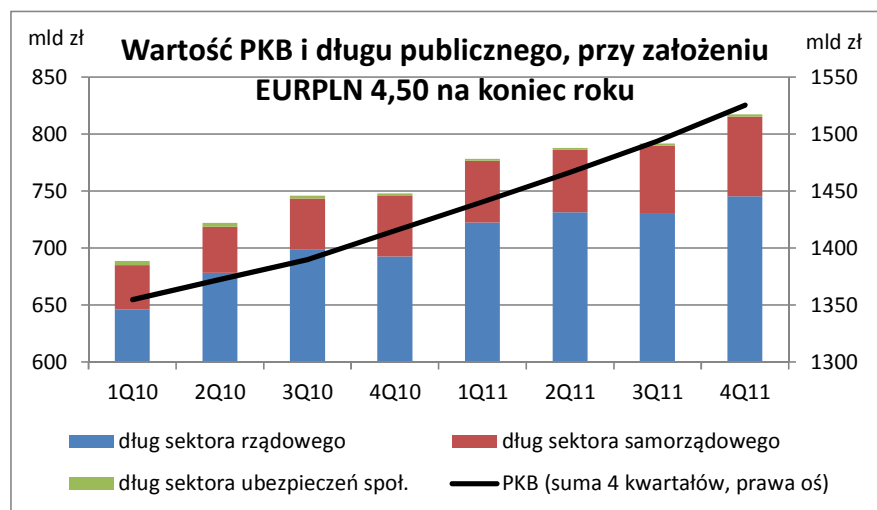
Według danych Ministerstwa Finansów, po dwóch kwartałach br. dług publiczny wyniósł ok. 788 mld zł, czyli 53,7% skumulowanego PKB z czterech ostatnich kwartałów. Złożyło się na to zadłużenie sektora rządowego na poziomie 731,3 mld zł (49,9% PKB), sektora samorządowego 54,9 mld zł (3,7% PKB) i sektora ubezpieczeń społecznych 1,7 mld zł (0,1% PKB). Można szacować, że zadłużenie w walutach obcych stanowiło ok. 26% ogólnej kwoty długu publicznego na koniec II kwartału (z czego niemal całość przypadła na zadłużenie walutowe Skarbu Państwa; dane z sektora bankowego wskazują, że zadłużenie samorządów jest prawie w całości denominowane w walucie krajowej).

Pierwszym krokiem do oszacowania „granicznego” poziomu kursu, przy którym dług publiczny może przekroczyć 55% PKB na koniec roku, jest ocena, jak zmieni się poziom zadłużenia krajowego (denominowanego w złotych) w II półroczu. W przypadku sektora rządowego, w trzecim kwartale nastąpił najprawdopodobniej wyraźny spadek zadłużenia krajowego, o ponad 20 mld zł. Emisja netto SPW była mocno ujemna, ze względu na przypadające w tym okresie znaczne wykupy bonów i obligacji oraz niską podaż nowego długu na przetargach. W ostatnim kwartale roku MF planuje rozpocząć prefinansowanie potrzeb pożyczkowych na 2012. Biorąc pod uwagę przypadającą na ten okres kwotę wykupów, można ostrożnie założyć wzrost zadłużenia krajowego w skali ok. 5 mld zł (ale trzeba pamiętać, że potrzeby pożyczkowe na ten rok są już zabezpieczone, więc w krytycznej sytuacji Ministerstwo może wycofać się z tych planów). Spory znak zapytania dotyczy zadłużenia sektora samorządowego. Naszym zdaniem, uzasadnione jest założenie przyrostu długu samorządów w II połowie roku o ok. 15 mld zł, do niemal 70 mld zł na koniec roku. Zakładając dodatkowo stabilizację długu sektora ubezpieczeń społecznych na poziomie ok. 2 mld zł, można ocenić, że krajowy dług całego sektora publicznego obniży się od czerwca do grudnia o ok. 1,7 mld zł.

Jeśli chodzi o zadłużenie zagraniczne sektora rządowego, na II półroczu przypada jedynie niewielka emisja obligacji w jenach oraz niewielkie wykupy, więc zmiana wartości tego długu w zasadzie zależy niemal wyłącznie od zmian kursu walutowego. Uwzględniając strukturę walutową zadłużenia w walutach (ok. 70% stanowi euro, 15% dolar, reszta inne waluty), szacujemy, że osłabienie złotego do 4,50 za euro i 3,33 za dolara oznacza wzrost wartości długu w walutach obcych w porównaniu z końcem czerwca o ok. 31 mld zł. Każde dodatkowe 10 groszy osłabienia to zadłużenie wyższe o ok. 5,2 mld zł.

Nie można też zapominać o wzroście PKB. Zakładając spowolnienie wzrostu gospodarczego w II półroczu do nieco poniżej 4%, nominalna wartość skumulowanego rocznego PKB będzie wg naszych szacunków na koniec IV kw. wyższa o ok. 59 mld zł niż po I półroczu 2011 (w całym roku PKB wzrosło nominalnie o 7,8%). Oznacza to, że do przekroczenia magicznej bariery 55% PKB potrzebny byłby wzrost wartości całego długu publicznego w II półroczu o ponad 51 mld zł. Wg powyższych szacunków, byłoby to możliwe dopiero przy kursie EURPLN nieco powyżej 4,90 (przy założeniu EURUSD bez zmian na poziomie ok. 1,35).

Oczywiście, możliwy jest również mniej optymistyczny od założonego przez nas scenariusz wzrostu PKB, czy wzrostu zadłużenia samorządów. Niemniej, nawet w wariantcie zakładającym bardzo poważne spowolnienie gospodarki w kolejnych kwartałach (realny wzrost PKB średnio o 3,5% w 2011 r.) oraz wzrost długu samorządowego do 75 mld zł na koniec roku, graniczny poziom kursu, generujący ryzyko przekroczenia bariery 55% PKB, jest nadal powyżej 4,70.



Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.