

*dr hab. Leszek Klukowski*¹

Zakład Modelowania Komputerowego
Instytut Badań Systemowych PAN, Warszawa

Materializacja rodzajów ryzyka w zadłużeniu publicznym Polski w XXI wieku. Kierunki działań sanacyjnych

WPROWADZENIE

Pogorszenie stanu finansów publicznych Polski na początku 2016 r. przyczyniło się do obniżenia ratingów długoterminowych przez Standard & Poors (w walucie krajowej do A–, w zagranicznej do BBB+) oraz Moody's (ujemna perspektywa). Obniżki te odzwierciedliły wzrost ryzyka politycznego po wyborach parlamentarnych, ale niewątpliwie również: pogorszenie „zdrowia” finansów publicznych w ostatnich latach, zmiany budżetowe przewidziane do wprowadzenia w latach 2016–2017 oraz ocenę perspektyw sektora finansów publicznych w dłuższym horyzoncie. Główne źródła pogorszenia sytuacji są następujące: konieczność realizacji wniosku Rzecznika Praw Obywatelskich na temat podniesienia kwoty wolnej od podatku PIT, projekt obniżki wieku emerytalnego do poziomów 60/65 lat, podniesienie poziomu świadczeń rodzinnych (m.in. dodatek na dzieci 500+), projekt konwersji kredytów hipotecznych we frankach. Wcześniej czynnikiem obniżającym rating były działania dotyczące OFE, które skutkowały wzrostem zobowiązań w podsektorze emerytalnym. Obniżka ratingu ma wiele niekorzystnych skutków, a zwłaszcza wzrost: kosztów kredytu, kursów walutowych, zmienności kursów. W przypadku sektora publicznego powodują one zwiększenie: kosztów obsługi długu oraz – w następstwie – poziomu zadłużenia. Koszty obsługi wzrastają wskutek wzrostu stóp procentowych (wynikających z ryzyka), dług – wskutek wzrostu kursów walutowych i stóp. Wzrosty te mają miejsce w okresie ujemnej stopy depozytowej EBC; powodują utratę dogodnej sytuacji do obniżki kosztów długu. Niskie stopy zostały wykorzystane przez wiele krajów

¹ Adres korespondencyjny: ul. Nowelska 6, 01-447 Warszawa, e-mail: Leszek.Klukowski@ibspan.waw.pl

UE do wyjścia z procedury nadmiernego deficytu. W przypadku Polski niskie koszty dałyby możliwość sfinansowania świadczeń 500+ bez znaczącego wzrostu opodatkowania.

Zmiany w budżecie zaistniałe w ustawie na rok 2016 nie wywołają w tymże roku znaczącego wpływu na deficyt, ponieważ podniesienie kwoty wolnej od podatku nastąpi w roku 2017 (zrealizowano jedynie w przypadku najniższych wynagrodzeń), a obniżka wieku emerytalnego – w październiku 2017 r. Deficyt budżetu państwa na 2017 r. przyjęto natomiast na najwyższym dotychczas poziomie, blisko 60 mld zł (mimo niższych kosztów obsługi długu w stosunku do poprzednich lat). Sfinansowanie skutków ww. działań w latach następnych, zwłaszcza przy uwzględnieniu (ewentualnej) obniżki VAT z 23%, będzie wymagało zwiększenia deficytu lub/ oraz innych obciążeń podatkowych. Co więcej, przewiduje się zwiększenia deficytu w systemie emerytalnym – nawet do poziomu około 400 mld w ciągu 5 lat (szacunki ZUS z marca 2016 r.). Stan sektora finansów publicznych w horyzoncie obecnej dekady należy więc ocenić jako trudny, tj. z presją w kierunku dalszego powiększenia deficytu, długu i opodatkowania oraz zmniejszenia pola manewru, zwłaszcza w budżecie państwa i w systemie emerytalnym. Jednym ze skutków tych zmian jest ograniczenie zakresu konwergencji fiskalnej z krajami strefy euro. Trzeba mieć też na uwadze fakt, że w następnej dekadzie nastąpi zmiana w zakresie transferów unijnych, która uszczupli wpływy budżetowe, jak również nie wpłynie pozytywnie na wzrost PKB. Utrzymanie obecnego ratingu w tym horyzoncie na niskim poziomie pogorszy perspektywę wejścia do strefy euro. Stan taki sprawia, że Polska znajdzie się w grupie krajów regionu o słabej kondycji finansów publicznych – z lidera stanie się maruderem [zob. też Balcercowicz, Rzońca, Łaszek i in., 2015].

Celem niniejszego opracowania jest:

- analiza i diagnoza stanu długu publicznego z uwzględnieniem wpływu na sytuację sektora finansów publicznych oraz ratingu tego sektora w XXI w.; ponadto porównanie z krajami regionu i strefy euro,
- sformułowanie kierunków działań sanacyjnych w Polsce, w tym konieczność doskonalenia w zakresie zarządzania i strategii długu obejmującego: innowacje z zakresu inżynierii finansowej oraz sformalizowaną metodologię optymalizacji, a także wzmocnienia nadzoru nad zadłużeniem.

Problemy związane z nadmiernym deficytem i zadłużeniem należy też uznać za podstawowe dla wzrostu ekonomicznego warunkującego w istotny sposób procesy rozwojowe kraju, obecne zadłużenie stanowi bowiem źródło znaczącego ograniczenia pola manewru w finansach publicznych, a w przyszłości perspektywy kryzysu – pułapki zadłużenia. Wiele krajów doświadczyło skutków tego zagrożenia w dotkliwy sposób w ostatnich latach, a więc nie jest ono nierealistyczne [całokształt problematyki finansów publicznych: Owsiak, 2006].

Artykuł składa się z czterech części prezentujących kolejno wymienione powyżej cele oraz podsumowania.

**ANALIZA I DIAGNOZA ZADŁUŻENIA PUBLICZNEGO
W POLSCE W XXI WIEKU**

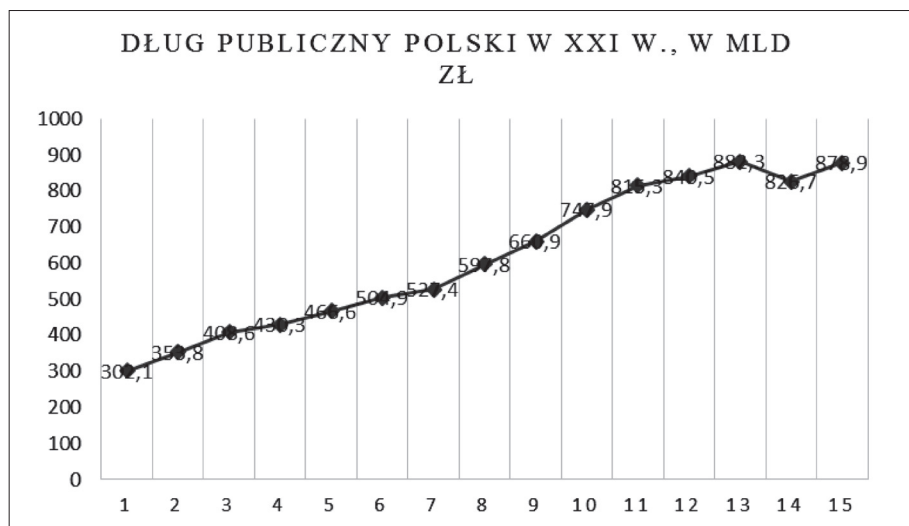
Nadmierny poziom długu publicznego prowadzi do negatywnych skutków dla finansów publicznych i gospodarki oraz stwarza zagrożenie kryzysem – pułapką zadłużenia. Obecnie (2016 r.) wiele krajów UE przekracza poziom zadłużenia określony w procedurze nadmiernego deficytu, a niektóre doświadczyły pułapki zadłużenia – w najwyższym stopniu Grecja (178,6% PKB w 2014 r.).

Tabela 1. Państwowy dług publiczny (PDP), dług/PKB według ESA'2010, deficyt sektora finansów publicznych według ESA'2010 w latach 2000–2015

Rok	PDP [mld zł]	Dług/PKB według ESA'2010	Deficyt sektora, fin. publ. [%] według ESA'2010
2000	280,3	36,5	3,0
2001	302,1	37,3	5,3
2002	353,8	41,8	5,0
2003	408,6	46,6	6,1
2004	430,3	45,3	5,2
2005	466,6	46,7	4,0
2006	504,9	47,1	3,6
2007	527,4	44,2	1,9
2008	597,8	46,6	3,6
2009	660,9	49,8	7,3
2010	747,9	53,3	7,5
2011	815,3	54,4	4,9
2012	840,5	54,0	3,7
2013	882,3	55,9	4,0
2014	826,7	50,4	3,3
2015	878,9	51,3	2,6

Źródło: Eurostat, Roczniki statystyczne Rzeczypospolitej Polskiej GUS.

Zadłużenie w UE przekracza znacząco dopuszczalny poziom 60% PKB – wyniosło w 2014 r. 86,8%. W krajach postkomunistycznych zadłużenie ma niższy poziom (ze względu na niższy poziom PKB); jedynie trzy „kryzysowe” kraje przekraczają 60% PKB, tj. Węgry (76,2%), Słowenia (80,8%) i Chorwacja (85,1%). Zadłużenie nieco wyższe niż Polska ma Słowacja (53,5%), ale też wyższy rating o dwa stopnie; nieuwzględnienie umorzenia obligacji OFE stworzyłoby jednak sytuację przeciwną. Należy dodać, że w ostatnich latach niektóre kraje regionu polepszyły sytuację w zakresie długu i deficytu, a kraje strefy euro w zakresie deficytu.



Rys. 1. Państwowy dług publiczny w kolejnych latach XXI w. [mld zł]

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku deficytu sektora finansów publicznych sytuacja w UE przyjmuje w ostatnich latach korzystny kierunek: w 2013 r. wyniósł on w całej UE 3,3%, natomiast w 2014 – 3,0%. W 2014 r. liczba krajów przekraczających deficyt 3% PKB ustanowiony w procedurze wyniosła dwanaście, liczba krajów nieprzekraczających również dwanaście, natomiast cztery kraje wykazały nadwyżkę (Dania, Niemcy, Estonia, Luksemburg). Stan ten daje podstawę do korzystnych prognoz w przypadku krajów UE o wysokim ratingu wskutek obniżenia rentowności i kosztów obsługi zadłużenia publicznego (niski rating Polski nie pozwala, jak już zaznaczono, wykorzystać tej sytuacji). W przypadku Polski zdjęto procedurę nadmiernego deficytu w 2015 r., niemniej deficyt wyniósł 3,3% PKB w 2014 r. według ESA'2010 (w 2016 r. – 2,6%). Polska przebywała w procedurze od początku wieku z wyłączeniem 2007 r. (deficyt 1,9% PKB). Czynnikiem umożliwiającym zdjęcie procedury w tymże roku były m.in.: wysoki wzrost PKB (7,2%) oraz początek okresu wysokiej inflacji (2,6% w 2007 r., 4,2% w 2008 r.). Przypomnijmy, że relacja dług/PKB jest obliczana na podstawie nominalnej wartości PKB. Należy zaznaczyć, że metodologia ESA'2010 implikuje w przypadku Polski korzystniejsze wartości relacji: dług/PKB oraz deficyt/PKB niż ESA'95. Ponadto „polepszenie” wartości wskaźników dług/PKB, deficyt/PKB było spowodowane umorzeniem obligacji OFE w 2013 r., które zwiększyło zobowiązania w sektorze emerytalnym (prognozę deficytu tego sektora podano powyżej).

Zadłużenie scharakteryzowane jedynie przy użyciu relacji: dług/PKB, deficyt/PKB, koszty obsługi/PKB nie daje pełnego obrazu sytuacji, ponieważ nie uwzględnia wzrostu poziomu cen (określonego przez deflator PKB) i wyłączenia

wielu składników z zadłużenia (obligacji OFE, niektórych funduszy) oraz zmian w metodologii długu i PKB – zarówno w krajowej, jak i ESA'2010. Ponadto zadłużenie wyrażone w liczbach bezwzględnych wyznacza (wraz z rentownościami instrumentów dłużnych) poziom kosztów obsługi stanowiących znaczący ciężar dla budżetu (większy niż np. okazałe koszty obronności), a także kwotę do spłaty. Wartość zadłużenia (państwowy dług publiczny) wzrosła około 3-krotnie w porównaniu z początkiem wieku (zob. tabela 1), tj. około 3,14-krotnie w stosunku do 2000 r. oraz 2,91-krotnie w stosunku do 2001 r. Największe tempo przyrostu (bezwzględnego) długu miało miejsce w latach 2008–2011, średnio około 72 mld zł rocznie; w latach 2008–2013 wyniosło ono średnio około 59 mld zł, natomiast dane za lata 2014–2015 są nieporównywalne ze względu na umorzenie obligacji OFE. Warto dodać, że według metodologii stosowanej w liczniku długu Fundacji FOR zadłużenie przekroczyło już 60%. Dynamika długu (w liczbach bezwzględnych) osiągnęła nadmierny poziom, zwłaszcza na przełomie pierwszej i drugiej dekady tego wieku, skutkujący kosztami obsługi przekraczającymi 2,5% PKB. Co więcej, znaczny przyrost długu spowodował konieczność sfinansowania go na rynku międzynarodowym (obecnie około 35% w długu Skarbu Państwa); dług ten jest wrażliwy na zmiany kursów walutowych (ze względu na niski rating). Kursy te oraz rentowności długoterminowych obligacji skarbowych (10-letnich i dłuższych) wzrosły skokowo w okresie poprzedzającym obniżkę ratingów; rentowności te przekraczają znacząco rentowności obligacji strefy euro (poza krajami kryzysowymi).

Ocena narastania zadłużania Polski w XXI w. prowadzi do kolejnego stwierdzenia – nie były realizowane cele sformułowane w strategiach długu (załącznikach do ustawy budżetowej) z kolejnych lat, a w szczególności:

1. Obniżenie zadłużenia do poziomu zapewniającego niezbędny rating; na przełomie wieku osiągalny był poziom około 35% PKB zapewniający rating analogiczny jak w Słowacji, zaś na koniec I dekady tego wieku – poziom około 44% stwarzający możliwość pozytywnej perspektywy ówczesnych ratingów (krajowy A, zagraniczny A–). Obecnie celem może być powrót do ratingu obniżonego przez S&P oraz Moody's w 2016 r. [zob. Ciżkowicz, Michalska, Rzońca, 2011].
2. Obniżenie zadłużenia do poziomu zapewniającego akceptowalny poziom kosztów obsługi. Koszty te były nadmierne w relacji do: PKB (ponad 2,5%), dochodów budżetu (kilkanaście procent), wydatków na obronność, edukację i naukę, jak również stwarzały stale napięcia budżetowe.
3. Obniżenie udziału długu w walutach obcych; na początku wieku wynosił on (w długu Skarbu Państwa) około 25%, obecnie – około 35%. Wzrost udziału jest m.in. konsekwencją potrojenia długu w warunkach znacznie niższego wzrostu PKB (również „głębokości” rynku finansowego), wzmocnia on negatywne skutki w ekonomii i polityce monetarnej.
4. Postulat „uszczelnienia” mechanizmu zadłużania, tj. wyeliminowania możliwości niekontrolowanego zaciągania długu; źródłem zadłużenia były m.in. jednostki służby zdrowia, które wielokrotnie oddłużano.

W praktyce ostatnich lat zadłużanie było ustalane w istocie na maksymalnym poziomie uwalniającym od sankcji krajowych oraz unijnych; wykonywano też (szkodliwe) działania mające na celu doprowadzenie do „poluzowania” wymogów procedury nadmiernego deficytu ze względu na reformę emerytalną. Nie zrealizowano jednak wyjścia z procedury przed 2015 r. mimo wielokrotnych zapowiedzi. Co więcej, w początkowych latach wieku miała miejsce ujemna korelacja dynamiki PKB i deficytu/PKB, natomiast w ostatnich latach – dodatnia, tj. wysoki deficyt (konsumpcja na kredyt) „napędzał” PKB. Można również zauważyć dążność do wzrostu deficytu sektora (głównie podsektora rządowego) po obniżkach relacji dług/PKB w omawianym okresie. Obniżki te były skutkiem: wysokiej dynamiki wzrostu PKB w niektórych latach, znaczących wpływów z prywatyzacji, zmian metodologii długu, wzrostu poziomu cen (inflacji), umorzenia obligacji OFE i innych. Miała więc miejsce „konsumpcja” efektów leżących poza obszarem kształtowania długu. Jedną ze szkodliwych praktyk było też przeznaczanie niewykorzystanych środków na koszty obsługi długu na inne cele. Źródłem tych „oszczędności” było tworzenie „zakładki” na okoliczność wzrostu stóp procentowych oraz kursów walutowych ponad prognozy zawarte w ustawie budżetowej. W opinii autora tego opracowania środki te powinny być przeznaczane na obniżkę zadłużenia, co skutkuje niższymi kosztami obsługi w przyszłości; inne cele mogą być finansowane z rezerwy budżetowej.

Omówione wyżej działania doprowadziły do znacznego pogorszenia „zdrowia” finansów publicznych, w szczególności: presji na obniżkę ratingu oraz nadmiernych wydatków z tytułu kosztów długu. Ponadto nie jest obecnie rozważane (i wykonalne) wejście do strefy euro, co zrealizowało (lub zamierza) wiele krajów regionu.

Podsumowanie powyższych faktów można wyrazić zwięźle następująco:

1. W okresie ostatniej dekady doszło do wysoce niekorzystnego przyrostu: zadłużenia publicznego, kosztów obsługi długu oraz długu zagranicznego (kwotowo i relatywnie). Spowodował on pogorszenie „zdrowia” finansów publicznych wyrażające się obniżką ratingu długoterminowego pogłębiającą niekorzystne perspektywy fiskalne dla najbliższych lat, zwłaszcza po 2016 r., jak również dla przyszłej dekady, tj. końca transferów z UE.
2. Skutki zadłużenia wpływają negatywnie na możliwość wypełnienia wymogów wejścia do strefy euro oraz paktu fiskalnego; oddalają zatem od centrum UE w zakresie systemu fiskalnego.
3. Sytuacja kraju kształtuje się niekorzystnie zarówno na tle krajów regionu, jak i niekryzysowych krajów UE.
4. Na szczególne podkreślenie zasługuje zła sytuacja w zakresie kosztów obsługi długu: osiągnęły one wysoki poziom (w liczbach bezwzględnych i w relacji do PKB) niemożliwy do obniżenia w warunkach niskiego ratingu, niewspółmierne do krajów o wysokim ratingu; utrudniają one obniżenie deficytu sektora poniżej 3% PKB.

5. Wysoce negatywnym czynnikiem w finansach publicznych jest zadłużenie emerytalne; będzie ono narastać wraz ze zmianą struktury demograficznej ludności kraju, tj. przyrostem liczby emerytów, w warunkach bardzo niskiego przyrostu naturalnego (około 60% potrzeb stałości populacji). Dalsze pogorszenie sytuacji spowoduje obniżenie wieku emerytalnego, tj. do obowiązujących wcześniej kryteriów wiekowych.
6. Stan finansów publicznych wymusza dalsze niekorzystne zmiany w systemie podatkowym, m.in. konieczność sfinansowania wydatków „demograficznych” i skutków obniżenia wpływów budżetowych wskutek podwyżki kwoty wolnej od podatku PIT (regulacja przyjęta w tej kwestii w 2017 r., neutralna dla budżetu, wydaje się nieakceptowalna w dłuższej perspektywie), skutkuje opodatkowaniem banków oraz instytucji handlowych (zawieszono je w 2016 r.). W przypadku niższego zadłużenia i wyższego ratingu można by sfinansować około połowy tych wydatków z obniżki kosztów obsługi długu. W konsekwencji nie jest możliwe obniżenie opodatkowania VAT i CIT do poziomu typowego dla krajów strefy euro; podobnie jest w przypadku wysokiego „klina” podatkowego dla podatników o niskich dochodach. Sytuacja taka wpływa niekorzystnie na dynamikę PKB oraz poziom zarobków pracowników; utrwała ona stan „dzielenia biedy”.

PODSTAWOWE KIERUNKI DZIAŁAŃ SANACYJNYCH W ZAKRESIE ZADŁUŻENIA W POLSCE

Powyższa zwięzła prezentacja negatywów obecnego stanu zdrowia finansów publicznych związanych z zadłużeniem Polski implikuje niezbędne kierunki sanacji. Konieczne jest też wdrożenie doświadczeń krajów mających osiągnięcia w redukcji długu oraz będących liderami w metodach strategii i zarządzania.

Poprawa w zakresie poziomu zadłużenia w relacji do PKB może nastąpić w wyniku: obniżki deficytu sektora finansów publicznych, wzrostu dynamiki PKB, obniżki kosztów obsługi długu.

Obniżka deficytu wymaga zmniejszenia różnicy między dochodami i wydatkami. Czynnikiem umożliwiającymi realizację tego celu są: podniesienie opodatkowania, poprawa ściągalności podatków oraz ograniczenie dynamiki wydatków. Wzrost wpływów budżetowych ma też miejsce w wyniku wzrostu dynamiki PKB. Skuteczność pierwszej grupy czynników jest obecnie ograniczona. Nałożenie dodatkowych podatków na banki i handel (obecnie zawieszono) może przynieść dość ograniczone efekty, niższe, niż zakładano (szacowano). Podobna sytuacja miała miejsce wcześniej po podwyżce VAT oraz zwiększeniu akcyz. Dalsze powiększanie opodatkowania wydaje się problematyczne. Działania na rzecz większej ściągalności podatków są prowadzone od lat, jednak w ostatnim okresie obserwuje się powiększenie luki podatkowej. Czynnikiem pogarszającym

sytuację jest skomplikowanie systemu podatkowego i brak stabilności [zob. Balcero-wicz, Rzońca, Łaszek i in., 2015]. Zmniejszanie wydatków napotyka stale „opór materii”, ponieważ znaczne obszary publiczne wykazują stały niedobór środków i „konkurencję” w ich pozyskiwaniu. W finansach publicznych wprowadzono w tym celu „reguły wydatkowe” o różnych konstrukcjach, jednak nie zahamowały one szybkiego narastania długu (rys. 1). W ostatnim okresie nastąpiło powiększenie obszaru wydatków i zmniejszenie dochodów – przede wszystkim o świadczenia na dzieci; w kolejce czeka też problem kredytów hipotecznych we frankach szwajcarskich [zob. *Raport o stabilności...*, 2016]. Największym rosnącym obciążeniem są zobowiązania wynikające z kosztów długu (określonych przez niski rating) oraz z systemu emerytalnego zawierającego nadal wiele form uprzywilejowania. W tym drugim przypadku oddziałuje też wychodzenie z rynku pracy pokolenia wyżu demograficznego z lat 50. oraz perspektywa obniżki wieku emerytalnego. Podsumowując, należy podkreślić, że strona wydatkowa sektora publicznego wykazuje obecnie zdecydowaną presję wzrostową bez perspektywy kompensacji dochodami.

Problematyka wzrostu dynamiki PKB wykracza poza sferę polityki fiskalnej, wchodzi w zakres polityki makroekonomicznej. Obecny poziom wzrostu, tj. 3,6% (2015 r.), można uznać za pozytywnie umiarkowany na tle poprzednich kilku lat (średnio około 2,5%), niemniej poniżej potencjalnego. Jest on stymulowany od lat transferami z UE, a ponadto bazuje na niskim poziomie wyjściowym (koniec lat 80.). Podniesienie tempa PKB wymaga zmian strukturalnych w gospodarce oraz wzrostu stopy inwestycji. Nie bez znaczenie jest też kierunek zmian koniunktury światowej; jego prognozy były wcześniej optymistyczne, w ostatnich latach wykazują jednak obniżkę. Zmiany strukturalne w gospodarce mogą nastąpić w dłuższym horyzoncie i wymagają nakładów inwestycyjnych oraz efektywnego wdrażania postępu naukowo-technicznego. Przyrost wpływów podatkowych z tego tytułu jest opóźniony w czasie i dotyczy głównie inwestycji ze środków krajowych. Inwestycje te (oszczędności krajowe) pozostają od lat na niskim poziomie, wyraźnie niższym niż w krajach regionu (w ostatnich 10 latach: około 21% w Polsce, około 26% w krajach regionu); jednym z czynników ich zwiększenia jest odbudowa kapitałowego filaru emerytalnego. Postęp naukowo-techniczny i innowacyjność są stałymi problemami we wzroście tempa gospodarki [zob. Balcero-wicz, Rzońca, Łaszek i in., 2015; Wojnicka-Sycz, 2016; Kondratiuk-Nierodzińska, 2016]. W ostatnich latach nastąpił spadek: udziału produktywności we wzroście oraz w rankingach innowacyjności (za Polską pozostają: Rumunia i Bułgaria). Gospodarka Polski ma stale rezerwy będące pozostałościami okresu komunizmu, m.in. niski poziom aktywności zawodowej (zwłaszcza kobiet) oraz znaczny udział zatrudnienia w rolnictwie. Ponadto duży udział ma zatrudnienie w mikrofirmach, których produktywność oraz inwestycje pozostają na niskim poziomie [Balcero-wicz, Rzońca, Łaszek i in., 2015]. Uruchomienie tych rezerw pozostaje problemem do rozwiązania. Sytuacja ta powoduje niską efektywność innych czynników

sprzyjających wzrostowi, np. nie dają zwrotu wydatki na podniesienie poziomu wykształcenia. Podsumowując powyższe związane rozważania, należy podkreślić, że obecna dynamika PKB nie stanowi zagrożenia dla dochodów budżetu, ale też nie stwarza znaczącej perspektywy wzrostowej. Osiągnięcie poziomu ekonomicznego strefy euro w perspektywie dwóch dekad stoi więc pod znakiem zapytania.

Obniżka wydatków na koszty obsługi długu może nastąpić w wyniku następujących działań: obniżki poziomu długu, obniżki rentowności długu oraz podniesienia poziomu profesjonalnego zarządzania długiem. Pierwszy z nich jest obecnie, i w najbliższych latach, nieosiągalny. Obniżka rentowności wymaga przede wszystkim podniesienia ratingu powyżej poprzedniego poziomu (dotyczy to ostatniej oceny Standard & Poors i Moody's). Wyższy rating umożliwia wykorzystanie okresu niskich stóp w UE do obniżki deficytu, co uczyniły kraje o najwyższej wiarygodności kredytowej, m.in. Niemcy; dla porównania: rentowności obligacji 10-letnich w Polsce są w zakresie 2,6–2,8% (w 2017 r. wzrosły do 3,85%), w Czechach wynoszą około 0,46% (w 2017 r. spadły ponad połowę), a w Niemczech około –0,39%. Koszty długu są bliskie zera w krajach o wysokim ratingu, co w przypadku finansowania ich deficytem pozwala osiągnąć budżet zrównoważony lub z nadwyżką (tj. zgodnie z wymogami procedury nadmiernego deficytu). Stratę takiej możliwości w przypadku Polski należy zaliczyć do największych porażek finansów publicznych w ostatnich latach. Stan ten powinien być podstawą do radykalnej zmiany kierunku w finansach publicznych, tj. do efektywnych działań na rzecz podniesienia ratingu i uczynienia z poziomu długu i kosztów zadłużenia zmiennych decyzyjnych. Zdrowie finansów publicznych nie może być też obszarem „gry z UE”. W opinii autora w polityce finansów publicznych należy dodać, obok wymogów unijnych (procedury nadmiernego deficytu, paktu fiskalnego) i ustawowych, ograniczenie na udział kosztów obsługi w PKB – docelowo nie powinien on przekraczać 0,5% [zob. też Klukowski, 2015; Wernik, 2009]. Ograniczenia takie są stosowane w innych krajach, np. we Francji; ich odzwierciedleniem jest wzrost zadłużenia w okresie niskich stóp (koreluje on ze słabą koniunkturą). Cel taki wymaga w Polsce co najmniej kilkunastu lat.

Ostatni z czynników – podniesienie poziomu zarządzania – obejmuje przede wszystkim kwestie leżące w obszarze metodologii budżetowania oraz inżynierii finansowej [zob. Klukowski, 2002, 2003, 2016]. Zarządzanie długiem ma na celu realizację potrzeb pożyczkowych budżetu po możliwie najniższych kosztach (rentownościach) przy ograniczeniach na dopuszczalny poziom różnorodnych rodzajów ryzyka. W przypadku kosztów obsługi głównym czynnikiem ryzyka jest zmienność stóp procentowych na rynku finansowym – krajowym i międzynarodowym. Stopy krajowe krótkookresowe są ustalane i utrzymywane przez NBP; podobnie kursy walutowe. Jednak stopy średnio- i długookresowe kształtują się na rynku. Dotyczy to zwłaszcza stóp na rynku międzynarodowym oraz kursów walutowych w średnim i długim horyzoncie. Minimalizacja kosztów obsługi przy ograniczeniu na ryzyko opiera się na: zastosowaniu odpowiednich instrumentów dłużnych i technik emisji

oraz prognozach sytuacji na rynkach finansowych – krajowym i zagranicznym – zwłaszcza w długim horyzoncie. Dług jest kategorią długoterminową, co sprawia, że zarządzanie opiera się na analogicznych horyzontach czasowych. Instrumenty dłużne sprzedawane przez emitenta oraz techniki emisji muszą wypełniać wymogi rynków finansowych oraz regulacji prawnych; oba te komponenty charakteryzują rozwój, który trzeba permanentnie absorbować. Prognozy stóp procentowych i kursów walutowych będące podstawą zarządzania powinny być obiektem prac o najwyższym poziomie profesjonalnym; ich źródłem jest m.in. NBP. Głównym problemem emitenta instrumentów dłużnych (bonów, obligacji) jest ustalenie optymalnej struktury emisji w czasie. Ponadto można optymalizować operacje na istniejącym długi, np. przedterminowy wykup, swap itp. W przypadku długu krajowego (w złotych) należy określić strukturę portfela instrumentów, w przypadku zagranicznego – strukturę portfela, waluty, rynki emisji. Nieoptymalna struktura emisji powoduje wzrost kosztów obsługi, np. wyemitowanie instrumentów długookresowych, obligacji 10-letnich, w przypadku spadku stóp procentowych w okresie życia obligacji poniżej oceny rynku zaistniałej w chwili emisji powoduje nadmiarowe koszty. Emisja długu zagranicznego (około 35% zadłużenia) stwarza, co oczywiste, znacznie więcej problemów związanych m.in. ze zmiennością rynku międzynarodowego oraz lokowaniem emisji w warunkach niskiego ratingu i małych kwot emisji (w stosunku do dużych gospodarek strefy euro). Określenie optymalnej struktury długu jest możliwe *ex ante* na podstawie wiedzy posiadanej w chwili emisji – prognozowanych stóp procentowych, kursów walutowych i innych czynników ryzyka oraz potrzeb pożyczkowych budżetu. Źródłami takiej wiedzy są: eksperci finansowi NBP i MF, eksperci działający w instytucjach międzynarodowych (IMF, BS) oraz na rynkach finansowych, a także zaplecze naukowe. Podstawowymi narzędziami sformalizowanymi do pozyskiwania wiedzy są metody statystyczno-ekonometryczne oraz oparte na inteligencji obliczeniowej. Wiedza taka stanowi podstawę do zarządzania długiem przy zastosowaniu zasad dobrej praktyki (np. współpracy z inwestorami rynkowymi) oraz narzędzi optymalizacyjnych. W tym ostatnim przypadku stosuje się: analizę wariantów, metody symulacyjne, metody programowania matematycznego, teorii gier, teorii sterowania i inteligencji obliczeniowej. Wymieniony zestaw metod charakteryzuje się rosnącą złożonością matematyczną i wymaganiami odnośnie do nakładu obliczeń. Jest oczywiste, że metody o większej złożoności pozwalają uzyskać wyniki o lepszej jakości, tj. bliższe rzeczywistego optimum, jednak wymagają wyższych kwalifikacji i nakładu pracy.

W Polsce dominują metody podstawowe, niekiedy wręcz elementarne, z elementami heurystyki; wiele technik zarządzania, np. niektóre operacje na istniejącym długi, nie są stosowane rutynowo. Podobnie, nie są stosowane metodologie pozwalające opracowywać optymalne strategie długoterminowe. Strategie realizowane w praktyce są nastawione na wykonanie celów określonych w planach wieloletnich. Niestosowanie metodologii optymalizacyjnych do strategii długoterminowych powoduje dotkliwe straty w kosztach obsługi; ich przykłady podano w pracy

autora [Klukowski, 2015]. Przykładami błędnych działań w operacyjnym zarządzaniu długiem są m.in.: sprzedaż obligacji długoterminowych (10- i 20-letnich) oraz przedterminowy wykup i zamiana obligacji w okresach wysokich stóp długoterminowych (początek wieku, lata pokryzysowe 2008–2012). Efektem takich działań był nadmierny koszt obsługi, np. sprzedaż (stałoprocentowych) obligacji 10-letnich o rentowności około 7,5% w 2008 r. będzie skutkować taką rentownością do 2018 r., podczas gdy stopy na przełomie lat 2015/2016 znajdowały się poniżej 3%, tj. około 2,5-krotnie niżej! Zamiana obligacji w okresie wysokich rentowności powoduje podobne skutki. W krajach kryzysu finansowego (np. Hiszpania, Włochy) stosowano w takich okresach instrumenty o krótszym okresie życia (ryzyka). Innym rodzajem błędu było obniżenie średniego okresu życia (i duration) sprzedawanych obligacji w latach przedkryzysowych, tj. 2004–2006. Spowodowało ono skrócenie okresu życia instrumentów o niskich rentownościach oraz nadmierne koszty długu po wzroście stóp. Źródłem tego błędu (materializacji ryzyka) były nietrafne prognozy bazujące na fakcie braku presji inflacyjnej w strefie euro (w Polsce fala inflacji przewyższyła znacząco prognozy NBP). Błędów zarządzania popełniono znacznie więcej, części z nich można było uniknąć w wyniku wdrożenia współczesnych metodologii zarządzania, a zwłaszcza metodologii optymalizacyjnej. Należy podkreślić, że wiedza w tym zakresie jest upowszechniana przez organizacje międzynarodowe (OECD, IMF, BŚ), jak również instytucje zarządzające długiem w krajach UE (m.in. SNDO w Szwecji). Łączne straty wynikające z niskiego poziomu profesjonalnego w zakresie strategii i zarządzania długiem są niewątpliwie niebagatelne, zważywszy, że zadłużenie stanowi obecnie 3-krotność rocznych dochodów budżetu państwa.

W opinii autora tego opracowania niektóre niedostatki zarządzania i strategii długu wynikają z niedostatecznego nadzoru nad długiem. Oceny efektów zarządzania i strategii zawarte w oficjalnych dokumentach, tj. strategiach długu (odnośnie do realizacji celów z lat poprzednich), sprawozdaniach z wykonania ustawy budżetowej oraz ocenach Komisji Europejskiej, koncentrują się na realizacji zapisów ww. dokumentów oraz wypełnieniu wymogów zawartych w procedurze nadmiernego deficytu. Nie zawierają natomiast analizy optymalności przyjętych rozwiązań; w Polsce nie sformułowano też koncepcji optymalnego zarządzania. W wielu krajach istnieją specjalne instytucje, które dokonują niezależnych ocen strategii i zarządzania; mogą one stanowić podstawę do akceptacji (przez parlament) zrealizowanej polityki długu. Powołanie takiego ciała w Polsce, wzorowanego na doświadczeniach krajów UE, jest godne rozważenia.

Wnioski z powyższych rozważań wskazujące kierunki niezbędnych działań sanacyjnych w zakresie długu publicznego można sformułować następująco. Konieczne jest zrealizowanie następujących postulatów:

1. Wylimitowanie negatywnych cech zadłużenia powstałego w ostatnich latach stanowiących wkład do obniżki ratingu przez Standard & Poors i Mody's. Szczególnie istotne jest:

- poprawienie ratingu do poziomu krajów regionu będących w strefie euro,
 - doprowadzenie deficytu i długu do wypełnienia wymogów warunkujących wejście do strefy euro (również paktu fiskalnego),
 - obniżenie kosztów obsługi do poziomu poniżej 1% PKB,
 - przywrócenie właściwych proporcji długu krajowego i zagranicznego (narażonego na ryzyko walutowe),
 - zapewnienie „szczelności” systemu finansów publicznych, tj. eliminacja wszelkich możliwości nieuzasadnionego zaciągania długu.
2. Wdrożenie metodologii optymalizacji deficytu budżetowego w ujęciu dynamicznym z wykorzystaniem kryterium maksymalizacji dynamiki wzrostu ekonomicznego (lub innego kryterium) w przyjętym horyzoncie czasu.
 3. Wdrożenie optymalizacji zarządzania długiem na poziomie operacyjnym z wykorzystaniem kryterium minimalizacji kosztów obsługi długu, przy ograniczeniu na poziom ryzyka finansowego lub wielokryterialnie: kosztów i ryzyka oraz łącznej optymalizacji deficytu i kosztów obsługi długu, z uwzględnieniem ich sprzężenia zwrotnego [zob. Klukowski, 2015].
 4. Wzmocnienie nadzoru nad zadłużeniem z uwzględnieniem horyzontu wieloletniego, co najmniej 10-letniego (obecnie projekcja budżetowa i strategia długu publicznego obejmują okres 4-letni); uzasadnieniem do wydłużenia horyzontu jest fakt, iż znaczący poziom długu utrzyma się przez wiele dekad, a ponadto rentowności obligacji 10-letnich stanowią jedno z kryteriów stabilności systemu fiskalnego i monetarnego warunkujących wejście do euro.

PODSUMOWANIE

Obniżka ratingów długoterminowych przez S&P i Mody's odzwierciedliła pogorszenie stanu finansów publicznych w Polsce. Jest ona skutkiem materializacji w ostatnich latach wielu rodzajów ryzyka wynikających z zadłużenia publicznego oraz przewidywanych działań w zakresie: podniesienia świadczeń na dzieci i kwoty wolnej od podatku PIT, jak też perspektyw obniżenia wieku emerytalnego i restrukturyzacji kredytów hipotecznych nominowanych we frankach (nie podjęto realizacji w 2017 r.). Skutki obniżki ratingu są niekorzystne dla kosztów długu, kursów walutowych, stabilności tych kursów itp. Sytuacja finansów państwa lokuje Polskę w grupie słabszych krajów regionu. Skutki obecnych decyzji uwidocznią się w kolejnych latach; negatywną perspektywę stwarza też zakończenie transferów unijnych.

Działania na rzecz niepogorszenia zdrowia finansów publicznych przez podniesienie poziomu opodatkowania mogą mieć negatywny wpływ na dynamikę wzrostu PKB, jak również słabszy, niż się oczekuje, efekt budżetowy. W związku z tym konieczne są działania sanacyjne; w zakresie zadłużenia postuluje się następujące główne kierunki:

- podniesienie ratingów do poziomu krajów regionu będących w strefie euro oraz doprowadzenie deficytu i długu sektora finansów publicznych do wypełnienia wymogów warunkujących wejście do strefy euro, tj. również paktu fiskalnego,
- wdrożenie metodologii optymalizacji deficytu budżetowego oraz operacyjnego zarządzania długiem,
- wydłużenie horyzontu strategii długu do co najmniej 10 lat oraz wzmocnienia nadzoru nad jakością strategii i zarządzania.

BIBLIOGRAFIA

- Balcerowicz L., Rzońca A., Łaszek A. i in., 2015, *Raport: Następne 25 lat. Jakie reformy musimy przeprowadzić, aby dogonić Zachód?*, Fundacja FOR, Warszawa.
- Ciżkowicz P., Michalska K., Rzońca A., 2011, *Determinanty bezpiecznego poziomu długu publicznego*, „Studia Biura Analiz Sejmowych”, nr 4(28).
- Klukowski L., 2002, *Optymalizacja zarządzania długiem Skarbu Państwa*, „Bank i Kredyt”, nr 9.
- Klukowski L., 2003, *Optymalizacja decyzji w zarządzaniu instrumentami dłużnymi Skarbu Państwa*, WSISiZ, Warszawa.
- Klukowski L., 2015, *Pakt fiskalny – perspektywy wypełnienia wymogów w bieżącej dekadzie*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy”, nr 41.
- Klukowski L., 2016, *Koncepcje modernizacji: zarządzania długiem publicznym oraz strategii długu*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy”, nr 46, <https://doi.org/10.15584/nsawg.2016.2.7>.
- Kondratiuk-Nierodzińska E., 2016, *Kreacja wiedzy technicznej a konkurencyjność gospodarek*, „Ekonomista”, nr 1.
- Owsiak S., 2006, *Finanse publiczne – teoria i praktyka*, PWN, Warszawa.
- Raport o stabilności Finansowej*, 2016, NBP, Departament Stabilności Finansowej, www.nbp.pl.
- Wernik A., 2009, *Równowaga finansów publicznych a euro*, „Bank i Kredyt”, nr 40(3).
- Wojnicka-Sycz E., 2016, *Innowacyjność jako czynnik wzrostu i rozwoju gospodarczego w Polsce – próba weryfikacji empirycznej*, „Ekonomista”, nr 1.

Streszczenie

W artykule przedstawiono obecny stan finansów publicznych Polski w zakresie deficytu i długu sektora finansów publicznych z uwypukleniem rodzajów ryzyka, których materializacja spowodowała obniżkę ratingów długoterminowych przez Standard & Poors oraz Moody's na początku tego roku do poziomów: BBB+, A- oraz A-, A-. Istotnym faktem jest znaczny wzrost deficytu w sektorze emerytalnym w ciągu najbliższych 5 lat. Dokonano porównań z sytuacją krajów regionu i UE w tym zakresie. Wskazano na znaczenie niskiego ratingu we wzroście zadłużenia jako źródła wysokich rentowności, kosztów długu i kursów walutowych oraz konieczność jego podniesienia – co najmniej o dwa stopnie. Podkreślono fakt straty możliwości obniżki rentowności i kosztów długu w okresie ujemnych stóp procentowych EBC (-0,4 od marca 2016 r.). Omówiono działania

prowadzące do obniżki relacji: deficyt/PKB, dług/PKB, koszty obsługi długu/PKB, akcentując trudności obniżki deficytu w obecnej sytuacji oraz osiągnięcia potencjalnego wzrostu PKB. Czynnikiem pogarszającym perspektywę poprawy dynamiki jest podniesienie poziomu opodatkowania, zwłaszcza w bankowości; może ono objąć również inne podatki. Negatywny wpływ ma też perspektywa końca transferów unijnych w warunkach niemożności wejścia do strefy euro, a także słaby wzrost: inwestycji, produktywności, postępu technicznego i innowacji.

Podkreślono konieczność doskonalenia metodologii strategii długu i zarządzania długiem m.in. przez zastosowanie metod: optymalizacji, statystyki i ekonometrii oraz inteligencji obliczeniowej, jak również metod inżynierii finansowej wykorzystywanych w krajach UE. Zaznaczono, że w Polsce nie ma nadzoru nad jakością strategii i zarządzania, analogicznego jak w wielu krajach UE; postuluje się powołanie takiego nadzoru.

Reasumując, należy podkreślić, że problematyka przywrócenia zdrowia finansów publicznych w zakresie deficytu i długu znalazła się ponownie wśród centralnych tematów władz finansowych kraju.

Słowa kluczowe: diagnoza deficytu i długu publicznego Polski, kierunki sanacji zadłużenia, doskonalenie zarządzania i strategii długu

Risks in the public debt of Poland in the 21st century. Directions of recovery actions

Summary

The work shows the current status of the Polish public finances, as regards the debt and deficit of the public finance sector, stressing risks that caused a reduction in long-term ratings by Standard & Poor's and Moodys, at the beginning of this year, to levels: BBB+, A- and A-, A-. An important fact is the increase in the deficit in the pension scheme over the next five years. The status is compared with the situation of the countries of the region and the EU in this area. It is also showed the importance of low rating as a source of the debt increase – it influences (increases): profitability, debt costs and exchange rates; therefore, it is necessity to raise the level at least two degrees. It is also stressed the loss of possibility of reduction in profitability and the cost of debt in a period of negative interest rates of ECB (-0.4 for March 2016). The actions leading to a reduction of the quotients: deficit/GDP, debt/GDP, GDP/debt service costs are discussed, stressing the difficulties of a reduction of the deficit, in the current situation, and achieving the potential growth of GDP. The factor that gets worsen prospects for improving the dynamic of GDP growth is the raise of the taxation level, especially in banking system; it may also incorporate other taxes. A negative impact has also the perspective of the end of EU transfers, in terms of lack of possibility of the entry into the EURO area, as well as weak growth: investments, the productivity growth and technological progress and innovation.

It is stressed the need to improve the methodology of the debt strategy and debt management, especially by applying the methods of optimization, statistics, econometrics and computational intelligence, as well as methods of financial engineering used in EU countries. Noted that in Poland there is absent the supervision of the quality of strategy and management, analogous as in other EU countries; it is suggested considering the establishment of such surveillance.

To sum up the issue of restoring the health of the public finance sector, in terms of deficit and debt, was again among the central topics of the financial authorities of the country.

Keywords: diagnosis of deficit and public debt in Poland, directions of recover of debt, improvement of debt management and strategy

JEL: H63, H68, E62, C61