

Raport Badawczy

RB/10/2016

Research Report

**Materializacja ryzyk
w zadłużeniu publicznym
Polski w XXI wieku
Kierunki działań sanacyjnych**

L. Klukowski

**Instytut Badań Systemowych
Polska Akademia Nauk**

**Systems Research Institute
Polish Academy of Sciences**



POLSKA AKADEMIA NAUK

Instytut Badań Systemowych

ul. Newelska 6

01-447 Warszawa

tel.: (+48) (22) 3810100

fax: (+48) (22) 3810105

Kierownik Zakładu zgłaszający pracę:
Prof. dr hab. inż. Zbigniew Nahorski

Warszawa 2016

Dr hab. Leszek Klukowski
Zakład Modelowania Komputerowego
Instytut Badań Systemowych PAN, Warszawa

Materializacja ryzyk w zadłużeniu publicznym Polski w XXI wieku

Kierunki działań sanacyjnych

WSTĘP

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 2016-17 oraz ocenę perspektyw sektora finansów publicznych w dłuższym horyzoncie. Główne źródła pogorszenia sytuacji są następujące: konieczność realizacji wniosku Rzecznika Praw Obywatelskich nt. 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 w 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 depozytywnej EBC; powodują utratę dogodnej sytuacji do obniżki kosztów długu. Niskie stopy zostały wykorzystane przez wiele krajów 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, a obniżka wieku emerytalnego w nieustalonym obecnie (kwiecień, 2016) terminie. Co więcej, w roku 2016 można oczekiwać tempa wzrostu PKB na poziomie roku poprzedniego, tj. 3,6% (w planie konwergencji z 2016 r. – 3,8%). Wzrost ten jest poniżej potencjalnego, ale powyżej średniej z ostatnich 6 lat, wynoszącej ok. 2,5%. Sfinansowanie skutków w/w działań w latach następnych, zwłaszcza przy uwzględnieniu 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 ok. 400 mld, w ciągu pięciu 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 powiększenia deficytu, długu i opodatkowania oraz zmniejszenia pola manewru, zwłaszcza w

budżecie państwa i w systemie emerytalnym. Jednym ze skutków tych zmian jest ograniczenia 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 EURO. Stan taki sprawia, że Polska znajdzie się w grupie krajów regionu o słabej kondycji finansów publicznych – z lidera stanie się maruderem (zob. też: Balcerowicz L., Rzońca A., Łaszek A. i in. 2015).

Celem niniejszej pracy jest:

- analiza i diagnoza stanu długu publicznego, z uwzględnieniem wpływu na sytuację sektora finansów publicznych oraz ratingu tego sektora w XXI wieku; 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 S. 2006).

Praca składa się z czterech części, prezentujących kolejno wymienione powyżej cele pracy, oraz podsumowania.

ANALIZA I DIAGNOZA ZADŁUŻENIA PUBLICZNEGO W XXI WIEKU W POLSCE

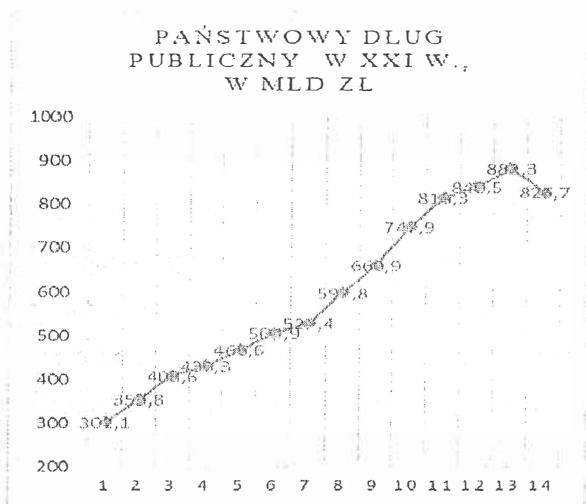
Nadmierny poziom długu publicznego prowadzi do negatywnych skutków dla finansów publicznych i gospodarki oraz stwarza zagrożenie kryzysem - pułapką zadłużenia. Obecnie (rok 2016) wiele krajów UE przekracza poziom zadłużenia określony w procedurze nadmiernego deficytu, a niektóre doświadczyły pułapki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

Zadłużenie w UE przekracza znacząco dopuszczalny poziom 60% PKB – wyniosło, w 2014 r., 86,8%. W krajach post-komunistycznych zadłużenie ma niższy poziom (ze względu na niższy poziom PKB); jedynie trzy „kryzysowe” kraje przekraczają 60% PKB, tj. Węgry (76,2%), Słowenia (80,8%), Chorwacja (85,1%). Zadłużenie nieco wyższe, niż Polska ma Słowacja (53,5%), ale też wyższy rating o dwa stopnie; nie uwzględnienie 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.

Tablica 1. Państwowy dług publiczny (PDP), dług/PKB wg ESA'2010, deficyt sektora finansów publicznych wg ESA'2010, w latach 2000– 15.

Rok	PDP w mld zł	Dług/PKB, wg ESA'2010	Deficyt sektora, fin. publ., w %, wg 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	.	.

Źródło: EUROSTAT, Roczniki Statystyczne Rzeczypospolitej Polskiej
GUS



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

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 roku 2014 liczba krajów przekraczających deficyt 3% PKB, ustanowiony w procedurze, wyniosła 12, liczba krajów nie przekraczających również 12, natomiast 4 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 roku, niemniej deficyt wyniósł 3,3% PKB, w 2014 r. (wg

ESA 2010). Polska przebywała w procedurze od początku wieku, z wyłączeniem roku 2007 (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, z podaną wyżej prognozą deficytu tego sektora.

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. pokaźne koszty obronności). Wartość zadłużenia (państwowy dług publiczny) wzrosła ok. trzykrotnie - w porównaniu z początkiem wieku (zob. tabela 1), tj. ok. 3,14 raza w stosunku do roku 2000 oraz 2,91 raza - w stosunku do 2001 r. Największe tempo przyrostu (bezwzględnego) długu miało miejsce w latach 2008 - 2011, średnio ok. 72 mld zł rocznie; w latach 2008 - 13 wyniosło ono średnio ok. 59 mld, natomiast dane za lata 2014 - 15 są nieporównywalne ze względu na

umorzenie obligacji OFE. Warto dodać, że, wg metodologii stosowanej w liczniku długu Fundacji FOR, zadłużenie przekroczyło już 60%. Dynamika długu (w liczbach bezwzględnych) osiągnęła nadmierny poziom, zwłaszcza na przełomie I i II dekady tego wieku, skutkujący kosztami obsługi przekraczającymi 2,5% PKB. Co więcej, znaczny przyrost długu spowodował konieczność sfinansowania go na rynku międzynarodowym (obecnie ok. 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 przekraczają znacząco rentowności obligacji strefy EURO (poza krajami kryzysowymi).

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

- obniżenie zadłużenia do poziomu zapewniającego niezbędny rating; na przełomie wieku osiągalny był poziom ok. 35% PKB, zapewniający rating analogiczny, jak w Słowacji, zaś na koniec I dekady tego wieku - poziom ok. 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 P., Michalska K., Rzońca A. 2011);
- 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, itp., jak również stwarzały stale napięcia budżetowe;

- obniżenie udziału długu w walutach obcych; na początku wieku wynosił on (w długi Skarbu Państwa) ok. 25%, obecnie - ok. 35%. Wzrost udziału jest m.in. konsekwencją potrojenia długu w warunkach znacznie niższego wzrostu PKB (również „głębokości” rynku finansowego), wzmacnia on negatywne skutki w ekonomii i polityce monetarnej;
- 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, zadłużenie było ustalane, w istocie, na maksymalnym poziomie uwalniającym od sankcji 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 rokiem 2015, 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.in. Miała więc miejsce „konsumpcja” efektów leżących poza obszarem kształtowania długu. Jedną ze szkodliwych praktyk było również przeznaczanie nie wykorzystanych środków na koszty

obsługi długu na inne cele. Źródłem tych „oszczędności” było tworzenie „zakładki” na okoliczność wzrostu stóp procentowych lub/oraz kursów walutowych - ponad prognozy zawarte w ustawie budżetowej. W opinii autora tej pracy, 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 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 roku 2016, 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 nie kryzysowych 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, niewspółmierny 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 z zmianą struktury demograficznej ludności kraju, tj. przyrostem liczby emerytów, w warunkach b. niskiego przyrostu naturalnego (ok. 60% potrzeb stałości populacji). Dalsze pogorszenie sytuacji spowoduje (zapowiedziane) 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 skutkuje opodatkowaniem banków oraz instytucji handlowych. W przypadku niższego zadłużenia i wyższego ratingu można by sfinansować ok. połowy tych wydatków z oszczędności w kosztach 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; 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 w Polsce 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 umożliwiającym realizację tego celu są: podniesienie opodatkowania, poprawa ściągальności 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 może przynieść dość ograniczone efekty, niższe, niż zakładano (szacowano); podobna sytuacja miała miejsce wcześniej po podwyższeniu VAT oraz zwiększeniu akcyz. Dalsze powiększanie opodatkowania wydaje się problematyczne. Działania na rzecz większej ściągальności 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. Balcerowicz L., Rzońca A., Łaszek A. i in. 2015). Zmniejszanie wydatków napotyka stale na „opór materii”, ponieważ znaczne obszary publiczne wykazują stały niedobór środków i „konkurencję” w ich pozyskiwaniu. W fi-

nansach publicznych wprowadzano w tym celu „reguły wydatkowe” o różnych konstrukcjach, jednakże nie zahamowały one szybkiego narastania długu (rys. 1). W ostatnim okresie nastąpiło powiększenie obszaru wydatków i zmniejszenia dochodów – przede wszystkim o świadczenia na dzieci oraz środki wolne od podatku PIT; w kolejce czeka też problem kredytów hipotecznych w frankach szwajcarskich (zob. *Raport o stabilności Finansowej* NBP, 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-tych oraz perspektywa obniżki wieku emerytalnego. Podsumowując, 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% (rok 2015 r.), można uznać za pozytywnie umiarkowany na tle poprzednich kilku lat (średnio ok. 2,5%), niemniej poniżej potencjalnego. Jest on stymulowany od lat transferami z UE, a ponadto bazuje na niskim poziomie wyjściowym (koniec lat 80-tych). 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 wpły-

wów 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: ok. 21% w Polsce, ok. 26% w krajach regionu); jednym z czynników ich zwiększenia jest odbudowa kapitałowego filaru emerytalnego. Postęp naukowo-techniczny i innowacyjność są stałymi problemami w wzroście tempa gospodarki (zob.: Balcerowicz L., Rzońca A. 2015, Wojnicka-Sycz E. 2016, Kondratiuk-Nierodzińska E. 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 mikro-firmach, których produktywność oraz inwestycje pozostają na niskim poziomie (Balcerowicz L., Rzońca A., Łaszek A. 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, zwięzłe rozważania, 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.

Ostatni z wymienionych czynników – 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 umożliwi 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 Czechach wynoszą ok. 0,46%, a w Niemczech ok. -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 L. 2015, Wernik A. 2009). Ograniczenia takie są stosowane w innych krajach, np. we Francji; ich odzwierciedleniem jest wzrost zadłużenia w okresie niskich stóp (koreluje on z 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 L. 2002, 2003, 2016). Zarządzanie długiem ma na celu realizację potrzeb pożyczkowych budżetu po możliwie najniższych kosztach (rentownościach), przy ograniczeniach na dopuszczalny poziom różnorodnych ryzyk. 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. Jednakże stopy średnio- i długo-okresowe 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 charakteryzuje 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 długu, 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 (ok. 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, BŚ) 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 nakładu obliczeń. Jest oczywiste, że metody o większej złożoności pozwalają uzyskać wyniki o lepszej ja-

kości, tj. bliższe rzeczywistego optimum, jednakże 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 dźugu nie są stosowane rutynowo. Podobnie, nie są stosowane metodologicznie, pozwalające opracowywać optymalne strategie długoterminowe. Strategie realizowane w praktyce są nastawione na wykończenie celów określonych w planach wieloletnich. Nie stosowanie 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 dźugiem są m.in.: sprzedaż obligacji długoterminowych (10- i 20- letnich) oraz przedterminowy wykup i zamiana obligacji w okresach wysokich stóp długoterminowych (początek wieku, lata po-kryzysowe 2008-12). Efektem takich działań był nadmierny koszt obsługi; np. sprzedaż (stało-procentowych) obligacji 10-letnich o rentowności ok. 7,5% w 2008 r., będzie skutkować taką rentownością do roku 2018, podczas gdy stopy na przełomie lat 2015 - 16 znajdowały się poniżej 3%, tj. ok. dwa- i półkrotnie 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 przed-kryzysowych, tj. 2004–06. Spowodowało ono skrócenie okresu życia instrumentów o niskich rentownościach oraz nadmierne koszty dźugu po wzroście stóp. Źródłem tego błędu (materializacji ryzyka) były nietrafne prognozy, ba-

zujące 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 trzykrotność rocznych dochodów budżetu państwa.

W opinii autora tej pracy, 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 realizacji celów z lat poprzednich), sprawozdaniach z wykonania ustawy budżetowej oraz ocenach Komisji Europejskiej, koncentrują się na realizacji zapisów w/w 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:

- wyeliminowanie 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;

- wdrożenia metodologii optymalizacji deficytu budżetowego w ujęciu dynamicznym, z wykorzystaniem kryterium maksymalizacji dynamiki wzrostu ekonomicznego (lub innego kryterium) w przyjętym horyzoncie czasu;

- wdrożenia 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);

- wzmocnienia 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 ryzyk, 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 w frankach. 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 uwidoczniają się w kolejnych latach; negatywną perspektywę stwarza też zakończenie transferów unijnych.

Działania na rzecz nie pogorszenia 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;

- wdrożenia 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.

LITERATURA

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 4(28), Zadłużenie Polski.

Klukowski L. (2002) *Optymalizacja zarządzania długiem Skarbu Państwa*. Bank i Kredyt nr 9, 2002.

Klukowski L. (2003) *Optymalizacja decyzji w zarządzaniu instrumentami dłużnymi Skarbu Państwa*. WSISiZ, Seria: Monografie, Warszawa.

Klukowski L. (2015) *Pakt fiskalny – perspektywy wypełnienia wymogów w bieżącej dekadzie* [w:] Woźniak M. G. (red. nauk.): NIERÓWNOŚCI SPOŁECZNE A WZROST GOSPODARCZY, zeszyt 41 (1/2015), Uniwersytet Rzeszowski, Rzeszów 2015.

Klukowski L. (2016) *Koncepcje modernizacji: zarządzania długiem publicznym oraz strategii długu* [w:] Woźniak M. G. (red. Nauk.): NIERÓWNOŚCI SPOŁECZNE A WZROST GOSPODARCZY, (1/2016), w druku.

Kondratiuk-Nierodzińska E. (2016) *Kreacja wiedzy technicznej a konkurencyjność gospodarek*. EKONOMISTA, nr 1, 2016 r.

Owsiak S. (2006) *Finanse publiczne - teoria i praktyka*. PWN, Warszawa.

Raport o stabilności Finansowej (2016) NBP, Dep. Stabilności Finansowej, luty 2016. www.nbp.pl

Wernik A. (2009) *Równowaga finansów publicznych a euro*. Bank i Kredyt 40, nr 3.

Wojnicka-Sycz E. (2016) *Innowacyjność jako czynnik jako czynnik wzrostu i rozwoju gospodarczego w Polsce – próba weryfikacji empirycznej*. EKONOMISTA, nr 1, 2016 r.

Streszczenie

W pracy przedstawiono obecny stan finansów publicznych Polski, w zakresie deficytu i długu sektora finansów publicznych, z uwypukleniem ryzyk, których materializacja spowodowała obniżkę ratingów długoterminowych przez Standard & Poors, Moody's, na początku tego roku, do poziomów.. Istotnym faktem jest znaczny wzrost deficytu w sektorze emerytalnym, w ciągu najbliższych pięciu 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 podniesie-

nie poziomu opodatkowania, zwłaszcza w bankowości; może ono objąć również inne podatki. Negatywny wpływ ma również perspektywa końca transferów unijnych, w warunkach niemożności wejścia do 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 – 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

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. 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.

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

JEL: H63, H68, E62, C61

