

Joanna Marczakowska-Proczka*

WPLYW CZŁONKOSTWA POLSKI W UNII EUROPEJSKIEJ NA ZARZĄDZANIE DŁUGIEM PUBLICZNYM

Zarządzanie długiem publicznym w Polsce ma zaledwie dziesięcioletnią tradycję, co daje już możliwość ustosunkowania się do tego procesu oraz zastanowienia się, w jaki sposób członkostwo w Unii Europejskiej wpłynie na dotychczasowe rozwiązania w tym zakresie.

Zarządzanie długiem publicznym można rozpatrywać w dwóch aspektach. Po pierwsze, jako decyzje wpływające na rozmiar długu, jego strukturę oraz terminy jego zapadalności. Po drugie, jako proces ustalania i realizacji strategii zarządzania długiem publicznym w celu zaspokojenia potrzeb pożyczkowych¹. W obydwu przypadkach chodzi o procesy zaciągania, spłacania, refinansowania czy konwersję długu publicznego. Raport Financial Stability Forum poddał krytyce zarządzanie długiem publicznym, sprowadzające się wyłącznie do pożyczania środków jak najmniejszym kosztem, tzn. przy najniższej stopie procentowej². Autorzy raportu zaproponowali, w formie zaleceń, Bankowi Światowemu i Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu rozważne zarządzanie długiem publicznym chroniącym przed finansową destabilizacją.

Dług publiczny w gospodarce oprócz finansowania wydatków budżetowych pełni także ważną rolę na rynku kapitałowym i na rynkach finansowych. Dlatego też każda decyzja związana z zarządzaniem długiem wywołuje odpowiednie reakcje na rynkach finansowych, stąd problem efektywnego nim zarządzania. Niewątpliwie czynnikiem sprzyjającym zarządzaniu długiem publicznym jest dobrze rozwinięty krajowy rynek kapitałowy, chodzi

* Dr, adiunkt w Katedrze Skarbowości Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

¹ P. Mylonas, S. Schich, T. Thorgeirsson, G. Wehinger, *New Issues in Public Debt Management*. Working paper No. 239, OECD 2000 s. 5; L. Klukowski, E. Kuba, *Optymalizacja zarządzania długiem Skarbu Państwa. Minimalizacja kosztów obsługi instrumentów dłużnych emitowanych na rynku krajowym*, NBP Materiały i studia, z. 119/2001, s. 8; S. J. van der Walt, *Public Debt Management*. S.A. Financial Sektor Forum, s. 3.

² *Raport of the Working Group on Capital Flows*, „Financial Stability Forum”, April 5, 2000, s. 14.

tu o rynek pierwotny i wtórny. Dobrze zorganizowany rynek daje możliwość wykorzystywania wielu instrumentów, zapewniających płynność i umożliwiających zmniejszenie kosztów zaciągania nowych pożyczek. Polska musiała budować swój rynek kapitałowy od zera, mając jednocześnie bardzo wysokie obciążenia zadłużeniem zagranicznym. Mimo to systematycznie wprowadza się nowe instrumenty oraz dostosowuje się strukturę polskiego długu do struktury zadłużenia w krajach rozwiniętych.

Kryzysy finansowe ostatnich lat wykazały silną zależność między stabilnością makroekonomiczną a stabilnością systemu finansowego. O ile pierwsza wpływa na osłabienie instytucji finansowych, o tyle słaby system finansowy ma negatywny wpływ na wyniki makroekonomiczne oraz wzmacnia zaburzenia w gospodarce.

Stosowanie standardów i kodeksów prowadzenia polityki makroekonomicznej powinno wymuszać na rządach poszczególnych państw rozważne działania, zapewniające długotrwały zrównoważony wzrost gospodarczy. Prowadzenie takiej polityki oznacza także, że władze nie dopuszczają do narastania nierównowagi w ich systemach finansowych, czyli decyzje w obszarze kursu walutowego, deficytu w rachunku bieżącym, jak i deficytu budżetowego.

Zważywszy, że w większości krajów portfel zadłużenia państwowego jest największym portfelem w danym kraju, każda decyzja rządu, dotycząca zadłużenia ma wpływ przynajmniej na krajowy rynek finansowy.

Przyczyną niektórych kryzysów finansowych ostatnich lat była nierozważna polityka fiskalna, która, jak wiadomo, oddziałuje na sektor finansowy głównie przez jej wpływ na stabilność makroekonomiczną. Jeżeli występują duże deficyty budżetowe, to zawsze istnieje ryzyko, że rząd będzie go finansował emisją pieniądza, co doprowadzi do inflacji. Finansowanie deficytu w sposób bezinflacyjny np. przez dużych rozmiarów emisję papierów skarbowych także może naruszyć stabilność makroekonomiczną³. Drugim niebezpieczeństwem dla stabilności finansowej może być dopuszczenie do nierównowagi w bilansie płatniczym kraju, będącego przyczyną nadmiernego zadłużenia instytucji i przedsiębiorstw krajowych za granicą, zagranicznych inwestycji portfelowych – w papiery skarbowe. Wówczas zmniejszenie się rezerw walutowych na skutek niekorzystnego zbiegu okoliczności, może doprowadzić do paniki wśród inwestorów obawiających się wyczerpania rezerw i ewentualnej dewaluacji.

Obowiązujący w kraju system podatkowy także wpływa na stabilność systemu finansowego i to głównie przez opodatkowanie instytucji finansowych,

³ Tak było w przypadku kryzysu walutowego w Rosji czy Brazylii, gdzie w pewnym momencie inwestorzy zaczęli obawiać się ewentualnej monetyzacji długu publicznego, a więc wykupu obligacji rządowych w drodze emisji pieniądza, co spowoduje gwałtowny wzrost inflacji.

instrumentów finansowych czy transakcji. Oprócz wymienionych czynników zwiększających podatność systemu finansowego na niestabilność można wymienić jeszcze wysoką i zmienną stopę inflacji, zmiany stóp procentowych czy nie zrównoważony wzrost gospodarczy. Przy inflacji na poziomie umiarkowanym zawierane umowy pożyczkowe mają z reguły długi okres zapadalności. Wówczas pożyczki mają ustalone z góry oprocentowanie w całym lub względnie długim okresie trwania umowy. Natomiast jeżeli inflacja spada poniżej określonego poziomu (dezinflacja lub deflacja), realna wartość zobowiązań pożyczkobiorcy rośnie⁴. Natomiast stopy procentowe, a właściwie ich wzrost, z jednej strony zwiększają wysokość odsetek, jakie trzeba płacić od zaciągniętych kredytów, z drugiej powodują spadek cen aktywów, co pogłębia ciężar obsługi zadłużenia.

Inną przyczyną zaburzeń systemu finansowego może być istnienie gwarancji ze strony władz państwowych. Dla Polski wyzwaniem jest nie tylko zarządzanie długiem publicznym przy stale utrzymującym się wysokim deficycie budżetowym, ale także integracja z Unią Europejską.

Integracja Polski z Unią Europejską niewątpliwie podniesie wiarygodność naszego kraju na międzynarodowych rynkach finansowych. Może to spowodować m. in. zmniejszenie kosztów pozyskiwania przez Skarb Państwa środków w walutach obcych, jak i finansowania potrzeb pożyczkowych na rynku krajowym oraz zaistnieje możliwość pozyskania nowych grup inwestorów.

Poprawa wiarygodności Polski, jak się wydaje, ograniczy ryzyko refinansowania w złotych i walutach obcych, co jest niezwykle ważne dla programu refinansowania spłat zadłużenia zagranicznego w najbliższych latach.

Jednocześnie, aby Polska jako emitent mogła sprostać wymaganiom konkurencji, rynek SPW musi być płynny, przejrzysty i dobrze zorganizowany, co będzie wymagało zmian w obszarze organizacyjno-prawnym. Dotyczy to m. in. dalszego rozwoju i doskonalenia Elektronicznego Rynku SPW w celu zintegrowania go z europejskimi odpowiednikami. Ponadto przy emisji SPW chodzi o ograniczanie liczby emisji obligacji przy jednoczesnym zwiększeniu ich wartości do poziomu stanowiącego równowartość co najmniej 5 mld EUR. Następnie będą dostosowania natury technicznej, prawnej i w infrastrukturze rozliczeniowej. Do konkursów wyłaniających DSPW – dealerów skarbowych papierów wartościowych na kolejne lata – zostaną włączone banki zagraniczne, co może być osiągnięte dzięki współpracy instytucji nadzorujących system bankowy w Polsce z tego typu instytucjami w innych krajach.

⁴ F. S. Mishkin, *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*, [w] *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Jackson Hole, Wyoming 1997, s. 66.

Członkostwo Polski w Unii Europejskiej wiąże się także z dużymi przepływami pieniężnymi, dotyczącymi środków finansowych otrzymywanych, jak i płaconych przez nasz kraj⁵. Transfery związane z członkostwem, ze względu na ich wielkość, będą miały duży wpływ na zarządzanie długiem publicznym. W ustawie budżetowej na rok 2004 zapisano po stronie dochodów w części 84 – Środki własne Unii Europejskiej kwotę 2107,0 mln zł z tytułu ryczałtowych kwot poprawę płynności budżetowej oraz w części 19 – Budżet, finanse publiczne i instytucje finansowe kwotę 439.153 tys. zł tzw. instrument finansowy z Schengen. Ponadto w przychodach budżetu państwa uwzględniono wpłatę z Unii Europejskiej na rzecz prefinansowania programów realizowanych przy wykorzystaniu funduszy strukturalnych oraz z tytułu programów Wspólnej Polityki Rolnej. Będą to wydatki w roku 2004 na poziomie 5463,9 mln zł, z czego budżet ogólny UE w ciągu roku zrefinansuje 966 mln zł. Po stronie wydatków zapisano rozliczenia z budżetem ogólnym Unii Europejskiej z tytułu środków własnych – składka członkowska na kwotę 5833,0 mln zł. Trzeba zaznaczyć, że w różnych częściach budżetu, u dysponentów i w rezerwach celowych zapisano środki łącznie na kwotę 4000,0 mln zł. Są to środki umożliwiające absorpcję przewidywanych płatności z Unii Europejskiej w wysokości ok. 13 643 mln zł⁶.

W związku z tym integracja z Unią Europejską nie pozostanie, przynajmniej w najbliższym okresie, kiedy to będziemy płatnikami netto, bez wpływu na zarządzanie długiem publicznym. Dlatego też polityka w zakresie zarządzania długiem musi charakteryzować się rozważą, wiarygodnością i przewidywalnością⁷.

Rząd odpowiada za wpływ swoich potrzeb pożyczkowych oraz poziom zadłużenia na koszt pożyczek, a tym samym niekorzystne skutki w sferze realnej. Zła struktura długu pod względem zapadalności, denominowania, stóp procentowych oraz zobowiązania warunkowe rządu jak gwarancje i poręczenia były wielokrotnie przyczyną kryzysów finansowo-gospodarczych. Zatem zarządzanie długiem publicznym musi się odbywać przy zachowaniu odpowiedniego ryzyka i kosztów.

Nadmierny dług może generować zbyt wysokie koszty jego obsługi, na które zabraknie środków w budżecie, co powoduje tzw. pułapkę zadłużeń.

⁵ Płatności z budżetu państwa do UE będą dotyczyły wpłat (w PLN) z tytułu uczestnictwa w systemie środków własnych UE oraz składek członkowskich w instytucjach unijnych. Natomiast środki z UE otrzymamy z tytułu wspólnej polityki rolnej, wsparcia na dostosowanie granicy zewnętrznej, środki z Funduszu Spójności i funduszy strukturalnych, środki z funduszy pomocowych PHARE, ISPA, SAPARD. Niektóre programy zostały rozpoczęte przed wejściem do UE, ale będą jeszcze realizowane w pierwszych latach naszego członkostwa.

⁶ Ustawa budżetowa na rok 2004 z 23 stycznia 2004 r.

⁷ *Strategia Zarządzania Długiem sektora finansów publicznych w latach 2004–2006*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, wrzesień 2003.

niową. Z kolei duży udział długu zagranicznego powoduje ryzyko presji dewaluacyjnej w sytuacji, gdy inwestorzy nie zechcą dłużej refinansować długu zagranicznego rządu. Oczywiście, należy tu zauważyć, że przyjęcie nadmiernego ryzyka w zakresie długu publicznego nie jest główną przyczyną kryzysów finansowych, ale niewątpliwie jest sprzyjającym czynnikiem. Wysokie stopy procentowe mogą wpływać hamująco na wzrost gospodarczy oraz wzrost relacji zadłużenia do PKB.

Zatem najważniejszym zadaniem zarządzających jest stworzenie takich warunków finansowania budżetu oraz wypłat z tytułu zobowiązań rządu, aby były one zrealizowane przy najmniejszym z możliwych koszcie w średnim i długim okresie przy odpowiednim ryzyku.

Wytyczne Banku Światowego i Międzynarodowego Funduszu Walutowego wyróżniają ryzyko rynkowe, ryzyko refinansowania, ryzyko płynności, ryzyko kredytowe, rozliczenia i ryzyko operacyjne⁸. Ryzyko związane ze zmianami stóp procentowych, kursów walutowych, cen towarów, które wpływają na koszt obsługi długu publicznego nazywamy **ryzykiem rynkowym**. Wzrost stóp procentowych w kraju i za granicą wpływa na koszt obsługi nowych emisji wówczas, gdy dług o stałym oprocentowaniu jest refinansowany i wtedy gdy jest ustalana stopa długu o zmiennej stopie. Na przykład dług krótkoterminowy lub o zmiennej stopie procentowej jest uznawany za bardziej ryzykowny niż dług długoterminowy o stałej stopie. Z kolei dług denominowany lub indeksowany do waluty obcej także zwiększa zmienność kosztów obsługi długu wyrażonych w walucie krajowej.

Ryzyko refinansowania dotyczy sytuacji, w której państwo musi refinansować dług przy bardzo wysokim koszcie lub w ogóle nie będzie w stanie dokonać nowej emisji. W sytuacji, gdy ryzyko refinansowania ogranicza się jedynie do zaciągania nowego długu po wyższych stopach procentowych, jest uznawane jako ryzyko rynkowe.

Ryzyko płynności dotyczy dwóch sytuacji. Po pierwsze, kosztu wycofania się z inwestycji w danym kraju. Po drugie, wiąże się ze znacznym obniżeniem płynnych środków na skutek niespodziewanych przepływów gotówkowych i/lub możliwych trudności przy uzyskaniu w krótkim okresie środków z pożyczki. W zakresie zarządzania płynnością budżetu państwa planowane jest rozszerzenie zestawu instrumentów o możliwość lokowania środków w bankach komercyjnych mających status DSPW. Jak się wydaje, będzie to możliwe po wyeliminowaniu nadpłynności w sektorze bankowym. W strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych z września 2003 r. zapisano, że planuje się w roku 2005 wprowadzenie jednolitego rachunku budżetu państwa, co umożliwi pełną informację o stanie środków budżetowych na koniec każdego dnia. Dysponowanie takim rachunkiem pozwoli zwiększyć

⁸ *Guidelines for Public Debt Management*, IMF and the World Bank, marzec 2001, s. 11.

efektywność zarządzania płynnością budżetu państwa. Jak widać, płynność jest jednym z najważniejszych kryteriów oceny emisji danego kraju przez inwestorów.

Kolejnym ryzykiem jest **ryzyko kredytowe** szczególnie ważne w sytuacji, gdy kompetencje zarządzających obejmują zarządzanie płynnymi aktywami oraz instrumentami pochodnymi. Do chwili obecnej w Polsce nie wykorzystywano instrumentów pochodnych w zarządzaniu długiem publicznym, być może dlatego, że są to instrumenty stosunkowo nowe nawet na rozwiniętych rynkach finansowych. W Polsce istnieje rynek IRS⁹ na polskie stopy procentowe i jest już stosunkowo dobrze rozwinięty. Wydaje się, że nasze członkostwo w Unii Europejskiej oraz konieczność ograniczania deficytów budżetowych spowoduje warunki do wprowadzenia swapów do grupy dotychczasowych instrumentów zarządzania długiem publicznym. Wprawdzie obecne duże potrzeby pożyczkowe rządu a średni okres trwania długu stosunkowo niski, co ogranicza wykorzystanie np. swapu procentowego, to jednak daje to możliwość zastosowania w przyszłości derywatów¹⁰.

Ryzyko rozliczenia związane jest z sankcjami na skutek niewypełnienia swoich obowiązków jako strony umowy. I ostatnie **ryzyko operacyjne**, które łączy w sobie różne rodzaje ryzyka związane np. z błędami transakcji, brakiem kontroli wewnętrznej itd.

Zarządzający długiem publicznym, powinni zwracać uwagę na różne rodzaje ryzyka. Dlatego zarówno Bank Światowy, jak i Międzynarodowy Fundusz Walutowy zalecają prowadzenie bilansu budżetu państwa z punktu widzenia zarządzania długiem publicznym.

W sytuacji, gdy rząd posiada dopracowaną strategię zarządzania długiem publicznym koszty jego obsługi (koszt finansowy i ekonomiczny) można prognozować na podstawie założenia co do przyszłego poziomu stóp procentowych, kursów walutowych, a także potrzeb pożyczkowych rządu. Jeżeli te założenia będą spójne z założeniami innych instytucji rynkowych i państwowych, wówczas ryzyko rynkowe można mierzyć jako potencjalny wzrost kosztów wywołany zmianami stóp procentowych i kursów walutowych do prognozowanych kosztów. Pozostałe ryzyka mierzymy za pomocą innych wskaźników, np. średni okres trwania długu czy udziały poszczególnych rodzajów długu w całkowitym zadłużeniu itd. Takie działania pozwalają wyznaczyć cele w zakresie zarządzania długiem publicznym w dłuższym horyzoncie czasowym.

Dług publiczny, jak się wydaje, jest nieodłączną częścią współczesnej gospodarki i obok tradycyjnej roli jako źródła finansowania deficytu bu-

⁹ IRS *Interest Rate Swap* – swap stopy procentowej.

¹⁰ Polska przystąpiła już do ISDA (International Swaps and Derivatives Association) – Międzynarodowego Stowarzyszenia Swapów i Instrumentów Pochodnych, co radykalnie zmniejszy ryzyko kredytowe związane z rynkiem swap.

dżetowego rynek papierów skarbowych konstytuujących z reguły większość zadłużenia państwa staje się fundamentem rynków finansowych. Decyzje w zakresie struktury, instrumentów długu nie pozostają bez wpływu na sytuację makroekonomiczną. Dlatego tak istotne wydaje się przemyślane i rzetelne zarządzanie długiem.

Nowe wyzwania w zarządzaniu długiem publicznym zarówno w dziedzinie zmian w podejściu do problemu, jak i związane z członkostwem w Unii Europejskiej mają na celu zwiększenie bądź utrzymanie płynności rynku skarbowych papierów wartościowych. Zatem mają powstać duże, bezpieczne rynki dla inwestorów pozwalające oszczędzać państwu na premii płynności.

Joanna Marczakowska-Proczka

THE INFLUENCE OF POLISH MEMBERSHIP OF EUROPEAN UNION ON PUBLIC DEBT MANAGEMENT

The purpose of this speech is an attempt to answer the question to what extent Poland's membership of the European Union is going to influence public debt management. What has been discussed here are the conditions of public debt management as well as the effects of financial flows connected with the EU integration and their influence on possible deficit needs of the state and local governments.