

BEATA FILIPIAK, MAREK DYLEWSKI

*Struktura państwowego długu publicznego
– instrumenty i skutki ich zastosowania*

The structure of the national public debt-instruments and results their using

Abstrakt: Artykuł prezentuje teoretyczne założenia dotyczące finansowania potrzeb pozyczkowych państwa. Analizie poddano w szczególności podsektor rządowym ale odniesiono się do globalnego zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego i jednostek ubezpieczeń społecznych (dawny podsektor ubezpieczeń społecznych).

W artykule odniesiono się do struktury przedmiotowej zadłużenia w podziale na krajową i zagraniczną oraz wskazano na czynniki mające wpływ na strukturę państwowego długu publicznego.

Rozważania kończą wnioski dotyczące wpływu istniejącej struktury zadłużenia na stabilność finansów państwa.

WPROWADZENIE

Introduction

Zarówno społeczeństwo, jak i sektor publiczny są mocno zaniepokojone kryzysem gospodarczym i finansowym. Spowolnienie gospodarki wywarło znaczący wpływ na decyzje organów publicznych. Państwo i samorząd stanęły w obliczu nowych wyzwań, które wymuszają zwiększone wydatki publiczne.

Społeczeństwo oczekuje nowych usług i dóbr dostarczanych przez państwo, wymusza zmiany w standardach dotychczasowej oferty dóbr i usług publicznych przyjętych ze środków publicznych do finansowania. W warunkach kryzysu wymaga interwencji i działań mających na celu zahamowanie negatywnych procesów zachodzących w gospodarce. Chcąc sprostać wyzwaniom, państwo stara się obejmować szerokim zakresem

zgłaszane potrzeby przez społeczeństwo. To może skutkować lub skutkuje nierównowagą budżetową, która przybiera postać deficytu budżetowego. Konieczne jest pozyskanie środków na sfinansowanie deficytu budżetowego. Wykorzystywane są do tego celu instrumenty dłużne, które wyznaczone są z mocy obowiązującego prawa.

Niestety, wykorzystanie wskazanych instrumentów związane jest z pojawieniem się długu, który przybiera postać państwowego długu publicznego. Pozyskanie na rynku, jak i obsługa zaciągniętego długu obarczone są ryzykiem. Stąd też istotnym elementem polityki zarządzania długiem publicznym z punktu widzenia utrzymania płynności finansowej i równowagi jest analiza struktury długu publicznego.

Celem opracowania jest analiza instrumentów dłużnych stosowanych w polityce zarządzania długiem publicznym i wskazanie na wynikające z tej struktury skutki.

ZARZĄDZANIE DŁUGIEM PUBLICZNYM – ISTOTA I ZASADY

Management of public debt - the essence and principles

Państwowy dług publiczny oblicza się jako wartość nominalną zobowiązań jednostek sektora finansów publicznych po wyeliminowaniu wzajemnych zobowiązań między jednostkami tego sektora. Państwowy dług publiczny podlega obowiązkowi kontroli¹, a ta z kolei wymusza zarządzanie nim.²

Zarządzanie długiem publicznym jest procesem opartym na strategiach zarządzania długiem publicznym państwa, opracowanych dla zdobycia wymaganej ilości kapitału (funduszy), osiągnięcia założonych celów związanych z kosztem i ryzykiem zarządzania długiem, a także spełnienia innych celów dzięki rozwojowi i utrzymaniu rynku rządowych papierów wartościowych³. Polityka zarządzania długiem publicznym musi wypełniać podstawowe funkcje, do których należą: zarządzanie operacyjne, planowanie, funkcja fiskalna, emisyjna, oddziaływanie na rynek wtórny, doradcza, informacyjna oraz nadzorcza⁴. Funkcje te określają obszary, w ramach których powinna działać polityka zarządzania długiem prowadzona przez państwo. Na politykę zarządzania długiem mają wpływ zarówno czynniki zależne, jak i niezależne od danego państwa. Można też mówić o czynnikach wewnętrznych (opisanych formułą instytucji zarządzającej długiem, wewnętrzną jej organizacją oraz poziomem niezależności) i zewnętrznych (odzwierciedlających zmiany zachodzące w gospodarce globalnej).

Jak wskazano powyżej polityka zarządzania państwowym długiem publicznym oparta jest na strategiach zarządzania długiem. W Polsce strategię zarządzania długiem

¹ Art. 74 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych. DzU nr 157, poz. 1240.

² Art. 75 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych. DzU nr 157, poz. 1240.

³ S. J. Van der Walt, *Public debt management, Financial Sector Forum*, S.A. Reserve Bank, September 1997, s. 3.

⁴ K. Marchewska-Bartkowiak, *Zarządzanie długiem publicznym w krajach Unii Europejskiej i w Polsce*. BMiB, Warszawa 2003, s. 30.

wyznaczała ustawa z 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych⁵, która zobowiązywała Ministra Finansów do opracowania co roku trzyletniej strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa (SP) oraz oddziaływania na państwowy dług publiczny. Wskazany dokument był przedstawiany przez Ministra Finansów Radzie Ministrów do zatwierdzenia, a przedstawiany Sejmowi wraz z uzasadnieniem projektu ustawy budżetowej. Nowo obowiązująca ustawa o finansach publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 r. również nakłada obowiązek na Ministra Finansów do opracowania strategii zarządzania długiem, ale zmienia czasookres jej obowiązywania. Ustawodawca wydłużył okres obowiązywania strategii do czterech lat oraz zobligował do uwzględnienia w niej, w szczególności⁶:

1. uwarunkowań zarządzania długiem związanych ze stabilnością makroekonomiczną gospodarki;
2. analizy poziomu państwowego długu publicznego;
3. prognozy poziomu państwowego długu publicznego i długu Skarbu Państwa;
4. prognozy kosztów obsługi długu Skarbu Państwa;
5. kształtowania się struktury zadłużenia;
6. prognozy i analizy niewymagalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji Skarbu Państwa.

Nie zmienia się obowiązek przedstawienia i zatwierdzenia dokumentu przez Radę Ministrów oraz przekazania Sejmowi wraz z uzasadnieniem projektu ustawy budżetowej.

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się na dwóch poziomach⁷:

1. w szerszym znaczeniu stanowi element polityki fiskalnej i obejmuje decyzje, jaka część wydatków państwa ma być finansowana poprzez zaciąganie długu, a zatem jaka będzie wielkość długu publicznego;
2. w węższym znaczeniu oznacza sposób finansowania potrzeb pożyczkowych państwa oraz kształtowanie struktury długu, a więc wybór rynków, instrumentów i terminów emisji.

Należy podkreślić, że istnieją dwa podejścia do metodologii przygotowania prognozy wielkości państwowego długu publicznego. Pierwsza – bazuje na metodologii krajowej, która wskazuje na spójność z założeniami polityki fiskalnej przyjętymi w projekcie ustawy budżetowej, natomiast w zakresie celów i zadań odnosi się do zarządzania długiem publicznym w węższym znaczeniu. Drugie podejście – to przygotowanie prognozy długu publicznego wg metodologii UE, która wskazuje na sporządzenie prognozy w oparciu o ścieżkę fiskalną dostosowaną do poziomu wynikającego z objęcia Polski procedurą nadmiernego deficytu.

Z punktu widzenia zarządzania ryzykiem strategia zarządzania długiem publicznym pozwala na⁸:

⁵ Art. 70 ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych. DzU nr 249, poz. 2104 z późn. zm.

⁶ Art. 75 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych. DzU nr 157, poz. 1240.

⁷ Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012. Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009, s. 6.

⁸ B. Filipiak, *Kierunki zarządzania ryzykiem dotyczącym państwowego długu publicznego*, [w:] *Ryzyko w finansach i bankowości*. Red., B. Filipiak, M. Dylewski, Difin, Warszawa 2010, s. 343.

- oszacowanie zmian w wielkości państwowego długu publicznego, w szczególności w zakresie czynników determinujących zmiany oraz skutków, które mogą być z tym związane (co oznacza, że można podjąć działania na rzecz minimalizacji ryzyka);
- wskazanie czynników wpływających na zmianę relacji długu do PKB (co jest szczególnie ważne punktu widzenia konwergencji i przeciwdziałania niekorzystnym trendom);
- ustalenia obciążeń budżetu państwa kosztami obsługi długu, ustaleniu czynników powodujących wzrost lub spadek ceny na pieniądź (ten element pozwala na zabezpieczenie się przed wahaniami ceny lub też stworzenie rezerw na potencjalne zmiany cen), jak również ustalenie, który z instrumentów oferowanych na rynku albo znajdujący się w portfelu podlega największemu ryzyku zmiany;
- ustalenie ryzyka związanego ze strukturą długu, tak aby nie przekroczyło ono bezpiecznego poziomu;
- ustalenie kierunków ograniczenia ryzyka refinansowania krajowego i zagranicznego długu;
- ustaleniu i ograniczeniu ryzyka kursowego oraz walutowego,
- ustalenie kierunku wpływu oraz ograniczenie ryzyka płynności, ryzyka kredytowego i ryzyka operacyjnego.

Celem strategii zarządzania długiem, jest z jednej strony podporządkowanie polityki zarządzania długiem, a z drugiej minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomu⁹:

- ryzyka refinansowania,
- ryzyka kursowego,
- ryzyka stopy procentowej,
- ryzyka płynności budżetu państwa,
- pozostałych rodzajów ryzyka, w szczególności ryzyka kredytowego i operacyjnego,
- rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

Cel ten powinien być realizowany z punktu widzenia¹⁰:

- doboru instrumentów – czyli jako minimalizacja kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu, poprzez optymalny dobór rynków, instrumentów zarządzania długiem, struktury finansowania potrzeb pożyczkowych i terminów emisji;
- zwiększania efektywności rynku SPW (skarbowych papierów wartościowych), przyczyniającego się do obniżenia rentowności SPW. Oznacza to dążenie do tego, aby różnice rentowności (*spread*) SPW polskich i emitowanych przez kraje o najwyższej w UE wiarygodności kredytowej były jedynie wynikiem różnic w ocenie ryzyka kredytowego kraju, a nie barier i ograniczeń w organizacji i infrastrukturze rynku SPW.

⁹ Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012. Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009, s. 28.

¹⁰ Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2009–2011. Ministerstwo Finansów, Warszawa 2008, s. 26; Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012. Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009, s. 28.

Podstawową zasadą jest zasada elastyczności w realizacji celu oraz dywersyfikacji instrumentów przy zapewnieniu umacniania pozycji Polski na rynku euro i zapewnieniu dostępu do atrakcyjnego finansowania długu publicznego.

Instrumenty zaciągania państwowego długu publicznego obejmują:

- emisję skarbowych papierów wartościowych (na rynku krajowym i zagranicznym),
- zaciąganie pożyczek i kredytów na rynku krajowym i zagranicznym,
- operacje związane z finansowymi instrumentami pochodnymi.

Natomiast państwowy dług publiczny jest klasyfikowany jako¹¹:

- wyemitowane papiery wartościowe, opiewające na wierzytelności pieniężne,
- zaciągnięte kredyty i pożyczki,
- przyjęte depozyty,
- wymagalne zobowiązania wynikające z ustaw, orzeczeń sądu i ostatecznych decyzji administracyjnych, udzielonych poręczeń i gwarancji oraz z innych tytułów.

Można wysunąć tezę, że zarządzanie długiem polega na kształtowaniu jego struktury tak, by z istnieniem długu publicznego wiązały się jak najmniejsze koszty w długim horyzoncie czasowym przy akceptowalnym poziomie ryzyka, a jednocześnie zostało zapewnione bezpieczeństwo finansowania potrzeb pożyczkowych państwa.

3. SYNTETYCZNA ANALIZA WIELKOŚCI I STRUKTURY PAŃSTWOWEGO DŁUGU PUBLICZNEGO

Synthetic analysis of the size and structure of public debt

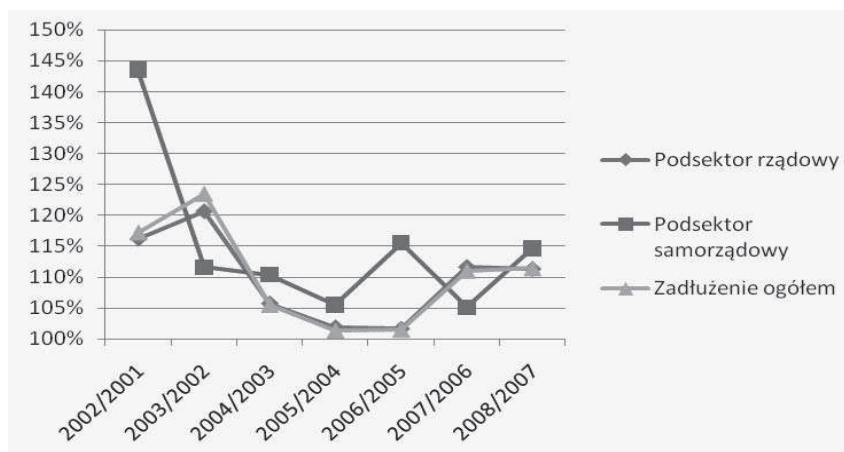
Wielkość państwowego długu publicznego przedstawiono w tabeli 1 i na wykresie 1. Należy podkreślić, że wraz z podziałem na podsektory pojawił się nowy podział państwowego długu publicznego na dług kreowany przez: podsektor rządowy, samorządowy i ubezpieczeń społecznych. Ten podział zaczął być prezentowany od 2003 roku. Przed tą datą zadłużenie podmiotów podsektora ubezpieczeń społecznych było ujmowane w grupie pozostały dług sektora rządowego.

Tab. 1. Wielkość długu publicznego w latach 2001–2009 w mld zł
The size of public debt in the years 2001–2009 in billion PLN

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Podsektor rządowy	291,3	291,3	338,6	408,6	432,2	440,5	447,9	500,2	556,9
Podsektor samorządowy	10,8	10,8	15,5	17,3	19,1	20,2	23,3	24,5	28,1
Podsektor Ubezpieczeń społecznych	bd	bd	bd	11,2	10,1	7,1	3,8	2,7	2,8
Zadłużenie ogółem	302,1	302,1	354,1	437,1	461,4	467,8	475,0	527,4	587,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie.

¹¹ Art. 72 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych. DzU nr 157, poz. 1240.



Wykres 1. Zmiany w wielkości państwowego długu publicznego w ujęciu relatywnym w %
Changes in the size of public debt in relative terms in%

Źródło: Opracowanie własne.

Z zaprezentowanych danych wynika, że w analizowanym okresie zarówno samorządowy, jak i rządowy dług publiczny wykazują tendencje wzrostową. W analizowanym okresie tempo wzrostu zadłużenia w podsektorze samorządowym podlega wahaniom. Okresowo, tempo wzrostu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego jest szybsze niż w przypadku długu podsektora rządowego. Należy wskazać, że zadłużenie podsektora rządowego rośnie w tym samym tempie co zadłużenie ogółem. Sytuacja ta wynika z udziału w całości zadłużenia, długu sektora rządowego.

Zestawienie czynników (tabela 2) obrazuje oddziaływanie najważniejszych czynników na kształtowanie się relacji długu Skarbu Państwa (który ma decydujące znaczenie w strukturze zadłużenia całego sektora finansów publicznych) na tle relacji ustawowych określających normy ostrożnościowe i sanacyjne¹². Zmiany wielkości długu publicznego w analizowanym okresie wynikały głównie ze zmian długu sektora rządowego. Wzrost w ujęciu nominalnym był wypadkową stosunkowo wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu państwa przy malejących wpływach z prywatyzacji oraz zmian kursu złotego. Jednocześnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego i poprawa sytuacji finansów publicznych wpłynęły na stabilizację relacji długu publicznego do PKB od 2004 r. W roku 2007 nastąpiło znaczne umocnienie złotego, które pozwoliło na przejściowe obniżenie długu. W 2008 r. nastąpiły pierwsze symptomy kryzysu gospodarczego, który wywołał wzrost potrzeb pożyczkowych i wzrost długu publicznego.

¹² Zgodnie z art. 86 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych. DzU nr 157, poz. 1240.

Tab. 2. Czynniki wpływające na zmianę relacji długu SP do PKB (%)
Factors affecting the change in the relationship Treasury debt to GDP (%)

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Relacja długu SP do PKB	36,4	40,6	44,9	43,6	44,8	45,1	42,6	44,8
Zmiana relacji długu SP do PKB	0,6	4,1	4,4	-1,4	1,2	0,4	-2,5	2,2
Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, w tym:	3,5	5	4,4	4,8	4,2	4,1	2,8	3,4
1.1. saldo pierwotne budżetu państwa	1,5	1,9	1,5	2	0,3	-0,3	-1	-0,1
1.2. koszty obsługi długu SP	2,7	3	2,9	2,5	2,5	2,6	2,3	2
1.3. koszty reformy emerytalnej *	0	0	0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,6
1.4. przychody netto z prywatyzacji	-0,8	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	0	-0,1	-0,1
1.5. pozostałe potrzeby pożyczkowe **	0,2	0,3	0,4	0	0,3	0,4	0,2	0
2. Zmiany nie wynikające z potrzeb pożyczkowych budżetu, w tym:	-0,8	0,7	1,9	-2,2	-0,3	-0,3	-0,7	2
2.1. różnice kursowe	-1	0,8	1,4	-2,2	-0,3	-0,4	-0,9	2
2.2. pozostałe czynniki ***	0,2	-0,1	0,5	0	0,1	0,1	0,2	0
3. Zmiany pozostałego długu SP	-0,5	-0,2	-0,2	0	-0,1	-0,2	-0,1	0
4. Nominalny wzrost PKB	-1,6	-1,3	-1,7	-4	-2,6	-3,2	-4,5	-3,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012*. Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009, s. 8.

Tabela 3 prezentuje strukturę zadłużenia w podziale na zadłużenie krajowe i zagraniczne. Szczegółowa analiza przedmiotowa zadłużenia wskazuje, że dominującymi instrumentami są: skarbowe papiery wartościowe, a w zadłużeniu zagranicznym kredyty i obligacje. W szczególności w zaspokajaniu potrzeb pożyczkowych wykorzystywane są: bony skarbowe, obligacje krajowe rynkowe, obligacje oszczędnościowe, nierynkowe krajowe skarbowe papiery wartościowe, obligacje zagraniczne, obligacje typu Brady, dług wobec Klubu Paryskiego, kredyty międzynarodowych instytucji finansowych, pozostałe kredyty zagraniczne.

Tab. 3. Struktura długu wg faktycznych terminów wykupu w latach 2001–2009
Structure of Treasury debt by actual maturities in the years 2001–2009

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Zadłużenie krajowe									
Krajowe SPW do 1 roku włącznie	37,80%	38,00%	37,90%	29,60%	26,70%	20,00%	20,50%	23,60%	25,50%
Krajowe SPW od 1 roku do 3 lat włącznie	31,40%	26,90%	31,40%	30,40%	26,50%	28,10%	29,30%	30,30%	31,50%
Krajowe SPW od 3 roku do 5 lat włącznie	18,70%	19,40%	15,50%	22,90%	27,60%	31,00%	20,30%	16,90%	13,50%
Krajowe SPW powyżej 5 lat	12,20%	15,70%	15,10%	17,10%	19,20%	20,90%	29,90%	29,10%	29,50%
Zadłużenie zagraniczne									
Dług zagraniczny do 1 roku włącznie	6,10%	7,30%	7,90%	7,70%	7,30%	5,70%	6,30%	8,70%	3,30%
Dług zagraniczny od 1 roku do 3 lat włącznie	18,10%	18,50%	21,10%	22,60%	13,00%	16,80%	16,10%	10,20%	13,10%
Dług zagraniczny od 3 roku do 5 lat włącznie	24,40%	23,60%	25,10%	27,50%	17,70%	11,30%	13,00%	19,50%	22,20%
Dług zagraniczny powyżej 5 lat	51,30%	50,50%	45,90%	42,30%	62,10%	66,20%	64,50%	61,70%	61,40%

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012*. Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009, s. 10.

W powyższej tabeli zgrupowano instrumenty wg terminów zapadalności oraz w podziale na dług krajowy i zagraniczny. Zmienia się struktura zadłużenia, następuje wzrost wykorzystania instrumentów długoterminowych, co niewątpliwie wpływa na ograniczenie ryzyka refinansowania. W związku ze światowym kryzysem finansowym i wzrostem awersji do ryzyka nastąpiła zmiana w wykorzystaniu SPW w przedziałach: do jednego roku oraz od 1 do 3 lat. Również kapitał zagraniczny wykazywał bardzo silny odpływ, co przełożyło się na strukturę długu zagranicznego.

Ważnym elementem analizy jest analiza zapadalności długu, zwłaszcza z punktu widzenia ryzyka refinansowania oraz wpływu na koszty jego obsługi. Tabela 4 prezentuje średnią zapadalność długu w analizowanym okresie.

Tab. 4. Średnia zapadalność długu SP w latach 2001–2009
The average maturity of Treasury debt in the years 2001–2009

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dług krajowy	2,5	2,7	2,7	3,2	3,6	3,9	4,3	4,2	4,2
Dług zagraniczny	6,5	6,0	5,7	5,5	8,5	8,3	8,3	8,1	8,4
Dług ogółem	4,1	3,9	3,7	3,8	5,0	5,1	5,3	5,3	5,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012*. Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009, s. 10.

Notuje się systematyczny od 2003 r. wzrost średniej zapadalności całego długu SP. Wynikał on ze stabilnego wzrostu średniej zapadalności długu krajowego, mającego dominujący udział w długu ogółem oraz znaczącego wydłużenia w 2005 r. średniej zapadalności długu zagranicznego. W I połowie 2009 r. średnia zapadalność długu ogółem była wypadkową niewielkiego wzrostu dla długu zagranicznego oraz nieznacznego spadku dla długu krajowego. Należy wskazać, że jest to pozytywny trend wpływający na ograniczenie ryzyka refinansowania.

Dług publicznych jest zaciągany w walucie krajowej, może być zaciągany również w walutach wymiennalnych. Tabela 5 prezentuje strukturę walutową zadłużenia w analizowanym okresie.

Tab. 5. Struktura walutowa zadłużenia SP w latach 2001–2009
The currency structure of Treasury debt in the years 2001–2009

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dług w PLN	60,6%	64,9%	66,1%	72,4%	71,7%	73,6%	75,8%	73,7%	73,9%
Dług w EUR	15,0%	15,5%	19,1%	17,3%	18,6%	18,7%	17,4%	18,9%	19,6%
Dług w pozostałych walutach	24,4%	19,7%	14,9%	10,4%	9,7%	7,7%	6,7%	7,4%	6,5%
Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dług w EUR	43,00%	bd	bd	61,00%	66,00%	70,90%	72,10%	71,80%	74,90%
Dług w USD	36,50%	bd	bd	21%	18%	13,70%	11,00%	9,60%	9,20%
Dług w CHF	3,30%	bd	bd	3%	5%	4,60%	6,90%	8,10%	7,10%
Dług w GBP	3,50%	bd	bd	bd	bd	2%	1,60%	1,10%	1,30%
Dług w JPY	4,80%	bd	bd	6%	7%	7,50%	7,40%	9,10%	7,40%
Dług w innych walutach	8,90%	bd	bd	9%	4%	1,30%	1,00%	0,30%	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012*. Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009, s. 11.

Udział długu nominowanego w walutach obcych w długu SP, za wyjątkiem niewielkiego wzrostu w 2005 r. i 2006 r. systematycznie spadał. Analizując strukturę walutową długu, to systematycznie spadało zadłużenie we wszystkich walutach poza euro. Nie-wielkie wzrosty dotyczyły w roku 2008 – jena i franka szwajcarskiego.

Eksperti wskazują na następujące przyczyny zmian w strukturze walutowej¹³:

- przyjęcia w wariancie bazowym finansowania zagranicznego w wysokości zbliżonej do potrzeb walutowych budżetu państwa, związanych z obsługą i wykupem długu zagranicznego,
- dużej zmienności kursu złotego, w tym znacznej aprecjacji w okresie od końca 2001 r. do połowy 2008 r. oraz gwałtownej deprecjacji w IV kwartale 2008 r. i I kwartale 2009 r.;
- elastycznego podejścia do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu w kontekście ograniczeń wynikających z ryzyka kursowego i pozwalającego na przejściowe zwiększenie finansowania zagranicznego, uzasadnionego dążeniem do stabilizacji rynku krajowego, dywersyfikacją źródeł pozyskiwania kapitału oraz wykorzystaniem możliwości zaciągania nisko oprocentowanych kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych (MIF),
- strategicznej roli euro jako przyszłej waluty krajowej.

Z punktu widzenia zarządzania długiem wydaje się być zasadnym poddanie analizie układu struktury podmiotowej¹⁴. W tabeli 6 zawarto analizę podmiotową struktury zadłużenia w odniesieniu do SPW.

Tab. 6. Struktura podmiotowa zadłużenia krajowego w latach 2001–2009

Entity structure of domestic debt in the years 2001–2009

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Krajowy sektor pozabankowy	47,00%	49,90%	49,30%	49,20%	54,40%	56,00%	57,30%	54,40%	53,00%
Krajowe banki komercyjne	32,00%	32,80%	34,10%	29,40%	23,80%	22,90%	23,10%	32,30%	31,90%
SPW u inwestorów zagranicznych	11,20%	14,30%	16,40%	21,40%	21,80%	21,10%	19,60%	13,30%	15,10%
NBP	9,80%	3,00%	0,20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012*. Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009, s. 25.

Z powyższych danych wynika, że rośnie zainteresowanie emitowanymi SPW wśród krajowego sektora pozabankowego. Znaczącym wierzycielem są również banki, ale praktycznie po spadku zaangażowania poziom zadłużenia w ostatnich 2 latach się wyrównał. Ograniczone zostało zaangażowanie Narodowego Banku Polskiego, natomiast powoli rosło zainteresowanie inwestorów zagranicznych do 2007 roku. Jednakże kryzys wpłynął negatywnie i spowodował osłabienie zainteresowania krajowymi SPW tej grupy wierzycieli. Należy jednakże domniemywać, że wraz z stabilizacją na polskim rynku, pozytywnymi symptomami wychodzenia z kryzysu (stagnacji gospodarczej) nastąpi powrót tej grupy na rynki polskie i zmiana struktury podmiotowej.

¹³ *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012*. Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009, s. 10–11.

¹⁴ Napotkano na brak danych dotyczących struktury podmiotowej w odniesieniu do zadłużenia zagranicznego. Stąd też analizie poddano jedynie zadłużenie krajowe.

4. SKUTKI POLITYKI ZARZĄDZANIA DŁUGIEM ZE SZCZEGÓLNYM UWZGLĘDNIENIEM WYBRANYCH INSTRUMENTÓW

The effects of debt management policy, with particular emphasis on certain instruments

Z przeprowadzonej analizy wynika, że skutecznie jest realizowana strategia ograniczenia ryzyka w zakresie zarządzania długiem. Oczywiście niepokoi wzrost zadłużenia, ale praktycznie wskaźnik relacji zadłużenia do PKB oscyluje w przedziale 40–45% w analizowanym okresie (z wyłączeniem roku 2001). Wartościowo wzrasta zadłużenie i w sytuacji pogłębiania się kryzysu może dojść do osiągnięcia 1 progu restrykcji. Jednakże wskazuje się na symptomy ożywienia gospodarczego, nie wiadomo jednak czy będzie ono trwałe. Należy dodać, że wzrost zadłużenia pociąga za sobą wzrost kosztów obsługi zadłużenia, a to z kolei większe wydatki budżetowe.

Struktura zadłużenia, zwłaszcza podmiotowa wskazuje na zaprzestanie interwencji NBP, ale pojawia się udział podmiotów zagranicznych na krajowym rynku. Wejście zagranicznych inwestorów na rynek polski może spowodować spekulacje polskim długiem, jak również szybkie decyzje związane ze zbyciem instrumentów dłużnych, co może spowodować niepokój na rynku i jego zachwianie. To z kolei jest ważne z punktu widzenia ograniczenia ryzyka podmiotowego i refinansowania.

Nie bez znaczenia jest związane się dominująco z jedną walutą. Jeżeli zrealizowana zostanie zapowiedź szybkiego wejścia do strefy euro – to praktycznie nie występuje zagrożenie związane z ryzykiem walutowym, ale w sytuacji uzależnienia się od jednej waluty, każde wahanie, a zwłaszcza spekulacje na rynku mogą niekorzystnie wpłynąć na stan finansów państwa.

Bardzo ważnym elementem jest wydłużenie okresu średniej zapadalności. Im dłuższy okres, tym zwiększa się bezpieczeństwo refinansowania. Ale wydłużenie okresu wiąże się często z wysokimi kosztami obsługi związanymi z decyzją wcześniejszej spłaty zadłużenia. Ponadto, skutkuje to obciążeniem spłatą przyszłych pokoleń. Nie zawsze jest to społecznie akceptowane, gdyż efekt z tytułu zadłużenia osiągnąć jest niemal natychmiast, natomiast ciężar spłaty dotyczy często tych pokoleń, które nieefektywnie partycypowały w konsumpcji efektów związanych z zaciągniętym długiem.

PODSUMOWANIE

Summary

Czy zatem państwowy dług publiczny jest zawsze radą na kryzys? Odpowiedź na to pytanie jest bardzo trudna. Ale należy sądzić, że nie jest to jedyny sposób na ograniczenie rozmiaru kryzysu, fundusze pozyskane na finansowanie potrzeb pożyczkowych będą go łagodzić.

Struktura zadłużenia nie jest niepokojąca, a wręcz można wskazać, że w analizowanym okresie następuje wzrost bezpieczeństwa związanego z zaciągniętym długiem publicznym. Wykazuje ona poprawność z punktu widzenia zarządzania ryzykiem, zwłaszcza jej podział na dług krajowy i zagraniczny. Systematycznie ograniczane jest ryzyko, ale ryzykiem samym w sobie jest permanentny wzrost zadłużenia. Zawsze dekoniunktura gospodarcza będzie czynnikiem kreującym zadłużenie, ale należy pamiętać, aby zadłużać państwo, tak aby ograniczać ryzyko zastosowanych instrumentów, terminów, walut i z punktu widzenia możliwości spekulowania nabywających instrumenty dłużne podmiotów.

SUMMARY

The article presents theoretical ideas about financing of the loan needs of the country. The government sector was analyzed but it was accorded to the global debt of the territorial government individuals and individuals of the social insurance. In article author has pertained to the objective structure of the debt in allocation to national and international structure national public debt. The study ends inferences about inflation existing debt structure on stability of country finances.

prof. dr hab. Beata Filipiak, prof. dr hab. Marek Dylewski, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu