

Marek Szczerbak*

Scenariusze możliwego rozwoju sytuacji w zakresie długu publicznego

Potential scenarios for public debt in Poland: This paper investigates three major factors shaping the volume and structure of increasing public debt in Poland, namely legal circumstances, structural deficit of public finance, and the limitations imposed by financial markets. The author claims that Poland's debt level, which has been rising even in the midst of economic growth, is a symptom of the structural deficit of public finances. The article also discusses the legal framework relevant to public debt that results from both domestic and European law, as well as the deficit of public finance sector and the pressures exerted by financial markets. In the final section, the author reviews the structure of Polish public debt.

* Dr nauk ekonomicznych, naczelnik Wydziału Strategii i Prognoz Długu Publicznego w Ministerstwie Finansów; e-mail: marek.szczerbak@mofnet.gov.pl.

*A którzy czekali błyskawic i gromów,
są zawiedzeni.*

Czesław Miłosz, Piosenka o końcu świata

Wstęp

Przedmiotem niniejszego opracowania jest identyfikacja czynników, które będą miały wpływ na wielkość i strukturę długu publicznego Polski w średnim i dłuższym terminie, oraz próba zarysowania możliwych scenariuszy rozwoju sytuacji w tym zakresie.

Zasadniczo wyróżnić można trzy grupy uwarunkowań, mających wpływ na poziom długu publicznego w Polsce w średnim i długim terminie:

- uwarunkowania prawne – wynikające zarówno z krajowego porządku prawnego (na który składa się przede wszystkim konstytucyjny limit $\frac{3}{5}$ produktu krajowego brutto (PKB) oraz odpowiadające mu procedury ostrożnościowe i sanacyjne zapisane w ustawie o finansach publicznych), jak i z przynależności Polski do Unii Europejskiej (tzw. kryteria z Maastricht),
- strukturalny deficyt finansów publicznych oraz jego zmiany,
- ograniczenia rynkowe rozumiane jako skłonność uczestników rynków finansowych do finansowania potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych.

Zagadnieniem oddzielnym, acz także powiązaniem z wielkością długu publicznego, jest jego struktura rodzajowa (rozumiana jako udziały poszczególnych instrumentów dłużnych) i podmiotowa (tj. zadłużenie wobec poszczególnych grup wierzycieli).

W trzech kolejnych rozdziałach omówione zostaną kolejno poszczególne grupy czynników mających wpływ na poziom długu publicznego w Polsce, a następny rozdział poświęcony będzie przewidywaniom w zakresie zmian struktury długu publicznego.

Uwarunkowania prawne

Artykuł 216 ust. 6 Konstytucji RP stanowi, że¹: *Nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy $\frac{3}{5}$ wartości rocznego produktu krajowego brutto.* Ustawa o finansach publicznych definiuje państwowy dług publiczny jako zobowiązania całego sektora finansów publicznych wg wartości nominalnej² po wyeliminowaniu wzajemnych zobowiązań między jednostkami tego sektora, czyli tzw. konsolidacji. Definicja państwowego długu publicznego nie uległa zasadniczo zmianie począwszy od pierwszej ustawy o finansach publicznych z 1998 r.³

Ustawodawca uznał jednocześnie, że konstytucyjny limit 60% relacji długu publicznego do PKB, aby był skuteczny, wymaga istnienia mechanizmów prawnych, które wymuszałyby odpowiednio wcześniejsze działania

¹ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2 kwietnia 1997 r., Dz.U. nr 78, poz. 483.

² Ustawa z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U. nr 157, poz. 1240. Definicja i sposób obliczania państwowego długu publicznego zawarte są w art. 72 i 73.

³ Por. art. 36 ustawy z 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych, Dz.U. z 2003 r. nr 15, poz. 148, oraz art. 68 ustawy z 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, Dz.U. nr 249, poz. 2104.

ograniczające narastanie długu w sytuacji, gdy jego relacja do PKB zbliża się do 60%. Role tę pełnią zapisane w ustawie o finansach publicznych⁴ tzw. procedury ostrożnościowe i sanacyjne, uruchamiane przy przekroczeniu przez relację państwowego długu publicznego do PKB kolejnych trzech progów: 50%, 55% i 60%. Taki system zabezpieczeń funkcjonuje w Polsce od 1999 r., tj. od wejścia w życie pierwszej ustawy o finansach publicznych. Od tamtego czasu procedury podlegały ewolucji, nie zmienił się jednak ich zasadniczy mechanizm, jak również wysokość poszczególnych progów. Najważniejsze mechanizmy korygujące w obecnym stanie prawnym⁵ polegają na tym, że przekroczenie przez państwowy dług publiczny (PDP) w roku n progu:

- 50% PKB skutkuje koniecznością uchwalenia przez Radę Ministrów projektu ustawy budżetowej na rok $n+2$, w którym relacja deficytu budżetu państwa do jego dochodów nie może być wyższa niż w roku $n+1$,
- 55% skutkuje koniecznością
 - uchwalenia przez Radę Ministrów projektu ustawy budżetowej na rok $n+2$ bez deficytu lub też zapewniającego spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku n ,
 - co do zasady zrównoważenia budżetów jednostek samorządu terytorialnego (j.s.t.), najważniejszym wyjątkiem od tej zasady są wydatki związane z realizacją zadań współfinansowanych ze środków UE,
- 60% skutkuje utrzymaniem sankcji wynikających z przekroczenia progu 55%, a dodatkowo
 - uchwalane na rok $n+2$ budżety j.s.t. muszą być przynajmniej zrównoważone,
 - wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych.

Najważniejsze zmiany procedur ostrożnościowych i sanacyjnych w stosunku do ich pierwotnego brzmienia zapisanego w art. 45–47 ustawy z 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych, polegały na:

- rezygnacji z powiększania kwoty PDP, do której odnoszą się procedury, o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji

⁴ Procedury wprowadzone zostały po raz pierwszy ustawą z 1998 r. Zawarte zostały również w ustawie z 2004 r. oraz z 2009 r.

⁵ Artykuły 86–88 ustawy z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych.

- udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych (począwszy od 2005 r.),
- wprowadzeniu dodatkowych ograniczeń na wydatki i rozchody budżetu państwa po przekroczeniu progu 55%,
 - modyfikacji procedury dotyczącej budżetu państwa przy przekroczeniu progu 55% polegającej na wprowadzeniu obowiązku zrównoważenia budżetu jako alternatywy wobec obowiązku obniżenia relacji długu Skarbu Państwa do PKB,
 - zmianach w ograniczeniach budżetów j.s.t. w związku z wprowadzeniem nowych zasad ich gospodarki finansowej, w tym zasady zrównoważonego budżetu bieżącego.

Istotnym z punktu widzenia wielkości i struktury długu publicznego uwarunkowaniem prawnym są zasady zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego zawarte w ustawie o finansach publicznych⁶. Nowa ustawa o finansach publicznych wprowadziła w tym zakresie znaczące zmiany: dotychczasowe limity 15% spłat długu wraz z odsetkami do dochodów oraz 60% kwoty długu do dochodów j.s.t. zastąpiła zasadą zrównoważonego budżetu bieżącego j.s.t. (od 2011 r.) oraz zindywidualizowanym algorytmem dla długu, uzależniającym maksymalną wartość spłat długu wraz z odsetkami w każdym roku od wysokości bieżących nadwyżek wypracowanych w poprzednich latach (od 2014 r.)⁷.

Wykres 1 przedstawia wartość obwieszczanej dla kolejnych lat przez Ministra Finansów relacji PDP do PKB oraz relacji PDP powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu gwarancji i poręczeń dla tych lat, dla których miało to zastosowanie, jak również aktualny szereg czasowy relacji PDP do PKB w latach 1999–2010. Różnice między relacją obwieszczoną a rzeczywistą wynikają z korekt, które następowały po obwieszczeniu przede wszystkim zmian szacunków PKB dokonywanych przez Główny Urząd Statystyczny.

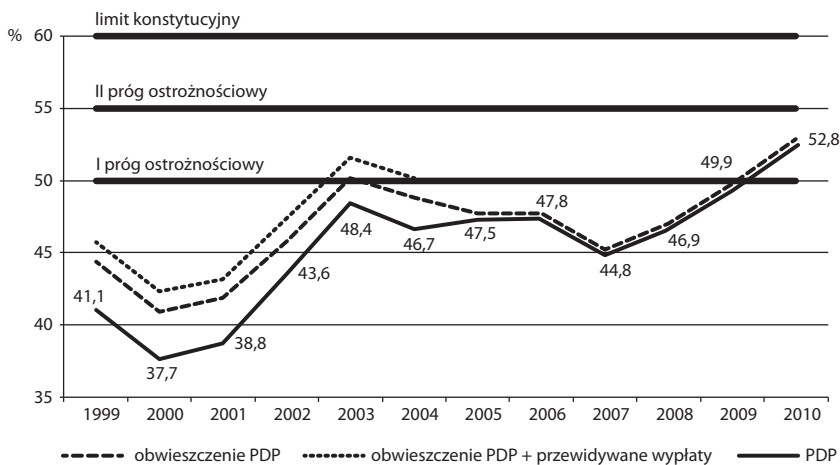
Z przedstawionych na wykresie danych wynika, że:

- do zastosowania procedur ostrożnościowych i sanacyjnych po przekroczeniu progu 50% doszło dwukrotnie, w 2003 i 2004 r., przy czym w 2003 r. do uruchomienia procedur doszłoby również bez wliczania kwoty przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych,

⁶ Zasady te zostały przedstawione w aneksie 2 „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014”.

⁷ Szerzej na ten temat w artykule M. Korolewskiej i K. Marchewki-Bartkowiak na s. 99–127 tego tomu.

Wykres 1. Państwowy dług publiczny w latach 1999–2010



Źródło: na podstawie danych z Ministerstwa Finansów, www.mf.gov.pl, oraz z Monitora Polskiego.

- według aktualnych danych relacja państwowego długu publicznego do PKB ani razu w latach 1999–2009 nie przekroczyła progu 50%, w 2010 r. relacja PDP do PKB przekroczyła próg 50%, ale nie przekroczyła progu 55%.

Tendencja wzrostowa długu, która wystąpiła w latach 2001–2003 i doprowadziła do przekroczenia pierwszego progu, została w latach 2004–2007 zatrzymana, a nawet odwrócona. Kolejny okres wzrostu relacji długu do PKB rozpoczął się w 2008 r. i skutkować będzie uruchomieniem procedur przewidzianych dla progu 50%, w związku z jego przekroczeniem w 2010 r. Będą miały one zastosowanie do ustawy budżetowej na 2012 r. i każdej kolejnej, aż do powrotu relacji długu do PKB poniżej 50%.

Z prognoz zawartych w przyjętej przez Radę Ministrów „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014” wynika, że w tym okresie nie przewiduje się przekroczenia kolejnego progu 55%, choć ryzyko takie istnieje, szczególnie w latach 2011–2012, ponieważ rząd założył, że relacja ta wyniesie odpowiednio 54,2% i 54,3%⁸.

⁸ Ministerstwo Finansów, „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014”, wrzesień 2010 r., www.mf.gov.pl.

Ryzyko przekroczenia progu 55% zostało istotnie zmniejszone wraz z wejściem w życie od 1 maja 2011 r. ustawy o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych⁹. Ustawa wprowadziła zmiany w systemie emerytalnym, polegające m.in. na zmniejszeniu składki emerytalnej przekazywanej do otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Zmiany te skutkować będą zmniejszeniem bieżących potrzeb pożyczkowych budżetu państwa wynikających z refundacji Funduszowi Ubezpieczeń Społecznych (FUS) ubytku składki przekazywanej do OFE, dokonywanej ze środków budżetu państwa, za cenę zwiększenia przyszłych zobowiązań sektora finansów publicznych związanych ze zwiększeniem udziału emerytur wypłacanych w nowym systemie emerytalnym z FUS.

Według uzasadnienia rządowego projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych¹⁰ zmniejszenie składki emerytalnej przekazywanej do OFE zgodnie z przyjętym w ustawie harmonogramem (z 7,3% do 2,3% w 2011 r. oraz docelowo do 3,5% od 2017 r.) ograniczy potrzeby pożyczkowe budżetu państwa w latach 2011–2020 o ok. 195 mld zł, co stanowić będzie 7,6% prognozowanego na 2020 r. PKB.

W założeniach przyjętego przez Radę Ministrów w kwietniu 2011 r. „Wieloletniego planu finansowego państwa na lata 2011–2014”¹¹ przyjęto, że relacja długu publicznego do PKB będzie się w tym okresie stopniowo obniżała, schodząc poniżej progu 50% w 2014 r. (do 49,7%, tj. o 3 pkt proc. niżej w stosunku do założeń „Strategii”).

Najważniejszymi cechami mechanizmu korygującego politykę fiskalną zapisanego w procedurach ostrożnościowych i sanacyjnych są:

- jego kroczący charakter, wynikający z istnienia trzech kolejnych progów,
- stosunkowo mała dotkliwość sankcji wynikających z przekroczenia progu 50% – przy wzroście nominalnych dochodów budżetu obniżenie relacji deficytu do dochodów może oznaczać możliwość nawet niewielkiego wzrostu deficytu,
- duża dotkliwość głównej sankcji wynikającej z przekroczenia progu 55% – w sytuacji narastania długu i wysokich deficytów budżetowych zrównoważenie budżetu oznacza konieczność radykalnego dostosowania fiskalnego. Ograniczenie relacji długu Skarbu Państwa do PKB mogłoby w warunkach recesji oznaczać nawet konieczność przyjęcia budżetu z nadwyżką.

⁹ Ustawa z 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, Dz.U. nr 75, poz. 398.

¹⁰ <http://orka.sejm.gov.pl/Druki6ka.nsf/wgdruk/3946>, druk nr 3946/VI kad., s. 27.

¹¹ Rada Ministrów, „Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2011–2014”, kwiecień 2011 r., www.mf.gov.pl, s. 25.

Mechanizm ten ze względu na wymienione cechy można uznać za spójne narzędzie, mające zapobiegać przekroczeniu konstytucyjnego limitu. Dotychczasowa, kilkunastoletnia już, historia stosowania ustawy o finansach publicznych obejmuje dwa okresy zbliżania się relacji długu do PKB do limitu 60% PKB.

W pierwszym okresie już od następnego roku po przekroczeniu progu 50%, tj. począwszy od 2004 r., relacja długu do PKB zaczęła się obniżać. Nie podejmując rozważań o powodach obniżania relacji długu do PKB w kolejnych latach, można zaryzykować twierdzenie, że procedury ostrożnościowe i sanacyjne zadziałały wówczas modelowo: przekroczenie progu 50% stało się wystarczającym sygnałem, że należy podjąć działania służące ograniczeniu relacji długu do PKB.

Z drugim okresem mamy do czynienia obecnie i za wcześniej na jego ocenę, niemniej na podstawie dostępnej wiedzy można przyjąć, że wobec istnienia problemu narastania długu, jakim jest przekroczenie progu 50% w 2010 r., intencją rządu będzie niedopuszczenie do przekroczenia kolejnego progu, tj. 55%. Świadczą o tym założenia strategii zarządzania długiem, jak również zmiany wprowadzone już po przyjęciu strategii i projektu budżetu na 2011 r.

Do najważniejszych należą omówione już zmiany w systemie emerytalnym oraz zmiany wprowadzone ustawą z 16 grudnia 2010 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych i niektórych innych ustaw, w tym konsolidacja zarządzania płynnością sektora finansów publicznych, wprowadzenie reguły wydatkowej oraz wzmocnienie procedur ostrożnościowych i sanacyjnych dla progu 55%.

Dotychczasowe doświadczenia związane z funkcjonowaniem limitu konstytucyjnego oraz progów ostrożnościowych i sanacyjnych wskazują na ich skuteczność w ograniczaniu wzrostu długu publicznego powyżej wartości uznanych za bezpieczne. Próg 50% odgrywał rolę pierwszego ostrzeżenia o narastaniu długu, a poważne konsekwencje przekroczenia progu 55% skutecznie zachęcały, jak dotąd, prowadzących politykę fiskalną do działań zmniejszających ryzyko przekroczenia tego progu.

Można sądzić, że również w przyszłości prawne ograniczenia wielkości długu będą istotnym czynnikiem wyznaczającym ramy polityki fiskalnej. Istnieje wprawdzie możliwość ustawowej zmiany procedur i potencjalne niebezpieczeństwo wyboru tej drogi jako społecznie i politycznie łatwiejszej do zaakceptowania niż wdrażanie procedur sanacyjnych, niemniej zmiana Konstytucji byłaby dużo trudniejsza do przeprowadzenia. Stosunkowo łatwym zabiegiem, również wymagającym jedynie zmiany ustawy, byłaby zmiana definicji państwowego długu publicznego, jednak naturalnym ogra-

niczeniem kroków w tym kierunku są wymogi dotyczące wielkości długu publicznego wynikające z przynależności Polski do Unii Europejskiej.

Zgodnie z Traktatem ustanawiającym Wspólnotę Europejską (TWE) państwa członkowskie UE zobowiązane są do spełniania tzw. kryteriów konwergencji, będących warunkiem pełnego uczestnictwa w Unii Gospodarczej i Walutowej. Jednym z kryteriów jest tzw. kryterium fiskalne, zgodnie z którym deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych nie może przekraczać 3% PKB, a dług 60% PKB¹². Zarówno zakres sektora, jak i sposób liczenia długu objęty jest jednolitą metodologią UE¹³, co uniemożliwia jednostronne zmiany sposobu liczenia długu przez państwo członkowskie. Status Polski jako państwa UE aspirującego do przyjęcia wspólnej waluty europejskiej, co musi zostać poprzedzone spełnieniem kryteriów konwergencji, w praktyce znacząco ogranicza zasadność zmian krajowej definicji długu publicznego w celu zmniejszenia jego kwoty. Zmiana taka powiększałaby bowiem rozdzźwięk między wielkością długu publicznego wg metodologii krajowej i UE, a tym samym pozbawiała skuteczności instrumentu, jakim są procedury ostrożnościowe i sanacyjne z ustawy o finansach publicznych w utrzymywaniu długu zgodnie z definicją UE poniżej 60% PKB.

W maju 2009 r. Komisja Europejska objęła Polskę procedurą nadmiernego deficytu, a Rada ECOFIN w trybie sformułowanym w ówczesnym art. 104 TWE ogłosiła, że w Polsce istnieje nadmierny deficyt i zaleciła zredukowanie jego wysokości poniżej wartości referencyjnej do 2012 r.¹⁴. Dążenie do ograniczenia deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych poniżej wartości referencyjnej dodatkowo wymusza działania skutkujące ograniczaniem tempa przyrostu długu oraz co najmniej stabilizacją jego relacji do PKB.

Deficyt sektora finansów publicznych

Dług publiczny jest konsekwencją finansowania w kolejnych latach deficytu sektora finansów publicznych. W latach 1995–2009 deficyt sektora

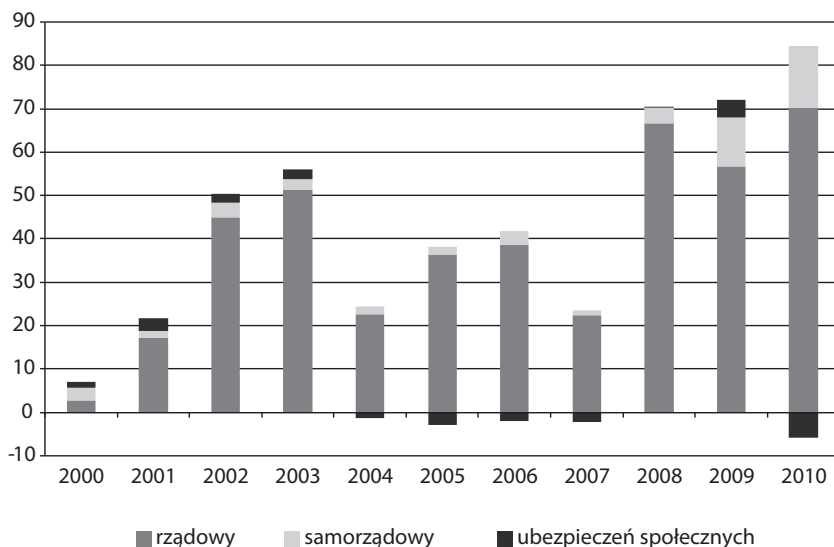
¹² Wartości odniesienia dla długu i deficytu zostały określone w protokole w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiącym załącznik do TWE. Por. European Commission, *Legal and political texts*, czerwiec 2007 r.

¹³ Zakres sektora instytucji rządowych i samorządowych (*general government*) definiuje europejski system rachunków ESA 95. Różnice między regulacjami polskimi a UE w zakresie długu publicznego omówione zostały w aneksie 2 „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014”.

¹⁴ „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014”, s. 22.

instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) utrzymywał się w Polsce średnio na poziomie 4,4%¹⁵, co świadczy o jego strukturalnym charakterze. Może również prowadzić do wniosku o nieadekwatności krajowych ram fiskalnych, które zapobiegają wprowadzeniu narastaniu długu powyżej granicy 60% PKB, nie przyczyniają się natomiast do równowagi nierównowagi fiskalnej w sytuacji, gdy relacja długu do PKB znajduje się poniżej progów ostrożnościowych.

Wykres 2. Przyrost zadłużenia sektora finansów publicznych w latach 2000–2010 w podziale na sektory (w mld zł, dane po konsolidacji)



Źródło: na podstawie danych z Ministerstwa Finansów, www.mf.gov.pl.

Z danych przedstawionych na wykresie 2 wynika, że znacząca większość przyrostu długu publicznego pochodzi z przyrostu zadłużenia sektora rządowego (w latach 2000–2010 średnio 88% rocznego przyrostu). Na koniec każdego z analizowanych lat ponad 99% długu sektora rządowego po konsolidacji stanowił dług Skarbu Państwa. Oznacza to, że za przyrost długu publicznego w przeważającym stopniu odpowiadało finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa.

Na uwagę zasługuje, że w każdym roku analizowanego okresu rósł dług sektora rządowego i sektora samorządowego, natomiast dług sektora ubez-

¹⁵ „Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2011–2014”, s. 12.

pieczeń społecznych w latach 2004–2007 i w 2010 r. mała, w roku 2008 zaś prawie się nie zmienił. Sektor ubezpieczeniowy jest zatem jedyną częścią finansów publicznych, która nie miała deficytu strukturalnego. Wniosek ten nie jest zaskakujący, jako że strukturalna nierównowaga systemu emerytalnego jest w Polsce pokrywana z budżetu państwa, w formie dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (w ustawie budżetowej na 2010 r. zapisano na ten cel 37,9 mld zł) i Funduszu Emerytalno-Rentowego w ramach KRUS (odpowiednio 15,4 mld zł) oraz jako rozchody z tytułu reformy systemu ubezpieczeń społecznych (22,5 mld zł)¹⁶. Oznacza to, że łączne nakłady z budżetu państwa związane z systemem emerytalnym zaplanowano w 2010 r. na 75,8 mld zł i stanowiły ok. 92% potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa zaplanowanych w budżecie na 84,2 mld zł. Cały system zabezpieczenia społecznego miał w 2010 r. ok. 93 mld zł deficytu¹⁷.

Nowym zjawiskiem w 2009 r. był natomiast znaczący przyrost długu sektora samorządowego po konsolidacji: o 11,2 mld zł, tj. o 40%. Dynamiczny przyrost w sektorze samorządowym był również kontynuowany w 2010 r. (wzrost długu odpowiednio o 14,2 mld zł, tj. o 36%).

Można przyjąć, że najważniejszymi składowymi mającymi wpływ na potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych, a zatem i na przyrost długu publicznego, również w najbliższej przyszłości będą:

- głęboka nierównowaga finansów publicznych na szczeblu centralnym, w znaczącej mierze wynikająca z ciężaru finansowania bieżącej nierównowagi systemu emerytalnego i ubytku składki przekazywanej do OFE oraz
- dynamika zadłużenia sektora samorządowego, przede wszystkim jednostek samorządu terytorialnego. Istotnym wyzwaniem dla finansów jednostek samorządu terytorialnego w horyzoncie średnio-terminowym jest wykorzystanie środków europejskich, które wiąże się z zapewnieniem przez samorzady współfinansowania ze środków własnych. Wpływ nowych regulacji prawnych w zakresie długu i deficytu j.s.t., obejmujących zasadę zrównoważonego budżetu bieżącego i indywidualny wskaźnik zadłużenia, nie został jeszcze sprawdzony w praktyce.

¹⁶ Ustawa budżetowa na rok 2010 z 22 stycznia 2010 r., Dz.U. nr 19, poz. 102.

¹⁷ Według uzasadnienia rządowego projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (<http://orka.sejm.gov.pl/Druki6ka.nsf/wgdruk/3946>, druk nr 3946/VI kad., s. 2) na kwotę tę składał się (1) deficyt FUS (ok. 44 mld zł), powiększony o koszt refundacji składki przekazywanej do OFE (ok. 23 mld zł), łącznie ok. 67 mld zł, (2) koszt finansowania z budżetu emerytur mundurowych (ok. 13 mld zł) oraz (3) deficyt KRUS (ok. 13 mld zł).

Przyjęty przez rząd w kwietniu 2011 r. „Wieloletni plan finansowy państwa 2011–2014” (WPPF) zakłada w najbliższych latach radykalne zmniejszenie nierównowagi finansów publicznych. Deficyt budżetu państwa, który zgodnie z ustawą budżetową nie może w 2011 r. przekroczyć 40,2 mld zł, w 2014 r. planowany jest na poziomie 28,0 mld zł¹⁸. Deficyt całego sektora liczony wg definicji krajowej ma się w tym samym czasie zmniejszyć z 75,4 mld zł do 15,0 mld zł¹⁹. Działaniom konsolidacyjnym towarzyszyć ma wzmocnienie reguł fiskalnych, mających zapewnić trwałość obniżenia deficytu sektora finansów publicznych²⁰.

Zgodnie z prognozą przedstawioną w WPPF²¹ relacja długu publicznego do PKB już w 2011 r. obniży się do 52,7% z 53,0% w 2009 r., a w 2014 r. wyniesie 49,7%. Przyjęto założenie, że na obniżanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnych latach, poza spadkiem deficytu budżetu państwa, wpływać będzie występowanie, począwszy od 2013 r., nadwyżki w budżecie środków europejskich, zmniejszenie składki emerytalnej przekazywanej do OFE, przychody z prywatyzacji oraz lokaty wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych w ramach konsolidacji zarządzania płynnością. Oczekiwanym czynnikiem wpływającym na obniżenie długu publicznego będzie również aprecjacja złotego, zmniejszająca wartość długu w walutach obcych wyrażoną w złotych. Po dynamicznym przyroście długu sektora samorządowego w latach 2009 i 2010 przewidywane jest zmniejszenie tempa tego przyrostu spowodowane m.in. wejściem w życie mechanizmów przewidzianych w ustawie o finansach publicznych.

Na uwagę zasługuje rosnący w ostatnim czasie wpływ na dług publiczny finansowania przedsięwzięć infrastrukturalnych, przede wszystkim drogowych, na szczeblu centralnym. Główny ciężar realizacji rządowego programu budowy dróg krajowych i autostrad spoczywa na Krajowym Funduszu Drogowym (KFD), a podstawowymi źródłami jego finansowania są udziały w opłacie paliwowej, środki UE oraz kredyty i obligacje zaciągane na rzecz KFD przez dysponenta funduszu, tj. Bank Gospodarstwa Krajowego.

Krajowy Fundusz Drogowy nie stanowi części sektora finansów publicznych wg definicji krajowej. Według definicji UE, zgodnie z którą o przy-

¹⁸ „Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2011–2014”, s. 19.

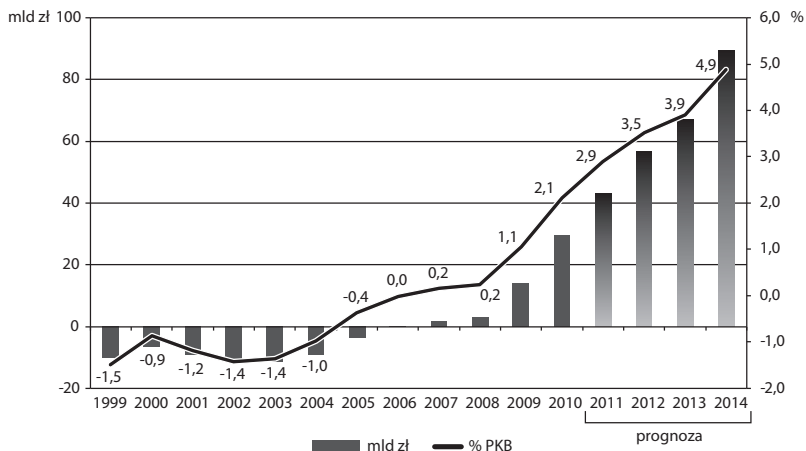
¹⁹ *Ibidem*, s. 24.

²⁰ *Ibidem*, s. 13. Oprócz już wprowadzonej reguły wydatkowej dla wydatków budżetu państwa, zapowiadane jest wprowadzenie reguły wydatkowej dla innych jednostek, w tym j.s.t., oraz wprowadzenie nowej, trwałej reguły wydatkowej, mającej zapewnić utrzymanie strukturalnego deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie nie wyższym niż średniookresowy cel budżetowy, wynoszący dla Polski -1% PKB.

²¹ *Ibidem*, s. 25.

Wykres 3. Różnica między wartością długu publicznego wg metodologii UE i metodologii krajowej w latach 1999–2014

(w mld zł oraz w relacji do PKB)



Źródło: na podstawie danych z Ministerstwa Finansów, www.mf.gov.pl; prognozy na lata 2011–2014, „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014”.

należności do sektora instytucji rządowych i samorządowych decydują kryteria funkcjonalne, w tym sposób finansowania, nie zaś forma organizacyjno-prawna, KFD jest zaliczany do sektora instytucji rządowych i samorządowych (sektora *general government*). Oznacza to, że dług KFD powiększa dług publiczny wg definicji UE, nie ma natomiast wpływu na wielkość państwowego długu publicznego (wg definicji krajowej).

Wykres 3 przedstawia różnice między wielkością długu publicznego wg definicji UE oraz wg definicji krajowej. Z przedstawionych danych wynika, że do 2006 r. dług wg definicji UE był mniejszy w stosunku do definicji krajowej, a począwszy od 2007 r. wyższy niż wg definicji krajowej, przy czym od 2009 r. różnice w wartościach długu wg obydwu metodologii znacząco się powiększyły. Zgodnie z założeniami strategii zarządzania długiem na lata 2011–2014 do 2014 r. różnica ta będzie się powiększała, osiągając 89,4 mld zł, tj. 4,9% PKB w 2014 r.

Najbardziej znaczące ilościowo przyczyny odchyień między obydwoma stosowanymi w Polsce metodami liczenia długu to²²:

²² Szczegółowo różnice między metodologią krajową a metodologią UE omówione zostały w aneksie 2 „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014” (tabela 3, s. 47).

- zobowiązania wymagalne, stanowiące jeden z tytułów dłużnych w metodologii krajowej, a zaliczanych do wydatków w memoriałowej metodologii UE; zobowiązania te, szczególnie znaczące w przypadku samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej²³ oraz, zwłaszcza w pierwszych latach działania nowego systemu emerytalnego, Funduszu Ubezpieczeń Społecznych²⁴ obniżają dług wg definicji UE,
- różnica w zakresie sektora finansów publicznych polegająca na zaliczeniu KFD do sektora wg definicji UE, zaczęła mieć duże znaczenie dla długu publicznego od 2009 r., odkąd KFD przejął od budżetu państwa większość ciężaru realizacji rządowego programu budowy dróg krajowych i autostrad.

Rosnące zadłużenie KFD jest główną przyczyną szybszego tempa przyrostu długu wg definicji UE w stosunku do definicji krajowej w latach 2009–2010 oraz wg przewidywań ze „Strategii” dalszego powiększania się tej różnicy do 2014 r.²⁵. Dlatego może być traktowany jako istotny czynnik przyrostu długu sektora *general government* w najbliższych latach.

Istotnym uwarunkowaniem dla deficytu i długu publicznego Polski mierzonego wg definicji UE jest fakt objęcia w maju 2009 r. Polski przez Komisję Europejską procedurą nadmiernego deficytu oraz sformułowanym przez Radę ECOFIN zaleceniem jego redukcji poniżej wartości referencyjnej 3% do 2012 r.²⁶. Przyjęty przez Radę Ministrów w kwietniu 2011 r. „Program konwergencji – aktualizacja 2011”²⁷ zakłada obniżenie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych poniżej wartości referencyjnej do 2012 r. oraz do 2% PKB w 2014 r.

Rola rynków finansowych

Od początku istnienia strefy euro znacząca część państw Unii Europejskiej miała problemy ze spełnieniem kryterium długu. Wykres 4 ilustruje liczbę państw UE, w tym należących do strefy euro, spełniających i niespełniających kryterium długu w poszczególnych latach. W 1999 r., tj. pierw-

²³ *Ibidem*, s. 19.

²⁴ *Ibidem*, s. 20.

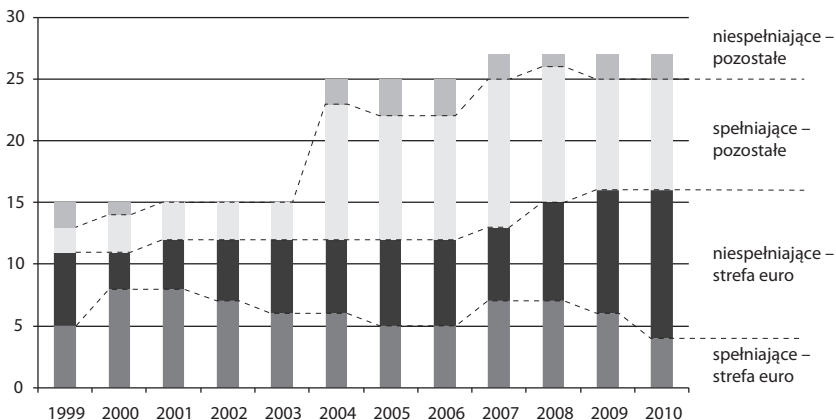
²⁵ „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014” (s. 4) przewiduje utrzymanie państwowego długu publicznego poniżej progu 55% PKB oraz stopniowe obniżanie relacji długu do PKB począwszy od 2013 r., jak również zaledwie stabilizację pomiędzy 57% a 58% PKB dla długu sektora *general government*.

²⁶ *Ibidem*, s. 22.

²⁷ „Program konwergencji – aktualizacja 2011”, kwiecień 2011 r., www.mf.gov.pl.

szym roku istnienia strefy euro, tylko 5 z 11 tworzących ją początkowo państw miało dług sektora instytucji rządowych i samorządowych poniżej 60% PKB. Do 2001 r. liczba ta wzrosła do 8, choć sama strefa euro powiększyła się o Grecję, której relacja długu do PKB przekraczała 100%. W 2005 r. liczba członków strefy euro z długiem poniżej 60% PKB zmniejszała się do 5. W następstwie światowego kryzysu gospodarczego liczba państw spełniających kryteria zmalała do 4 w 2010 r., mimo przyjęcia wspólnej waluty przez czterech nowych, stosunkowo mało zadłużonych członków rozszerzonej UE.

Wykres 4. Liczba państw UE spełniających kryterium długu w latach 1999–2010



Źródło: na podstawie danych z Eurostatu, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

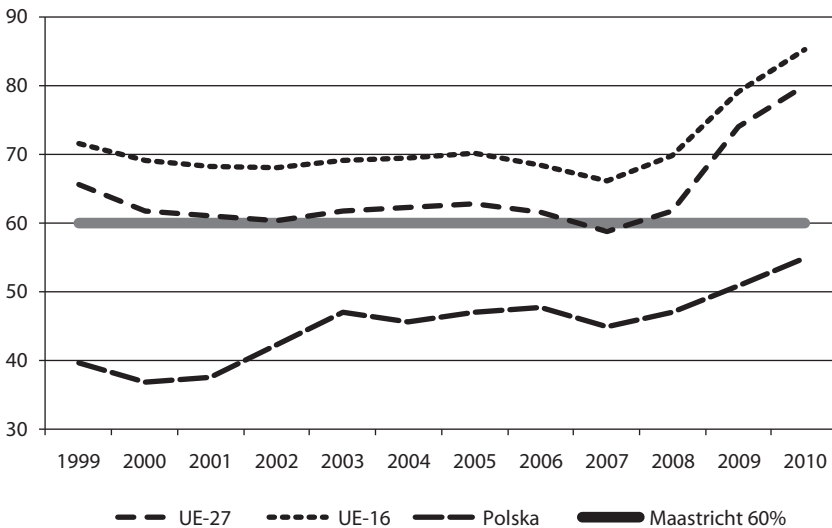
Paradoksalnie dużo lepiej pod względem spełniania kryterium długu prezentowały się państwa nie należące do strefy euro: w przedkryzysowym 2007 r. tylko 2 z 14 państw z tej grupy miało dług powyżej 60%, w 2010 r. odpowiednio 2 z 11 państw. Na obraz ten składała się zarówno konserwatywna polityka fiskalna państw „starej” UE nienależących do strefy euro (tj. Wielkiej Brytanii, Szwecji i Danii), jak i stosunkowo niskie poziomy długu członków UE z Europy Środkowej i Wschodniej.

Na wykresie 5 przedstawiono zmiany relacji długu sektora *general government* do PKB dla Polski oraz dla UE i dla strefy euro jako całości. Warto zauważyć, że średnia relacja długu do PKB państw tworzących obecnie Unię Europejską tylko w jednym roku od utworzenia strefy euro, tj. w 2007 r. znalazła się lekko poniżej kryterium z Maastricht. W ostatnich

dwóch latach dług całej UE w relacji do PKB gwałtownie rósł i na koniec 2010 r. wyniósł 80%. Dla państw tworzących na koniec 2010 r. strefę euro relacja ta była przeciętnie ok. 7 pkt proc. wyższa i przez większość okresu od utworzenia strefy euro była bliska 70%, a w 2010 r. wyniosła 85,3%.

Na tym tle zadłużenie Polski, spełniającej w każdym roku kryterium długu, można uznać za umiarkowane, choć niepokojąca jest tendencja wzrostowa, z ok. 40% na początku wieku do 55% w 2010 r. Relacja długu publicznego w Polsce liczonego wg metodologii UE do PKB była przeciętnie o 19,2 pkt proc. niższa niż średnia całej UE i o 26,1 pkt proc. niższa niż średnia strefy euro. W 2010 r. różnica ta wyniosła odpowiednio 25 pkt proc. i 30,3 pkt proc.

Wykres 5. Relacja długu sektora *general government* do PKB Polski na tle średniej dla państw UE oraz strefy euro w latach 1999–2010 (w %)



Źródło: jak pod wykresem 4.

Z danych na temat relacji długu do PKB w państwach UE, przedstawionych na wykresach 4 i 5, można wysnuć wniosek, że europejskie mechanizmy koordynacji fiskalnej, w tym kryterium długu i deficytu oraz tzw. procedura nadmiernego deficytu (ang. *excessive deficit procedure* – EDP) przewidziana dla państw, które ich nie przestrzegają, okazały się zdecydowanie nieskutecznym instrumentem ograniczania długu publicznego państw członkowskich UE. Paradoksalnie, od początku istnienia strefy

euro większym konserwatyżmem fiskalnym wykazały się państwa UE nie należące do strefy euro, i to zarówno takie, które nie mają planów przyjęcia wspólnej waluty (Wielka Brytania, Dania i Szwecja), jak i aspirujące do strefy euro państwa Europy Środkowej i Wschodniej, przyjęte do UE w 2004 i 2007 r.

W tabeli 1 zestawiono zmiany w relacji długu publicznego do PKB państw UE pomiędzy przedkryzysowym rokiem 2007 a rokiem 2010 ze zmianami ocen kredytowych przyznawanych przez główne agencje ratingowe. Na podstawie przedstawionych danych można zauważyć, że:

- w latach 2008–2010 tylko w dwóch krajach, tj. Bułgarii i Szwecji, relacja długu do PKB obniżyła się,
- liczba państw, których dług publiczny przekraczał 60% PKB wzrosła z 8 do 14, jednocześnie z 3 do 8 wzrosła liczba państw, w których dług przekraczał 80%, w dwóch państwach, tj. w Grecji i we Włoszech, zarówno na koniec 2007 r., jak i 2010 r. dług przekraczał 100% PKB,
- 11 państw UE cieszyło się w 2007 r. najwyższym ratingiem (AAA)²⁸, spośród nich 2 (Francja i Niemcy) miały dług przekraczający 60% PKB,
- tylko dwóm z państw o ratingu AAA ocena ta została do 1 kwietnia 2011 r. obniżona: do BBB+ Irlandii i do AA/AA+ Hiszpanii, spośród pozostałych 9 państw w 5 dług przekraczał 60% PKB, z czego w jednym (we Francji) dług przekraczał 80% PKB,
- trzy najbardziej zadłużone państwa w 2007 r. miały stosunkowo wysokie inwestycyjne ratingi: odpowiednio Grecja A, Włochy A+/AA- i Belgia AA+. Rating Włoch i Belgii do kwietnia 2011 r. nie zmienił się, mimo ok. 15% wzrostu relacji długu do PKB,
- spadki ratingów nastąpiły głównie w państwach, w których miały miejsce najwyższe wzrosty relacji długu do PKB (tj. Irlandii, Łotwie, Grecji, Hiszpanii, Litwie i Portugalii), nawet jeśli poziom tej relacji był stosunkowo niski (jak na Łotwie i Litwie), znaczący wzrost długu nie był jednak warunkiem wystarczającym, o czym świadczy przykład Wielkiej Brytanii, która mimo wzrostu relacji z 44,5% do 80% utrzymała najwyższy rating,
- w przypadku państw, których rating przed kryzysem był niższy niż A, takich jak Węgry, Rumunia i Bułgaria, stosunkowo mniejszy przyrost długu, a w przypadku Bułgarii nawet spadek jego relacji do PKB wiązał się z obniżką ratingu,

²⁸ Objaśnienia skrótów używanych przez agencje ratingowe patrz artykuł P. Wiśniewskiego pt. *Rating suwerena – istota i znaczenie*, tabela 1, s. 132 i 133 w tym tomie.

Tabela 1. Relacja długu do PKB (%) oraz oceny kredytowe państw UE

	Relacja długu do PKB			Rating 31 grudnia 2007 r.			Rating 1 kwietnia 2011 r.		
	2007	2010	Przyrost	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's
Irlandia	25,0	96,2	71,2	AAA	AAA	Aaa	BBB+	BBB+	Baa1
Grecja	105,0	142,8	37,8	A	A	A1	BB-	BB+	B1
Łotwa	9,0	44,7	35,7	BBB+	BBB+	A2	BB+	BBB	Baa3
Wielka Brytania	44,5	80,0	35,5	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa
Portugalia	62,7	93,0	30,3	AA-	AA	Aa2	BBB-	A-	A1
Hiszpania	36,1	60,1	24,0	AAA	AAA	Aaa	AA	AA+	Aa2
Litwa	16,9	38,2	21,3	A	A	A2	BBB	BBB	Baa1
Niemcy	64,9	83,2	18,3	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa
Rumunia	12,6	30,8	18,2	BBB-	BBB	Baa3	BB+	BB+	Baa3
Francja	63,8	81,7	17,9	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa
Holandia	45,3	62,7	17,4	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa
Dania	27,4	43,6	16,2	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa
Włochy	103,6	119,0	15,4	A+	AA-	Aa2	A+	AA-	Aa2
Słowenia	23,4	38,0	14,6	AA	AA	Aaa	AA	AA	Aa1
Węgry	66,1	80,2	14,1	BBB+	BBB+	A2	BBB-	BBB-	Baa3
Finlandia	35,2	48,4	13,2	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa
Austria	59,3	72,3	13,0	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa
Belgia	84,2	96,8	12,6	AA+	AA+	Aaa	AA+	AA+	Aaa
Luksemburg	6,7	18,4	11,7	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa
Słowacja	29,6	41,0	11,4	A	A	A1	A+	A+	A1
Polska	45,0	54,9	9,9	A-	A-	A2	A-	A-	A2
Czechy	29,0	38,5	9,5	A	A	A1	A	A+	A1
Malta	61,7	68,0	6,3	A	A+	A1	A	A+	A1
Estonia	3,7	6,6	2,9	A	A	A1	A	A	A1
Cypr	58,3	60,8	2,5	A	AA-	A1	A-	AA-	A2
Szwecja	40,0	39,8	-0,2	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa
Bułgaria	17,2	16,2	-1,0	BBB+	BBB	Baa3	BBB	BBB-	Baa3

Uwaga. Zacięniowanie oznacza dług powyżej 60% PKB, obniżkę ratingu.

Źródło: na podstawie danych z Eurostatu, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> oraz serwisu Reuters Credit Views.

- Polska mimo znaczącego wzrostu długu należała do państw, których relacja długu do PKB wzrosła najmniej (mniejszy przyrost nastąpił jedynie w przypadku Czech, Malty, Estonii, Cypru, Szwecji i Bułgarii), ze względu na brak zmiany ratingu znacząco poprawiła się jej względna pozycja wiarygodności kredytowej wśród państw UE.

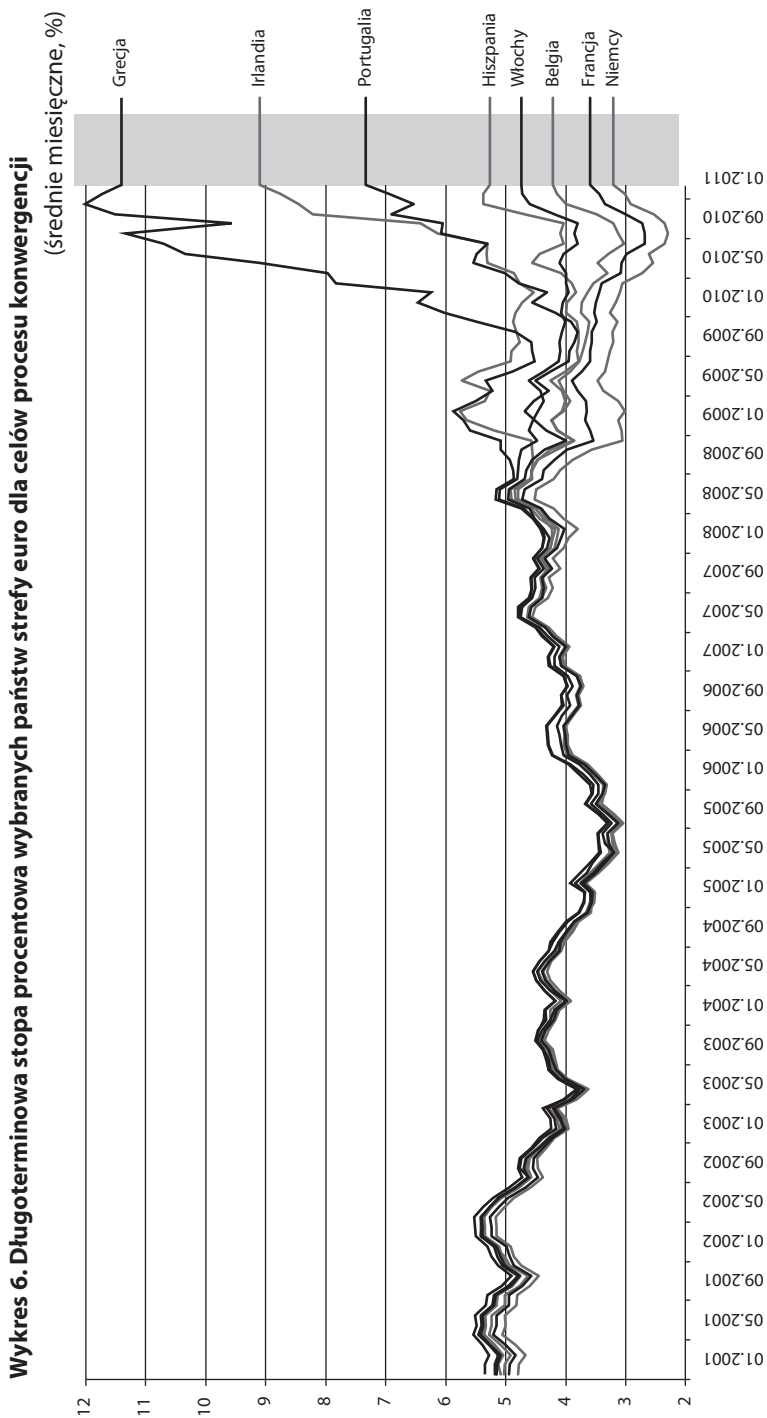
Podsumowując związek wielkości długu z oceną ratingową, można stwierdzić, że wielkość długu nie była istotnym czynnikiem w oszacowaniu prawdopodobieństwa niewywiązania się państw UE ze swoich zobowiązań, dokonywanej przez wyspecjalizowane w tym zakresie instytucje. Dużo istotniejsze było tempo zmian długu oraz, jak można przypuszczać z niższych ratingów nowych członków UE, ogólny poziom rozwoju kraju. Co więcej, szczegółowa analiza sekwencji czasowej zmian ratingów mogłaby prowadzić do hipotezy, że miały one często charakter reaktywny wobec zmian w postrzeganiu ryzyka kredytowego ze strony uczestników rynków finansowych.

Zmiany postrzegania ryzyka emitenta przez inwestorów były szczególnie widoczne w przypadku państw strefy euro. Na wykresach 6 oraz 7 zaprezentowano rentowności rządowych obligacji 10-letnich, służących jako kryterium długoterminowych stóp procentowych poszczególnych państw strefy euro oraz ich marże w stosunku do rentowności obligacji niemieckich, z racji wielkości rynku oraz wiarygodności Niemiec jako emitenta traktowanych jako punkt odniesienia.

Z danych przedstawionych na wykresach 6 i 7 wynika, że do początku 2008 r. różnice w długoterminowych stopach procentowych emitentów rządowych strefy euro nie były znaczące. W latach 2001–2007 średnia marża rentowności w stosunku do obligacji niemieckich w przypadku Grecji, tj. państwa o ratingu A i długu ponad 100% PKB, wynosiła 0,30 pkt proc. W przypadku Włoch (rating A+/AA-, dług również przekraczający 100% PKB) marża wynosiła średnio 0,26 pkt proc, dla Portugalii (rating AA-/AA, dług bliski 60% z tendencją rosnącą) odpowiednio 0,18 pkt proc. Oznacza to, że premia za ryzyko związane z niższą wiarygodnością kredytową była przez rynki finansowe oceniana bardzo nisko.

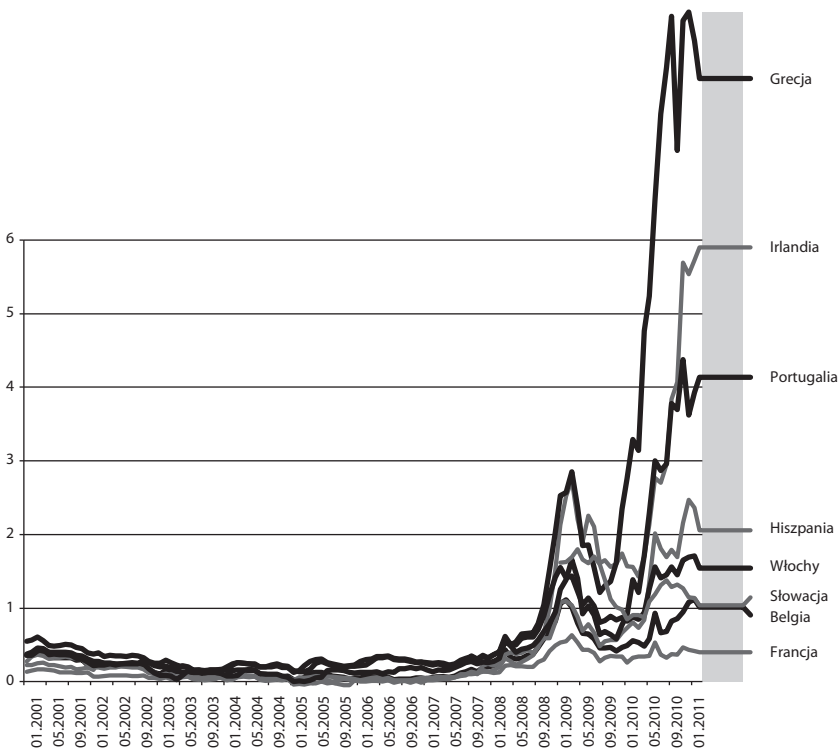
Radykalna zmiana w postrzeganiu ryzyka niewypłacalności emitentów rządowych ze strefy euro nastąpiła wraz ze światowym kryzysem finansowym w 2008 r. i pogłębiała się w kolejnych dwóch latach. Spadkowi rentowności obligacji niemieckich, emitowanych przez państwo postrzegane jako najbardziej stabilny spośród dłużników strefy euro i charakteryzujące się najpłynniejszym rynkiem wtórnym, towarzyszył wzrost marży obligacji innych emitentów rządowych wobec obligacji niemieckich. Dla państw ocenianych przez rynki jako znajdujące się w najgorszej sytuacji fiskalnej w lutym 2011 r. marże wobec długoterminowych stóp dla Niemiec przekraczały 2 pkt proc. (Hiszpania), 4 pkt proc. (Portugalia), a nawet 5 pkt proc. (Irlandia) i 8 pkt proc. (Grecja).

W 2010 r. można mówić o wejściu kryzysu gospodarczego i finansowego w fazę kryzysu zadłużeniowego, szczególnie w Europie. Wysokie koszty



Źródło: na podstawie danych z European Central Bank, <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>.

Wykres 7. Marże 10-letnich obligacji skarbowych wybranych państw strefy euro wobec obligacji niemieckich (średnie miesięczne, %)

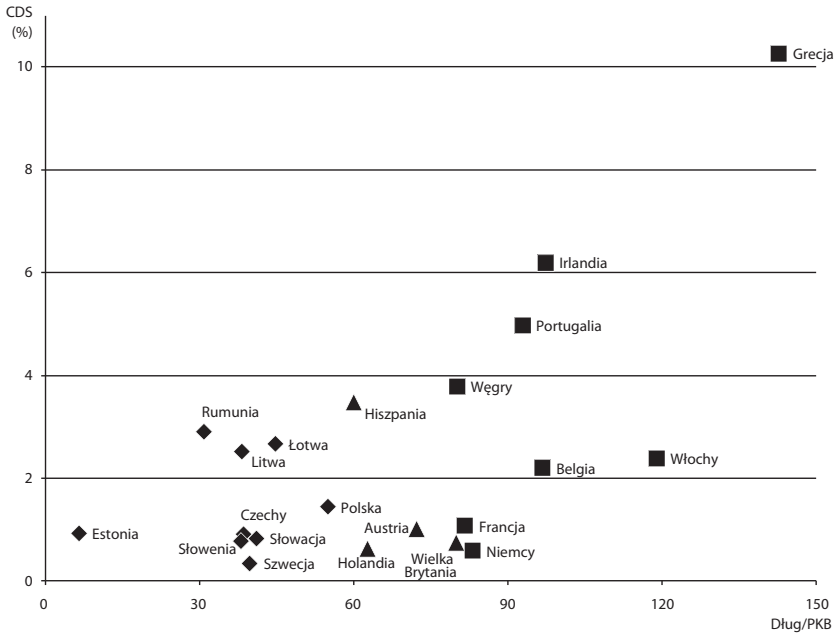


Źródło: jak pod wykresem 6.

finansowania nowych zobowiązań, połączone często z utratą dostępu do rynków finansowych sprawiły, że realne stało się widmo utraty płynności, a nawet niewypłacalności niektórych państw. Już w 2008 r. wsparcia pożyczkami z Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) oraz rządów innych państw wymagały m.in. Islandia, Węgry i Łotwa. W maju 2010 r. doszło do porozumienia pomiędzy Grecją a krajami strefy euro i MFW (ustalono 110 mld euro pomocy dla Grecji) oraz uzgodnienia przez MFW i UE pakietu stabilizacyjnego, obejmującego 750 mld euro dla państw strefy euro dotkniętych problemem nadmiernego zadłużenia²⁹. W listopadzie 2010 r. o pomoc w ramach tego mechanizmu zwróciła się Irlandia.

²⁹ „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014”.

Wykres 8. Relacja długu sektora *general government* (%) do stawki CDS państw UE na koniec 2010 r.



■ państwa o wysokim zadłużeniu (powyżej 80% PKB), ◆ państwa spełniające kryterium długu, ▲ państwa o zadłużeniu powyżej 60%, lecz nieprzekraczającym 80% PKB.

Źródło: na podstawie ustalania cen (kwotowań) kontraktów CDS z serwisu Bloomberg oraz danych z Eurostatu.

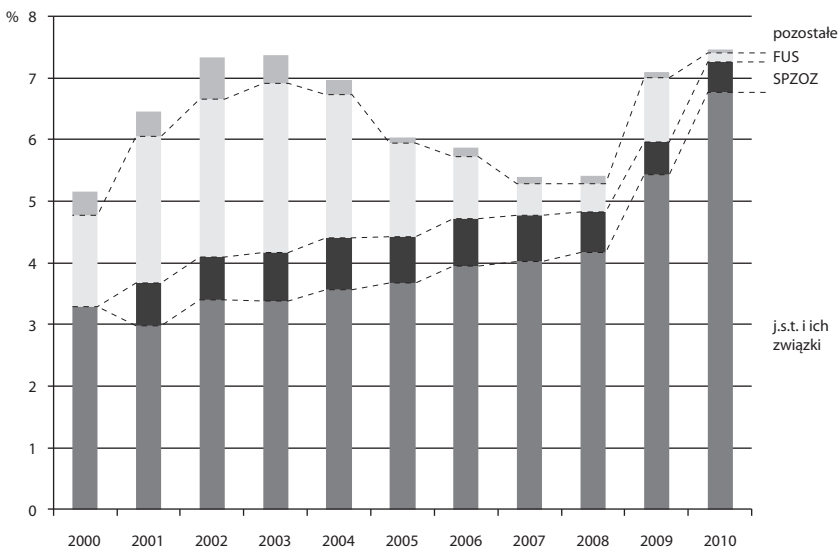
Na wykresie 8 przedstawiono zależność między wielkością długu publicznego a rynkową oceną ryzyka kredytowego mierzoną stawkami 5-letnich kontraktów pochodnych typu *credit default swap* (CDS) państw UE na koniec 2010 r.

W 2010 r. zależność między wielkością długu publicznego a rynkową oceną ryzyka kredytowego była już dobrze widoczna. Stawki CDS państw o wysokim zadłużeniu były z reguły bardzo wysokie, podczas gdy CDS państw o zadłużeniu poniżej 60%, w tej grupie również Polski, były umiarkowane. Wśród państw o podobnej wielkości relacji długu do PKB wyższym postrzeganym ryzykiem charakteryzowały się państwa słabiej rozwinięte lub z innych powodów uznawane za bardziej ryzykowne.

Struktura długu publicznego

Jak już wspomniano w rozdziale „Deficyt sektora finansów publicznych”, dominujące znaczenie w długu publicznym ma dług Skarbu Państwa. Wykres 9 przedstawia udział pozostałych jednostek w długu sektora finansów publicznych po konsolidacji.

Wykres 9. Udział długu głównych grup jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa w długu sektora finansów publicznych po konsolidacji w latach 2000–2010 (%)



Źródło: na podstawie danych z Ministerstwa Finansów, www.mf.gov.pl.

Z danych widocznych na wykresie 9 wynika, że poza Skarbem Państwa najistotniejszy i od 2002 r. rosnący udział w długu publicznym miały jednostki samorządu terytorialnego, konstytucyjnie niezależne w zaciąganiu zobowiązań na podstawie przepisów obowiązującego prawa. Wzrost tego udziału był szczególnie znaczący w 2009 i 2010 r. W ostatnich latach poza j.s.t. najważniejszą rolę odgrywało zadłużenie Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej (SPZOZ), z tego ok. 80% samorządowych.

W najbliższych latach można oczekiwać, że udział zadłużenia innych niż Skarb Państwa jednostek sektora finansów publicznych również nie przekroczy 10%, a dominujące znaczenie w tej grupie będzie miał dług j.s.t.

O ile utrzyma się stosowana od 2009 r.³⁰ praktyka finansowania przejściowych niedoborów FUS pożyczkami z budżetu państwa, a nie kredytami bankowymi, to dług FUS po konsolidacji nie stanie się znaczący i będzie się ograniczał do zobowiązań wymagalnych związanych z bieżącymi rozliczeniami z OFE.

Strukturę długu Skarbu Państwa w średnim terminie wyznaczać ma realizacja „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014” i jej kolejne aktualizacje. W rozdziale dotyczącym celów „Strategii” zawarto kilka wskaźników ilościowych, które można traktować jako zobowiązania Ministra Finansów³¹. Są nimi:

- wydłużenie średniej zapadalności (będącej miarą ryzyka refinansowania) długu krajowego Skarbu Państwa do co najmniej 4,5 roku do 2014 r. (w „Strategii na lata 2010–2012” założono osiągnięcie 4,5 roku do 2012 r.),
- utrzymywanie udziału długu w walutach obcych w długi Skarbu Państwa (będącego miarą ryzyka kursowego) w przedziale 20%–30% (bez zmian w stosunku do poprzedniej „Strategii”),
- utrzymywanie udziału euro w długi w walutach obcych na poziomie co najmniej 70% (bez zmian w stosunku do poprzedniej „Strategii”),
- utrzymywanie średniego czasu trwania obligacji (*duration*) długu krajowego (będącego miarą ryzyka stopy procentowej) od 2,5 do 4 lat (również bez zmian w stosunku do poprzedniej „Strategii”).

W „Strategii na lata 2011–2014” przyjęto, że średnia zapadalność i *duration* długu zagranicznego Skarbu Państwa są wystarczająco wysokie i nie stanowią ograniczenia w realizacji celu zapisanego w tym dokumencie, tj. minimalizacji kosztów obsługi długu w długim terminie przy przyjętym poziomie ryzyka.

Należy oczekiwać, że w najbliższych latach podstawowe założenia realizacji celu kolejnych „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych” w zakresie struktury rodzajowej długu nie ulegną zmianie. Nadal:

³⁰ W 2009 r. udzielono pożyczki w wysokości 5,5 mld zł (Rada Ministrów, *Sprawozdanie z wykonania budżetu państwa za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2009 r., Omówienie*, s. 377). W ustawie budżetowej na 2010 r. (art. 8 pkt 2 lit. f) zapisano limit pożyczek dla FUS na wypłatę świadczeń gwarantowanych przez państwo w wysokości 5,5 mld zł, w ustawie budżetowej na rok 2011 odpowiednio 6,0 mld zł (art. 8 pkt 2 lit. e).

³¹ „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014”, s. 27.

- požądane będzie wydłużanie wciąż stosunkowo niskiej³² średniej zapadalności długu krajowego przez zwiększanie roli instrumentów średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych. Kryzys finansowy oraz następujący po nim kryzys zadłużenia niektórych państw, głównie strefy euro, uwypuklił rolę ryzyka refinansowania jako najważniejszego ryzyka w zarządzaniu długiem, zagrażającego nie tylko realizacji celu minimalizacji kosztów, ale również podstawowej funkcji zarządzania długiem, tj. finansowaniu potrzeb pożyczkowych. Postępy w osiągnięciu tego zamierzenia uzależnione będą od sytuacji rynkowej, wpływającej na koszty emisji,
- ze względu na wyższe zwykle koszty finansowania na dłuższe terminy, uzasadnione będzie rozdzielenie zarządzania ryzykiem refinansowania i stopy procentowej. Wydłużanie średniej zapadalności przy stabilizacji *duration* będzie mogło być osiągnięte przez emisję obligacji o oprocentowaniu zmiennym lub indeksowanych inflacją oraz instrumenty pochodne,
- kompromis między dążeniem do ograniczania oczekiwanych kosztów (związanych z niższymi stopami procentowymi na głównych rynkach zagranicznych oraz prawdopodobną aprecjacją złotego w horyzoncie średnioterminowym) a ryzykiem kursowym uzasadniać ma pozyskiwanie pewnej kwoty środków na rynkach zagranicznych (w ostatnich kilku latach było to ok. ¼ potrzeb pożyczkowych brutto), przy pozostawieniu rynku krajowego jako głównego źródła pozyskiwania środków,
- perspektywa przyjęcia przez Polskę euro, a w ślad za nią zniknięcie ryzyka kursowego w odniesieniu do długu w euro, jak również silniejsze powiązanie polskiej gospodarki ze strefą euro niż z innymi obszarami gospodarczymi, uzasadniać będzie traktowanie rynku euro jako priorytetowego spośród rynków zagranicznych.

Istotne nowe uwarunkowanie zewnętrzne, które wymagać będzie ponownego zdefiniowania zasad kształtowania pożądanej struktury długu, to przyjęcie euro. Polska jako członek Unii Gospodarczej i Walutowej z tzw. derogacją jest do tego zobowiązana, choć planowana data tego wydarzenia nie została wyznaczona. Doświadczenia państw przystępujących do strefy euro wykazały³³, że wiązało się to z:

³² Zestawienie średnich zapadalności i *duration* długu państw UE znajduje się w aneksie 5 „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2015”, s. 51.

³³ M. Szczerbak, J. Misiórski, G. Pochopień, *Wpływ przyjęcia przez Polskę euro na strategię zarządzania długiem Skarbu Państwa* [w:] *Raport dotyczący pełnego uczestni-*

- z jednej strony zwiększeniem popytu ze strony inwestorów z innych państw strefy euro, wynikającym z wyeliminowania ryzyka kursowego, z drugiej strony zmniejszeniem popytu ze strony inwestorów krajowych, którzy część popytu kierują w stronę skarbowych papierów wartościowych (SPW) innych emitentów strefy euro,
- systematycznym wzrostem udziału nierezydentów w zadłużeniu, a jednocześnie zmniejszeniem zmienności popytu, co prowadziło do ograniczenia ryzyka natrafienia emitenta na barierę popytu.

Strategia zarządzania długiem po przystąpieniu do strefy euro będzie musiała zdefiniować rolę emisji w walutach obcych, w tym określić, czy takie emisje będą w ogóle uzasadnione. Czynniki, które trzeba rozważyć, są z jednej strony potencjalnie niższe koszty obsługi długu w walutach o niskim oprocentowaniu oraz dostęp do szerszej bazy inwestorów, z drugiej strony przede wszystkim ryzyko kursowe oraz względna przewaga kosztowa Polski na rynku krajowym, którym będzie duży i płynny rynek euro.

Niemal wszystkie państwa strefy euro po przyjęciu wspólnej waluty znacząco ograniczyły lub całkowicie wyeliminowały ryzyko kursowe³⁴, w tym część przez zamianę płatności w walutach obcych na płatności w euro w transakcjach pochodnych typu *cross currency swap*. Ponadto zwiększenie rynku i związane z nim istotne ograniczenie bariery popytu na SPW zwiększyło w państwach strefy euro możliwości kształtowania profilu ryzyka rynkowego zgodnie z przyjętą w ich startegiach pożądaną strukturą długu przez odpowiedni dobór instrumentów. Zauważalna była tendencja do wydłużania średniej zapadalności długu, rozwoju segmentu obligacji indeksowanych inflacją oraz wzrostu roli transakcji *swap*³⁵.

Ważnym z punktu widzenia popytu na SPW w poszczególnych segmentach rynku, a jednocześnie trudnym do prognozowania aspektem struktury długu publicznego jest rola poszczególnych grup inwestorów. Według tego aspektu dług zaciągany na rynku krajowym i zagranicznym można ze względu na różną walutę i porządek prawny traktować jako byty w dużej mierze odrębne³⁶, choć powiązane funkcją finansowania potrzeb pożyczko-

ctwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej, projekty badawcze, cz. VI, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009, s. 129.

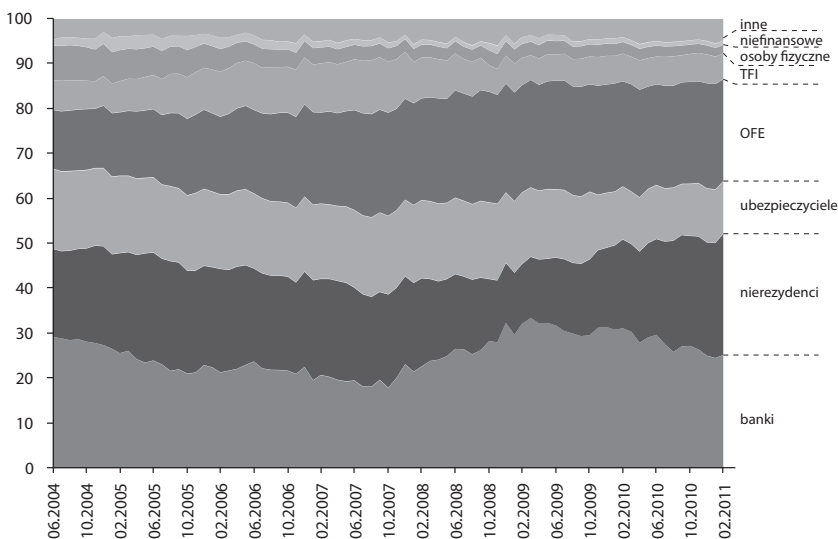
³⁴ *Ibidem*, s. 95.

³⁵ *Ibidem*, s. 96–101.

³⁶ Choć nie jest uprawnione założenie, że dług emitowany na rynki zagraniczne nabywany jest jedynie przez nierezydentów. Na koniec 2010 r. ok. 5% długu zagranicznego (wg kryterium miejsca emisji) i ok. 7% rynkowego długu zagranicznego znajdowało się w posiadaniu inwestorów krajowych. Por. *Zadłużenie Skarbu Państwa*, www.mf.gov.pl.

wych budżetu państwa oraz elastycznością, jaką w tej mierze ma zarządzający długiem. Szczególnie istotne są tendencje w zakresie bazy inwestorów na rynku krajowym, będącym głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu. Wykres 10 przedstawia strukturę długu krajowego Skarbu Państwa wg grup inwestorów od 2004 r.

Wykres 10. Struktura długu krajowego Skarbu Państwa w podziale na główne grupy inwestorów w okresie czerwiec 2004 r.–luty 2011 r. (w %)



Źródło: na podstawie danych z Ministerstwa Finansów, www.mf.gov.pl.

Z danych przedstawionych na wykresie 10 wynika, że:

- przez niemal cały analizowany okres ponad połowę długu krajowego (średnio 55%) Skarbu Państwa posiadali krajowi inwestorzy poza-bankowi; do głównych grup inwestorów należały otwarte fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne (TFI), znaczącą rolę przestali natomiast odgrywać inwestorzy indywidualni,
- w latach 2004–2007 systematycznie malał udział banków: z niemal 30% do ok. 20%; rola banków ponownie uległa zwiększeniu w okresie kryzysu finansowego w 2008 r. w czasie wyprzedazy krajowych SPW przez inwestorów zagranicznych oraz fundusze inwestycyjne, po czym nastąpił powrót do trendu spadkowego,

- udział inwestorów zagranicznych do 2007 r. utrzymywał się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 20%, po czym znacząco zmniejszył się w 2008 r., od 2009 r. stale i znacząco rósł, osiągając 27% w lutym 2011 r.

W najbliższych latach można oczekiwać, że w strukturze podmiotowej długu krajowego Skarbu Państwa istotną rolę odgrywać będą następujące elementy:

- rosnące oszczędności krajowe zapewnią popyt na SPW ze strony krajowych inwestorów pozabankowych, przede wszystkim pozabankowych instytucji finansowych, niemniej w związku ze zmianami w systemie emerytalnym, w tym zmniejszeniem składki emerytalnej przekazywanej do II filaru oraz przewidywanym stopniowym zwiększeniem dopuszczalnego udziału akcji w portfelach OFE³⁷, ograniczeniu ulegnie również rola OFE w popycie na SPW,
- popyt ze strony inwestorów zagranicznych będzie elementem najmniej przewidywalnym oraz w dużej mierze uzależnionym od czynników zewnętrznych, takich jak koniunktura oraz polityka pieniężna głównych gospodarek światowych czy zmiany preferencji globalnych inwestorów względem ryzyka,
- popyt ze strony banków pozostanie czynnikiem wynikowym, rola banków powinna się zmniejszać w okresach dynamicznego rozwoju gospodarki, zarówno ze względu na dynamikę akcji kredytowej banków, jak i rosnące aktywa instytucji pozabankowych, jednocześnie banki, podobnie jak to miało miejsce w 2008 r.³⁸, będą skłonne absorbować podaż SPW w przypadku zjawisk kryzysowych, co będzie możliwe, szczególnie jeśli utrzyma się strukturalna nadpłynność sektora bankowego³⁹.

³⁷ Uzasadnienie ustawy o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (s. 8, 9) zakłada stopniowy wzrost dopuszczalnego udziału akcji w portfelach OFE z dotychczasowego 40% do 62% w 2020 r. oraz docelowo do 90%.

³⁸ „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012”, s. 25.

³⁹ W ocenie Rady Polityki Pieniężnej przedstawionej w „Założeniach polityki pieniężnej na rok 2011” (Warszawa, wrzesień 2010 r.) rok 2011 będzie kolejnym rokiem wzrostu nadpłynności w krajowym sektorze bankowym, a jej poziom może przekroczyć 100 mld zł średnio w ciągu roku. Głównym czynnikiem zwiększającym płynność sektora będzie napływ środków z UE.

Podsumowanie

Przyszłość ze swojej natury jest niepewna, a różne założenia co do rozwoju zjawisk mających wpływ na wielkość i strukturę długu publicznego w Polsce w oczywisty sposób prowadzić będą do odmiennych ścieżek długu. Zamierzeniem niniejszego opracowania nie było tworzenie i omawianie alternatywnych scenariuszy dotyczących rozwoju długu publicznego, gdyż swoboda, związana z wielopłaszczyznowym powiązaniem długu publicznego z finansami publicznymi, uwarunkowaniami prawnymi, politycznymi, społecznymi, demograficznymi, rynkowymi i międzynarodowymi, jest na tyle duża, że rozpiętość możliwych wyników znacząco ograniczałaby wartość poznawczą rozważań.

W opracowaniu skoncentrowano się na identyfikacji głównych uwarunkowań, które w ciągu najbliższych kilku lat powinny mieć istotne znaczenie dla kształtowania się wielkości i struktury długu publicznego oraz wskazaniu ich prawdopodobnego wpływu na dług publiczny. Najważniejsze wnioski z analizy przedstawiono poniżej.

- Ograniczeniem dla występującej w ostatnim czasie tendencji narastania długu publicznego będą stosunkowo restrykcyjne reguły zapisane w polskim prawie, w szczególności konstytucyjny limit 60% długu do PKB oraz dotkliwe procedury ostrożnościowe i sanacyjne zawarte w ustawie o finansach publicznych, zwłaszcza te związane z przekroczeniem progu 55% PKB. Od wejścia w życie procedur ostrożnościowych i sanacyjnych w 1999 r. dług publiczny nie przekraczał 55%, a przekroczenie progu 50% wiązało się z obniżeniem relacji długu do PKB w kolejnych latach, co może świadczyć o skuteczności procedur.
- Można sądzić, że konsekwencje przekroczenia progu 55% wiązałyby się z większymi kosztami społecznymi i politycznymi niż stopniowe ograniczanie deficytu w celu uniknięcia przekroczenia tego progu, co stanowi silną zachętę do utrzymywania relacji długu do PKB poniżej 55%.
- Ewentualna pokusa ograniczenia długu przez zmianę jego definicji natrafia na dwie poważne przeszkody: brak wpływu na wielkość długu liczoną wg standardów międzynarodowych, w przypadku Polski metodologii UE, oraz na ocenę wiarygodności emitenta dokonywaną przez agencje ratingowe oraz ostatecznych arbitrów, jakimi są wierzyciele – uczestnicy rynków finansowych.
- Reguły fiskalne obowiązujące w Unii Europejskiej nie gwarantowały do tej pory prowadzenia przez państwa członkowskie ostrożnej po-

lityki fiskalnej, przynajmniej w odniesieniu do państw, które przystąpiły do UE przed 2004 r. Impulsem do reform fiskalnych wielu państw mógł być zamiar przystąpienia do strefy euro i niezbędna do przyjęcia wspólnej waluty pozytywna ocena spełnienia kryteriów konwergencji, jednak w dużej części państw już należących do strefy euro zadłużenie utrzymywało się na wysokim poziomie lub rosło.

- Dużo surowszym niż instytucje UE recenzentem mogą być rynki finansowe, które do 2008 r. tolerowały znaczące zadłużenie wielu państw UE, w szczególności strefy euro, jednak wobec znaczących przyrostów długu większości państw UE, w tym należących do strefy euro, będącego konsekwencją światowego kryzysu finansowego i gospodarczego lat 2008–2009, wymusiły radykalne dostosowania fiskalne i zmusiły do przyjęcia programów naprawczych. Również dla Polski, której dług publiczny na tle innych państw UE można uznać za umiarkowany, oznacza to, że limitem wielkości długu publicznego, niezależnie od ograniczeń prawnych, jest poziom długu uznany za możliwy do bezpiecznego refinansowania przez uczestników rynków finansowych.
- W Polsce wyzwaniem jest strukturalny deficyt finansów publicznych, powodujący, że stabilizacja lub obniżenie relacji długu do PKB następuje jedynie przy wysokiej dynamice PKB. Deficyt ten jest pogłębiany przez niezbilansowany system emerytalny. Obciążeniem dla budżetu są zarówno dotacje do starego systemu emerytalnego, jak i bieżące koszty reformy emerytalnej. Napięcia budżetowe związane z systemem emerytalnym zostały częściowo złagodzone zmianą struktury finansowania nowego systemu, polegającą na zmniejszeniu składki emerytalnej przekazywanej do OFE, choć za cenę wzrostu wydatków publicznych na emerytury w przyszłości.
- Aktualne średnioterminowe prognozy rządu, uwzględniające działania i mechanizmy ograniczające wydatki oraz zwiększające dochody, przewidują ograniczenie relacji deficytu i długu do PKB w średnim terminie, w tym powrót relacji państwowego długu publicznego do PKB poniżej 50% w 2014 r. oraz obniżenie deficytu instytucji rządowych i samorządowych poniżej 3% do 2012 r.

W najbliższych latach można oczekiwać, że udział zadłużenia innych niż Skarb Państwa jednostek sektora finansów publicznych nie będzie przekraczał 10%, a dominujące znaczenie w tej grupie będzie miał dług j.s.t. W odniesieniu do struktury długu Skarbu Państwa do czasu przyjęcia euro można oczekiwać kontynuacji głównych kierunków działań wyznaczonych przez aktualną strategię zarządzania długiem, tj.:

- dążenia do ograniczania ryzyka refinansowania poprzez wydłużanie średniej zapadalności długu krajowego oraz zwiększanie roli instrumentów średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych,
- utrzymania rynku krajowego jako głównego źródła finansowania potrzeb pożyczkowych, przy istotnej uzupełniającej roli długu zagranicznego, dającego dostęp do tańszego finansowania i poszerzania bazy inwestorów przy akceptowalnym poziomie ryzyka kursowego,
- dominującej roli euro jako przyszłej waluty krajowej w strukturze długu w walutach obcych.

Po przyjęciu przez Polskę euro rola długu w walutach obcych zostanie znacząco ograniczona. Dostęp do dużo większego niż obecny krajowego rynku finansowego pozwoli na znacznie większą swobodę w kształtowaniu struktury długu, m.in. wydłużaniu jego zapadalności, zarządzaniu ryzykiem stopy procentowej i kursowym z wykorzystaniem instrumentów pochodnych czy też indeksacji części portfela SPW inflacją.

W strukturze podmiotowej długu krajowego dominującą rolę powinni odgrywać krajowi inwestorzy pozabankowi, z okresowo wzrastającą rolą banków w okresach kryzysowych. Istotny, choć trudny do przewidzenia i potencjalnie zmienny, będzie też udział inwestorów zagranicznych. Ich rola wzrośnie znacząco po przyjęciu euro, gdyż inwestycja w polskie SPW nie będzie dla inwestorów ze strefy euro wiązała się z ryzykiem walutowym.

Bibliografia

- European Commission, *European Economic Forecast – Autumn 2010*, http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2010_autumn_forecast_en.htm.
- European Commission, *Legal and political texts*, czerwiec 2007 r.
- Ministerstwo Finansów, „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012”, wrzesień 2009 r.
- Ministerstwo Finansów, „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014”, wrzesień 2010 r.
- Rada Ministrów, „Wieloletni plan finansowy państwa 2011–2014”, Warszawa, kwiecień 2011 r., załącznik do uchwały nr 36 Rady Ministrów z 5 kwietnia 2011 r.
- Rada Ministrów, „Sprawozdanie z wykonania budżetu państwa za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2009 r.”, www.mf.gov.pl.
- Rada Polityki Pieniężnej, „Założeniach polityki pieniężnej na rok 2011”, wrzesień 2010 r.
- „Program konwergencji – aktualizacja 2011”, kwiecień 2011 r., www.mf.gov.pl.

M. Szczerbak, J. Misiórski, G. Pochopień, *Wpływ przyjęcia przez Polskę euro na strategię zarządzania długiem Skarbu Państwa [w:] Raport dotyczący pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, projekty badawcze, cz. VI, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.

Akty prawne

Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2 kwietnia 1997 r., Dz.U. nr 78, poz. 483.
Ustawa budżetowa na rok 2010, Dz.U. nr 19, poz. 102.
Ustawa budżetowa na rok 2011, Dz.U. nr 29, poz. 150.
Ustawa z 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych, Dz.U. z 2003 r. nr 15, poz. 148.
Ustawa z 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, Dz.U. nr 249, poz. 2104. Ustawa z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U. nr 157, poz. 1240.
Ustawa z 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, Dz.U. nr 75, poz. 398.
Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, druk sejmowy nr 3946/VI kad., <http://orka.sejm.gov.pl/Druki6ka.nsf/wgdruku/3946>.

Bazy danych

Główny Urząd Statystyczny, www.stat.gov.pl.
Ministerstwo Finansów, www.mf.gov.pl, zakładka Finanse Publiczne / Dług publiczny / Publikacje.
Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
European Central Bank, <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>.
Reuters Credit Views.