

Piotr MISZTAŁ*

 <https://orcid.org/0000-0003-2609-3439>

ZARZĄDZANIE DŁUGIEM PUBLICZNYM W POLSCE. IMPLIKACJE DLA STABILNOŚCI GOSPODARCZEJ KRAJU

Abstrakt

Przedmiot badań: Rządowy portfel długów jest zwykle największym portfelem finansowym w kraju. Często zawiera złożone i ryzykowne struktury finansowe i może generować znaczne ryzyko dla budżetu państwa i stabilności finansowej kraju. Dlatego od rządów wymaga się rzetelnego zarządzania ryzykiem i solidnych struktur długu publicznego, aby ograniczyć ekspozycję na ryzyko rynkowe, ryzyko finansowania lub rolowania długu, ryzyko płynności, ryzyko kredytowe, rozliczeniowe i operacyjne. W ostatnich latach kryzysy na rynku długu uwypukliły znaczenie należytych praktyk zarządzania długiem publicznym i ryzykiem z tym związanym oraz potrzebę efektywnego i dobrze rozwiniętego krajowego rynku kapitałowego. Może to zmniejszyć podatność gospodarki na niekorzystne wstrząsy gospodarcze i finansowe. Ważne jest jednak również to, aby rząd utrzymywał politykę makroekonomiczną, która zapewnia należyte zarządzanie fiskalne i monetarne.

Cel badawczy: Celem badań jest przedstawienie teoretycznych i praktycznych aspektów niezwykle ważnej problematyki, jaką jest zarządzanie długiem publicznym w Polsce, oraz wskazanie najważniejszych implikacji dla stabilności ekonomicznej kraju na przykładzie polskiej gospodarki.

Metoda badawcza: W pracy wykorzystano metodę badawczą opartą na studiach literaturowych z zakresu makroekonomii, polityki gospodarczej i finansów oraz analizę statystyczną badanego zjawiska.

Wyniki: Skuteczne zarządzanie długiem publicznym może zmniejszyć podatność gospodarki na zagrożenia finansowe, przyczynić się do stabilności makroekonomicznej kraju, zachować stabilność zadłużenia i chronić reputację rządu wśród inwestorów.

Słowa kluczowe: dług publiczny, zarządzanie długiem państwowym, deficyt budżetowy.

Klasyfikacja JEL: H63, H68, G32

* Dr hab., prof. UJK, Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach, Wydział Prawa i Nauk Społecznych; e-mail: pmisztal@ujk.edu.pl

1. Wstęp

Występowanie długu publicznego sprawia, że coraz większego znaczenia nabiera zdolność efektywnego zarządzania tym długiem. Coraz częściej wskazuje się na proces zarządzania długiem publicznym jako na zasadniczy element krajowej polityki fiskalnej¹.

Teorie optymalnego zarządzania długiem publicznym wyznaczyły różne cele zarządzania długiem publicznym. Dotyczą one stabilizacji makroekonomicznej, rozwoju krajowych rynków finansowych, wspierania polityki pieniężnej oraz minimalizacji kosztów obsługi długu i ryzyka związanego z długiem publicznym. Cele makroekonomiczne dotyczące zarządzania długiem publicznym wyraźnie odróżniają je od zarządzania długiem w sektorze prywatnym, w którym dominują względy kosztowe. Ponadto aktywa i zobowiązania w prywatnych przedsiębiorstwach są zwykle bezpośrednio powiązane (np. emisja obligacji lub kapitału własnego w celu sfinansowania ekspansji lub przejęcia przedsiębiorstwa), podczas gdy w sektorze publicznym takie bezpośrednie powiązania są zwykle nieobecne. Punktem wyjścia do wszelkich dyskusji na temat celów zarządzania długiem publicznym są rozważania J. Tobina, który traktował zarządzanie długiem publicznym przede wszystkim jako narzędzie do stabilizacji makroekonomicznej. Twierdził on, że minimalizacja kosztów odsetkowych ma drugorzędne znaczenie, a minimalizacja ryzyka nie odgrywa żadnej roli². W związku zżywieniem gospodarczym emisja nowego długu powinna koncentrować się na długich terminach zapadalności, podnosząc długoterminowe stopy procentowe, przyczyniając się w ten sposób do ochłodzenia gospodarki.

Z kolei A. Missale wskazuje stabilizację deficytu budżetowego jako główny cel zarządzania długiem państwowym. Argumentuje on, że wahania relacji deficytu budżetowego do PKB można zminimalizować poprzez odpowiedni dobór instrumentów dłużnych. Optymalna struktura długu zależy od kierunku i siły korelacji między inflacją, wzrostem realnego PKB i stopami procentowymi. Zakładając, że bank centralny przywiązuje dużą wagę do stabilności cen, jego model pokazuje, że połączenie długoterminowego długu konwencjonalnego i długu indeksowanego inflacją byłoby optymalne do celów stabilizacji deficytu budżetowego. Koszt wykorzystania instrumentów dłużnych w celu zmniejszenia

¹ **K. Marchewka-Bartkowiak**, *Zarządzanie długiem publicznym w krajach Unii Europejskiej i w Polsce*, Wydawnictwo Zarządzanie i Finanse, Warszawa 2003, s. 1–171.

² **J. Tobin**, *Commercial banks as creators of money*, Cowles Foundation Discussion Papers 1963/159.

prawdopodobieństwa przekroczenia przez saldo budżetowe wyznaczonego limitu deficytu budżetowego w stosunku do PKB należy porównać z kosztem deficytu przekraczającego ten limit³.

2. Istota i cele zarządzania długiem publicznym

W opinii Banku Światowego i Międzynarodowego Funduszu Walutowego proces zarządzania długiem publicznym powinien obejmować kwestie pozyskiwania wymaganej ilości funduszy, osiągania założonych celów dotyczących ryzyka i kosztu zaciągania długu oraz realizacji innych celów, do których można zaliczyć rozwój rynku papierów wartościowych⁴. Podstawowym celem zarządzania długiem publicznym jest zaspokajanie potrzeb pożyczkowych państwa w długim okresie po możliwie najniższym koszcie i przy założonym poziomie ryzyka⁵.

Zarządzanie długiem publicznym jest procesem złożonym, co wynika z współzależności między długiem publicznym a innymi wskaźnikami makroekonomicznymi. Długie terminy zapadalności wielu instrumentów dłużnych oraz trwały charakter długu sprawiają, że zadłużenie publiczne jest także kategorią długoterminową⁶.

Proces zarządzania długiem publicznym można zdefiniować jako operacje otwartego rynku przeprowadzane przez rząd w celu zmiany struktury i udziałów instrumentów dłużnych emitowanych przez rząd. Zarządzanie długiem publicznym koncentruje się tylko na zmianach w strukturze niespłaconego długu publicznego. Zarządzanie długiem publicznym dotyczy głównie zmian w strukturze jego wymagalności⁷.

Zarządzanie długiem publicznym można zdefiniować w szerszym ujęciu (*sensu largo*) i węższym ujęciu (*sensu stricte*). W szerszym ujęciu zarządzanie długiem publicznym jest jednym z elementów prowadzonej przez rząd polityki

³ A. Missale, *Optimal Debt Management with a Stability and Growth Pact*, Public Finance and Management 2000/1 (I), s. 1–3.

⁴ P.A. Casero, S. Nolan, D. Hardy, *G-20 NOTE: Improving Public Debt Recording, Monitoring, and Reporting Capacity in Low and Lower Middle-Income Countries: Proposed Reforms*, International Development Association International Monetary Fund, 2018, June 13.

⁵ A. Babczuk, *Zarządzanie długiem publicznym w transformowanej gospodarce na przykładzie Polski*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu 2000/869, s. 290–295.

⁶ P. Urbaniak, *Strategie i cele zarządzania długiem publicznym w Polsce*, w: K. Marchewka-Bartkowiak (red.), *Pieniądz. Rynek. Instytucje*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005.

⁷ A. Paalzow, *Public Debt Management*, EFI Research Report 1992, May.

fiskalnej. W tym ujęciu proces ten określa, jaka część wydatków rządowych jest finansowana poprzez zaciągnięcie długu. Z kolei w węższym znaczeniu zarządzanie długiem publicznym to proces określający sposób finansowania potrzeb pożyczkowych państwa (wybór rynków, instrumentów finansowych i terminów ich emisji) oraz proces odpowiedniego kształtowania struktury długu publicznego (dług krótkoterminowy, długoterminowy).

Głównym celem zarządzania długiem publicznym jest minimalizacja kosztów obsługi długu w horyzoncie długoterminowym, przy akceptowanym poziomie ryzyka w odniesieniu do wykorzystanych instrumentów finansowych. Chodzi w tym przypadku o takie ryzyka, jak ryzyko refinansowania, ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej, ryzyka płynności, ryzyko kredytowe, ryzyko operacyjne oraz ryzyko rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

Ryzyko refinansowania długu dotyczy zdolności wykupu zapadającego długu oraz warunków, na których jest on refinansowany (w tym w szczególności kosztów obsługi generowanych przez nowo emitowany dług). Im wyższe płatności z tytułu wykupu zapadającego długu i im bliższy termin wykupu długu, tym większe ryzyko refinansowania. Wielkość ryzyka refinansowania zależy od poziomu długu publicznego oraz jego struktury zapadalności. W celu ograniczenia ryzyka refinansowania dąży się do wydłużenia okresu zapadalności długu oraz równomiernego rozłożenia w czasie wykupu wyemitowanych skarbowych instrumentów finansowych.

Natomiast ryzyko kursowe związane jest ze strukturą walutową długu publicznego. Im większy udział długu w walutach obcych, tym większe ryzyko kursowe. W celu ograniczenia ryzyka kursowego dąży się do obniżenia udziału długu denominowanego w walutach obcych oraz do kształtowania pożądanej struktury walutowej długu poprzez wykorzystanie instrumentów pochodnych.

Ryzyko stopy procentowej definiowane jest jako ryzyko negatywnego wpływu poziomu rynkowych stóp procentowych na bieżącą i przyszłą wartość długu publicznego i kosztów jego obsługi. Im większy udział długu o stałym oprocentowaniu, tym większe ryzyko stopy procentowej. Zatem w celu ograniczenia ryzyka stopy procentowej wykorzystuje się obligacje o zmiennym oprocentowaniu i obligacje inflacyjne (tzw. indeksowane) oraz procentowe instrumenty pochodne.

Ryzyko płynności budżetu państwa dotyczy możliwości regulowania przez państwo bieżących zobowiązań z tytułu wykupu długu publicznego i jego terminowej obsługi. W tej sytuacji państwo dąży do utrzymywania bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami. W celu ograniczenia ryzyka płynności wykorzystuje się wolne środki w walucie krajowej i w walutach obcych, będące w dyspozycji jednostek sektora

finansów publicznych, oraz transakcje pochodne w celu kształtowania odpowiedniej struktury płynnych aktywów.

Ryzyko kredytowe dotyczy sytuacji, w której strona transakcji nie wywiązuje się, w całości lub w części, ze swojego zobowiązania. W celu ograniczenia ryzyka kredytowego następuje dobór odpowiednich partnerów transakcji, charakteryzujących się wysoką wiarygodnością kredytową (oceną ratingową) oraz ustalane są limity maksymalnego zaangażowania rynkowego w zależności od wiarygodności kredytowej partnera oraz rodzaju realizowanej transakcji.

Ryzyko operacyjne związane jest z sytuacją, w której koszty związane z zarządzaniem długiem lub poziom pozostałych rodzajów ryzyka ulegną zwiększeniu w wyniku nieadekwatnej do zakresu zadań infrastruktury oraz organizacji i kontroli zarządzania długiem. W celu ograniczania ryzyka operacyjnego wprowadza się zintegrowane zarządzanie długiem publicznym w jednej jednostce organizacyjnej, której struktura, infrastruktura i procedury dostosowane są do sprawnego działania zarówno w administracji państwowej, jak i na rynku finansowym.

Wreszcie ryzyko rozkładu kosztów obsługi długu w czasie dotyczy sytuacji, w której w wyniku różnorodnych przyczyn ma miejsce nierównomierny rozkład kosztów obsługi długu publicznego w poszczególnych latach. W celu równomiernego rozkładu kosztów obsługi długu w poszczególnych latach wykorzystuje się instrumenty pochodne oraz ustala się kupony obligacji na poziomie nieznacznie poniżej ich prognozowanej rentowności w okresie sprzedaży.

W ostatnich latach zostały opracowane wytyczne Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Światowego w sprawie zarządzania długiem publicznym, aby pomóc decydentom w rozważeniu reform mających na celu poprawę jakości zarządzania długiem publicznym i zmniejszenie podatności ich kraju na międzynarodowe wstrząsy finansowe. Wytyczne dotyczą zarówno krajowego długu publicznego, jak i długu zewnętrznego i obejmują szeroki zakres roszczeń finansowych wobec rządu. Wytyczne określają obszary, w których występuje coraz większa zbieżność w zakresie praktyk ostrożnego zarządzania długiem publicznym⁸. Należą do nich:

- a) uznanie korzyści płynących z jednoznacznych celów zarządzania długiem;
- b) wyważenie ryzyka względem kosztów;
- c) rozdzielenie i koordynacja celów i zobowiązań w zakresie zarządzania długiem publicznym i polityką pieniężną;
- d) określenie limitu ekspansji długu;

⁸ *Revised Guidelines For Public Debt Management*, IMF Policy Paper 2014, April 1.

- e) potrzeba ostrożnego zarządzania ryzykiem refinansowania i ryzykiem rynkowym oraz kosztami odsetkowymi związanymi z zadłużeniem;
- f) konieczność opracowania solidnej struktury instytucjonalnej i zasad ograniczania ryzyka operacyjnego, w tym wyraźne przekazanie obowiązków i związanej z tym odpowiedzialności między instytucjami rządowymi zaangażowanymi w procesie zarządzania długiem państwowym.

3. Dług publiczny a sytuacja makroekonomiczna kraju

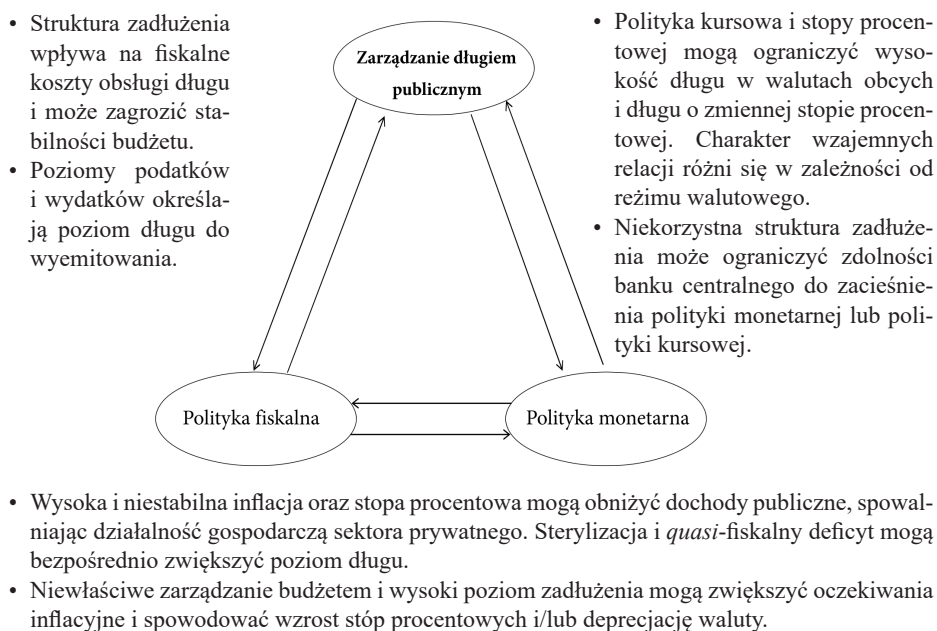
Niewłaściwe zarządzanie długiem publicznym może zmusić władzę fiskalną do zmiany obecnego kierunku polityki, ponieważ niekorzystna struktura długu może nagle zwiększyć koszty obsługi długu i zmusić rząd do cięcia planowanych wydatków w celu wywiązania się z zobowiązań. Z drugiej strony, niewłaściwie prowadzona polityka fiskalna może wpłynąć na efektywność zarządzania długiem, ponieważ polityka podatkowa i polityka wydatków określają poziomy nadwyżki/deficytu pierwotnego oraz kwotę długu, który należy wyemitować. Gdy poziom ten jest nadmierny, inwestorzy będą żądać wyższej premii za ryzyko i mogą powstrzymać zarządzających długiem od wyemitowania danego instrumentu dłużnego po rozsądnych kosztach i osiągnięcia docelowej struktury długu⁹.

Polityka pieniężna może również ograniczać działania zarządzających długiem publicznym, ponieważ polityka kursu walutowego i polityka stóp procentowych mogą ograniczać wartość długu w walutach obcych i długu o zmiennej stopie procentowej. Na przykład, zarządzający długiem mogą być zmuszeni do ograniczenia udziału długu długoterminowego o stałej stopie procentowej w walucie krajowej lub mogą być zmuszeni do zaciągania długu po bardzo wysokich kosztach, ponieważ inwestorzy mogą oczekiwać wyższej inflacji lub dewaluacji waluty krajowej w przyszłości z powodu luźnej polityki pieniężnej. W takich okolicznościach inwestorzy mogą preferować dług indeksowany do stóp inflacji lub krótkoterminowych stóp procentowych, dług o krótkim terminie wymagalności lub dług denominowany w walutach obcych. Z kolei zadłużenie krajowe z dużym udziałem zadłużenia krótkoterminowego, długu o zmiennym oprocentowaniu lub długu w walucie obcej mogą ograniczać gotowość banku centralnego do podwyższania stóp procentowych lub deprecjacji/dewaluacji waluty krajowej, ponieważ może to doprowadzić do kryzysu zadłużeniowego.

⁹ B. Eichengreen, A. El-Ganainy, R.P. Esteves, K.J. Mitchener, *Public Debt Through the Ages*, IMF Working Papers 2019/6.

Wreszcie, polityka pieniężna i polityka fiskalna są współzależne, ponieważ wysoka i niestabilna inflacja i tym samym realne stopy procentowe mogą zmniejszyć dochody publiczne poprzez spowolnienie działalności gospodarczej sektora prywatnego, a sterylizacja dokonana przez bank centralny i *quasi*-fiskalne deficyty mogą bezpośrednio zwiększyć poziom zadłużenia. Niewłaściwe zarządzanie budżetem i wysoki poziom zadłużenia są w stanie zagrozić celom polityki pieniężnej, ponieważ mogą zwiększyć inflację i oczekiwania inflacyjne oraz mogą powodować wzrost realnych stóp procentowych i/lub deprecjację waluty, co prowadzi do zmniejszenia stabilności finansowej kraju¹⁰.

WYKRES 1: *Współzależności między zarządzaniem długiem publicznym, polityką fiskalną i polityką monetarną*



Źródło: E. Togo, *Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework*, The World Bank Policy Research Working Paper 2007/4369.

Stabilność finansowa kraju może być szeroko rozumiana jako stabilność rynków finansowych odzwierciedlona w niskim poziomie zmienności szeregu

¹⁰ E. Togo, *Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework*, The World Bank Policy Research Working Paper 2007/4369.

wskaźników ekonomicznych i finansowych, w tym cen, podaży pieniądza, kredytu dla sektora prywatnego, kursu walutowego, cen akcji, spreadów obligacji, stóp procentowych i swapów walutowych. Jednakże tradycyjne pojęcie stabilności finansowej koncentruje się na jednym wymiarze, czyli cenie, i jednej charakterystyce, czyli niskiej zmienności¹¹.

A. Houben, J. Kakes i G.J. Schinasi wskazują na trzy główne funkcje finansów we współczesnej gospodarce, które mogłyby pomóc w opracowaniu szerszej definicji stabilności finansowej. Obejmują one promocję efektywnej alokacji rzeczywistych zasobów ekonomicznych, ułatwienie transformacji terminów zapadalności w celu zaspokojenia potrzeb pożyczkodawców i kredytobiorców oraz odpowiednie ustalanie cen i zarządzanie ryzykiem finansowym¹².

G.J. Schinasi dokonał trzech spostrzeżeń, które można wykorzystać przy określaniu stabilności finansowej. Po pierwsze, stabilność finansowa jest szerokim pojęciem obejmującym różne aspekty finansowania (infrastruktura, instytucje i rynki). Po drugie, stabilność finansowa oznacza, że zasoby i ryzyko są efektywnie alokowane i wyceniane, a system płatności działa sprawnie. Po trzecie, stabilność finansowa dotyczy nie tylko braku kryzysów finansowych, ale także nieodłącznej zdolności systemu finansowego do unikania, ograniczania i radzenia sobie z zakłóceniami równowagi, które mogłyby stanowić zagrożenie dla systemu lub procesów gospodarczych¹³.

Ogólnie rzecz biorąc, obecność dobrze funkcjonującego rynku długu publicznego pomaga budować i rozwijać wydajne rynki finansowe. Rozwój rynku finansowego jest niezbędnym elementem w celu zapewnienia stabilnego wzrostu gospodarczego. Zdrowy rynek finansowy pozwala na efektywniejsze ukierunkowanie oszczędności kraju na inwestycje. Bardziej wydajne rynki finansowe umożliwiają także udzielanie pożyczek długoterminowych dla osób fizycznych i przedsiębiorstw. Takie pożyczki pomagają zwiększyć inwestycje w bardziej stabilny sposób, umożliwiając systemowi finansowemu promowanie efektywnej alokacji kapitału i transformacji terminów zapadalności. Biorąc pod uwagę ich wielkość i niższe ryzyko w porównaniu z innymi emitentami krajowymi, emisje długu publicznego są odpowiednim instrumentem ułatwiającym ten proces. Instrumenty powinny być zaprojektowane tak, aby przyczyniały się do rozwoju

¹¹ **I. Storkey**, *Sovereign Debt Management: A Risk Management Focus*, The Finance and Treasury Professional 2001, May.

¹² **A. Houben, J. Kakes, G.J. Schinasi**, *Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability*, IMF Working Paper 2004/101.

¹³ **G.J. Schinasi**, *Defining Financial Stability*, IMF Working Paper 2004/187.

efektywnych i płynnych rynków finansowych, ułatwiających finansowanie rozwoju przedsiębiorstw w danej gospodarce¹⁴.

Podjęmowane działania i polityki wdrażane przez zarządzających długiem państwowym mogą promować rozwój rynku finansowego i stabilność finansową. Ich rola zyskała wysoką pozycję w kontekście zarządzania skutkami ostatniego kryzysu, podczas którego poziom zadłużenia w wielu krajach znacznie wzrósł w stosunkowo krótkim czasie. Wzrost poziomu zadłużenia zwiększył presję na rynki finansowe, aby sprostać wyższym potrzebom rządów w zakresie finansowania, co może grozić wzrostem rentowności instrumentów dłużnych i generowaniem nieoptymalnej struktury długu. Strategia zarządzania długiem publicznym jest więc niezbędnym uzupełnieniem właściwie prowadzonej polityki makroekonomicznej, odpowiedniego otoczenia politycznego i rozsądnego wyboru reżimu politycznego w celu osiągnięcia stabilności finansowej¹⁵.

4. Globalne praktyki w zakresie zarządzania długiem publicznym

Analizując zmiany długu publicznego na świecie w latach 1980–2018 należy stwierdzić, iż średni poziom długu publicznego w badanym okresie wzrósł z poziomu 40% PKB w 1980 r. do ponad 80% PKB w roku 2018 z wyraźną tendencją do dalszego wzrostu. W większości badanych lat, średni udział długu publicznego w stosunku do PKB w grupie krajów o wysokim dochodzie był znacznie większy niż w krajach o średnim i niskim dochodzie.

TABELA 1: *Dług publiczny w stosunku do PKB w Polsce na tle wybranych krajów świata (w %) (od największego do najmniejszego) (stan na koniec 2018 r.)*

Kraj	Udział długu publicznego w PKB (w %)
1	2
Japonia	234,18
Grecja	181,78
Sudan	176,02

¹⁴ **U.S. Das, M. Papapioannou, G. Pedras, F. Ahmed, J. Surti**, *Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications*, IMF Working Paper 2010/280.

¹⁵ **G. Wolswijk, J. de Haan**, *Government Debt Management in the Euro Area Recent Theoretical Developments and Changes In Practices*, ECB Occasional Paper Series 2005/25.

TABELA 1 (cd.)

1	2
Wenezuela	172,08
Liban	160,57
Włochy	127,51
Erytrea	127,34
Barbados	127,31
Republika Zielonego Przylądka	126,66
Portugalia	117,54
Mozambik	116,60
USA	109,45
Singapur	108,79
Gambia	105,17
Republika Konga	105,01
Bahrajn	102,01
Belgia	99,08
Polska	49,80
Brunei	2,46

Źródło: <http://www.WorldBank.org>

Według danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego, na 182 kraje członkowskie tej organizacji tylko jeden kraj może się pochwalić zerowym długiem publicznym. W tym przypadku chodzi o Hongkong, czyli dynamicznie rozwijającą się azjatycką gospodarkę, określaną mianem najbardziej liberalnej gospodarki na świecie. Co więcej, wśród 10 gospodarek o najmniejszym długu publicznym dominują kraje bogate w złoża ropy naftowej i gazu ziemnego. Polska na tym tle wypada dość korzystnie, znajdując się mniej więcej w połowie stawki badanych krajów.

Światowy kryzys finansowy z lat 2007–2009 oznaczał dalsze pogorszenie sytuacji fiskalnej w wielu krajach świata oraz pogłębienie deficytów budżetowych i wzrost długu publicznego w tych gospodarkach. W porównaniu do lat 80. i 90. XX w. sytuacja budżetowa poprawiła się w zasadzie tylko w krajach o niskich dochodach. Im krótszy termin zapadalności długu, tym wyższa kwota zadłużenia do refinansowania w danym okresie i wyższe ryzyko refinansowania długu. Średni udział zadłużenia krótkoterminowego w całkowitym zadłużeniu publicznym na świecie

spadł z 24% w 1995 r. do około 11% w 2018 r. Wierzyciele prywatni udzielający pożyczek państwu czynili to w badanych latach na średni okres zbliżony do pięciu lat, podczas gdy oficjalni wierzyciele podpisywali umowy pożyczkowe na rzecz państwa o terminie zapadalności przekraczającym średnio 20 lat.

Jak wiadomo, dług wyrażony w walucie obcej narażony jest dodatkowo na ryzyko zmian kursu walutowego, co sprawia, iż deprecjacja/dewaluacja waluty krajowej zwiększa wartość długu denominowanego w walutach obcych wyrażoną w walucie krajowej. Dług publiczny wyrażony w walutach obcych nieznacznie wzrósł w ostatnich 20 latach. Obecnie stanowi on średnio około 36% całkowitego długu publicznego na świecie. Jednocześnie należy zaznaczyć, iż odsetek długu denominowanego w walutach obcych był najwyższy w krajach o niskich dochodach, a najniższy w krajach o wysokich dochodach. Dług publiczny denominowany w walutach obcych był zaciągany głównie w dolarach amerykańskich, których udział rósł w badanym okresie i wyniósł około 60% w 2018 r. Na drugim miejscu pod względem udziału znalazło się zadłużenie w walucie euro (13%), a na trzecim miejscu zadłużenie w Specjalnych Prawach Ciągnięcia (SDR) emitowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (6%). Kraje o wysokich dochodach zadłużały się głównie u wierzycieli krajowych. Ich udział w całkowitym zadłużeniu publicznym wyniósł około 75% w 2019 r. Z kolei kraje o średnich dochodach dzieliły swoje potrzeby finansowe prawie w równym stopniu między inwestorów krajowych i zagranicznych, podczas gdy zadłużenie krajów o niskich dochodach było w większości finansowane przez wierzycieli zagranicznych.

5. Zarządzanie długiem publicznym w Polsce

Na wstępie należy zaznaczyć, iż podstawowe regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce regulują zarówno krajowe akty prawne, jak również odpowiednie traktaty, rozporządzenia i protokoły Unii Europejskiej, których szczegóły przedstawiono w załączniku numer 1.

Analizując zmiany wielkości i struktury długu publicznego w Polsce w okresie 2008–2018, można zauważyć systematyczny spadek udziału długu publicznego w PKB z blisko 52% w 2010 r. do nieco ponad 46% w 2018 r. Największy udział w całkowitym zadłużeniu państwowym stanowiło zadłużenie krajowe, którego udział oscylował wokół 70% w całym analizowanym okresie, a średnia zapadalność długu publicznego w latach 2008–2018 była zbliżona do 5 lat.

TABELA 2: *Państwowy dług publiczny w Polsce w latach 2008–2018*

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dług publiczny w stosunku do PKB w %	46,5	48,8	51,7	52,0	51,6	53,2	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5
Udział długu krajowego w %	73,7	73,3	72,2	68,0	68,4	69,7	64,5	65,1	65,6	69,4	70,7
Udział długu zagranicznego w %	26,3	26,7	27,8	32,0	31,6	30,3	35,5	34,9	34,4	30,6	29,3
Średnia zapadalność długu publicznego w latach	5,3	5,2	5,4	5,4	5,5	5,3	5,2	5,2	5,3	5,1	5,0
Udział zadłużenia o stałym oprocentowaniu w %	95,1	90,3	89,3	88,5	87,6	83,2	81,4	80,2	82,1	84,0	85,2
Udział zadłużenia o zmiennym oprocentowaniu w %	4,9	9,7	10,7	11,5	12,4	16,8	18,6	19,8	17,9	16,0	14,8

Źródło: *Dług publiczny. Raport roczny 2018*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2019.

Największy udział w zadłużeniu Skarbu Państwa w okresie 2008–2018 miało zadłużenie denominowane w walucie krajowej, które w całym analizowanym okresie było zbliżone do 70%. Z kolei zadłużenie denominowane w walucie euro stanowiło około 1/4 całkowitego zadłużenia Skarbu Państwa, zaś zadłużenie denominowane w USD miało udział zbliżony do 5%.

TABELA 3: *Struktura walutowa zadłużenia Skarbu Państwa w latach 2008–2018 (w %)*

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PLN	74	73	72	68	68	70	64	65	65	69	71
EUR	19	19	20	21	22	21	25	26	25	23	22
USD	2	4	4	6	5	5	7	6	6	5	5
Pozostałe	5	4	4	5	5	4	4	3	4	3	2

Źródło: *Dług publiczny. Raport roczny 2018*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2019.

Istota i cele zarządzania długiem publicznym w Polsce zostały określone w ustawie o finansach publicznych w odniesieniu zadań realizowanych przez Ministra Finansów, do których zalicza się:

- a) czynności związane z pozyskiwaniem zwrotnych środków finansujących potrzeby pożyczkowe budżetu państwa,
- b) obsługę zobowiązań państwowych z tytułu wyemitowanych instrumentów finansowych oraz zaciągniętych kredytów i pożyczek,
- c) zarządzanie wolnymi środkami finansowymi Skarbu Państwa, zarządzanie pasywami finansowymi oraz publicznymi aktywami finansowymi.

Jednocześnie zarządzanie wolnymi środkami obejmuje operacje na rynkach finansowych, które wpływają na zmianę struktury zadłużenia publicznego. Transakcje te dokonywane są w celu zwiększenia bezpieczeństwa finansowego potrzeb pożyczkowych państwa, obniżenia ryzyka lub kosztów obsługi długu państwowego oraz realizacji innych zadań związanych z zarządzaniem długiem państwowym.

Minister Finansów przygotowuje czteroletnią strategię zarządzania długiem publicznym oraz oddziaływania na dług publiczny. W strategii zarządzania długiem państwowym w okresie 2019–2022 przyjmuje się elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania w zakresie wyboru rynku, waluty i instrumentów finansowych w celu minimalizacji kosztów i unikania zakłóceń polityki pieniężnej. Ponadto, zakłada się, że rynek krajowy wciąż będzie głównym źródłem pozyskiwania funduszy przez państwo, a udział zadłużenia denominowanego w walutach obcych obniży się poniżej 30%. Dodatkowo priorytetem rządu będzie realizacja dużych i płynnych emisji instrumentów finansowych o stałej stopie procentowej, średni termin zapadalności długu publicznego wyniesie około 4,5 roku.

Zgodnie ze strategią zarządzania długiem publicznym w Polsce w okresie 2019–2022, zadłużenie państwowe w stosunku do PKB spadnie do poziomu 46,6% PKB w 2019 r., a następnie do 40,7% w 2022 r. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa nieznacznie spadną z poziomu około 1,31% PKB w 2019 r. do poziomu oscylującego wokół 1,3% PKB w 2022 r. Zgodnie z prognozami udział długu denominowanego w walutach obcych spadnie z 26,8% w 2019 r. do 23,7% w 2022 r.

Można wskazać określone zagrożenia dla realizacji strategii zarządzania długiem publicznym w Polsce w okresie 2019–2022. Do najważniejszych zagrożeń można zaliczyć niekorzystne zmiany sytuacji makroekonomicznej w Polsce w związku z niższą dynamiką wzrostu PKB, rosnącą inflacją i w ślad za tym wyższymi stopami procentowymi oraz z rosnącą zmiennością kursu walutowego. Również zagrożenia dla realizacji powyższej strategii mogą wynikać z czynników zewnętrznych, związanych z niekorzystnymi zmianami sytuacji

makroekonomicznej na świecie. Chodzi w szczególności o prognozowane spowolnienie gospodarcze na świecie, protekcyjną politykę handlową Stanów Zjednoczonych i Chin, zmiany charakteru polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego i Systemu Rezerwy Federalnej oraz zagrożenia związane z obecną sytuacją geopolityczną na świecie.

TABELA 4: *Prognoza państwowego długu publicznego w Polsce w latach 2009–2022*

Wyszczególnienie	2019	2020	2021	2022
Dług publiczny w stosunku do PKB w %	46,6	45,2	42,9	40,7
Udział długu krajowego w %	73,2	74,7	75,7	76,3
Udział długu zagranicznego w %	26,8	25,3	24,3	23,7
Obsługa długu Skarbu Państwa w stosunku do PKB w %	1,31	1,28–1,32	1,27–1,30	1,27–1,30

Źródło: *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2019–2022*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2018.

Ważne jest, aby wziąć pod uwagę fakt, że pogłębiający się proces globalizacji i szybkie tempo rozprzestrzeniania się różnego typu sytuacji kryzysowych sprawiają, że nadmierne zadłużanie się państwa może stanowić istotny czynnik ryzyka. Pomimo iż ekonomiści dosyć dobrze przewidują kryzysy finansowe, trudno przewidzieć ich wpływ na pojedyncze kraje. W dzisiejszych czasach ewentualne kryzysy gospodarcze, zmiany klimatu i niestabilność polityczna mogą bardzo szybko wpływać na pojedyncze gospodarki. W tych warunkach wysoki dług publiczny w wielu krajach świata, w tym w Japonii, USA i niektórych krajach członkowskich Unii Europejskiej, może powodować dodatkowe problemy dla tych gospodarek, jak również dla globalnego systemu finansowego. Proces zarządzania długiem może opierać się na różnych metodach i technikach, jakkolwiek należy zaznaczyć, iż optymalny model zarządzania długiem publicznym nie został dotychczas opracowany. Każdy kraj popełnia w tym względzie określone błędy, choć instrumenty zarządzania długiem publicznym są powszechnie znane. Dlatego ważne jest, aby poznawać doświadczenia skutecznego zarządzania długiem publicznym ze strony innych krajów i poznać błędy, które popełniono, aby uniknąć ich w przyszłości¹⁶.

¹⁶ R. Slav'yuk, N. Slaviuk, *Government debt management: challenges and perspectives*, Investment Management and Financial Innovations 2018/15/3.

6. Zakończenie

Niewłaściwa struktura zadłużenia i niewłaściwe zarządzanie długiem mogą znacznie zahamować zdolność państwa do zapewnienia stabilności finansowej, wpływając negatywnie na postrzeganie ryzyka kraju przez inwestorów. Powiązania między stabilnością finansową a ryzykiem mogą mieć charakter sprzężenia zwrotnego. Mianowicie, złe zarządzanie długiem może pogorszyć stabilność finansową, co z kolei może zwiększyć ryzyko kraju, zaś z drugiej strony podwyższone ryzyko kraju może jeszcze bardziej ograniczyć zdolność państwa do utrzymania stabilności finansowej kraju. Niektóre z tych efektów stały się widoczne w czasie ostatniego światowego kryzysu finansowego. Wówczas, stosunkowo słabe pozycje portfela długu publicznego w niektórych krajach negatywnie wpłynęły zarówno na wyniki gospodarcze, jak i stabilność finansową krajów¹⁷.

Właściwa strategia zarządzania długiem może odegrać zasadniczą rolę w zapewnieniu stabilności finansowej kraju, tworząc odpowiednią strukturę zobowiązań dla długu publicznego, która utrzymuje niski poziom ryzyka refinansowania państwa w całym cyklu koniunkturalnym, zapewniając zdolność państwa do emisji niezbędnej wielkości długu przy akceptowanym koszcie. Zarządzający długiem mają szeroki zakres obowiązków, w tym opracowywanie i wdrażanie strategii określającej w szczególności instrumenty pożyczkowe, które będą oferowane na rynku finansowym, oraz ich terminy zapadalności. Skuteczne zarządzanie długiem publicznym może zmniejszyć podatność na zagrożenia finansowe, przyczynić się do stabilności makroekonomicznej kraju, zachować stabilność zadłużenia i chronić reputację rządu wśród inwestorów. Zarządzający długiem publicznym na całym świecie muszą znaleźć równowagę między zaciąganiem pożyczek, aby sfinansować potrzeby rządu, przy jednoczesnym utrzymaniu niskich kosztów i ryzyka¹⁸.

Zatem jednostki zarządzające długiem publicznym powinny również opracować ramy umożliwiające identyfikację i zarządzanie swoistym kompromisem (*trade-off*) między oczekiwanymi kosztami i ryzykiem portfela długu publicznego. Aby ocenić ryzyko, zarządzający długiem powinni regularnie przeprowadzać testy warunków skrajnych portfela długów na podstawie wstrząsów gospodarczych i finansowych, na które potencjalnie narażony jest dany kraj¹⁹.

¹⁷ *Improving Public Debt Management In the OIC Member Countries*, COMCEC Coordination Office 2017, March.

¹⁸ **P. Cruz, F. Koc**, *The liquidity buffer practices of public debt managers in OECD countries*, OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management 2018/9.

¹⁹ **P. Bilal**, *International practices and situating public debt management in Oman*, MPRA Paper 2018/85651.

Niezwykle istotną kwestią w zarządzaniu długiem publicznym jest odpowiednia komunikacja władz państwowych z uczestnikami rynku, w celu znalezienia właściwej równowagi między przejrzystością i elastycznością procesu zarządzania długiem państwowym. Osiągnięcie takiej równowagi może obniżyć koszty zarządzania długiem w średnim okresie i zminimalizować ryzyko zmienności na rynku. Niepoprawnie zakomunikowane strategie zadłużenia długiem publicznym, cechujące się niską transparentnością lub nagłe zmiany kierunku realizowanej strategii zarządzania długiem mogą wymuszać na inwestorach ciągłe zmiany w strukturze ich portfela inwestycyjnego. W takich warunkach inwestorzy nie mogą utrzymywać swoich dotychczasowych pozycji inwestycyjnych w perspektywie średnioterminowej. Zamiast tego muszą ciągle modyfikować strukturę portfeli, włączając lub eliminując z nich kolejne instrumenty finansowe na podstawie plotek i domysłów, co zwiększa ich ryzyko i tym samym koszty zarządzania długiem rządowym. Doświadczenia różnych krajów potwierdzają, że przewidywane i przejrzyste strategie zarządzania długiem publicznym powodują zwykle niższe koszty zarządzania długiem i przyczyniają się do większej stabilności rynków.

Od wielu lat toczą się w Polsce dyskusje nad koniecznością powołania w kraju Rady Polityki Fiskalnej. Zgodnie z definicją wprowadzoną przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), Rada Polityki Fiskalnej powoływana jest na podstawie krajowego prawa publicznego, angażując bezpartyjnych ekspertów, którzy otrzymują prawo do prowadzenia stałego monitoringu i/lub doradztwa w zakresie realizacji polityki fiskalnej, w tym w zakresie zarządzania długiem publicznym. Głównym celem działalności Rady Polityki Fiskalnej jest zwiększenie presji na dyscyplinę fiskalną, podwyższenie jakości debaty na temat finansów publicznych oraz promowanie transparentności i odpowiedzialności fiskalnej. Okazuje się, że Polska jako jedyny kraj w Unii Europejskiej nie ustanowił dotychczas Rady Fiskalnej, czyli organu opiniującego działania rządu w sprawie stabilności finansów publicznych. Z pewnością utworzenie takiej instytucji przyczyniłoby się do zwiększenia efektywności zarządzania długiem publicznym w Polsce i spowodowałoby zwiększenie stabilności gospodarczej kraju²⁰.

Bibliografia

Opracowania

Babczuk A., *Zarządzanie długiem publicznym w transformowanej gospodarce na przykładzie Polski*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu 2000/869.

²⁰ **L. Von Trapp**, *The role of Independent Fiscal Institutions*, OECD, Luxemburg, 7 June 2011.

- Bilal P.**, *International practices and situating public debt management in Oman*, MPRA Paper 2018/85651.
- Casero P.A., Nolan S., Hardy D.**, *G-20 NOTE: Improving Public Debt Recording, Monitoring, and Reporting Capacity in Low and Lower Middle-Income Countries: Proposed Reforms*, International Development Association International Monetary Fund 2018, June 13.
- Cruz P., Koc F.**, *The liquidity buffer practices of public debt managers in OECD countries*, OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management 2018/9.
- Das U.S., Papapioannou M., Pedras G., Ahmed F., Surti J.**, *Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications*, IMF Working Paper 2010/280.
- Dług publiczny. Raport roczny 2018*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2019.
- Eichengreen B., El-Ganainy A., Esteves R.P., Mitchener K.J.**, *Public Debt Through the Ages*, IMF Working Papers 2019/6.
- Houben A., Kakes J., Schinasi G.J.**, *Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability*, IMF Working Paper 2004/101.
- Improving Public Debt Management In the OIC Member Countries*, COMCEC Coordination Office 2017, March.
- Marchewka-Bartkowiak K.**, *Zarządzanie długiem publicznym w krajach Unii Europejskiej i w Polsce*, Wydawnictwo Zarządzanie i Finanse, Warszawa 2003.
- Missale A.**, *Optimal Debt Management with a Stability and Growth Pact*, Public Finance and Management 2000/1 (I).
- Paalzow A.**, *Public Debt Management*, EFI Research Report 1992, May.
- Revised Guidelines For Public Debt Management*, IMF Policy Paper 2014, April 1.
- Schinasi G.J.**, *Defining Financial Stability*, IMF Working Paper 2004/187.
- Slav'yuk R., Slaviuk N.**, *Government debt management: challenges and perspectives*, Investment Management and Financial Innovations 2018/15/3.
- Storkey I.**, *Sovereign Debt Management: A Risk Management Focus*, The Finance and Treasury Professional 2001, May.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2019–2022*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2018.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2020–2023*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2019.
- Tobin J.**, *Commercial banks as creators of money*, Cowles Foundation Discussion Papers 1963/159.
- Togo E.**, *Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework*, The World Bank Policy Research Working Paper 2007/4369.
- Urbaniak P.**, *Strategie i cele zarządzania długiem publicznym w Polsce*, w: K. Marchewka-Bartkowiak (red.), *Pieniądz. Rynek. Instytucje*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005.
- Von Trapp L.**, *The role of Independent Fiscal Institutions*, OECD, Luksemburg, 7 June 2011.
- Wolswijk G., de Haan J.**, *Government Debt Management in the Euro Area Recent Theoretical Developments and Changes In Practices*, ECB Occasional Paper Series 2005/25.

Strony internetowe

<http://www.WorldBank.org>; stan na 10.09.2019 r.

Piotr MISZTAL

PUBLIC DEBT MANAGEMENT IN POLAND. IMPLICATIONS FOR THE COUNTRY'S ECONOMIC STABILITY

Abstract

Background: The government debt portfolio is usually the largest financial portfolio in the country. It often contains complex and risky financial structures and can generate significant risk to the state budget and the country's financial stability. Therefore, governments are required to perform sound risk management and sound public debt structures to limit exposure to market risk, debt financing or rolling risk, liquidity risk, credit, settlement, and operational risk. In recent years, the debt market crises have highlighted the importance of sound public debt management practices and related risk, and the need for an effective and well-developed domestic capital market. This may reduce the vulnerability of the economy to adverse economic and financial shocks. However, it is also important for the government to maintain a macroeconomic policy that ensures sound fiscal and monetary management.

Research purpose: The aim of the research is to present the theoretical and practical aspects of extremely important issues such as public debt management in Poland, and to indicate the most important implications for the economic stability of the country on the example of the Polish economy.

Methods: The study uses a research method based on literature studies in the field of macroeconomics, economic policy and finance, as well as statistical analysis of the studied phenomenon.

Conclusions: Effective public debt management can reduce the vulnerability of the economy to financial threats, contribute to the macroeconomic stability of the country, maintain debt stability, and protect the government's reputation among investors.

Keywords: public debt, sovereign debt management, budget deficit.

ZAŁĄCZNIK 1: Podstawowe regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce

Regulacje polskie	Regulacje UE
1. Konstytucja RP • nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5);	1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej • poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 126) – określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (Excessive Deficit Procedure – EDP);
2. Ustawa o finansach publicznych • regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia; • definicja sektora finansów publicznych.	2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej • definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%;
	3. Rozporządzenie Rady (WE) nr 479/2009 z dnia 25 maja 2009 r. o stosowaniu Protokołu w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską • definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych;
	4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (ESA2010) • definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych; • definicja sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Źródło: *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2020–2023*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2019.