

Daniel Budzeń*

Refinansowanie długu lokalnego w Polsce

Refinancing local debt in Poland: The article explores the significance of local debt refinancing risk and ways to prevent its occurrence. For this purpose, the author introduces the concept of ratio of average debt maturity of a local government unit. The author presents the test results of the refinancing risk of the local debt in Poland in 2011–2015. Definition of local debt is also discussed, as well as a review of objectives and risks associated with the management of public debt.

Słowa kluczowe: *ryzyko refinansowania długu lokalnego, dług lokalny, dług publiczny*

Keywords: *refinancing risk of local debt, debt of local government units, public debt*

* Doktorant na Wydziale Ekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu;
e-mail: daniel.budzen@vp.pl.

Wstęp

W ostatnim czasie szczególnego znaczenia nabiera proces zarządzania długiem w samorządzie terytorialnym. Z jednej strony jest to związane z trudnościami w realizowaniu inwestycji przez samorzady, z drugiej zaś strony wynika z konieczności dostosowywania zadłużenia do obowiązującego limitu jego spłaty. Wymaga to od władz samorządowych sformułowania założeń, a nawet strategii w zakresie zarządzania długiem lokalnym.

Istotną rolę w zarządzaniu długiem odgrywa świadomość istnienia ryzyka i następnie umiejętność zarządzania ryzykiem. Ważnym elementem jest struktura długu, zarówno pod względem rodzajów tytułów dłużnych, waluty, w jakiej został zaciągnięty dług, czy też rodzajów stawek oprocentowania. Jednak w kontekście obowiązujących limitów spłaty długu bardzo

ważnego znaczenia nabiera kształtowanie struktury terminów zapadalności długu. Brak działań zmierzających do regulowania struktury zapadalności zadłużenia może narażać samorząd na wysokie ryzyko refinansowania. Monitorowanie tego rodzaju ryzyka pozwoli na uniknięcie ewentualnej restrukturyzacji długu na niekorzystnych warunkach.

Celem artykułu jest zaprezentowanie autorskiej koncepcji wskaźnika przeciętnej zapadalności długu lokalnego, tak aby mógł zostać wykorzystany na potrzeby zarządzania ryzykiem refinansowania w samorządzie terytorialnym. Zostanie także podjęta próba systematyki celów oraz zagrożeń występujących w zarządzaniu długiem lokalnym.

Państwowy dług publiczny a dług lokalny w Polsce

Prowadząc rozważania dotyczące tematyki długu lokalnego, należy rozpocząć nie tylko od zdefiniowania tego obszaru, ale także umiejscowienia go w aktualnym systemie finansów publicznych. W tym celu niezbędne jest odniesienie się do państwowego długu publicznego (PDP), który został zdefiniowany m.in. w ustawie o finansach publicznych. PDP obliczany jest jako wartość nominalna zobowiązań jednostek sektora finansów publicznych po wcześniejszym wyeliminowaniu wzajemnych zobowiązań między tymi jednostkami¹. Natomiast dług lokalny wyraża wielkość nominalną zobowiązań zaciągniętych przez jednostki samorządu terytorialnego (JST), a więc jest częścią PDP², podobnie jak dług Skarbu Państwa czy też sektora ubezpieczeń społecznych.

Kontrolę nad poziomem PDP sprawuje Minister Finansów, który ma obowiązek formułować czteroletnią strategię zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz oddziaływania na PDP. Strategia ta zawiera m.in. analizę i prognozę PDP, w tym długu generowanego przez sektor samorządowy, a także uwarunkowania zarządzania długiem związane ze stabilnością makroekonomiczną gospodarki i kształtowanie się struktury zadłużenia (art. 75 ust. 1 u.f.p.). Samorząd lokalny takiego obowiązku nie ma, czego efektem jest niewielka liczba strategii zarządzania długiem lokalnym.

Kolejną różnicą jest limit zadłużenia – w przypadku całego sektora finansów publicznych, całkowita wartość zobowiązań generujących PDP nie może przekroczyć 60% wartości rocznego produktu krajowego brutto,

¹ Artykuł 73 ust 1 ustawy z 27 sierpnia 2009 roku o finansach publicznych, Dz.U. 2015, poz. 885, ze zm.; dalej: u.f.p.

² Jednostki samorządu terytorialnego stanowią podsektor samorządowy, będący częścią sektora finansów publicznych.

natomiast w przypadku JST sformułowany został indywidualny wskaźnik zadłużenia (IWZ), który zaczął obowiązywać od roku 2014³.

W tym miejscu zasadne jest zaprezentowanie tytułów dłużnych zaliczanych do PDP, w tym do długu lokalnego⁴:

- papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem praw pochodnych, dopuszczone do obrotu zorganizowanego,
- kredyty i pożyczki,
- przyjęte depozyty,
- zobowiązania wymagalne.

Do kategorii kredytów i pożyczek zalicza się również umowy w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego mające wpływ na poziom długu publicznego, papiery wartościowe o ograniczonej zbywalności, a także umowy sprzedaży, których cena płatna jest w ratach. Ponadto dług może być generowany przez zawarcie umowy *leasingu*, w której ryzyko i korzyści z tytułu własności są przeniesione na jednostkę zaliczaną do sektora finansów publicznych. Ustawodawca do tytułów dłużnych zaliczył również wszelkie inne umowy nienazwane o terminie zapłaty dłuższym niż rok, które są związane z finansowaniem usług, dostaw i robót budowlanych.

Struktura zadłużenia lokalnego według tytułów dłużnych w latach 2011–2015 została przedstawiona na wykresie 1. Dane dotyczące roku 2015 obejmują wielkości planowane według stanu na koniec trzeciego kwartału.

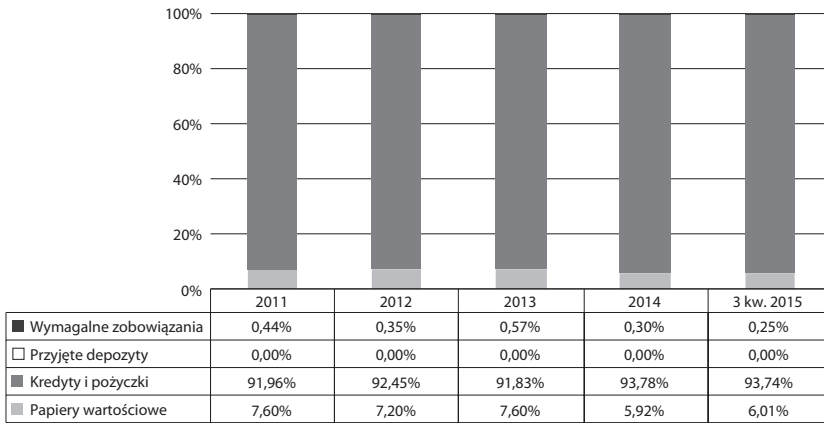
Zauważalny jest systematyczny wzrost kategorii kredytów i pożyczek (warto zaznaczyć, iż w roku 2003 stanowiły one blisko 80%, a w roku 2015 wynoszą blisko 94% całkowitego zadłużenia JST)⁵, a także spadek zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych. W 2003 r. wynosiły 16,31%, natomiast ich udział w kwocie długu w 2015 r. zmalał do poziomu 6,01% (mimo że w stosunku do roku 2014 nastąpił nieznaczny wzrost ich udziału w ogólnej kwocie długu). Pozostały dług stanowiły zobowiązania wymagalne. Należy nadmienić, że struktura długu lokalnego ma istotne znaczenie

³ Do końca 2013 r. obowiązywały dwa progi odnoszące się do kwoty spłaty i obsługi zadłużenia (nie mogła przekroczyć 15% dochodów ogółem) oraz poziomu zadłużenia (nie mógł przekroczyć 60% dochodów ogółem).

⁴ Rozporządzenie Ministra Finansów z 28 grudnia 2011 r. w sprawie szczegółowego sposobu klasyfikacji tytułów dłużnych zaliczanych do państwowego długu publicznego, Dz.U. nr 298, poz. 1767.

⁵ Od roku 2011 do tej kategorii zaliczane są również inne umowy wywołujące skutki podobne do kredytu lub pożyczki. Przy obecnym systemie sprawozdawczości brak jest możliwości ich wyodrębnienia ze względu na rodzaj tytułu dłużnego (np. kredyt, pożyczka, *leasing*, umowa sprzedaży płatna w ratach).

Wykres 1. Struktura długu lokalnego w Polsce według kategorii tytułów dłużnych w latach 2011–2015



Źródło: na podstawie informacji z realizacji budżetów jednostek samorządu terytorialnego w latach 2011–2015 otrzymanej z Ministerstwa Finansów.

w identyfikacji ryzyka refinansowania długu, które będzie przedmiotem rozważań w dalszej części artykułu.

Cele zarządzania długiem publicznym

W literaturze przedmiotu tematyka zadłużenia jest poruszana wielokrotnie⁶. Równie szeroki dyskurs towarzyszy formułowaniu celów zarządzania długiem publicznym. Warto pamiętać o tym, że dług lokalny jest częścią PDP, tak więc trzeba przyjąć, że cele w obu przypadkach powinny

⁶ Rozważania nad tematyką zadłużenia były poruszane m.in. w następujących pracach: *Szacowanie poziomu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w warunkach zwiększonego ryzyka utraty płynności finansowej*, E. Denek, M. Dylewski (red.), Difin Warszawa 2013; J. Siwińska-Gorzela, *Dług publiczny a wzrost gospodarczy*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2015; K. Marchewka-Bartkowiak, *Zarządzanie długiem publicznym – teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006; A. Missale, *Public debt management*, Oxford University Press, Oxford 2000; S. Owsiak, *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005; M. Poniatowicz, J.M. Salachna, D. Perlo, *Efektywne zarządzanie długiem w jednostce samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2010; J. Tobin, *An essay on principles of debt management*, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, New Haven 1963.

być zbieżne, z tym że w przypadku długu samorządowego cele są formułowane na poziomie mikro (jednostkowym).

W 2014 r. zostały zaprezentowane zmienione wytyczne zarządzania długiem publicznym opracowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz Bank Światowy. Zgodnie z wytycznymi głównym celem zarządzania długiem publicznym jest zapewnienie realizacji potrzeb finansowych przy możliwie najniższych kosztach zarówno w średnim, jak i długim terminie. Cel ten powinien być osiąganym przy określonym poziomie ryzyka. Ma to z kolei zabezpieczać rząd (a także samorządy) przed wystąpieniem zagrożenia niewypłacalności, a w konsekwencji przed długoterminowym obniżeniem wiarygodności kredytowej. Ponadto w raporcie zaznaczono, że sama minimalizacja kosztów przy jednoczesnym ignorowaniu ryzyka nie może być celem zarządzania długiem⁷.

Na kompromis między kosztem a ryzykiem zwraca uwagę D. Leong, który zauważa, że konsensus ten został zaczerpnięty z sektora prywatnego. Jednak mimo tego istotnego faktu, władze publiczne (zarówno na szczeblu państwowym, jak i samorządowym) powinny wziąć pod uwagę jeszcze inne czynniki związane z zarządzaniem długiem publicznym. Jednym z celów działań w tym zakresie nie będzie wyłącznie maksymalizacja ogólnie rozumianej zamożności społeczeństwa. Optymalizacja polityki długu powinna być powiązana z decyzjami w sferze fiskalnej⁸.

W odniesieniu do zarządzania długiem lokalnym można wyróżnić cztery główne cele:

- finansowanie potrzeb pożyczkowych JST,
- minimalizacja kosztów obsługi długu przy akceptowalnym poziomie ryzyka,
- ograniczenie ryzyka związanego z długiem lokalnym,
- regulowanie średniego terminu zapadalności długu.

W pierwszej kolejności należy wskazać, że powyższe cele zostały sformułowane na poziomie mikro, a więc z punktu widzenia sektora samorządowego będącego częścią sektora finansów publicznych. Pierwszym ze wskazanych celów jest finansowanie potrzeb pożyczkowych JST⁹. Wiąże

⁷ *Revised Guidelines for Public Debt Management*, „International Monetary Fund. Policy Paper” 2014, s. 11–12.

⁸ D. Leong, *Treasury Occasional Paper No. 10: Debt Management – Theory and Practice*, 1999, <http://www.mfcr.cz/assets/en/media/D-Leong-Debt-Management-Theory-and-Practice-April-1999.pdf>, s. 8–9 [dostęp: 20 listopada 2015 r.].

⁹ W ustawie o finansach publicznych z 2005 r. (Dz. U. nr 249, poz. 2104, ze zm.) potrzeby pożyczkowe JST były określone w art. 9 i odnosiły się do sfinansowania defi-

się to niewątpliwie z zakresem realizacji zadań publicznych przez te jednostki. Ponadto odnosi się to do finansowania deficytu budżetowego, co jest także jednym z celów wyszczególnionych w ricardiańskim teoremacie ekwiwalencji. R. Barro przyjął założenie, iż w celu sfinansowania bieżącego deficytu rząd będzie albo emitował dług, albo zmieniał strukturę podatków w późniejszych okresach. Finansowanie ujemnego wyniku budżetu poprzez wzrost podatków lub emisję długu będzie skutkowało obciążeniem przyszłych pokoleń, a więc niejako przrzuceniem konsekwencji deficytu na kolejną generację¹⁰.

Minimalizowanie kosztów obsługi długu przy akceptowalnym poziomie ryzyka odwołuje się bezpośrednio do głównego celu wskazanego przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy. Samorząd zaciągając zobowiązania finansowe, każdorazowo kieruje się najniższym kosztem, co jest odzwierciedleniem przeprowadzanych postępowań o zamówienie publiczne. Tak więc główną determinantą wyboru instrumentu finansowego oraz kapitałodawcy przez JST jest najniższa cena. Jednak w tym miejscu powinien zostać osiągnięty kompromis między kosztem a ryzykiem. Jest to związane z zagrożeniem stabilności finansowej JST, wynikającym z nadmiernego obciążenia budżetu bieżącego, a w konsekwencji ryzykiem niewypłacalności. A. Kamiński wskazuje, że bezpieczną granicą obciążenia budżetu kosztami (samymi odsetkami) są kwoty określone proporcjonalnie do wydatków ponoszonych w danym roku¹¹. Spełnione muszą zostać dwa warunki: wydatki powinny mieć charakter zrównoważony, natomiast udział wydatków sztywnych nie może zakłócać realizacji procesu budżetowego – wówczas taka relacja może kształtować się w granicach 5–15% wydatków. Natomiast w przypadku nieregularnych wpływów do budżetu, występujących zagrożeń płynności, ograniczenie to powinno być znacznie bardziej restrykcyjne¹². W związku z tym władze samorządowe podejmując decyzję o finansowaniu dłużnym, powinny kierować się nie tylko najniż-

cytu budżetu, spłat wcześniej zaciągniętych zobowiązań, wykonywania innych operacji finansowych związanych z długiem JST, sfinansowania udzielonych przez JST pożyczek oraz przeprowadzenia postępowania ostrożnościowego lub naprawczego. W obecnie obowiązującej ustawie o finansach publicznych potrzeby pożyczkowe JST nie zostały bezpośrednio zdefiniowane. Można uznać, że odpowiadają celom zaciągania zobowiązań przez JST zawartych w art. 89 u.f.p.

¹⁰ R. Barro, *Are Government Bonds Net Wealth?*, „Journal of Political Economy” 1974, nr 82(6), s. 1103.

¹¹ A. Kamiński, *Finansowanie dłużne w jednostkach samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012.

¹² *Ibidem*, s. 210.

szym kosztem, ale również wyznaczyć akceptowalny poziom ryzyka, co pozwoli na bezpieczną realizację obligatoryjnych zadań publicznych.

Ostatnie dwa cele, czyli ograniczenie ryzyka związanego z zarządzaniem długiem lokalnym, a także regulowanie średniego terminu zapadalności długu, zostaną opisane w dalszej części artykułu.

Ryzyko w zarządzaniu długiem lokalnym

Wyżej wskazano, że jednym z celów zarządzania długiem jest ograniczenie ryzyka związanego z długiem lokalnym. Ponadto niezbędne jest osiągnięcie kompromisu między kosztem a ryzykiem. Sprawia to, że znaczenia nabiera zarządzanie ryzykiem, które można zdefiniować jako proces decyzyjny polegający na podjęciu stosownych działań pozwalających osiągnąć akceptowalny poziom ryzyka¹³.

Bez świadomości istnienia ryzyka nie można stwierdzić o efektywności czy też optymalności portfela zadłużenia. Zarządzający długiem powinni dysponować odpowiednimi informacjami na temat struktury portfela zadłużenia, który z kolei powinien być skonstruowany według kryteriów dotyczących zarówno kosztu, jak i ryzyka. Funkcja zarządzania ryzykiem wpisuje się więc w szerokie ramy odnoszące się do strategii zarządzania długiem, będąc niejako jej integralną częścią¹⁴.

Zdaniem Międzynarodowego Funduszu Walutowego ekspozycja na dane ryzyko jest determinowana kompozycją posiadanego portfela długu. Kluczowe będą w tym aspekcie: struktura zapadalności długu, struktura stóp procentowych oraz długu, struktura walutowa zaciągniętych zobowiązań¹⁵.

Do głównych rodzajów ryzyka można zaliczyć¹⁶:

- ryzyko rynkowe (cenowe) – ryzyko stopy procentowej, inflacji, kursowe (walutowe),
- ryzyko płynności,
- ryzyko kredytowe,
- ryzyko refinansowania długu,
- ryzyko operacyjne – ryzyko fiskalne, polityczne, wiarygodności, pozostałe.

¹³ K. Jajuga, *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2015, s. 15.

¹⁴ *Overview of Advances in Risk Management of Government Debt*, „Financial Market Trends” 2005, nr 88, s. 115–117, <http://www.oecd.org/finance/public-debt/34594434.pdf> [dostęp: 3 grudnia 2015 r.].

¹⁵ *Revised Guidelines for Public Debt Management*, *op. cit.*, s. 12.

¹⁶ K. Marchewka-Bartkowiak, *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 110.

W procesie decyzyjnym w zakresie emisji długu władze lokalne muszą wziąć pod uwagę **ryzyko rynkowe**, które wynika ze zmiany cen instrumentów dłużnych. W związku z tym określane może być one mianem ryzyka cenowego. Zmiany te mogą wywoływać zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki. Występuje to w momencie, gdy instrument dłużny będzie charakteryzował się np. zmiennym oprocentowaniem lub zostanie zakupiony w obcej walucie.

Pierwszym rodzajem ryzyka wyróżnianym w tej kategorii jest **ryzyko stopy procentowej**. Oznacza ono odchylenie od założonego celu, jakim jest uzyskanie najniższego kosztu pozyskania środków finansowych ze źródeł zwrotnych. Zmienność stóp procentowych ma bowiem bezpośredni wpływ na cenę instrumentów dłużnych. Warto zauważyć, że na ryzyko stopy procentowej narażone są również JST, które zaciągają dług o stałym oprocentowaniu. Wówczas kształtowanie się wydatków z tytułu obsługi zadłużenia charakteryzuje się większą przewidywalnością i stabilnością, a to oznacza, że w takiej sytuacji papiery wartościowe są mniej ryzykowne dla zarządzających długiem¹⁷. Wystąpienie tego ryzyka jest postrzegane negatywnie i oznaczać może wzrost kosztów obsługi długu, a co za tym idzie wydatków bieżących, zagrażając jednocześnie relacji wynikającej z nałożonych reguł zadłużenia. W dłuższej perspektywie może skutkować zagrożeniem płynności samorządu. Miarą tego ryzyka jest duracja długu (ang. *duration*), oceniająca wrażliwość długu na zmianę stóp procentowych. Jest to wyrażona w latach średnia długość okresu dostosowania kosztów obsługi długu do zmiany poziomu stóp procentowych. Interpretowana jest w ten sposób, że im niższy jej wskaźnik, tym wyższe ryzyko stopy procentowej. Ryzyko to rośnie wraz ze wzrostem stóp procentowych, a także zwiększeniem udziału instrumentów krótkoterminowych oraz instrumentów o zmiennym oprocentowaniu w portfelu długu¹⁸. Uzupełnieniem powyższego wskaźnika jest miara ATR (ang. *average time refixing*), czyli średni czas wyrażony w latach, na jaki ustalone są koszty obsługi długu. Interpretacja jest podobna do wskaźnika duracji długu. Im niższa wartość wskaźnika, tym wyższe ryzyko zmiany stopy procentowej, ponieważ portfel długu jest tworzony w znacznej części przy wykorzystaniu instrumentów krótkoterminowych oraz zmiennego oprocentowania.

Jako zabezpieczenie przed tym ryzykiem można sformułować tzw. koszty stawek oprocentowania, które pozwolą określić średnią ważoną sto-

¹⁷ *Ibidem*, s. 111.

¹⁸ *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2016–2019*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2015, s. 44.

pę oprocentowania długu JST. Zabezpieczeniem przed nadmierną zwyżką stóp procentowych będzie wówczas wybór takich podstaw oprocentowania, które charakteryzują się niską zmiennością w danym okresie¹⁹. Inną możliwością ograniczenia wystąpienia tego ryzyka jest takie dostosowanie struktury portfela długu, aby większość instrumentów tworzyły te o dłuższym terminie zapadalności, bowiem są one w mniejszym stopniu narażone na zmienność stóp procentowych.

Z analizą rzeczywistych kosztów zadłużenia niewątpliwie wiąże się **ryzyko inflacji**. Z punktu widzenia tego rodzaju ryzyka wzrost ogólnego poziomu cen powinien być postrzegany jako pozytywne zjawisko, ponieważ będzie oznaczał spadek rzeczywistej wartości pożyczonego kapitału. Negatywnym zjawiskiem dla zarządzających długiem jest deflacja. Będzie ona powodowała wzrost realnej wartości zadłużenia i może być szczególnie niebezpieczna w przypadku utrzymywania się w dłuższym okresie²⁰.

Kolejnym rodzajem ryzyka rynkowego jest **ryzyko walutowe**, inaczej nazywane kursowym. Wraz ze wzrostem udziału zobowiązań zagranicznych w kwocie długu wzrasta poziom ryzyka kursowego. Ryzyko to wzrastać będzie również w sytuacji zobowiązań denominowanych w walucie kraju, w którym funkcjonuje płynny kurs walutowy. W przypadku więc osłabienia waluty krajowej w stosunku do waluty, w której zostały zaciągnięte zobowiązania, spowoduje wzrost kwoty długu, a także kosztów jego obsługi. Natomiast w przypadku wzmocnienia (aprecjacji) waluty krajowej będzie zjawiskiem pozytywnym, ponieważ nastąpi spadek wartości długu oraz kosztów jego obsługi. Sposobem ograniczenia tego ryzyka może być emisja papierów wartościowych lub zaciągnięcie długu wyłącznie w walucie krajowej (nastąpi całkowite wyeliminowanie ryzyka) lub dywersyfikacja portfela długu pod względem struktury walutowej. W tym miejscu należy wskazać na ograniczenia nakładane na samorząd w zakresie długu nominowanego w walutach obcych. Jednostki zaliczane do sektora finansów publicznych, z wyłączeniem Skarbu Państwa, nie mogą zaciągać zobowiązań, których wartość nominalna należna do zapłaty w dniu wymagalności (wyrażona w złotych) nie została ustalona w dniu zawierania transakcji (art. 93 u.f.p.). Na potrzeby wspomnianych regulacji, w drodze rozporządzenia Rady Ministrów zostały określone wyjątki związane z zaciąganiem zobowiązań w walutach obcych. Wspomniany zakaz wyłączono w stosun-

¹⁹ E. Denek, M. Dylewski, *Szacowanie poziomu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w warunkach zwiększonego ryzyka utraty płynności finansowej*, Difin, Warszawa 2013, s. 284–285.

²⁰ K. Marchewka-Bartkowiak, *Zarządzanie długiem publicznym*, op. cit., s. 111–112.

ku do papierów wartościowych nominowanych w walutach obcych emitowanych na zagranicznych rynkach kapitałowych w formie obligacji o terminie wykupu powyżej roku. Trzeba pamiętać o tym, że takie zobowiązania JST mogą zaciągać wyłącznie w przypadku uzyskania oceny wiarygodności kredytowej na poziomie inwestycyjnym. Ocena ta musi być wydana przez agencję ratingową uznaną na rynku kapitałowym, na którym mają być wyemitowane papiery wartościowe. W odniesieniu do kredytów lub pożyczek nominowanych w walutach obcych ograniczenie nie ma zastosowania do zobowiązań zaciąganych²¹:

- w międzynarodowych instytucjach finansowych, których Rzeczpospolita Polska jest członkiem lub z którymi podpisała umowę o współpracy,
- w bankach (a także od osób prawnych utworzonych w drodze ustawy), ze środków pochodzących z linii kredytowych udostępnionych przez międzynarodowe instytucje finansowe,
- od rządów lub instytucji rządowych państw obcych – na podstawie zawartych porozumień.

Ryzyko płynności w kontekście JST należy rozpatrywać przez zdolność do terminowego regulowania zobowiązań. Jest to konsekwencja innych rodzajów ryzyka, w wyniku czego może nastąpić wzrost potrzeb pożyczkowych samorządu. Przykładem mogą być negatywne skutki ryzyka cenowego lub kursowego, co będzie związane ze wzrostem wartości zaciągniętego długu i/lub wzrost kosztów jego obsługi. Ryzyko to może być mierzone wskaźnikiem obciążenia dochodów bieżących spłatą i obsługą długu. Im wyższa wartość wskaźnika, tym wyższe prawdopodobieństwo utraty płynności i doprowadzenie do stanu niewypłacalności JST.

W zarządzaniu długiem może wystąpić również **ryzyko kredytowe**. Jest ono skutkiem możliwości niedotrzymania warunków przez drugą stronę transakcji. Najczęściej będzie ono powiązane z oceną wiarygodności kredytowej instytucji, której samorząd udziela poręczeń lub gwarancji²². W przypadku złej lub pogarszającej się wiarygodności kredytowej drugiej strony kontraktu JST będzie zobligowana do uregulowania zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń lub gwarancji. Zabezpieczenie przed ryzykiem kredytowym powinno odbywać się przy udziale ratingów

²¹ Rozporządzenie Rady Ministrów z 17 grudnia 2010 r. w sprawie przypadków, w których nie stosuje się ograniczeń dotyczących zaciągania niektórych zobowiązań finansowych przez jednostki sektora finansów publicznych, z wyjątkiem Skarbu Państwa, Dz.U. nr 250, poz. 1678.

²² Są one zaliczane do kwoty długu i określane mianem długu potencjalnego.

kontrahentów przygotowywanych przez niezależne agencje, a także udokumentowanych procedur rozliczeniowych czy też przeprowadzonej analizy zdolności i wiarygodności kredytowej²³.

Ryzyko refinansowania, o którym będzie mowa w dalszej części, odnosi się do sytuacji, w której może nastąpić konieczność refinansowania (rolowania) długu po wysokim koszcie, np. przy wyższych stopach procentowych. Niezdolność do refinansowania zapadającego długu może nasilać „pętlę” zadłużenia. W skrajnych przypadkach może wystąpić niezdolność do rolowania zaciągniętego już długu²⁴.

Ostatnią wymienioną kategorią jest **ryzyko operacyjne**, którego istotną cechą jest znaczny wpływ władz lokalnych na jego kształtowanie oraz zabezpieczenie przed jego skutkami. Do tej kategorii można zaliczyć m.in. następujące rodzaje ryzyka: fiskalne, polityczne, wiarygodności.

Ryzyko fiskalne można określić również jako budżetowe, ponieważ jest ono bezpośrednio związane z ewentualnymi trudnościami dotyczącymi realizowanych dochodów oraz dokonywanych wydatków. W przypadku niskich wpływów z dochodów własnych (m.in. podatków i opłat lokalnych pobieranych przez jednostki budżetowe) może powstać uzasadnione zagrożenie w zakresie terminowego wywiązania się z zaciągniętych zobowiązań. Podobna sytuacja może mieć miejsce w związku z obniżeniem przyznanych samorządowi kwot subwencji, udziałów w podatkach dochodowych od osób fizycznych i prawnych czy też udzielaniu ulg podatkowych. Będzie to wiązało się z niższymi wpływami do budżetu, a więc potencjalnie zwiększeniem deficytu budżetowego. Wystąpienie jednorazowych, nieplanowanych wydatków w przypadku niskich wpływów do budżetu i stosunkowo znacznego obciążenia JST spłatą i obsługą długu będzie powodowało trudności w utrzymaniu płynności finansowej. W celu zabezpieczenia przed tym ryzykiem JST powinny dostosowywać harmonogramy wydatków i dochodów przy uwzględnieniu terminów spłat zaciągniętego długu, a także długu planowanego do zaciągnięcia.

Samorząd terytorialny jest również narażony na **ryzyko polityczne**, które jest postrzegane poprzez pryzmat wyborów do władz lokalnych. Ponadto jest ono uwarunkowane czynnikami wewnętrznymi, a więc co do zasady istnieje łatwość jego kontroli. U. Panizza zauważa, że dług publiczny może wywoływać efekt marnotrawienia zasobów finansowych lub nawet niegospodarności. Wysoki poziom długu lokalnego skutkuje wyższym udziałem kosztów jego obsługi w wydatkach ogółem. Gdyby zachęcało to

²³ *Revised Guidelines for Public Debt Management*, op. cit., s. 35.

²⁴ *Ibidem*, s. 12–13.

do przestrzegania zasady celowości i gospodarności środkami publicznymi, można by to uznać za zjawisko pozytywne. Jednak wydatki, które są ponoszone wyłącznie w celu reelekcji, cechują się często nieracjonalnością i są trudne do ograniczenia. W związku z tym pojawia się tutaj efekt wypierania dobrych rodzajów wydatków publicznych przez koszty obsługi długu²⁵.

Dążenie do osiągnięcia wysokiej wiarygodności towarzyszy jednostkom sektora finansów publicznych na każdym kroku. Obniżenie tej wiarygodności może nie tylko przyczynić się do odpływu inwestorów z terenu danej JST, ale również do wzrostu kosztów obsługi emitowanego długu. Miarą tego ryzyka jest rating nadawany przez niezależne agencje, takie jak Fitch, Standard&Poor's, Moody's czy też INC Rating.

Pozostałe rodzaje ryzyka, na jakie są narażone JST, dotyczą m.in. kwestii prawnych, teleinformatycznych czy zdarzeń nadzwyczajnych, na które samorząd lokalny może mieć jedynie pośredni wpływ. Przykładowo, ryzyko teleinformatyczne można ograniczyć przez dobór właściwego systemu informatycznego lub zabezpieczenie przed ewentualnymi awariami. Z uwagi na małą częstotliwość należałoby założyć, że te rodzaje ryzyka nie są w stanie wywołać poważnych zakłóceń w sferze finansowej.

Ryzyko refinansowania długu lokalnego

Do podstawowych rodzajów ryzyka związanego z zarządzaniem długiem należy ryzyko refinansowania (rolowania). Najczęściej jest ono analizowane w kontekście długu Skarbu Państwa, a większość dostępnej literatury pomija analizę tego zjawiska w sektorze samorządowym. Może to wynikać chociażby z braku obowiązku formułowania przez JST strategii zarządzania długiem lokalnym. Potocznie ryzyko to jest określane jako prawdopodobieństwo rolowania długu i jest postrzegane jako jedno z głównych zagrożeń występujących w zarządzaniu długiem publicznym. W celu ograniczenia tego ryzyka zalecane jest wydłużanie terminu zapadalności nowo zaciąganego długu²⁶.

Główną przyczyną wystąpienia ryzyka refinansowania jest problem braku środków na spłatę długu. Przy wyborze instrumentu dłużnego istotne jest uzyskanie kompromisu pomiędzy kosztem pozyskania środków finansowych a ekspozycją na ryzyko. Jednym ze sposobów ograniczenia tego ry-

²⁵ U. Panizza, *Public Debt Risks in Italy. Myths, Facts, and Policies*, „Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper” 2014, nr 13, s. 8.

²⁶ *Leksykon budżetowy*, G. Gołębiowski, K. Marchewka-Bartkowiak (red.), Wydawnictwo Sejmowe, Warszawa 2015, s. 209.

zyka może być kształtowanie struktury zapadalności zobowiązań, na które składają się kupony o stałym oprocentowaniu. Pozwoli to ustabilizować nominalny koszt kredytu, a tym samym zmniejszy ryzyko refinansowania²⁷.

Miarą tego rodzaju ryzyka na poziomie Skarbu Państwa jest wskaźnik średniej zapadalności długu ATM (ang. *average time to maturity*). Jest on wyrażony w latach jako średnia długość okresu, po którym zaciągnięty dług zostanie w pełni spłacony. Interpretując, należy zwrócić uwagę, że pożądana jest sytuacja, w której średni termin zapadalności (wzrost wartości wskaźnika) zostanie wydłużony, a więc zmniejszy się ryzyko refinansowania. W przypadku portfela długu Skarbu Państwa średnia zapadalność długu jest mierzona według wzoru²⁸:

$$ATM = \frac{\sum_{t \in T} t N_t I_0}{\sum_{t \in T} N_t I_0}$$

gdzie:

- t – termin zapadalności,
- T – zbiór wszystkich terminów zapadalności (tj. płatność nominalu),
- N_t – wyrażony w złotych nominal płatny w chwili t,
- I_0 – bieżący wskaźnik indeksacji nominalu (dla długu innego niż obligacje indeksowane $I_0=1$).

Ryzyko rolowania długu dotyczy problemów wynikających z finansowania spłaty zaciągniętego długu. W skrajnych przypadkach spłata długu, zwłaszcza krótkoterminowego, może okazać się niemożliwa. W kontekście obecnej formuły wskaźnika zadłużenia (IWZ) samorząd terytorialny jest narażony na to ryzyko. Za przykład może posłużyć okres przejściowy obowiązywania IWZ. Wskaźnik został wprowadzony ustawą o finansach publicznych z 2009 r., jednak zaczął obowiązywać dopiero od roku 2014. Okres między rokiem 2009 a 2014 był czasem na restrukturyzację zadłużenia, co miało na celu spełnienie od 2014 r. relacji wynikającej z IWZ²⁹. Znaczne obciążenie budżetu JST spłatą długu może być związane z wysokim praw-

²⁷ P. Mylonas, S. Schich, T. Thorgeirsson, G. Wehinger, *New Issues in Public Debt Management: Government Surpluses in Several OECD Countries, the Common Currency in Europe and Rapidly Rising Debt in Japan*, „OECD Economics Department, Working Papers” 2000, nr 239, s. 14.

²⁸ *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych, op. cit.*, s. 47.

²⁹ Spłata długu wraz z jego obsługą wynosiła 15% dochodów do końca 2013 r. Począwszy od 2014 r. zaczął obowiązywać IWZ, na podstawie którego w większości JST zdolność do spłaty długu została obniżona.

dopodobieństwem wystąpienia ryzyka refinansowania, a dodatkowo może powodować zagrożenie niespełnienia wskaźnika długu. W takiej sytuacji wskazane jest więc wydłużenie terminu zapadalności długu, co spowoduje poprawę relacji wynikającej z IWZ oraz pozwoli zmniejszyć ryzyko rolowania długu.

W tym świetle istotny jest pomiar ryzyka refinansowania długu, a także sprawne zarządzanie tym ryzykiem przez JST. Umożliwi to nie tylko zabezpieczenie przed restrukturyzacją długu na niekorzystnych warunkach lub w skrajnej sytuacji nawet brakiem takiej możliwości, ale również może ograniczyć niebezpieczeństwo utraty płynności finansowej przez samorząd. W związku z tym na potrzeby sektora samorządowego należałoby zmodyfikować formułę wskaźnika, tak aby wyszczególnić wszystkie zobowiązania wpływające na poziom długu. Konieczność modyfikacji tego wskaźnika wynika z różnicy w strukturze instrumentów dłużnych wchodzących w skład portfela długu Skarbu Państwa i długu samorządowego. O ile w pierwszym przypadku na portfel długu składają się głównie papiery wartościowe, o tyle w przypadku sektora samorządowego istnieje złożoność tych instrumentów (kredyty, pożyczki, papiery wartościowe oraz inne instrumenty).

W pierwszej części artykułu wskazano tytuły dłużne zaliczane do długu lokalnego, a także zaprezentowano jego strukturę (wykres 1). W tym miejscu wyjaśnienia wymaga fakt, że w obecnym stanie prawnym instrumenty lub umowy generujące dług lokalny nie zawsze są zaliczane do rozchodów. Do rozchodów zaliczana będzie wyłącznie spłata długu zaciągniętego na podstawie emisji papierów wartościowych czy też umowy kredytu lub pożyczki. Natomiast jako wydatki zostanie ujęta spłata pozostałych tytułów dłużnych, takich jak:

- umowa *leasingu*, w której ryzyko i korzyści z tytułu własności są przeniesione na jednostkę zaliczaną do sektora finansów publicznych,
- umowy w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego mające wpływ na poziom długu publicznego,
- umowy sprzedaży, których cena płatna jest w ratach,
- wszelkie inne umowy nienazwane o terminie zapłaty dłuższym niż rok, które są związane z finansowaniem usług, dostaw, robót budowlanych.

Potwierdza to chociażby stanowisko Krajowej Rady Regionalnych Izb Obrachunkowych³⁰, a także formularz wieloletniej prognozy finansowej,

³⁰ *Niestandardowe instrumenty finansowania potrzeb budżetowych jednostek samorządu terytorialnego*, Krajowa Rada Regionalnych Izb Obrachunkowych, Łódź 2016, s. 20.

który w części 14 (dane uzupełniające o długi i jego spłacie) zawiera informacje m.in. o kwocie długu, którego spłata dokonana zostanie z wydatków budżetu, czy też wydatkach zmniejszających dług³¹.

W celu zarządzania ryzykiem refinansowania oraz uniknięcia ewentualnej restrukturyzacji długu na niekorzystnych warunkach, należy zmodyfikować wskaźnik ATM wykorzystywany na poziomie Skarbu Państwa, w taki sposób, aby mógł zostać wykorzystany na potrzeby sektora samorządowego. Zmodyfikowana formuła wskaźnika powinna umożliwiać identyfikację ryzyka refinansowania długu również według wyżej wskazanych wydatków wpływających na poziom zadłużenia JST:

$$ATM_{JST} = \frac{\sum_{t \in T} t(R_t + WD_t)}{\sum_{t \in T} (R + WD)_t}$$

gdzie:

- t – termin zapadalności,
- T – zbiór wszystkich terminów zapadalności (tj. płatność nominalu),
- R_t – wyrażona w złotych wartość nominalna z tytułu spłaty kredytów i wykupu papierów wartościowych, płatna w chwili t,
- WD_t – wyrażona w złotych wartość nominalna z tytułu wydatków wpływających na poziom długu, płatna w chwili t.

Wskaźnik ten określać będzie średnią zapadalność długu lokalnego wyrażoną w latach. Interpretując ATM_{JST} , zasadne jest przyjęcie podobnego założenia jak w przypadku portfela długu Skarbu Państwa. Im niższa wartość wskaźnika (krótszy średni termin zapadalności długu), tym wyższe ryzyko refinansowania. Zarządzanie ryzykiem refinansowania jest ważnym narzędziem zarządzania długiem lokalnym. W niektórych sytuacjach (zwłaszcza w przypadku wysoko oprocentowanego długu przy stałej stopie procentowej) pozwoli nawet osiągnąć oszczędności lub przyczyni się do restrukturyzacji niekorzystnego dotąd strumienia płatności z tytułu zadłużenia³².

Przy zarządzaniu długiem lokalnym konieczne jest znalezienie kompromisu między kosztem a ryzykiem, o czym była mowa wcześniej. Wydłużanie terminu zapadalności długu wiązać się będzie najczęściej ze średnio- lub

³¹ Rozporządzenie Ministra Finansów z 28 grudnia 2011 r. w sprawie szczegółowego sposobu klasyfikacji tytułów dłużnych zaliczanych do państwowego długu publicznego.

³² *Best Practices Related to Debt Issuances*, Government Finance Officers Association, s. 18, <http://kcttc.co.kern.ca.us/forms/Attachment-GFOA%20Best%20Practices%20Re%20Debt%20Issuance.pdf> [dostęp: 21 lutego 2016 r.].

długoterminowym wzrostem wydatków, a więc zwiększeniem obciążenia budżetu samorządowego. Wykorzystanie proponowanego wskaźnika pozwoli wskazać na możliwe zagrożenia wynikające z obecnej struktury zapadalności długu, a także dokonać restrukturyzacji obecnie zaciągniętego długu w odpowiednim czasie. Ponadto monitorowanie tego rodzaju ryzyka może być wykorzystane przy procesie inwestycyjnym, do którego finansowania niezbędne jest wykorzystanie instrumentów dłużnych. Brak takiej analizy naraża JST na problemy związane z obsługą zadłużenia, a także zwiększa jednocześnie ryzyko utraty płynności finansowej.

Ryzyko refinansowania długu lokalnego w Polsce

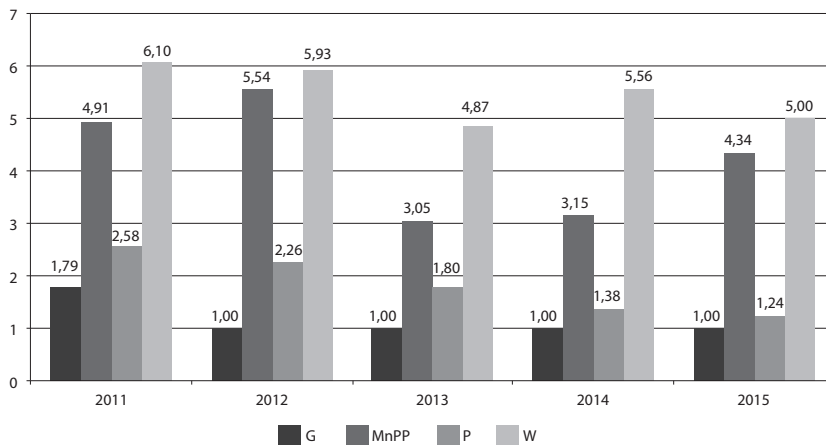
W niniejszej części artykułu będzie przedstawiona analiza ryzyka refinansowania długu lokalnego w Polsce. Badanie zostanie przeprowadzone na podstawie wielkości planowanych z lat 2011–2015 publikowanych przez Ministerstwo Finansów. Było to możliwe od 2011 r. dzięki publikacji danych zawartych w elektronicznych formularzach WPF. Pozwala na to zmieniony formularz WPF, który zaczął obowiązywać od roku 2013³³.

Analizą objęto 2701 jednostek z wyszczególnieniem gmin (G), miast na prawach powiatu (MnPP), powiatów (P) oraz województw (W). Liczba badanych JST jest uzasadniona m.in. niepełnymi danymi uzyskiwanymi od niektórych jednostek, co uniemożliwiało przeprowadzenie ich analizy. W badaniu nie uwzględniono również samorządów, które nie mają długu, ponieważ byłoby to bezzasadne.

Ustalono, że wśród badanych JST minimalna przeciętna zapadalność długu w latach 2011–2015 wynosi 1 rok (wykres 2), natomiast maksymalna wynosi ponad 17 lat (wykres 3). Przez minimalną i maksymalną przeciętną zapadalność należy rozumieć odpowiednio najkrótszy i najdłuższy okres refinansowania długu. W przypadku miast na prawach powiatu oraz województw stwierdzić należy, że minimalne wartości dla wskaźnika ATM_{JST} są wyższe aniżeli w przypadku pozostałych samorządów. Świadczyć to może m.in. o mniejszym udziale zobowiązań krótkoterminowych w zadłużeniu

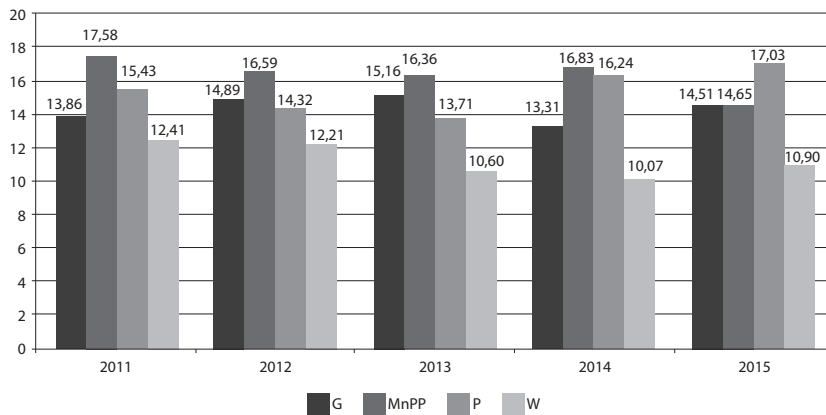
³³ Od 2013 r. dodano w formularzu WPF część 14 dotyczącą informacji uzupełniających o dług i jego spłacie – m.in. wydatki zmniejszające dług (np. umowy w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego mające wpływ na poziom długu publicznego). W formularzach elektronicznych przesyłanych do regionalnych izb obrachunkowych JST są zobligowane zamieszczać dane dotyczące wykonania trzech lat poprzedzających pierwszy rok prognozy. Informacje te są następnie w całości publikowane przez Ministerstwo Finansów. Umożliwiło to identyfikację wydatków zmniejszających dług oraz dokonanie analizy od roku 2011.

Wykres 2. Minimalny okres zapadalności długu lokalnego w latach 2011–2015



Źródło: na podstawie informacji o WPF w latach 2011–2015 otrzymanej z Ministerstwa Finansów.

Wykres 3. Maksymalny okres zapadalności długu lokalnego w latach 2011–2015



Źródło: jak pod wykresem 2.

ogółem, a także zarządzaniu długiem lokalnym, mającym na celu zminimalizowanie wystąpienia ryzyka refinansowania, wreszcie o konieczności restrukturyzacji długu, którego spłata niekorzystnie obciążałaby samorząd.

W odniesieniu do gmin stwierdzić należy, że charakteryzują się one najniższym poziomem wskaźnika. W latach 2012–2015 wskaźnik ten kształtuje się na poziomie 1 roku. W 2011 r. minimalna zapadalność długu gmin wynosiła nieco ponad 1 rok (1,79 roku), po czym okres ten uległ skróceniu do roku. Natomiast najwyższą wartość dla gmin, tj. ponad 15 lat, wskaźnik ten osiąga w roku 2013 (Gmina Suchedniów – 15,16 lat). W kolejnych latach średnia zapadalność długu lokalnego dla tej gminy stopniowo maleje (w 2015 roku kształtuje się na poziomie 11,88 lat).

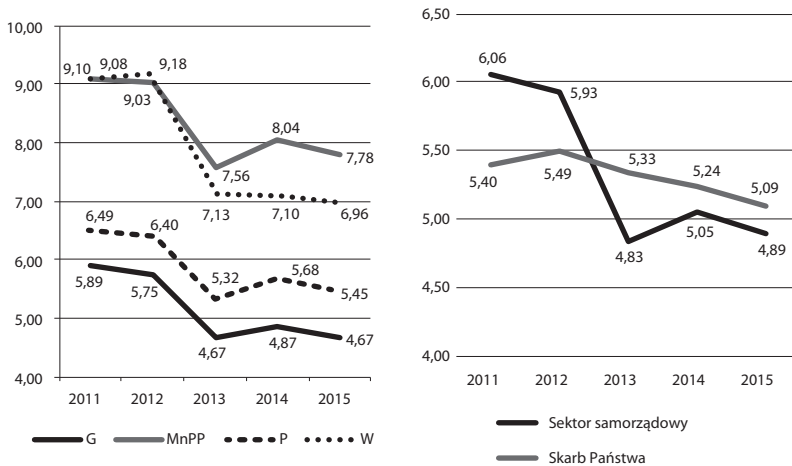
Minimalna zapadalność długu lokalnego samorządów powiatowych w roku 2011 wynosiła powyżej 2 lat (2,58 lat), natomiast w kolejnych latach okres ten był skracany, osiągając w 2015 r. poziom 1,24 roku. Z kolei sytuacja odwrotna miała miejsce w kontekście kształtowania się maksymalnych wielkości – nastąpiło wydłużenie okresu z 13,71 lat w 2013 r. do 17,03 lat w 2015 r. Świadczy to o wydłużeniu terminu zapadalności zaciągniętych zobowiązań przynajmniej przez jeden z powiatów. Najdłuższy średni termin zapadalności długu lokalnego stwierdzono w powiecie gorzowskim, gdzie zanotowano stopniowe wydłużanie wartości wskaźnika. Wydłużeniu przeciętnego terminu zapadalności w tej JST towarzyszył w 2015 r. znaczny wzrost kwoty długu. Po analizie historycznych wartości WPF na lata 2016–2044 ustalono, że planowany do zaciągnięcia dług w 2015 r. wynosił blisko 47 mln zł. W związku z tym planowana kwota długu na koniec 2015 r. wyniosła prawie 75 mln zł, co stanowi ponad 131% planowanych dochodów. W takiej sytuacji konieczne jest ściśle monitorowanie ryzyka refinansowania długu, bowiem niedostosowanie struktury pod względem terminów zapadalności może spowodować w skrajnych przypadkach utratę płynności JST.

W przypadku miast na prawach powiatu minimalny poziom wskaźnika ATM_{JST} osiągnął najwyższą wartość w 2012 r., tj. 5,54 lat, po czym w dwóch kolejnych latach zmalał do nieco ponad 3 lata. W 2015 r. najkrótszy okres zapadalności wynosił 4,34 lat. Natomiast maksymalny średni termin zapadalności w analizowanym okresie został skrócony do 14,65 lat. Minimalne wartości przeciętne terminu zapadalności długu dla tej kategorii JST były jednak dłuższe niż w przypadku gmin lub powiatów. W każdym z lat najwyższym wskaźnikiem charakteryzowało się miasto Wrocław.

W przypadku województw minimalne wartości wskaźnika w analizowanym okresie kształtują się na poziomie od 4,87 do 6,10 lat, natomiast maksymalne w przedziale od 10,07 do 12,41 lat. Najdłuższy termin zapa-

dalności zidentyfikowano w 2011 r. w województwie zachodniopomorskim. W kolejnych latach terminy te były skracane i oscylują w przedziale 10–11 lat. Zaznaczyć należy, że minimalna wartość wskaźnika w przypadku województw jest jednak wyższa niż w przypadku pozostałych szczebli samorządu, natomiast maksymalna jest niższa.

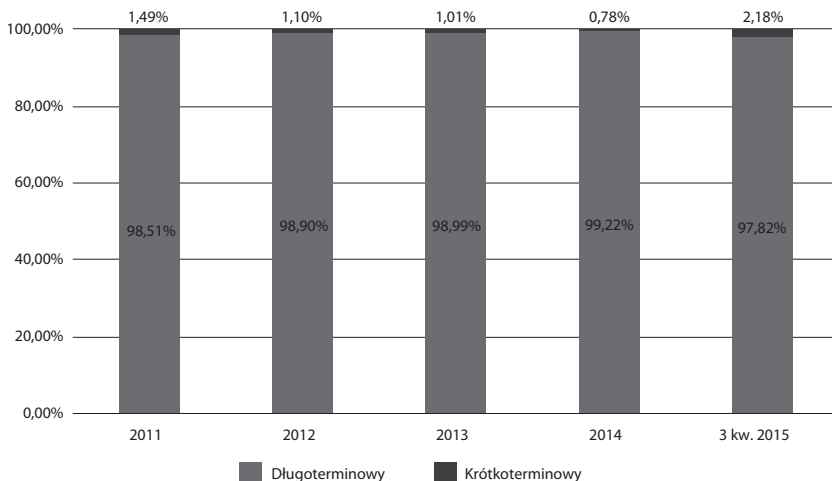
Wykres 4. Średnie wartości wskaźnika ATM_{JST} dla sektora samorządowego i wskaźnik ATM dla Skarbu Państwa w latach 2011–2015



Źródło: na podstawie informacji o WPF w latach 2011–2015 otrzymanej z Ministerstwa Finansów oraz *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2016–2019*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2015.

Na wykresie 4 zostały przedstawione uśrednione wskaźniki ATM_{JST} dla sektora samorządowego (w tym również w podziale na poszczególne kategorie JST) oraz wskaźnik ATM dla portfela długu Skarbu Państwa w tym samym okresie. We wszystkich przypadkach można zauważyć prawidłowość, że średni termin zapadalności długu ulega skróceniu, co może świadczyć o zwiększaniu udziału zobowiązań krótkoterminowych w strukturze długu (wykres 5). Ponadto wartość wskaźnika ATM dla długu Skarbu Państwa jest obniżana w sposób łagodny, natomiast w przypadku wskaźnika ATM_{JST} taka prawidłowość nie występuje. Średnia zapadalność długu lokalnego zarówno dla całego sektora samorządowego, jak i poszczególnych kategorii JST kształtuje się w sposób skokowy, to znaczy, brak jest jednego wyraźnego trendu (wydłużenia lub skrócenia tego terminu). Może to być przesłanka do postawienia tezy, że JST nie zarządzają długiem w sposób

Wykres 5. Struktura terminowa długu lokalnego w Polsce w latach 2011–2015



Źródło: jak pod wykresem 2.

sformalizowany i strategiczny, a więc w znacznej większości przypadków nie sporządzają dokumentów strategicznych w zakresie zarządzania długiem czy też ryzykiem.

Dla pełnego obrazu ryzyka refinansowania długu należy przedstawić zagregowane dane dotyczące średnich terminów zapadalności długu lokalnego w latach 2011–2015 (tabela 1). Na potrzeby takiej analizy przyjęto następujące zakresy czasowe: 1–5 lat, 6–10 lat, 11–15 lat, więcej niż 15 lat.

Uzyskane wyniki zostały sklasyfikowane w czterech przedziałach odpowiadających przeciętnemu okresowi zapadalności oraz wielkości opisowych ryzyka refinansowania długu: 1–5 lat (wysokie), 6–10 lat (średnie), 11–15 lat (niskie) i powyżej 15 lat (bardzo niskie). W poszczególnych kolumnach została zaprezentowana liczba JST odpowiadająca przyjętemu poziomowi ryzyka w poszczególnym roku. W latach 2011–2012 najwięcej JST posiadało zobowiązania o średniej zapadalności w przedziale 6–10 lat, odpowiednio było to 1936 i 1815 samorządów. Natomiast w latach 2013–2015 najwięcej jednostek osiągało wskaźnik refinansowania w przedziale 1–5 lat, co skutkowało wzrostem poziomu ryzyka. W tych jednostkach ważne jest ciągle monitorowanie sytuacji finansowej. Dodatkowo wzmocnieniem ryzyka jest znaczne obciążenie dochodów (zwłaszcza własnych) spłatą i obsługą długu. Skutkiem zmaterializowania się ryzyka będzie nie-

Tabela 1. Liczba JST według poziomu ryzyka refinansowania długu lokalnego w Polsce w latach 2011–2015

Okres	Skala oceny ryzyka	2011	2012	2013	2014	2015
1–5 lat	Wysokie	707	824	1584	1463	1573
6–10 lat	Średnie	1936	1815	1096	1196	1088
11–15 lat	Niskie	53	61	18	39	39
Powyżej 15 lat	Bardzo niskie	5	1	3	3	1

Źródło: jak pod wykresem 2.

wypłacalność samorządu, natomiast jego faktycznym symptomem mogą być problemy w finansowaniu nowych inwestycji lub krótkookresowe trudności finansowe w postaci zaciągania długu na finansowanie przejściowego deficytu. Kolejną liczną grupą są JST, których ryzyko refinansowania długu można określić jako średnie, czyli mieszczące się w przedziale 6–10 lat. W tej grupie nie powinny występować istotne problemy płynnościowe czy też związane z finansowaniem nowych inwestycji. Jednak w przypadku, gdy nowo emitowany dług podlega karencji spłaty, wówczas spłata kapitału przybiera znaczne wielkości w stosunku do możliwości finansowych JST. Pomimo średniego poziomu ryzyka refinansowania, mogą wystąpić pewne problemy finansowe, natomiast możliwość jego zmaterializowania oscyluje na poziomie zdecydowanie niższym niż w poprzedniej grupie. Prawidłowością wynikającą z prezentowanych danych jest utrzymywanie się podobnej liczby JST w poszczególnych przedziałach. Również w tym przypadku wzrost liczby JST w przedziale 1–5 lat, cechującym się wysokim ryzykiem refinansowania w 2015 r., jest następstwem wzrostu udziału zobowiązań krótkoterminowych w ogólnej kwocie zadłużenia. Z punktu widzenia zarządzania ryzykiem refinansowania, stwierdzić należy, że jest to trend niepożądany, bowiem narażający JST na większe prawdopodobieństwo wystąpienia sytuacji, w której samorząd będzie zmuszony do restrukturyzacji zadłużenia na niekorzystnych warunkach.

Zakończenie

W związku ze wzrostem znaczenia finansowania zadań publicznych zaciąganiem długiem i wobec poszukiwania nowych sposobów finansowania inwestycji lokalnych nieodzowny jest pomiar ryzyka, które te zjawiska generują. Świadomość władz lokalnych o występowaniu ryzyka i zagrożenia

niewypłacalności będącego jego skutkiem jest niezmiernie ważna w długookresowym planowaniu. Przeciwdziałanie ryzyku może polegać na wdrożeniu polityki zarządzania długiem lokalnym. Pozwoliłoby to na dostosowanie terminów spłaty długu wraz z kosztami obsługi do realizacji zadań publicznych, m.in. inwestycyjnych, a także na wybór najlepszych (z punktu widzenia danej JST) mechanizmów dłużnego finansowania inwestycji.

Wśród postulatów, jakie należałoby rozważyć, powinny się znaleźć m.in.:

- ocena ryzyka związanego z zapadalnością długu lokalnego powinna być również przedmiotem analiz przeprowadzanych przez organy nadzoru na potrzeby wydawania opinii o wieloletnich prognozach finansowych czy też możliwościach spłaty długu,
- odzwierciedlenie wskaźnika średniej zapadalności długu powinno się znaleźć w uchwalanych WPF,
- powinien zostać dostosowany system sprawozdawczości, tak aby umożliwiał porównanie danych oraz identyfikację w zakresie wykonania wydatków zmniejszających dług (np. informacje w sprawozdaniu Rb-Z wskazują na kwotę długu pozostającą do zapłaty; brak jest możliwości porównania wykonania i planu wydatków zmniejszających kwotę długu), a także terminów zapadalności poszczególnych tytułów dłużnych, co umożliwi porównanie struktury zapadalności długu.

Podsumowując, należy stwierdzić, że z punktu widzenia zarówno procesów decyzyjnych w zakresie długu oraz sposobów finansowania inwestycji, a także ze względu na działania nadzorcze m.in. regionalnych izb obrachunkowych, ocena ryzyka refinansowania jest niezbędna do faktycznej analizy sytuacji finansowej JST. Przeprowadzone badania wskazujące na istotne zagrożenia dla stabilności finansów samorządowych i stanowią asumpt do wnikliwszej analizy tego zagadnienia. Konieczne jest m.in. ustalenie struktury długu według terminów zapadalności, a także umiejscowienie tego wskaźnika w analizie pozwalającej na kompleksową ocenę sytuacji finansowej samorządu lokalnego w Polsce.

Bibliografia

- Barro R., *Are Government Bonds Net Wealth?*, „Journal of Political Economy” 1974, nr 82(6).
- Marchewka-Bartkowiak K., *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

- Denek E., Dylewski M., *Szacowanie poziomu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w warunkach zwiększonego ryzyka utraty płynności finansowej*, Difin, Warszawa 2013.
- Jajuga K., *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2015.
- Kamiński A., *Finansowanie dłużne w jednostkach samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
- Leksykon budżetowy*, G. Gołębiowski, K. Marchewka-Bartkowiak (red.), Wydawnictwo Sejmowe, Warszawa 2015.
- Mylonas P., Schich S., Thorgeirsson T., Wehinger G., *New Issues in Public Debt Management: Government Surpluses in Several OECD Countries, the Common Currency in Europe and Rapidly Rising Debt in Japan*, „OECD Economics Department, Working Papers” 2000, nr 239.
- Niestandardowe instrumenty finansowania potrzeb budżetowych jednostek samorządu terytorialnego*, Krajowa Rada Regionalnych Izb Obrachunkowych, Łódź 2016.
- Panizza U., *Public Debt Risks in Italy. Myths, Facts, and Policies*, „Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper” 2014, nr 13.
- Revised Guidelines for Public Debt Management*, „International Monetary Fund. Policy Paper” 2014.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2016–2019*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2015.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z 17 grudnia 2010 r. w sprawie przypadków, w których nie stosuje się ograniczeń dotyczących zaciągania niektórych zobowiązań finansowych przez jednostki sektora finansów publicznych, z wyjątkiem Skarbu Państwa, Dz.U. nr 250, poz. 1678.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 28 grudnia 2011 r. w sprawie szczegółowego sposobu klasyfikacji tytułów dłużnych zaliczanych do państwowego długu publicznego, Dz.U. nr 298, poz. 1767.
- Ustawa z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U. 2013, poz. 885, ze zm.

Źródła internetowe

- Best Practices Related to Debt Issuances*, Government Finance Officers Association, <http://kcttc.co.kern.ca.us/forms/Attachment-GFOA%20Best%20Practices%20Re%20Debt%20Issuance.pdf>.
- D. Leong, *Treasury Occasional Paper No. 10: Debt Management – Theory and Practice*, 1999, <http://www.mfcr.cz/assets/en/media/D-Leong-Debt-Management-Theory-and-Practice-April-1999.pdf>.
- Overview of Advances in Risk Management of Government Debt*, „Financial Market Trends” 2005, nr 88, <http://www.oecd.org/finance/public-debt/34594434.pdf>.