

Paweł Piątkowski

DŁUG PUBLICZNY A PROCESY INFLACYJNE W POLSCE



Paweł Piątkowski

DŁUG PUBLICZNY A PROCESY INFLACYJNE W POLSCE



Białystok 2020

Recenzenci:

dr hab. Maciej Cieślukowski, prof. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu
prof. dr Olgierd Swiatkiewicz, Instituto Politécnico de Setúbal, Portugalia

Opracowanie graficzne okładki:
Marek Owieczko

Redakcja i korekta:
Halina Ławnicka

Redakcja techniczna i skład:
Roman Sakowski

© Copyright by Uniwersytet w Białymstoku

Białystok 2020

Wydanie publikacji sfinansowano ze środków
Wydziału Ekonomii i Finansów Uniwersytetu w Białymstoku

ISBN 978-83-7431-641-5

Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku
15-328 Białystok, ul. Świerkowa 20B, tel. (85) 745 71 20
<http://wydawnictwo.uwb.edu.pl> e-mail: wydawnictwo@uwb.edu.pl

Druk i oprawa: volumina.pl Daniel Krzanowski

SPIS TREŚCI

Wstęp	9
Rozdział 1.	
Dług publiczny jako kategoria finansów publicznych	17
1. Specyfika sektora finansów publicznych	17
2. Deficyt budżetowy i dług publiczny – podstawy teoretyczne	25
2.1. Pojęcie i rodzaje deficytu budżetowego	25
2.2. Dług publiczny jako konsekwencja występowania deficytu budżetowego	29
3. Deficyt budżetowy i dług publiczny w teorii ekonomii	35
Rozdział 2.	
Oddziaływanie długu publicznego na gospodarkę	44
1. Ekonomiczne skutki wysokiego poziomu długu publicznego w gospodarce	44
2. Źródła potencjalnych interakcji pomiędzy długiem publicznym a procesami inflacyjnymi	47
3. Ocena oddziaływania długu publicznego na procesy inflacyjne w Polsce z wykorzystaniem metody TOPSIS	52
3.1. Metoda badawcza	52
3.2. Założenia analizy	54
3.3. Wyniki badania	56

Rozdział 3.

Rozwiązania instytucjonalne sektora finansów publicznych a ryzyko jego niewypłacalności	61
1. Zasady budżetowe jako podstawa gospodarki budżetowej	61
2. Podstawy prawne funkcjonowania sektora finansów publicznych w Polsce	66
2.1. Ustawa o finansach publicznych	67
2.1.1. Podmioty sektora finansów publicznych	67
2.1.2. Procedura budżetowa	70
2.1.3. Państwowy dług publiczny	75
2.2. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych	77
3. Ryzyko niewypłacalności w świetle miary syntetycznej	81

Rozdział 4.

Strategia finansowania długu jako czynnik ryzyka kryzysu walutowego	87
1. Podstawy teoretyczne kryzysów walutowych	87
2. Międzynarodowe przykłady kryzysów walutowych – wnioski dla Polski	94
2.1. Kryzysy południowoamerykańskie	94
2.2. Kryzysy w Europie (strefy: ERM, Rosja, Czechy)	98
2.3. Kryzysy azjatyckie	101
3. Zarządzanie długiem a ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego w Polsce	103
3.1. Zarządzanie długiem publicznym w polskim systemie prawnym	103
3.2. Makroekonomiczne i międzynarodowe uwarunkowania strategii zarządzania długiem publicznym	106
3.3. Komponent zagraniczny w zarządzaniu długiem publicznym	109
4. Ryzyko walutowe związane z długiem publicznym w świetle zmiennej syntetycznej	114

Rozdział 5.	
Rozwój rynków finansowych a możliwości zwiększenia długu publicznego	119
1. Rynek finansowy jako element gospodarki rynkowej	119
2. Wpływ sektora finansów publicznych na rozwój rynku finansowego w Polsce	125
2.1. Rynek pieniężny	125
2.1.1. Rynek bonów skarbowych	125
2.1.2. Rynek bonów pieniężnych	129
2.2. Rynek kapitałowy	130
2.2.1. Rynek obligacji	131
2.2.2. Rynek akcji	134
2.3. Rynek bankowy	137
3. Ocena zagrożenia efektem wypychania z wykorzystaniem miary syntetycznej	142
Rozdział 6.	
Trwałość długu publicznego a ryzyko jego monetyzacji	148
1. Geneza długu publicznego Polski	148
1.1. Zadłużenie zagraniczne z lat siedemdziesiątych	148
1.2. Dług publiczny w Polsce po transformacji	152
2. Przesłanki trwałości długu publicznego Polski	159
3. Ryzyko monetyzacji długu publicznego w świetle miary syntetycznej	163
Wnioski końcowe	169
Bibliografia	173
Druki ciągłe i zwarte	173
Akty prawne	180
Źródła danych statystycznych i raporty	181
Spis wykresów	187
Spis rysunków	188
Spis tabel	188

WSTĘP

James M. Buchanan rozpoczyna jedną ze swoich prac cytatem z prof. Seymoura Harrisa, który w 1947 r. stwierdził, że większość obywateli nie będzie w stanie w pełni zrozumieć idei długu publicznego, gdyż jest ona zbyt skomplikowana dla laików i będą oni musieli się zdać na opinie ekspertów¹. Kryzysy: gospodarczy z lat 2008–2009 oraz będący jego następstwem zadłużeniowy pokazały, że wciąż są to aktualne słowa. Unaocznily one bowiem, że politycy chętnie korzystają z instytucji długu publicznego do sfinansowania wydatków publicznych, a obywatele, w przeważającej części, nie zdają sobie sprawy z istoty problemu związanego z wysokim i rosnącym poziomem długu publicznego. Co więcej, również ekonomiści nie wypracowali dotąd jednoznacznego stanowiska w sprawie szkodliwości lub użyteczności długu publicznego mimo pozornie prostej konstrukcji tej kategorii ekonomicznej. Interwencje na rynku podjęte w czasie kryzysu gospodarczego z 2008 r. przez rządy większości państw rozwiniętych sprawiły, że występujące wcześniej deficyty budżetowe znacznie pogłębiły się. Poziom zadłużenia wzrósł do niespotykanych dotąd rozmiarów i dotknął tym razem przede wszystkim kraje rozwinięte. Temat ekonomicznych skutków długu publicznego ponownie stał się aktualny, a nowe doświadczenia sprawiły, że zaczął być postrzegany w nowym kontekście. Podjęte działania interwencyjne wiązały się z wykorzystaniem instrumentów niespotykanych od lat 90. XX w., jak zaangażowanie banków centralnych w finansowanie deficytów budżetowych. Z kolei państwa takie jak: Grecja, Cypr, Portugalia, Hiszpania i Irlandia stanęły w obliczu potencjalnej niewypłacalności. Również wysokie zadłużenie USA wzbudziło niepokój rynków finansowych. Działania naprawcze

¹ S.E. Harris, *The National Debt and the New Economics*, McGraw-Hill Book Company, New York 1947, s. 25, cyt. za: J.M. Buchanan, *Public Principles of Public Debt. A Defense and Restatement*, Liberty Fund, Indianapolis 1999, s. 23–26.

podjęte w Unii Europejskiej, takie jak „sześciopak” i „dwupak”², przyniosły zróżnicowane skutki w zależności od kraju. Sytuacja uspokoiła się, lecz w przededniu kolejnego kryzysu gospodarczego wywołanego lock-outem wskutek pandemii koronawirusa warto ponownie zwrócić uwagę na konsekwencje wysokiego poziomu długu publicznego dla gospodarki.

W dyskusjach związanych z długiem publicznym najczęściej poruszane są kwestie maksymalnego, bezpiecznego poziomu zadłużenia i ekonomicznych skutków występowania wysokiego poziomu długu publicznego. Pierwsze zagadnienie prawdopodobnie nie zostanie rozstrzygnięte w najbliższym czasie, gdyż przesuwane są kolejne granice. Grecja stanęła na progu bankructwa przy poziomie długu około 120% PKB. Obecnie zaś poziom jej zadłużenia przekracza 180% PKB. Dług publiczny we Włoszech przekroczył 130% PKB i kraj ten wciąż jest w stanie finansować swoje zobowiązania. Szczególnym przypadkiem jest zaś Japonia, której dług publiczny od kilku lat przekracza poziom 200% PKB. W kwestii ekonomicznych skutków długu publicznego po ostatnich kryzysach badania będą znacznie szersze, gdyż obecna sytuacja pozwala na ich

² „Sześciopak” obejmował 5 rozporządzeń Parlamentu Europejskiego i 1 dyrektywę Rady Unii Europejskiej w sprawie:

- skutecznego egzekwowania nadzoru budżetowego w strefie euro,
- przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu,
- wzmocnienia nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych,
- wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich,
- zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania,
- środków egzekwowania korekty nadmiernych zakłóceń równowagi makroekonomicznej w strefie euro.

Przepisy te zmierzały do zwiększenia nadzoru nad narodowymi politykami fiskalnymi, wzrostu przejrzystości prowadzonych operacji finansowych, wprowadzenia sankcji za nieprzestrzeganie zasad polityki fiskalnej lub niezastosowanie się do reguł ograniczających poziom deficytu. Ponadto, w „sześciopaku” doprecyzowano procedurę nadmiernego deficytu.

Z kolei „dwupak” to dwa rozporządzenia Parlamentu Europejskiego dotyczące:

- wzmocnienia nadzoru gospodarczego i budżetowego nad państwami członkowskimi należącymi do strefy euro, dotkniętymi lub zagrożonymi poważnymi trudnościami w odniesieniu do ich stabilności finansowej;
- wspólnych przepisów dotyczących monitorowania i oceny projektów planów budżetowych oraz zapewnienia korekty nadmiernego deficytu w państwach członkowskich należących do strefy euro.

rozwińnięcie oraz tworzy nowe uwarunkowania tych analiz. Oceniany będzie m.in. wpływ długu publicznego na poziom aktywności gospodarczej, a tym samym na wartość produktu krajowego brutto. Weryfikacji podlegać będą więc przeciwstawne poglądy szkół liberalnych i keynesowskich. Najnowsze doświadczenia potwierdzają, że gospodarki, wsparte znacznymi wydatkami budżetowymi, stosunkowo szybko przeszły z fazy recesji do fazy powolnego ożywienia. Jednak przebieg całego cyklu koniunkturalnego pokazuje, że zadłużenie negatywnie odbiło się na koniunkturze w najbardziej zadłużonych państwach. Dług publiczny wpływa również na równowagę budżetową. Generuje on wysokie koszty obsługi oraz konieczność pozyskania środków na jego spłatę. To wiąże się z pogłębieniem nierównowagi budżetowej, uzależnieniem od środków pozyskiwanych na rynku finansowym i zwiększa niebezpieczeństwo popadnięcia w pułapkę zadłużenia. Doświadczenia najbardziej zadłużonych państw strefy euro pokazują, że słaba koniunktura gospodarcza w największym stopniu utrudnia zrównoważenie budżetów. Z drugiej strony, kraje mniej zadłużone, które podjęły reformy sektora finansów publicznych, osiągnęły nadwyżki budżetowe oraz stopniowo zmniejszały poziom długu w czasie poprawy koniunktury gospodarczej.

Jednym ze stosunkowo mało zbadanych obszarów jest wpływ długu publicznego na procesy inflacyjne. Najsilniejszy wpływ na inflację wywiera finansowanie długu przez bank centralny. Jego konsekwencją jest emisja pieniądza bez pokrycia, co powoduje silną presję inflacyjną. Do czasu kryzysu gospodarczego z lat 2008–2009 wydawało się, że kraje rozwinięte i rozwijające się zrezygnowały z takiego sposobu finansowania długu. Duże potrzeby finansowe rządów związane ze wsparciem gospodarek spowodowały, że banki centralne ponownie zaangażowały się w finansowanie długu. Sprawia to, że problem dodatkowej emisji pieniądza stał się znów aktualny.

Innymi drogami oddziaływania długu publicznego na poziom inflacji wskazanymi w literaturze są: wpływ na zagregowany popyt, przeniesienie wzrostu płac z sektora publicznego na sektor prywatny, wpływ podatków na koszty krańcowe oraz poprzez oczekiwania społeczeństwa dotyczące możliwości spłaty długu publicznego w przyszłości³. Kwestia wpływu

³ M. Piotrowska, *Wzajemne oddziaływanie polityki monetarnej i fiskalnej w strefie euro*, [w:] *Regulacyjna rola państwa we współczesnej gospodarce*, D. Kopycińska (red.), Wydawnictwo Printgroup, Szczecin 2006, s. 114.

długu publicznego na poziom inflacji pojawia się również w literaturze przy okazji rozważań na temat związków pomiędzy polityką fiskalną i monetarną oraz tzw. *policy mix*. Literatura wskazuje bowiem na coraz bardziej skomplikowane związki pomiędzy polityką fiskalną i monetarną. W takiej sytuacji dług publiczny może oddziaływać negatywnie na poziom inflacji. Utrudnia on prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej⁴. Wysoki poziom długu publicznego zwiększa również oczekiwania inflacyjne w społeczeństwie⁵. Temat związku długu publicznego z inflacją poruszany jest również w kontekście dyskusji na temat wykorzystania polityki fiskalnej w celu wspierania rozwoju gospodarczego.

Badania przytaczane w literaturze wskazują, że oddziaływanie długu publicznego na poziom inflacji występuje, lecz zwykle dotyczy to pewnych specyficznych warunków. Na przykład Carmen M. Reinhart i Kenneth S. Rogoff uzyskali rezultaty wskazujące na związek pomiędzy inflacją a długiem publicznym jedynie w krajach rozwijających się i stale rośnie on wraz ze wzrostem relacji długu do PKB⁶. Carlo Cottarelli, Mark Griffiths i Reza Moghadam wskazują, że dług publiczny oddziałuje na poziom inflacji w krajach o słabo rozwiniętych rynkach finansowych⁷. Z kolei Stanley Fischer, Ratna Sahay i Carlos A. Vegh wskazują, że silny związek pomiędzy tymi wielkościami dotyczy jedynie krajów o wysokim poziomie inflacji. Słabszy związek lub jego brak jest zaś wskazywany w badaniach dla krajów wysoko rozwiniętych⁸. Olga Arratibel, Diego

⁴ D. Malinowski, *Wpływ polityki fiskalnej i pieniężnej państw strefy euro na tempo wzrostu gospodarczego w warunkach wysokiego długu publicznego i niskich stóp procentowych*, „Studia z Polityki Publicznej” 2014, nr 4.

⁵ J. Mackiewicz-Łyziak, *Wpływ długu publicznego na oczekiwania inflacyjne konsumentów w Europie*, „Gospodarka Narodowa” 2014, nr 5; K. Glinka, *Rodzaj inflacji wyzwaniem dla procesu dezinflacji*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie” 2002, nr 60.

⁶ C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, *Growth in a Time of Debt*, „American Economic Review Papers and Proceedings” 2010, nr 100.

⁷ C. Cottarelli, M. Griffiths, R. Moghadam, *The Nonmonetary Determinants of Inflation: A Panel Data Study*, „IMF Working Paper” 1998, nr 23.

⁸ M. Duarte, A.L. Wolman, *Regional Inflation in a Currency Union: Fiscal Policy versus Fundamentals*, „ECB Working Papers” 2002, nr 180; M.B. Canzoneri, R. Cumby, B. Diba, *How Do Monetary and Fiscal Policy Interact in the European Monetary Union*, „NBER Working Paper” 2005, nr 11055.

Rodriguez-Palenzuela i Christian Thimann wskazują na taki związek w dziesięciu krajach wówczas kandydujących do Unii Europejskiej⁹. Natomiast Luis Catao i Marco E. Terrones wskazują na związek deficytu budżetowego z inflacją w dwudziestu trzech krajach zaliczanych do rynków wschodzących¹⁰. Jednocześnie jednak należy pamiętać, że impuls inflacyjny ze strony polityki fiskalnej, złagodzony działaniami z zakresu polityki pieniężnej, jest trudny do uchwycenia w analizach statystycznych¹¹.

Analiza literatury wskazuje więc, że warto podjąć dalszą analizę tematu związku długu publicznego z inflacją, zwłaszcza w odniesieniu do Polski. W grupie krajów rozwijających się, do których również zaliczana dotąd była Polska, ryzyko oddziaływania długu na inflację występuje szczególnie mocno. Zasadne wydaje się więc podjęcie próby zbadania, czy polski dług publiczny powoduje presję inflacyjną mimo braku finansowania długu przez bank centralny.

Przedmiotem badań w monografii jest wpływ wysokiego i rosnącego poziomu długu publicznego na procesy gospodarcze w Polsce, a głównym celem – identyfikacja i ocena dróg oddziaływania długu publicznego na poziom inflacji w Polsce w latach 2001–2018. W pracy sformułowano następującą hipotezę główną: Przyjęta struktura finansowania długu publicznego oddziałuje na poziom inflacji w Polsce, mimo braku finansowania deficytu budżetowego przez Bank Centralny. W analizowanym okresie oddziaływanie to było umiarkowanie ujemne, ale obecne tendencje zmian parametrów długu mogą zwiększyć ten wpływ.

Przedstawione kierunki oddziaływania długu publicznego na inflację pozwoliły na sformułowanie czterech hipotez szczegółowych:

1. Kształt instytucjonalny sektora finansów publicznych istotnie wpływa na ryzyko niewypłacalności sektora finansów publicznych.

⁹ O. Arratibel, D. Rodriguez-Palenzuela, C. Thimann, *Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a new Keynesian perspective*, „ECB Working Papers” 2002, nr 132.

¹⁰ L. Catao, M.E. Terrones, *Fiscal Deficits and Inflation: A New Look at the Emerging Markets Evidence*, „IMF Working Papers” 2001, nr 74.

¹¹ J. Działo, *Dlaczego trudno jest prowadzić „dobrą” politykę fiskalną?*, „Gospodarka Narodowa” 2012, nr 1-2.

2. Przyjęta strategia finansowania obniża ryzyko kryzysu walutowego w Polsce.
3. Rozwój rynków finansowych w Polsce ogranicza ryzyko wystąpienia efektu wypychania.
4. Dług publiczny stanowi trwały element gospodarki Polski, wskutek czego występuje ryzyko jego monetyzacji.

Monografia składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów oraz wniosków końcowych.

W pierwszym rozdziale przedstawiono teoretyczne aspekty funkcjonowania sektora finansów publicznych oraz miejsce finansów publicznych w gospodarce rynkowej. Następnie omówiono cele funkcjonowania sektora. Umiejscowiono też kategorię deficytu budżetowego i długu publicznego w finansach publicznych. Podkreślono różnorodne aspekty tych pojęć. W trzeciej części pierwszego rozdziału przeanalizowano podejście do kwestii deficytu budżetowego i długu publicznego w różnych szkołach teorii ekonomii.

W drugim rozdziale uwagę skoncentrowano na ekonomicznych skutkach długu publicznego. Analizie poddano w szczególności związek długu publicznego z procesami inflacyjnymi. Poruszono problem złożoności inflacji jako zjawiska ekonomicznego. Wynikające z tego cechy inflacji spowodowały, że do oceny związku pomiędzy długiem publicznym a poziomem inflacji wybrano cztery płaszczyzny potencjalnych oddziaływań. Następnie przedstawiono metodykę analizy ilościowej, opartej na wykorzystaniu zmiennej syntetycznej, skonstruowanej z wykorzystaniem metody TOPSIS (*Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution*). Wskazano założenia przyjęte przy jej konstrukcji. Dalszą część rozdziału stanowią: analiza wartości zmiennej syntetycznej oraz prognoza jej kształtowania się w kolejnych latach. W kolejnych rozdziałach przedstawiono natomiast kształtowanie się cząstkowych miar syntetycznych oraz zmiennych użytych do ich konstrukcji.

Trzeci rozdział został poświęcony weryfikacji pierwszej z hipotez szczegółowych. Analizie poddano kształt instytucjonalny sektora finansów publicznych pod kątem czynników wpływających na ryzyko niewypłacalności sektora finansów publicznych. W pierwszej kolejności przedstawiono rozwiązania prawne regulujące funkcjonowanie sektora finansów publicznych. Następnie zostały wskazane rozwiązania mające

szczególne znaczenie dla poziomu długu publicznego oraz ryzyka wystąpienia niewypłacalności sektora finansów publicznych. Przeanalizowano wpływ tych rozwiązań na poziom długu oraz ryzyko niewypłacalności sektora finansów publicznych. Dokonano również weryfikacji pierwszej hipotezy przy użyciu pierwszej cząstkowej miary syntetycznej.

W czwartym rozdziale podjęto próbę weryfikacji drugiej hipotezy szczegółowej. W pierwszej jego części przedstawione zostały teoretyczne podstawy kryzysów walutowych – podstawowe pojęcia, klasyfikacje oraz ich modele. Następnie wskazano przykłady krajów, w których wystąpiły kryzysy walutowe. Międzynarodowe doświadczenia pozwalają na wyciągnięcie wniosków w stosunku do przyczyn i przebiegu kryzysów oraz wniosków dla polityki gospodarczej. Analizie poddano również przyjętą strategię finansowania długu publicznego pod kątem jej oddziaływania na ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego. W ostatniej części czwartego rozdziału przeanalizowane zostały czynniki ryzyka wystąpienia kryzysu walutowego na podstawie analizy drugiej cząstkowej zmiennej syntetycznej.

W piątym rozdziale uwagę skupiono na trzeciej hipotezie szczegółowej, która koncentruje się na związku długu publicznego z efektem wypychania. Analizie poddano rozwój rynków finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem możliwości finansowania przedsiębiorstw. Przedstawiono teoretyczne podstawy funkcjonowania rynków finansowych wraz z ich strukturą i rodzajami dostępnych instrumentów finansowych. Następnie przedstawiono rozwój poszczególnych ich segmentów w Polsce: ich wielkości, dynamiki, struktury oraz roli sektora finansów publicznych na nich (czy skutkowało to marginalizacją sektora przedsiębiorstw). W trzeciej części tego rozdziału przeprowadzono analizę natężenia efektu wypychania na podstawie trzeciej cząstkowej zmiennej syntetycznej.

Szósty rozdział został poświęcony weryfikacji czwartej hipotezy szczegółowej, dotyczącej trwałości długu publicznego oraz ryzyka jego monetyzacji. Przedstawiono, jak narastał dług, począwszy od transformacji systemowej. Przeanalizowano również ewolucję jego struktury oraz zmiany w instrumentach wykorzystywanych do jego finansowania. Oceniono również zmianę struktury inwestorów, która ma przełożenie na sposób wykorzystania skarbowych papierów wartościowych. Wskazano również jego cechy zwiększające możliwość jego monetyzacji. Dodatkowo, przeprowadzono analizę czwartej cząstkowej zmiennej syntetycznej.

W zakończeniu zostały sformułowane wnioski wynikające z przeprowadzonych analiz, prowadzących do weryfikacji poszczególnych hipotez szczegółowych.

W przeprowadzonych badaniach wykorzystano kilka metod badawczych. Wykonana na podstawie metody hipotetyczno-dedukcyjnej próba weryfikacji hipotez szczegółowych została wsparta wykorzystaniem zmiennych syntetycznych, zbudowanych zgodnie z metodą TOPSIS. Została ona wybrana ze względu na możliwość oceny wielokryterialnej oraz oceny zmian wpływu czynników. Analiza ilościowa została uzupełniona o analizę jakościową, gdyż nie wszystkie cechy długu i sektora finansów publicznych można opisać metodami matematycznymi. Częścią tej analizy było badanie dokumentów dotyczących długu publicznego. W czwartym rozdziale przeprowadzono analizę strategii zarządzania długiem publicznym w celu oceny struktury długu. W piątym – przedstawiono analizę raportów NBP na temat rozwoju rynku finansowego w Polsce. W szóstym rozdziale przeanalizowano zaś raporty dotyczące struktury i sposobu zarządzania polskim długiem publicznym. Wszystkie poruszone metody stanowiły podstawę weryfikacji, przedstawionych wcześniej, hipotez szczegółowych.

Do analizy zostały wybrane dane z lat 2001–2018. Pozwalają one na ocenę czynników związanych z wpływem długu publicznego na poziom inflacji w dwóch cyklach koniunkturalnych. Niwelują również w znacznym stopniu wpływ czynników związanych z transformacją gospodarczą Polski w latach 90. oraz wysokim poziomem inflacji po niej.

Monografia skierowana jest przede wszystkim do środowiska akademickiego, zarówno badaczy zajmujących się problematyką długu publicznego oraz inflacji, jak też do studentów poszukujących wiedzy na te tematy. Ponadto, monografia może być użyteczna dla polityków podejmujących decyzje dotyczące uchwalenia budżetu (zarówno na szczeblu centralnym, jak też na szczeblu lokalnym) z deficytem, pozwalając im zrozumieć konsekwencje wzrostu zadłużenia państwa.

ROZDZIAŁ 1.

DŁUG PUBLICZNY JAKO KATEGORIA FINANSÓW PUBLICZNYCH

1. Specyfika sektora finansów publicznych

Pojęcie „finanse”, w najogólniejszym rozumieniu, używane jest do określania wszelkich operacji dokonywanych za pomocą pieniądza¹. W nauce finansów spotyka się różne jego ujęcia. Andrzej Borodo określa finanse jako stosunki społeczne występujące w ramach tworzenia, gromadzenia, wydatkowania, pożyczania, spłacania, oszczędzania i innego używania środków pieniężnych². Scott Besley i Eugene F. Brigham zwracają z kolei uwagę na aspekt podejmowanych decyzji dotyczących środków pieniężnych³. W wąskim rozumieniu, finanse są utożsamiane ze zjawiskami związanymi z ruchem pieniądza. Do zjawisk tych zalicza się emitowanie pieniądza w systemie bankowym, przepływy środków pieniężnych między podmiotami gospodarczymi i ich gromadzenie⁴. Ujęcie takie nie ujmuje części zjawisk, np. związanych z inwestowaniem wolnych środków. Dlatego też w ujęciu szerokim, finanse są rozumiane jako gospodarka pieniężna polegająca na gromadzeniu i lokowaniu środków pieniężnych

¹ N. Gail, *Finanse i prawo finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1992, s. 11.

² A. Borodo, *Finanse publiczne. Zagadnienia ustrojowe i prawne*, Wolters Kluwer, Warszawa 2019, s. 13.

³ S. Besley, E.F. Brigham, *Principles of Finance*, South-Western/Cengage Learning, Mason 2012, s. 4.

⁴ G. Krasowska-Walczak, *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1997, s. 8.

na różne cele i różne sposoby. Związane są one z mechanizmem wymiany i podziału wartości materialnych⁵.

Zjawiska zaliczane do finansów można klasyfikować według różnych kryteriów. W ujęciu podmiotowym można wyróżnić finanse: przedsiębiorców, publiczne, banków, innych instytucji finansowych i gospodarstw domowych⁶. Z punktu widzenia prowadzonych tu rozważań uwaga zostanie skupiona na sektorze finansów publicznych.

Nazwa „finanse publiczne” ma swoje korzenie w języku łacińskim. Pojęciem „publiczny” określa się powszechne, jasne, dostępne, przeznaczone dla ogółu, społeczne, oficjalne⁷. Jerzy Osiatyński definiuje finanse publiczne jako „procesy i instytucje publiczno-prawne związane z procesami gromadzenia środków publicznych oraz z ich rozdysponowaniem i kontrolowaniem wydatkowania”⁸. Definicja ta jest dość szeroka i wskazuje zarówno na procesy, jak i instytucje w nie zaangażowane. Ponadto, obok podstawowych kwestii związanych z gromadzeniem i wydatkowaniem środków uwzględnia również działania kontrolne, które wieńczą proces gospodarowania środkami publicznymi. Natomiast Borodo określa finanse publiczne jako gromadzenie przez państwo środków publicznych i dokonywanie ich wydatkowania w celu realizacji zadań publicznych⁹. Zwraca uwagę na podstawowy cel tego sektora, którym jest realizacja zadań publicznych. Środki publiczne powinny być bowiem gromadzone nie dla zysku czy dla samego gromadzenia, lecz w celu wykonania precyzyjnie określonych zadań powierzonych sektorowi finansów publicznych. Skala gromadzonych środków powinna być ograniczona jedynie do kwot niezbędnych do zrealizowania założonych celów. Z kolei Paul M. Gaudemet i Joel Molinier określają finanse publiczne jako publiczne zasoby pieniężne oraz operacje tymi zasobami wraz z normami prawny-

⁵ M. Pietraszewski, E. Strzyżewska, J. Szwarzor, *Finanse*, Wydawnictwo eMPi², Poznań 1998, s. 5.

⁶ E. Denek, J. Sobiech., J. Wolniak, *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 27.

⁷ W. Kopaliński, *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych*, Wiedza Powszechna, Warszawa, 1991.

⁸ J. Osiatyński, *Finanse publiczne. Ekonomia i polityka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 16.

⁹ A. Borodo, op. cit., s. 14.

mi ich dotyczącymi i skutkami społeczno-gospodarczymi tych operacji¹⁰. Autorzy ci uzupełniają przytoczone określenia o aspekt prawny systemu instytucjonalnego finansów publicznych. Ponadto, podkreślają skutki ekonomiczne, jakie wywołuje gromadzenie i wydatkowanie środków publicznych. Przytoczone definicje koncentrują się na finansach publicznych jako działalności praktycznej.

Analiza ram instytucjonalnych finansów publicznych wymaga zdefiniowania jego struktury podmiotowej. Na wstępie zdefiniowany zostanie sektor publiczny, który jest najszerszym pojęciem. Sektor publiczny obejmuje podmioty o własności państwowej, komunalnej lub mieszanej. W tym ostatnim przypadku możliwy jest udział kapitału prywatnego, lecz do sektora publicznego zaliczane są podmioty o przewadze kapitału państwowego lub komunalnego. Podmioty te funkcjonują w następujących formach organizacyjnych: organy władzy, administracji i kontroli państwowej, organy wymiaru sprawiedliwości, spółki Skarbu Państwa lub z przewagą kapitału państwowego lub komunalnego, fundusze centralne i terenowe, spółki komunalne, jednostki samorządu terytorialnego czy samodzielne zakłady opieki zdrowotnej¹¹.

Sektor finansów publicznych jest pojęciem węższym. Zalicza się tu te podmioty, które, realizując zadania publiczne, korzystają przede wszystkim ze środków publicznych. Wyłącza się zaś z zakresu sektora finansów publicznych przedsiębiorstwa, banki i spółki prawa handlowego, które są zaliczane do sektora publicznego¹². W Polsce podmioty zaliczane do sektora finansów publicznych wyszczególnione są w art. 9 ustawy o finansach publicznych. Są to:

1. organy władzy publicznej, w tym organy administracji rządowej, organy kontroli państwowej i ochrony prawa oraz sądy i trybunały,
2. jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki,
 - 2a) związki metropolitalne,

¹⁰ P.M. Gaudemet, J. Molinier, *Finanse publiczne*, PWE, Warszawa 2000, s. 23-25.

¹¹ *Encyklopedia PWN*, <https://encyklopedia.pwn.pl/haslo/sektor-publiczny;3973716.html> (dostęp: 04.03.2020).

¹² R. Przygodzka, *Efektywność sektora publicznego*, „Optimum. Studia Ekonomiczne” 2008, nr 4(40), s. 156-157.

3. jednostki budżetowe,
4. samorządowe zakłady budżetowe,
5. agencje wykonawcze,
6. instytucje gospodarki budżetowej,
7. państwowe fundusze celowe,
8. Zakład Ubezpieczeń Społecznych i zarządzane przez niego fundusze oraz Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego i fundusze zarządzane przez Prezesa Kasy Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego,
9. Narodowy Fundusz Zdrowia,
10. samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej,
11. uczelnie publiczne,
12. Polska Akademia Nauk i tworzone przez nią jednostki organizacyjne,
13. państwowe i samorządowe instytucje kultury,
14. inne państwowe lub samorządowe osoby prawne, utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, instytutów działających w ramach Sieci Badawczej Łukasiewicz, banków oraz spółek prawa handlowego¹³.

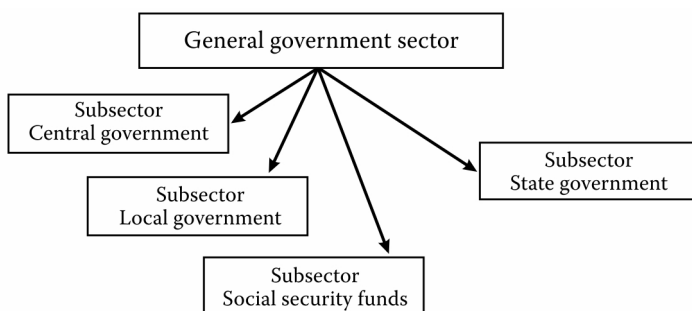
Podejście to tworzy zamknięty katalog podmiotów zaliczanych do sektora finansów publicznych. Fakt ten bywa wykorzystywany przez rząd i samorządy do uniknięcia zaliczania zobowiązań do długu publicznego sektora finansów publicznych.

Istotna z punktu widzenia rozumienia zakresu sektora finansów publicznych jest również różnica pomiędzy polską a unijną definicją. We wspólnotowej klasyfikacji statystycznej odpowiednikiem tego sektora jest sektor *general government*. Pomiedzy polską i unijną klasyfikacją występują różnice, które przykładowo powodują, że dług liczony według nich różni się. Do sektora *general government* nie są zaliczane otwarte fundusze emerytalne, Agencja Rynku Rolnego, instytuty badawcze oraz Polski Klub Wyścigów Konnych, a według polskich regulacji są częścią sektora finansów publicznych. Natomiast Krajowy Fundusz Drogowy, Fundusz

¹³ Ustawa z dnia 28 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U. 2009, nr 157, poz. 1240, art. 9.

Kolejowy i inne fundusze Banku Gospodarstwa Krajowego, PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. i Przewozy Regionalne są zaliczane do sektora *general government*, a nie są zaliczane do sektora finansów publicznych.

Rysunek 1. Komponenty sektora *general government*



Źródło: M. Poniatowicz, *Dług publiczny w systemie finansowym jednostek samorządu terytorialnego (na przykładzie miast na prawach powiatu)*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2005, s. 18.

Wskazane różnice pomiędzy sektorami: publicznym, finansów publicznych i *general government* powodują, że posługując się tymi pojęciami należy precyzyjnie określać, którego podmiotu dotyczą.

Funkcjonowanie sektora finansów publicznych wynika z realizacji przez niego określonych funkcji. Wynikają one m.in. z niedoskonałości mechanizmu rynkowego, takich jak koszty zewnętrzne, tendencja do monopolizacji czy nierównomierny dostęp do informacji. Sektor finansów publicznych jest również wiodącym dostawcą dóbr publicznych. Cechują się one „niekonkurencyjnością” ich konsumpcji (tj. jego konsumpcja przez jednego odbiorcę nie wyklucza innych odbiorców) oraz „nie-wykluczalnością” (tj. nie jest możliwe wykluczenie innych odbiorców). Do klasycznych dóbr publicznych zalicza się np. bezpieczeństwo wewnętrzne i zewnętrzne. W niektórych przypadkach dostarczanie dóbr zaliczanych do publicznych bywa nieopłacalne dla podmiotów gospodarczych, a służą one całemu społeczeństwu. Wówczas ich realizacji podejmuje się sektor publiczny. Klasycznym przykładem może tu być budowa i utrzymanie infrastruktury. Szczególną grupą dóbr dostarczanych przez sektor finansów publicznych są dobra klubowe. Również one mają cechę „niekonkurencyjności”, lecz w ich przypadku możliwe jest limitowanie

dostępu (np. poprzez sprzedaż biletów). Ich przykładem może być kultura czy sport. Sektor finansów publicznych dostarcza również dóbr społecznych, których konieczność czy społeczne oczekiwanie dostarczenia wynikają z rozwoju cywilizacyjnego społeczeństwa czy konieczności zapewnienia zbiorowości odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa. Zaliczane są do nich: edukacja, ochrona zdrowia, ubezpieczenia społeczne, kultura, sport itp. Różnica w stosunku do poprzedniej grupy polega na tym, iż korzystanie z nich nie zawsze jest przymusowe – obywatele mogą zdecydować się na wybór płatnych usług, oferowanych na zasadach komercyjnych¹⁴. Wraz z rozwojem cywilizacyjnym znaczenie dóbr dostarczanych przez sektor publiczny rośnie. Znajduje to odzwierciedlenie w prawie Wagnera, które mówi, że potrzeby finansowe państwa stale rosną. Wskutek tego udział wydatków publicznych w PKB systematycznie zwiększa się. Działanie tego prawa przekłada się na rozrost instytucji państwowych oraz coraz większe skutki (w tym też negatywne) aktywności państwa w gospodarce¹⁵. Wraz z rozrostem sektora publicznego rosną obciążenia podatkowe oraz spada poziom konkurencji w gospodarce. Spada też skuteczność realizacji celów sektora finansów publicznych. Pogarsza to efektywność całej gospodarki.

Aby zrealizować swoje cele sektor finansów publicznych gromadzi, a następnie wydatkuje środki publiczne. Ich dysponentami są zarówno władze państwowe, władze samorządowe, jak też pozostałe instytucje zaliczane do sektora finansów publicznych. Ustawa o finansach publicznych definiuje środki publiczne jako¹⁶:

- dochody publiczne,
- środki pochodzące z Unii Europejskiej i innych bezzwrotnych źródeł zagranicznych,
- przychody jednostek sektora finansów publicznych ze sprzedaży papierów wartościowych, z prywatyzacji majątku, z otrzymanych kredytów i pożyczek oraz ze spłaty pożyczek i udzielonych kredytów,
- przychody uzyskiwane z prowadzonej działalności.

¹⁴ H. Kuzińska, *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Warszawa 1998, s. 10-11.

¹⁵ P.M. Gaudemet, J. Molinier, op. cit., s. 72-75.

¹⁶ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., art. 5, pkt 1.

W dalszej części art. 5 tej ustawy szczegółowo wymieniono również enumeratywnie kategorie dochodów publicznych. W znacznym uproszczeniu można podzielić je na¹⁷:

- daniny publiczne:
 - podatki,
 - opłaty,
 - składki ubezpieczeniowe,
- rentę emisyjną,
- środki pochodzące z zagranicy,
- pozostałe dochody.

Podstawową cechą tych dochodów są przymusowość i bezzwrotność. Stanowią one przymusowe świadczenia pieniężne, wymierzone w sposób arbitralny na podstawie określonych aktów prawnych, pobierane na rzecz jednostek sektora finansów publicznych¹⁸.

Wydatki publiczne stanowią natomiast narzędzie do realizacji celów sektora. Ich struktura odzwierciedla hierarchię tych celów. Realizowane są na podstawie zapisów w szczegółowych aktach prawnych. Są one klasyfikowane według¹⁹:

- wpływu na stan majątku – majątkowe i bieżące,
- związku z wykorzystaniem PKB – nabywcze i transferowe,
- wpływu na bilans płatniczy – krajowe i zagraniczne,
- powtarzalności w czasie – zwyczajne i nadzwyczajne,
- charakteru realizowanych zadań publicznych – związane z podstawowymi funkcjami państwa, socjalne, prorozwojowe i na obsługę długu publicznego,
- przeznaczenia – dotacje i subwencje, świadczenia na rzecz osób fizycznych, wydatki bieżące, majątkowe, na obsługę długu, na finansowanie projektów z udziałem środków unijnych i wpłaty do Unii Europejskiej.

Dochody i wydatki publiczne gromadzone i wydatkowane są w oparciu o budżety jednostek sektora finansów publicznych, sporządzanych zwykle na jeden rok. Budżet jest aktem prawnym, sporządzanym i uchwalanym

¹⁷ A. Wernik, *Finanse publiczne*, PWE, Warszawa 2014, s. 50-51.

¹⁸ Ibidem.

¹⁹ Ibidem, s. 35-38.

przez upoważnione organy jako plan dochodów, przychodów, wydatków i rozchodów. Stanowi on prognozę *ex-ante* wymienionych pozycji i według niej realizowane są dochody i wydatki. W każdym budżecie istotną kwestię stanowi również jego saldo. Konsekwencją wystąpienia ujemnego salda budżetu jest powstanie deficytu budżetowego i długu publicznego.

Finanse publiczne istotnie różnią się od finansów prywatnych. W relacjach zaliczanych do nich jedną ze stron jest podmiot publiczny. Charakteryzuje się on specyficznymi cechami, takimi jak: władztwo, przymus państwowy, działanie w interesie publicznym, podporządkowanie trybowi politycznemu i procedurom administracyjnym²⁰. Finanse publiczne opierają się bowiem na przymusie świadczeń na rzecz państwa w odróżnieniu od finansów przedsiębiorstw, które powstają jako wynik stosunków cywilnoprawnych pomiędzy podmiotami gospodarczymi. Kolejną różnicą opiera się na celach działania podmiotów. Działalność przedsiębiorstw jest nastawiona na realizację zadań indywidualnych. Podmioty publiczne powinny być powołane, aby realizować cele ogółu społeczeństwa. Następną różnicą jest natomiast wielkość środków, jakimi dysponują. Organy władz publicznych zarządzają zazwyczaj większymi środkami niż przedsiębiorstwa. W obu tych grupach podmiotów odmienna jest ocena efektów ich działalności. Przedsiębiorstwa mają charakter ekonomiczny, oparty na indywidualnych celach właścicieli. Natomiast ocena funkcjonowania podmiotów publicznych ma charakter polityczny. Z jednej strony oceniany jest stopień realizacji celów publicznych, lecz brakuje miar służących do precyzyjnego ich rozliczenia. Dyscyplina finansowa ma natomiast inny charakter niż w przedsiębiorstwach²¹.

²⁰ *Finanse publiczne z elementami prawa podatkowego*, W. Grześkowiak (red.), Wydawnictwo Difin, Warszawa 2014, s. 19.

²¹ G. Krasowska-Walczak, *op. cit.*, s. 16-17.

2. Deficyt budżetowy i dług publiczny – podstawy teoretyczne

2.1. Pojęcie i rodzaje deficytu budżetowego

Jedno z podstawowych ujęć deficytu budżetowego zawarte jest w ustawie o finansach publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 r. Definiuje ona deficyt sektora finansów publicznych jako ujemną różnicę między dochodami publicznymi a wydatkami publicznymi dla ustalonego okresu rozliczeniowego²². Na podstawie tej definicji można wyprowadzić przez analogię definicję bardziej szczegółowej kategorii, którą jest deficyt budżetowy. Określany on jest jako nadwyżka wydatków budżetu nad dochodami. Zależność tę można zapisać następująco²³:

$$D = O - R$$

lub dokładniej:

$$D = (G + H + rB) - T,$$

gdzie:

- D – deficyt budżetu
- O – wydatki (*outlay's*) budżetu
- R – dochody (*revenues*) budżetu
- G – wydatki państwa na dobra i usługi
- H – transfery
- r – stopa oprocentowania długu publicznego
- B – wielkość długu publicznego
- T – dochody z tytułu podatków.

Deficyt budżetowy powinien być rozpatrywany w odniesieniu do podmiotu, którego dotyczy. Podstawowym jest deficyt budżetu państwa. Budżet ten obejmuje największą część dochodów sektora finansów publicznych. W związku z tym deficyt budżetu państwa stanowi podstawową

²² Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych...

²³ U. Kosterna, *Deficyt budżetu państwa i jego skutki ekonomiczne*, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 13.

kategorię rozpatrywaną przy ocenie stanu finansów publicznych. Należy jednak podkreślić, że istotnym elementem tej analizy są również deficyty budżetów jednostek samorządu terytorialnego. Ze względu na dużą liczbę jednostek samorządu terytorialnego i zróżnicowaną wielkość deficytów najczęściej analizie poddawany jest łączny deficyt sektora samorządowego. Istotnym elementem jest również deficyt sektora *general government*, który stanowi podstawę analiz i statystyk Komisji Europejskiej. Różnica w stosunku do polskiego sektora finansów publicznych wynika z różnicy w podmiotach zaliczanych do obu sektorów.

W literaturze przedmiotu wyszczególnione są również inne rodzaje deficytów budżetowych. Deficyt pierwotny nie uwzględnia wydatków na obsługę długu publicznego. Ukazuje on wielkość deficytu budżetu państwa bez kosztów obsługi długu publicznego. Saldo pierwotne budżetu państwa może wykazywać nadwyżkę lub deficyt. Stwierdzenie występowania deficytu pierwotnego oznacza, że budżet wykazywałby się deficytem, gdyby nie było długu publicznego. Wzrost salda pierwotnego jest warunkiem koniecznym stabilności finansów publicznych w długim okresie²⁴. Zbliżoną kategorię stanowi deficyt skorygowany o realne (nie nominalne) odsetki od długu publicznego (realne stopy procentowe mogą być ujemne, co zmniejszy wartość deficytu). Wielkość tę można określić jako deficyt skorygowany o stopę inflacji²⁵.

Kolejnym rodzajem deficytu budżetowego jest deficyt strukturalny. Obliczany jest on jako wielkość teoretyczna równa wynikowi budżetu przy założeniu pełnego wykorzystania czynników produkcji w gospodarce. Zidentyfikowanie tego rodzaju deficytu powoduje konieczność wdrożenia gruntownych reform finansów publicznych. Deficyt strukturalny jest jednak trudną do oszacowania wartością teoretyczną. Dlatego też jego wartość poznawcza jest znacznie ograniczona²⁶.

Następnym rodzajem jest deficyt cykliczny. Jego wielkość wynika z przebiegu cyklu koniunkturalnego. W okresie pogorszenia koniunk-

²⁴ *Finanse publiczne i prawo finansowe*, t. 1, E. Ruśkowski (red.), Wydawnictwo Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2000, s. 110.

²⁵ D. Begg, S. Fischer, R. Dornbush, *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 2007, s. 91.

²⁶ S. Owsiak, M. Kosek-Wojnar, K. Sórówka, *Równowaga budżetowa. Deficyt budżetowy. Dług publiczny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993, s. 163.

tury gospodarczej następuje naturalny spadek dochodów budżetu przy jednoczesnym nasileniu wydatków. Jest on potęgowany przez działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury. Uwzględnienie wahań dochodów i wydatków budżetu, wynikających z cykliczności w gospodarce, pozwala na przygotowanie się na wzrost deficytu np. poprzez wcześniejsze ograniczenie wielkości długu publicznego. Walka z deficytem cyklicznym w okresie pogorszenia koniunktury skutkuje jeszcze silniejszym osłabieniem gospodarki²⁷.

Deficyt rzeczywisty stanowi sumę deficytów budżetowych strukturalnego i cyklicznego. Jego walor poznawczy polega na wskazaniu, że w okresie dobrej koniunktury gospodarczej deficyt cykliczny jest równy zeru, a więc deficyt rzeczywisty sprowadza się do deficytu strukturalnego. Taka analiza pozwala na lepszą identyfikację wpływu poszczególnych typów deficytu na jego całkowitą wartość²⁸.

W praktyce polityki budżetowej występują dwie podstawowe metody liczenia deficytów: kasowa i memoriałowa. Pierwsza z nich rejestruje operacje w momencie faktycznego przepływu środków pieniężnych pomiędzy rachunkami bankowymi. Kładzie ona nacisk na faktycznie występujące przepływy pieniężne, więc nie uwzględnia operacji, które nie doszły do skutku oraz niezrealizowanych dochodów. Z jednej strony, metoda ta pozwala uniknąć przeszacowywania dochodów budżetowych. Z drugiej jednak, pozwala na przesuwanie wydatków na kolejny rok, ukrywając faktyczną skalę niedoborów. Metoda memoriałowa uwzględnia operacje w momencie zaistnienia operacji gospodarczych (np. zobowiązania), co zwykle wyprzedza faktyczny przepływ środków. Pozwala ona uwzględnić zaplanowane, ale jeszcze nieuzyskane dochody (co czasami jest kwestią ich wyegzekwowania). Wlicza do budżetu wszystkie zaplanowane wydatki, uniemożliwiając ich przesuwanie w ramach ukrywania faktycznych rozmiarów deficytu. Umożliwia ona jednak przeszacowywanie planowanych dochodów²⁹. Obie metody powodują uzyskanie wyników różniących się pod pewnymi względami. Instytucje Unii Europejskiej stosują metodę

²⁷ S. Owsiak, M. Kosek-Wojnar, K. Sórówka, op. cit., s. 163.

²⁸ A. Wernik, op. cit., s. 84.

²⁹ Ibidem, s. 75-76.

memoriałową. W Polsce deficyt budżetu państwa ustala się metodą kasową.

Analiza kategorii deficytu budżetowego wymaga rozważenia kilku kwestii. Pierwszą kwestią jest rozróżnienie pomiędzy występowaniem deficytów budżetowych a utratą płynności. Deficyt jest rozpatrywany przede wszystkim w okresie rocznym. Natomiast naturalną cechą wykonywania budżetu jest nierównowaga między wydatkami a dochodami budżetowymi w trakcie roku. Kwestię tę należy rozpatrywać przede wszystkim w ujęciu przepływów środków finansowych. Strumienie dochodów i wydatków zazwyczaj nie pokrywają się³⁰. Finansowanie krótkoterminowych potrzeb budżetu może przekładać się na nierównomierne zaciąganie zobowiązań w ramach deficytu budżetowego w ciągu roku przy jednoczesnym przestrzeganiu planu na cały rok. Niebezpieczeństwem jest jednak przeradzanie się krótkoterminowych zobowiązań podmiotu sektora finansów publicznych w trwałe instrumenty finansowania zadłużenia poprzez ich stałe rolowanie.

Drugą kwestią jest systemowe ujęcie wydatków i dochodów budżetu państwa. Istotna jest możliwość nieujmowania obciążeń budżetu poprzez przeniesienie ich do systemu podatkowego w formie ulg i zwolnień podatkowych. Takie działania są określane mianem *tax expenditures*. Są one określane jako substytut wydatków bezpośrednich. Zmniejszają poziom wydatków sektora finansów publicznych, ale również przejrzystość polityki fiskalnej. Skutkuje to erozją bazy podatkowej. Ulgi i zwolnienia wpływają również negatywnie na dyscyplinę fiskalną i motywację do płacenia podatków³¹. Warto również dodać, że istnieje możliwość realizacji wydatków ze wsparciem gwarancji Skarbu Państwa. Przedsiębiorstwa, najczęściej z udziałem Skarbu Państwa, zaciągają zobowiązania i realizują cele publiczne. Przykładami są inwestycje w aquaparki i stadiony w Polsce. Jeżeli zrealizowane inwestycje przynoszą dochód wystarczający do utrzymania i spłaty zobowiązań, nie stanowi to problemu. Jeżeli jednak nie równoważą swoich kosztów uzyskiwanymi dochodami,

³⁰ M. Pietrewicz, *Polityka fiskalna*, Poltext, Warszawa 1995, s. 89.

³¹ A. Wyszkowski, *Wydatki bezpośrednie vs tax expenditures w realizacji zadań polityki fiskalnej*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Lublin – Polonia, Sectio H” 2017, t. 51, nr 5, s. 384-386.

wówczas są wspierane przez ich organy założycielskie, a prawdziwa skala deficytu sektora finansów publicznych jest ukrywana.

2.2. Dług publiczny jako konsekwencja występowania deficytu budżetowego

Wraz z upowszechnieniem poglądów Johna M. Keynesa regułą stało się konstruowanie budżetów z deficytem przez wiele lat z rządu, bez względu na fazę cyklu koniunkturalnego. Stan taki utrzymuje się w większości państw świata od drugiej wojny światowej. Wskutek tego dług publiczny (*public debt*) wzrósł do niespotykanych wcześniej w czasie pokoju rozmiarów.

Jedna z definicji długu publicznego została zapisana w Protokole w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu do Traktatu o Unii Europejskiej i według niej dług publiczny oznacza „całkowitą sumę zadłużenia brutto w wartości nominalnej, występującą na koniec roku i skonsolidowaną dla wszystkich sektorów władzy publicznej”³². Z kolei polska ustawa o finansach publicznych definiuje państwowy dług publiczny jako nominalne zadłużenie podmiotów sektora finansów publicznych, ustalone po wyeliminowaniu przepływów pomiędzy podmiotami należącymi do tego sektora. Obejmuje on zobowiązania sektora finansów publicznych z następujących tytułów:

1. wyemitowanych papierów wartościowych opiewających na wierzytelności pieniężne,
2. zaciągniętych kredytów i pożyczek,
3. przyjętych depozytów,
4. wymagalnych zobowiązań:
 - a) wynikających z odrębnych ustaw oraz prawomocnych orzeczeń sądów lub ostatecznych decyzji administracyjnych,
 - b) uznanych za bezsporne przez właściwą jednostkę sektora finansów publicznych, będącą dłużnikiem³³.

³² Traktat o Unii Europejskiej. 10. Protokół w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, Dz.U. UE C 310/377, 16.12.2004, art. 2.

³³ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., art. 72, p. 1.

Obie definicje zwracają uwagę na katalog zobowiązań instytucji publicznych, który tworzy dług publiczny. Polska ustawa enumeratywnie wymienia tytuły dłużne zaliczane do długu. Konsekwencją takiego zapisu jest możliwość, że część zobowiązań nie zostanie zaliczona do długu, choć ich spłata będzie obciążać podmiot sektora publicznego. Definicja unijna jest w tym względzie nieco szersza, gdyż nie zawęży zobowiązań zaliczanych do długu do wyszczególnionych ich typów. Należy podkreślić, że dług publiczny jest zasobem zobowiązań państwa, zaś deficyt jest strumieniem, który go generuje³⁴.

Robert E. Hall i John B. Taylor zapisali zależność pomiędzy długiem publicznym a elementami budżetu państwa w następujący sposób³⁵:

$$B_{t+1} = B_t + G_t + F_t + RB_t - T_t,$$

gdzie:

- B – dług publiczny
- G – zakupy państwowe
- F – transfery
- T – dochody budżetu
- R – stopa procentowa.

Powyższa formuła ma pewną wadę. Elżbieta Chojna-Duch zwraca uwagę na fakt, że za przyrost długu tylko częściowo odpowiada deficyt budżetowy. Duże znaczenie ma bowiem przeszacowanie wartości długu zagranicznego wskutek zmian poziomu kursów walutowych³⁶. Wskutek tego, ale również konsekwencji rolowania zobowiązań, operacji pozabudżetowych (w tym również związanych z kreatywną księgowością) oraz zmian w aktywach państwa powstaje kategoria określana jako *stock-flow adjustment* (SFA)³⁷. Wielkość ta wyraża różnicę pomiędzy przyrostem

³⁴ P.A. Samuelson, W.D. Nordhaus, *Ekonomia*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 431.

³⁵ R.E. Hall, J.B. Taylor, *Makroekonomia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 357.

³⁶ E. Chojna-Duch, *Polskie prawo finansowe. Finanse publiczne*, LexisNexis, Warszawa 2007, s. 166.

³⁷ Brak jest w polskiej literaturze odpowiednika tego określenia. Szerzej SFA zostało przedstawione np. w publikacji: P. Piątkowski, *Stock-flow adjustment a stabilność zadłużenia publicznego Polski*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2018, nr 521.

długu a poziomem deficytu budżetowego w danym roku. Zależność tę można zapisać następująco³⁸:

$$SFA_t = B_t - B_{t-1} - D_t,$$

gdzie:

B – dług publiczny

D – deficyt budżetowy.

Wielkość ta wiąże się ze zmianami długu.

Dług publiczny, podobnie jak deficyt budżetowy, nie jest pojęciem jednowymiarowym. W związku z tym wyróżnia się wiele rodzajów długu publicznego:

1. Dług globalny, krajowy i zagraniczny – rozróżnienie to ma istotny wpływ na warunki zaciągania zobowiązań, koszty ich obsługi; ma to także znaczenie z punktu widzenia wpływu na rozwój gospodarczy – w zależności, czy podmiotami otrzymującymi odsetki od pożyczonego kapitału są podmioty krajowe, czy zagraniczne, akumulacja kapitału następuje w kraju lub za granicą; w niektórych przypadkach (np. niedobór kapitału krajowego) finansowanie długu ze źródeł zagranicznych może być dla państwa korzystne.
2. Dług krótkoterminowy (płynny) i długoterminowy (fundowany) – dług służący finansowaniu krótkoterminowych zobowiązań państwa może mieć termin zapadalności do jednego roku i wówczas służy finansowaniu płynności budżetu; do tej kategorii zalicza się również zobowiązania o okresie do 3 lat; dług długoterminowy ma dłuższe okresy zapadalności.
3. Długi brutto i netto – dług publiczny brutto oznacza zobowiązania sektora finansów publicznych wobec podmiotów spoza tego sektora, które wynikają ze stosunków wierzycielsko-dłużniczych; dług publiczny netto nie jest obliczany poprzez proste pomniejszenie długu brutto o należności sektora finansów publicznych,

³⁸ D. Maltritz, S. Wüste, *Determinants of budget deficits in Europe: The role and relations of fiscal rules, fiscal council, creative accounting and the Euro*, „Economic Modelling” 2015, t. 48, s. 226, <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2014.12.001>.

lecz uwzględnia również realność odzyskania wymienionych należności.

4. Dług centralny (państwowy) i lokalny (samorządowy) – podział ten jest dokonywany na podstawie kryterium podmiotu zaciągającego zobowiązanie – władze centralne lub samorządowe³⁹.
5. Dług dobrowolny i przymusowy – finansowanie długu przez obywateli kraju może mieć charakter dobrowolny (np. większość obligacji) lub też przymusowy, a wówczas mają one charakter zbliżony do podatków (ta metoda jest stosowana zwykle w sytuacjach wyjątkowych, np. w czasie wojny)⁴⁰.

Wśród różnych sposobów obliczania długu publicznego należy również zwrócić uwagę na jego wartości przed i po konsolidacji. Sektor finansów publicznych składa się bowiem z licznych podmiotów, które posiadają zobowiązania wobec siebie. Przykładem mogą być obligacje czy bony skarbowe nabywane przez podmioty posiadające w danej chwili nadwyżkę środków czy nieuregulowane zobowiązania wobec innych podmiotów sektora finansów publicznych. Ich ujęcie w metodyce liczenia charakteryzuje dług przed konsolidacją. Natomiast po ich wyeliminowaniu wyznaczany jest dług po konsolidacji, czyli zobowiązania podmiotów sektora finansów publicznych wobec podmiotów spoza tego sektora⁴¹.

Zarządzanie długiem obejmuje szereg czynności, do których należą m.in. określanie poziomu, struktury długu i przepływów finansowych wynikających z długu, ogłaszanie moratorium, konwersja długu, repudiacja. Działania zaliczane do zarządzania długiem można podzielić na związane z operacyjną obsługą długu (np. zaciąganie zobowiązań, ich obsługa i regulowanie) oraz działania strategiczne (np. związane z kształtowaniem struktury długu)⁴². Ten drugi aspekt jest wyrażany w formie strategii zarządzania długiem publicznym. Podmiotem odpowiedzialnym

³⁹ S. Owsiak, *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 218-220.

⁴⁰ Ibidem, s. 331.

⁴¹ A. Wernik, *Problemy definicji długu publicznego*, „Studia BAS” 2011, nr 4(28), s. 13-14.

⁴² L. Klukowski, *Koncepcje modernizacji: zarządzania długiem publicznym oraz strategii długu*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2016, nr 2(46).

za jej opracowanie i realizację w Polsce jest Minister Finansów. Kwestie długu publicznego są regulowane w Polsce zarówno przepisami Konstytucji RP, jak i ustawą o finansach publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 r. Zgodnie z zapisami tej ustawy Minister Finansów został zobowiązany do opracowania strategii zarządzania długiem publicznym (corocznie w horyzoncie czteroletnim). W długoterminowym horyzoncie zarządzania długiem publicznym przyjęto m.in. następujące cele:

- ograniczenie udziału długu zagranicznego w całości zadłużenia,
- wydłużenie średniego okresu zapadalności zobowiązań,
- wygładzenie obciążeń wynikających z obsługi długu w długim okresie,
- zwiększenie udziału instrumentów o stałym oprocentowaniu w celu zwiększenia przewidywalności obciążeń,
- uelastycznienie struktury długu.

Krótkoterminowe cele operacyjne są opracowywane w każdej ze strategii, w zależności od zmieniających się uwarunkowań. Rozwiązania przyjęte w strategiach zostały szczegółowo przedstawione w rozdziale trzecim.

Kolejną kwestią związaną z długiem publicznym są granice zadłużania się państwa. Nauka finansów publicznych nie odpowiedziała dotąd na pytanie o bezpieczny poziom długu publicznego. Według jednego z poglądów niepokojący jest poziom długu, gdy: 1) jego wielkość staje się zbyt duża w stosunku do PKB, a pokrycie zwiększonych kosztów obsługi zadłużenia wymaga podwyżki podatków; 2) w sytuacji, gdy wskutek braku możliwości podwyższenia podatków państwo musi zaciągać coraz większe długi na pokrycie deficytu⁴³. Określenie to nie jest precyzyjne i nie stanowi istotnej wskazówki zwłaszcza dla polityków podejmujących decyzje dotyczące poziomu zadłużenia. O wiele wygodniejsze jest wykorzystanie jako punktu odniesienia wartości zapisanych w Traktacie z Maastricht, czyli maksymalnego poziomu długu publicznego na poziomie 60% PKB. W polskiej Konstytucji przyjęto ten sam poziom jako maksymalny dopuszczalny poziom długu publicznego. Wiązało się to z planowanym w okresie uchwalania Konstytucji wstąpieniem Polski

⁴³ D. Begg, S. Fischer, R. Dornbush, op. cit., s. 91.

do Unii Europejskiej oraz unii gospodarczej i walutowej. Poziom ten nie ma jednak wyraźnego uzasadnienia w badaniach, a doświadczenia międzynarodowe pokazują, że państwa zadłużone powyżej tej granicy są w stanie funkcjonować stabilnie. Badania przytaczane w literaturze nie są jednoznaczne. Przykładowo, jedne z nich wskazują, że ponad połowa państw, które ogłosiły niewypłacalność miało poziom zadłużenia poniżej 60% PKB, a jedynie 13% – powyżej 100% PKB⁴⁴.

Interesującą analizę granic zadłużania się państwa proponuje Andrzej Komar. Wskazuje on następujące sytuacje, kiedy granica bezpiecznego poziomu zadłużenia nie jest przekroczona:

- kredytowanie umożliwia lepsze wykorzystanie możliwości produkcyjnych,
- kredytowanie umożliwia rozwinięcie i poprawę produkcji,
- kredytowanie umożliwia lepszy podział produktu społecznego⁴⁵.

Proponuje on również zastosowanie analizy korzyści i kosztów do wskazania granicy zwiększania długu publicznego. Taka analiza wymaga jednak dokładnego ewidencjonowania korzyści, jakie uzyskuje państwo wskutek określonego zwiększenia długu. Zasada ta premiuje więc wydatki inwestycyjne o charakterze produkcyjnym jako przynoszące wymierne korzyści. Jest ona jednak praktycznie niemożliwa do realizacji ze względu na zasady budżetowe, mówiące o braku bezpośredniego związku wydatków budżetowych ze źródłami ich finansowania (tzw. zasada niefunduszowania)⁴⁶.

Wśród innych metod wyznaczania granic zadłużenia proponowanych przez Komara jest również ocena relacji odsetek od długu publicznego do produktu społecznego lub wpływów podatkowych. Problem może stanowić tutaj określenie poziomów granicznych. Proponuje także analizę międzypokoleniowego rozłożenia spłaty zadłużenia. Należy bowiem zbadać, czy obciążenie następnych pokoleń spłatą zobowiązań poprzednich nie spowoduje nadmiernego i nieuzasadnionego zmniejszenia

⁴⁴ C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, M.A. Savastano, *Debt Intolerance*, „NBER Working Paper” 2003, iss. 9908.

⁴⁵ A. Komar, *Finanse publiczne w gospodarce rynkowej*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz 1996, s. 225-228.

⁴⁶ Ibidem.

konsumpcji i inwestycji tego pokolenia. Kryterium to wydaje się mimo wszystko bardzo ogólne i nieprecyzyjne, stąd trudne do zastosowania. Jako najważniejszą metodę autor wskazuje jednak uwzględnianie relacji nowych kredytów do dodatkowych wydatków budżetowych i relację odsetek do produktu społecznego. Mimo to wydaje się, iż i ta metoda jest trudna do zastosowania, gdyż dług publiczny jest kategorią dynamiczną, zmienną w czasie. Dlatego relacje, o których mowa w tym kryterium, są bardzo płynne⁴⁷.

3. Deficyt budżetowy i dług publiczny w teorii ekonomii

W okresie przedkapitalistycznym można wskazać kilka poglądów, które pośrednio dotyczyły kwestii istotnych dla zrównoważenia finansów publicznych. Wśród nich wymienić można poglądy Kościoła uznającego pożyczanie na procent za lichwę i działanie niemoralne, i zmianę poglądów wraz z reformacją⁴⁸. Kameraliści i merkantyliści odnosili się zaś do rozmiarów sektora publicznego i aktywnej roli państwa, lecz nie poruszali bezpośrednio kwestii zadłużenia publicznego⁴⁹.

Usystematyzowane poglądy na temat równowagi budżetu i zadłużania się państwa pojawiły się wraz z rozwojem klasycznej ekonomii. Podstawą tych poglądów były rozważania Adama Smitha. W *Badaniach nad naturą i przyczynami bogactwa narodów* poświęcił on zagadnieniom fiskalnym dwie księgi⁵⁰. W księdze IV poruszył zagadnienia polityki fiskalnej, w szczególności kwestie systemu podatkowego. W ostatniej zaś, V księdze, zostały omówione kwestie długu publicznego, których dotyczy jej trzeci rozdział. Poglądy Smitha na ten temat świadczą o dogłębnej analizie tego zjawiska i bardzo dobrym odniesieniu do ówczesnych realiów gospodarczych.

Z jednej strony, jako zwolennik wolnorynkowego podejścia, Smith negatywnie oceniał, powszechne w jego czasach, deficyty budżetów państw

⁴⁷ Ibidem.

⁴⁸ E. Lipiński, *Historia powszechnej myśli ekonomicznej*, PWN, Warszawa 1981.

⁴⁹ S. Owsiak, op. cit., s. 45; A. Babczuk, *Problem deficytu i długu publicznego w przedkeynesowskiej myśli ekonomicznej*, „*Ekonomista*” 2008, nr 6, s. 779.

⁵⁰ A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, księgi IV i V.

będących zarówno monarchiami, jak też republikami. Przewidywał, że w długim okresie kraje te mogą popaść w ruinę⁵¹. Opierał swoje wnioski na doświadczeniu zadłużonych krajów, które wskutek tego miały problemy finansowe. Konsekwencją zadłużenia państwa było: podwyższanie podatków rujnujące społeczeństwo, psucie pieniądza (bardzo często spotykane), rewolucje i niewypłacalność państw. Zadłużenie państw prowadziło nawet do załamania się systemów finansowych.

Z drugiej jednak strony, Smith przedstawia bardzo interesującą analizę przyczyn występowania deficytów budżetów państw oraz ich skutków. Wskazuje, iż przekształcenie się gospodarek z naturalnych w towarowe spowodowało zmianę sposobu zachowania się władców państw. Pojawienie się wielu produktów luksusowych sprawiło, że przestali oni koncentrować się na tezauryzacji bogactw, a zaczęli otaczać się przedmiotami luksusowymi. Spowodowało to znaczne zwiększenie zapotrzebowania na środki finansowe. Wskutek tego budżety władców (władz) były zrównoważone jedynie w okresach pokoju i względnie dobrej kondycji państwa (o ile w ogóle bywały zrównoważone). Nastanie wojny lub wystąpienie innego czynnika zmniejszającego dochody podatkowe powodowało konieczność zadłużania się państw. Jednocześnie rozwój gospodarki rynkowej i sektora finansowego spowodował zadłużanie się władców. Pożyczki udzielane im, jak dowodzi Smith, nie zmniejszały siły nabywczej kupców, lecz wręcz ją zwiększały. Stąd też rozwój gospodarki rynkowej i wymiany towarowej sprzyjał, a poprzez to również przyczyniał się do powstania deficytu budżetowego i długu publicznego. Według niego, mimo że wspomniane pożyczki są niepożądanymi elementami w gospodarce, zdają się równocześnie być nieuniknione w gospodarce rynkowej⁵².

Kolejny z przedstawicieli klasycznej ekonomii, David Ricardo, wskazywał, że wydatki rządowe mają negatywny wpływ na efektywność gospodarki, gdyż obniżają akumulację kapitału. Jednak ten sam autor przyznaje państwu jeszcze więcej zadań niż Smith. W związku z tym nie neguje konieczności istnienia sektora finansów publicznych. Opowiada się za

⁵¹ Ibidem, s. 609-615.

⁵² Ibidem.

⁵³ A. Moździerz, *Nierównowaga finansów publicznych*, PWE, Warszawa 2009.

finansowaniem wydatków z nakładanych podatków. Negatywnie zaś odnosi się do zadłużania państwa, ponieważ określa je jako ucieczkę kapitału⁵³. Ponadto, stworzył on teorię nieskończonego horyzontu życia gospodarstw domowych. Teorię tę uzasadniał fakt, iż dług publiczny nie może mieć wpływu na realne procesy gospodarcze. Zakładał bowiem, że wzrostowi zadłużenia państwa towarzyszy równoważny wzrost oszczędności gospodarstw domowych. Spodziewają się one bowiem wzrostu opodatkowania w przyszłości, na który przygotowują się zwiększając swoje oszczędności.

Teoria Ricardo wzbudziła pewne kontrowersje w związku z koncepcją nieskończonego horyzontu życia. W zmodyfikowanej formie przedstawił ją Robert J. Barro. Wprowadził on koncepcję altruizmu międzypokoleniowego i uzasadnił planowanie wykraczające poza długość życia troską o następne pokolenia (dzieci i wnuki). Zwiększyło to dodatkowo użyteczność koncepcji Ricardo⁵⁴.

Poglądy klasyków cieszyły się uznaniem przez wiele lat. Jednak z czasem nasilanie się zjawisk związanych z cyklicznością gospodarki i negatywnymi skutkami szoków, takich jak wojny, spowodowało, że teoria ta przestała być adekwatna do sytuacji gospodarczej. W świetle rosnących napięć społecznych spojrzano z innej strony na kwestie gospodarki finansowej państwa, a w szczególności zrównoważenia budżetu. W krajach przeżywających trudności gospodarcze w latach 30. XX w. zauważono konieczność zweryfikowania poglądów klasycznych. Najważniejszą zmianę spowodowało upowszechnienie się poglądów Keynesa. Zostały one przedstawione oraz zastosowane w okresie wielkiego kryzysu. Keynes spojrział na kwestię popytu w gospodarce w sposób odwrotny do dotychczasowego. Zwrócił również uwagę na to, iż to nie podaż generuje popyt, lecz to popyt jest pierwotny. Niedostatek popytu w gospodarce prowadzi do bezrobocia i recesji. Ponadto, przedsiębiorcy w okresie kryzysu cechują się niedostateczną skłonnością do inwestowania. Keynes zaproponował więc, żeby poprzez wydatki rządowe uzupełniać popyt globalny. Zauważył również, iż uzupełnianie efektywnego popytu w gospodarce jest istotniejsze niż utrzymanie równowagi budżetowej. Wyjaśniał również, iż w okresie

⁵⁴ B. Jajko, *Dług publiczny a równowaga fiskalna*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2008, s. 12-13.

złej koniunktury ujemne saldo budżetu jest zjawiskiem naturalnym, gdyż wraz ze spadającymi dochodami budżetu byłoby konieczne zmniejszenie wydatków państwa. To zaś spowodowałoby dalsze zmniejszenie efektywnego popytu i pogłębienie recesji. Tak więc, deficyt budżetu państwa będzie korzystniejszy z punktu widzenia gospodarki. Keynes postulował, aby wydatkować środki na roboty publiczne. Pozwolą one zwiększyć popyt globalny w gospodarce i uzupełnić jego deficyt⁵⁵. Istotne jest, żeby wydatki te nie tworzyły kolejnej podaży. Keynes poruszał również kwestię finansowania tych wydatków. Postulował, by nie zwiększać podatków, lecz sfinansować wydatki z długu publicznego. Dodał, że nawet emisja nowego pieniądza nie powinna spowodować wzrostu inflacji, dopóki istnieje bezrobocie i niepełne wykorzystanie mocy produkcyjnych. Gotów był nawet na pewien umiarkowany wzrost inflacji, gdyż jest to niewielki koszt za poprawę koniunktury i zmniejszenie bezrobocia⁵⁶.

Ponadto Keynes przedstawił przeciwną do klasyków interpretację ponoszenia kosztów wzrostu długu publicznego przez pokolenia. Udowadniał on, że sfinansowanie długu przez obywateli danego kraju oznacza, że muszą oni zrezygnować z części bieżącej konsumpcji lub inwestycji. W związku z tym koszt długu publicznego ponosi bieżące pokolenie, a nie następne. Rezygnuje ono bowiem z części swoich wydatków. Udział przyszłego pokolenia określał on jako transfery z budżetu państwa, w szczególności jako odsetki od zadłużenia. Kwestionował również analogię pomiędzy finansami przedsiębiorstw i gospodarstw domowych a finansami publicznymi⁵⁷. Ponadto podkreślał, że w sumie finansowanie nierównowagi budżetowej długiem publicznym jest jedynie formą redystrybucji dochodów.

Poglądy Keynesa zostały wykorzystane w praktyce w prowadzeniu polityki gospodarczej, począwszy od okresu wielkiego kryzysu. Ekonomiści spierali się co do efektów prowadzenia polityki według wskazówek Keynesa. Dyskusja na temat stymulowania gospodarki nie jest do dziś

⁵⁵ E. Domańska, *Wokół interwencji państwa w gospodarkę*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1992, s. 42-45.

⁵⁶ J.M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 2003.

⁵⁷ Ibidem.

rozstrzygnięta. Jednak zwraca się uwagę na to, że w pierwszym okresie realizacji polityki według zasad keynesowskich był niski poziom długu publicznego, dzięki czemu jego negatywne skutki nie były odczuwane⁵⁸. Popularność i skuteczność polityki prowadzonej według zasad keynesowskich spowodowały, że poglądy te były rozwijane przez tzw. szkoły neokeynesowskie. Przedstawiciele tych szkół, np. Alvin H. Hansen i Abba P. Lerner, udowadniali zasadność interwencji państwa i uzupełniania popytu globalnego wydatkami publicznymi. Poza tym wskazywali oni, że równowaga budżetowa powinna być kwestią rozpatrywaną w czasie całego cyklu koniunkturalnego, a nie w horyzoncie zaledwie jednego roku. Na podstawie obserwacji rzeczywistości stwierdzili oni również, że krzywa zagregowanego popytu nie ma płaskiego przebiegu. Powiększanie zagregowanego popytu powoduje nie tylko wzrost produktu narodowego, lecz również pewien wzrost inflacji (w szczególności gdy koniunktura zaczyna się poprawiać i wykorzystanie mocy wytwórczych rośnie). Proponowali w takiej sytuacji reagowanie poprzez podatki, w szczególności zastosowanie podatków progresywnych⁵⁹. Teorie te powracały również w późniejszych okresach.

Po okresie fascynacji teorią keynesowską i jej powszechnego stosowania, przyszedł okres, w którym zaczęto odczuwać negatywne skutki znacznego zadłużania się państw. Nałożyło się to na okres tzw. szoków naftowych. Wysoki poziom inflacji, spowodowanej w dużej mierze czynnikami kosztowymi, spowodował występowanie stagflacji, tj. jednocześnie wysokiego poziomu inflacji i powolnego wzrostu gospodarczego. Wówczas do głosu doszły teorie neoklasyczne, w szczególności monetaryzm i nowa szkoła austriacka. Teorie te powróciły do pierwotnych założeń, takich jak minimalizacja roli państwa oraz bezwzględne zrównoważenie budżetu państwa. Postulowano ponownie maksymalne ograniczenie roli państwa. Nowa szkoła austriacka proponowała skupienie się państwa na egzekwowaniu przestrzegania zasad wolnej konkurencji, w tym przede wszystkim przepisów prawa. Dlatego też nie skoncentrowała się na zmniejszeniu rozmiarów działalności państwa, lecz

⁵⁸ A. Moździerz, op.cit.

⁵⁹ S. Owsiak, op. cit., s. 56-59.

dostosowaniu charakteru tych działań⁶⁰. Zwolennicy monetaryzmu uzasadniali, że działalność państwa powoduje ograniczanie inwestycji, czyli tzw. efekt wypychania. Podkreślano w szczególności negatywne skutki finansowania długu publicznego poprzez emisję pieniądza. Ponadto wskazywano również, że skutkiem zadłużania się państwa w długiej perspektywie i tak stanie się emisja pieniądza bez pokrycia, powodująca wzrost inflacji. Tak więc, poglądy neoklasyków w zakresie zadłużania się państwa stanowiły w większości powrót do teorii klasyków i postulowały zmniejszanie zadłużania państwa⁶¹. Nie dały one rozwiązania problemów gospodarczych w takich krajach, jak np. Wielka Brytania i USA. W Stanach Zjednoczonych udało się wprowadzić obniżki podatków zgodnie z postulatami neoklasyków. Nie udało się jednak osiągnąć adekwatnej obniżki po stronie wydatków, co skutkowało dużą nierównowagą budżetową i dalszym zadłużaniem się państwa. W Wielkiej Brytanii politykę ograniczania roli państwa, zmniejszania wielkości budżetu oraz jego równoważenia, przy jednoczesnym zmniejszeniu podatków oraz prowadzeniu ekspansywnej polityki pieniężnej, wprowadzono znacznie skuteczniej. Zadłużenie państwa zmniejszyło się w ciągu dziesięciu lat o 14,3% PKB, budżet zrównoważono. Jednak jej skuteczność doprowadziła do recesji w gospodarce i w latach 90. odwrócono tendencje z lat 80. XX w.⁶²

Oba główne nurty teorii ekonomicznych tylko częściowo wyjaśniały konsekwencje zastosowania długu publicznego. W praktyce stosowano więc oba podejścia, a zdobyte w ten sposób doświadczenia nie rozstrzygnęły jednoznacznie o słuszności którejś z nich. Dlatego też pojawiły się nowe koncepcje, które w całości odmienny sposób wyjaśniały znaczenie długu publicznego.

⁶⁰ H. Ćwikliński, *Polityka gospodarcza*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2004, s. 64.

⁶¹ M. Poniatowicz, *Dług publiczny w systemie finansowym jednostek samorządu terytorialnego (na przykładzie miast na prawach powiatu)*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2005, s. 54-56.

⁶² Sytuację gospodarczą Wielkiej Brytanii w okresie tatcherizmu wraz z analizą jej skutków opisano w pozycji: R. Ciborowski, *Wpływ zmian w polityce ekonomicznej i globalizacji na postęp techniczny i konkurencyjność gospodarki Wielkiej Brytanii*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2004, s. 138-146.

Jednym z nowych kierunków w ekonomii jest teoria wyboru publicznego (*public choice theory*). Podejmuje ona próbę wyjaśnienia mechanizmów rządzących sektorem publicznym. Wywodzi się z nurtu ekonomii instytucjonalnej. Czerpie także z osiągnięć ekonomii konstytucyjnej Buchanana i teorii wyboru społecznego (*social choice theory*). Teorię wyboru publicznego uważa się za szczególną postać teorii racjonalnego wyboru. Rozwinęła się ona przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, gdzie są podstawowe ośrodki jej rozwoju: szkoła z Virginii, szkoła z Chicago i szkoła z Rochester.

Przedmiotem zainteresowań teorii wyboru publicznego jest kwestia mechanizmów podejmowania decyzji w sferze polityki. Czerpie ona elementy normatywne z teorii wyboru społecznego, przenosząc je na poziom decyzji zbiorowych. W odróżnieniu od teorii wyboru społecznego koncentruje się ona na dokonywaniu wyborów kolektywnych⁶³.

Z punktu widzenia deficytu budżetowego i długu publicznego najistotniejsze znaczenie ma część teorii wyboru publicznego, poświęcona deficytowi budżetowemu. Tę kwestię obszernie przedstawia Buchanan⁶⁴. Występowanie deficytów budżetowych uznaje on za zjawisko powszechne w gospodarce, a równowaga stanowi obecnie zjawisko wyjątkowe. Zaplanowanie deficytu budżetowego musi zostać zaakceptowane przez społeczeństwo. Jak dowodzi autor, wybór ten może być nie tylko świadomy, lecz również wynikający z racjonalnych przesłanek. Wydatek publiczny może być sfinansowany trzema sposobami: poprzez opodatkowanie, zaciągnięcie zobowiązań oraz poprzez kreację pieniądza. Spośród tych opcji obywatele dokonują wyboru, maksymalizując swoją użyteczność⁶⁵.

W przypadku dostępności długu publicznego jako narzędzia finansowania wydatków publicznych, podatnik ma możliwość dokonania wyboru pomiędzy wzrostem stopy opodatkowania w celu pokrycia zwiększonych wydatków publicznych lub zwiększenia zadłużenia państwa. Wybór

⁶³ *Teoria wyboru publicznego. Wstęp do polityki i funkcjonowania sfery publicznej*, J. Wilkin (red.), Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2005, s. 11-14.

⁶⁴ J.M. Buchanan, *Finanse publiczne w warunkach demokracji. Systemy fiskalne a decyzje indywidualne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.

⁶⁵ Idem, *Public Principles of Public Debt...*, s. 23-26.

drugiej z opcji wywołuje odmienne skutki dla podatnika. Przede wszystkim zanika bezpośredni pomost pomiędzy decyzją o dodatkowych wydatkach a poniesieniem ich kosztów. Podatnik w mniejszym stopniu odczuwa dolegliwość przyszłych podatków, które będą musiały być nałożone w celu spłaty długu publicznego. W konsekwencji, podatnik będzie bardziej skłonny do akceptowania zwiększonych wydatków publicznych w sytuacji ich sfinansowania długiem publicznym niż gdy wiąże się to z podniesieniem podatków. Jednocześnie nie czuje się on osobiście zobowiązany do ponoszenia odpowiedzialności za zobowiązania, które w ten sposób powstają. Wobec tego najczęściej ignoruje ryzyko nadmiernego wzrostu zadłużenia. Tak więc, jak stwierdza Buchanan, możliwość zadłużania się przez rząd przyczynia się do rozrastania się długu publicznego⁶⁶.

Inna sytuacja wiąże się z wykorzystaniem kreacji pieniądza jako narzędzia finansowania nadwyżki wydatków publicznych nad dochodami. Buchanan rozróżnia tu dwie podstawowe sytuacje. Po pierwsze, w przypadku pełnego wykorzystania możliwości produkcyjnych w gospodarce dodatkowa kreacja pieniądza przełoży się całkowicie na wzrost cen. Dlatego też jednostka odczuje koszty wzrostu wydatków poprzez spadek realnej wartości swoich przychodów. Nie będzie więc szczególnie skłonna do wyboru tego rozwiązania, gdyż będzie je jednoznacznie kojarzyć z kosztami takiego rozwiązania. Po drugie, przy niepełnym wykorzystaniu zdolności produkcyjnych gospodarki nastąpi przełożenie wzrostu podaży pieniądza na wzrost poziomu produkcji bez inflacji. Stąd też skutki dodatkowych wydatków z budżetu państwa nie będą odczuwane przez obywateli. Takie rozwiązanie jest w pełni akceptowane przez podatników. Praktyka gospodarcza wymaga jednak od podatników rozważenia obu sytuacji i umiejętności szacowania luki w wykorzystaniu możliwości produkcyjnych gospodarki, a tym samym granic kreacji pieniądza. Przeszacowanie tego poziomu będzie się bowiem wiązać z kosztem w postaci spadku realnego dochodu podatnika⁶⁷.

⁶⁶ J.M. Buchanan, *Finanse publiczne...*, s. 127-134.

⁶⁷ *Ibidem*, s. 134-138.

W warunkach pełnego wykorzystania mocy wytwórczych w gospodarce podatnicy zachowują się znacznie mniej odpowiedzialnie w odniesieniu do zaciągania długu niż w odniesieniu do kreacji pieniądza. Mimo to praktyka gospodarcza pokazuje, że stan pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych jest rzadkim stanem. Dlatego też podatnicy w znacznie mniejszym stopniu odczuwają koszty kreacji pieniądza i są znacznie bardziej skłonni do tolerowania jej nadmiernego poziomu niż wynikało to z poprzedniej sytuacji. Stąd kreacja pieniądza jest równie niebezpiecznym sposobem finansowania niedoborów publicznych⁶⁸. Jednak należy poruszyć jeszcze jedną kwestię. Dług publiczny może być traktowany przez podatnika jako forma redystrybucji w czasie swoich zobowiązań podatkowych, przy zachowaniu obecnego poziomu usług publicznych. Jeśli zakładałby on, że w określonym horyzoncie czasowym musi spłacić odpowiadającą mu część zadłużenia, wówczas mógłby dogodnie dla siebie zaplanować zgromadzenie odpowiednich środków. W ten sposób finansowanie dóbr i usług publicznych poprzez zaciąganie długu byłoby dla niego korzystniejszym rozwiązaniem. Jednakże założenie, iż wszyscy obywatele zachowują się równie racjonalnie jest założeniem nierealistycznym. Wobec tego każdy z obywateli musi zaplanować również pewną trudną do przewidzenia wielkość dodatkowego obciążenia fiskalnego, które znacznie obniża atrakcyjność długu publicznego jako formy finansowania nierównowagi budżetowej. Jest to tzw. iluzja budżetowa. Jednym ze sposobów na zmniejszenie jej oddziaływania na decyzje podatników jest finansowanie, z zaciąganego długu, inwestycji kapitałowych, które przełożą się na wzrost przyszłych dochodów podatników. Takie też podejście proponuje Buchanan jako optymalne rozwiązanie w kwestii finansowania usług i dóbr publicznych przy pomocy długu publicznego. Autor ten na podstawie przeprowadzanej przez siebie analizy wyciąga wniosek, że jedynie finansowanie inwestycji kapitałowych poprzez dług publiczny jest uzasadnione z punktu widzenia podatnika⁶⁹.

⁶⁸ Ibidem, s. 143.

⁶⁹ Ibidem, s. 311-315.

ROZDZIAŁ 2.

ODDZIAŁYWANIE DŁUGU PUBLICZNEGO NA GOSPODARKE

1. Ekonomiczne skutki wysokiego poziomu długu publicznego w gospodarce

Jedną z podstawowych konsekwencji zaciągania długu publicznego jest jego wpływ na poziom wzrostu gospodarczego. Badania na ten temat były bogate i nie rozstrzygnęły jednoznacznie tej kwestii. Przykładowo, Reinhart i Rogoff doszli do wniosku, że państwa o poziomie długu przekraczającym 90% PKB osiągają przeciętnie poziom wzrostu gospodarczego niższy o 1 punkt procentowy¹. Część autorów wskazuje również na niekeynesowskie efekty obniżania poziomu długu publicznego, co ma dowodzić jego niekorzystnego wpływu na wzrost gospodarczy. Przykładem takich wniosków jest publikacja Andrzeja Rzońcy². Inne badania wskazują na fakt, że brak jest jednoznacznych dowodów na negatywny wpływ długu na poziom wzrostu gospodarczego. Na przykład Olivier Blanchard wskazuje na fakt, że w permanentnej obecnie sytuacji występowania niższych stóp procentowych niż stopy wzrostu gospodarczego, negatywny wpływ długu na wzrost gospodarczy jest znacznie ograniczony (choć nie jest on całkowicie obojętny)³. Z kolei Thomas Herndon, Michael Ash

¹ C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, *Growth in a Time of Debt*, „NBER Working Paper” 2010, iss. 15639, <http://www.nber.org/papers/w15639> (dostęp: 23.11.2019).

² A. Rzońca, *Czy Keynes się pomylił? Skutki redukcji deficytu w Europie Środkowej*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2007.

³ O. Blanchard, *Public Debt and Low Interest Rates*, „American Economic Review” 2019, iss. 109(4), <https://doi.org/10.1257/aer.109.4.11971197>.

i Robert Pollin kwestionują przytoczone wnioski Reinharta i Rogoffa, wskazując na niedoskonałości przyjętych przez nich założeń⁴.

Drugim skutkiem zadłużenia państwa, na które zwracają uwagę badacze, jest jego wpływ na akumulację kapitału. Związane jest to z ograniczaniem ilości środków pozostających w dyspozycji sektora prywatnego. Zjawisko to jest określane m.in. jako efekt wypychania (*crowding out effect*). Podmioty publiczne konkurują z podmiotami prywatnymi o środki pieniężne na rynkach finansowych. W związku z tym, że są postrzegane jako bardziej wiarygodne to mają zdecydowanie większe szanse na otrzymanie finansowania. Ma to dość poważne konsekwencje, gdyż utrudnia sektorowi prywatnemu dostęp do środków finansowych. Fakt ten jest bardzo negatywnie oceniany, gdyż prowadzi do spadku poziomu PKB. Marzanna Poniatowicz zwraca uwagę na dwa rodzaje tego zjawiska: bezpośredni (*direct*) i pośredni (*indirect*) efekt wypychania. Pierwszy rodzaj wiąże się z zastępowaniem popytu prywatnego przez popyt generowany przez państwo, które, dostarczając obywatelom określonych dóbr, zastępuje wydatki prywatnych podmiotów. Wskutek tego następują zmiany w rynkowej strukturze wytwarzanego produktu w gospodarce. Drugi rodzaj efektu wypychania, pośredni, wiąże się z poruszonym wcześniej konkurowaniem o środki z rynku finansowego sektorów publicznego i prywatnego⁵. Badania wskazują wprawdzie na występowanie efektu wypychania, lecz należy uwzględnić dodatkowe aspekty. Przede wszystkim część środków pieniężnych na rynku lokują podmioty o niskiej tolerancji ryzyka (np. osoby starsze, fundusze emerytalne). Skarbowe papiery wartościowe są dla nich doskonałą formą inwestycji. Środki te nie zostałyby ulokowane w bardziej ryzykownych instrumentach finansowych. Ponadto, błędne jest założenie, że wszystkie środki wydawane przez sektor publiczny są przeznaczane na wydatki bieżące, zmniejszając skalę inwestycji w gospodarce. Sektor ten również inwestuje i wielokrotnie pozyskuje środki z rynków finansowych właśnie na ten cel. W Polsce szczególnie aktywny na polu inwestycyjnym jest sektor samorządowy,

⁴ T. Herndon, M. Ash, R. Pollin, *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff*, „PERI Working Paper” 2013, nr 322.

⁵ M. Poniatowicz, op. cit., s. 59.

który zasadniczo może zadłużać się jedynie na finansowanie wydatków inwestycyjnych. Tak więc nauka finansów publicznych wciąż poszukuje określenia optymalnego rozmiaru sektora publicznego.

Trzecią drogą oddziaływania długu publicznego na gospodarkę jest jego wpływ na poziom kursu walutowego oraz saldo bilansu płatniczego. Wpływ ten jest silnie powiązany z wielkością udziału zadłużenia zagranicznego w długu publicznym. Korzystanie z zagranicznych źródeł finansowania w niektórych przypadkach wynika z faktu niższej ceny takiego zadłużenia. W innych sytuacjach zaś wiąże się z ograniczoną wielkością krajowego rynku kapitałowego. Zaciągając zobowiązania za granicą rząd (czy szerzej sektor finansów publicznych) poprawia bilans płatniczy, wpływając tym samym na spadek kursów walut zagranicznych. Następująca w późniejszym okresie obsługa zadłużenia powoduje natomiast wzrost zapotrzebowania na waluty. Wskutek tego ich kurs wzrasta. Znacząco podraża to obsługę zagranicznej części długu publicznego⁶.

Czwartą kwestią jest również, poruszane wielokrotnie w literaturze, występowanie jednocześnie deficytów budżetowych i deficytów handlowych (określane jako bliźniacze deficyty – *twin deficits*). Ich kumulowanie się może powodować znaczną deprecjację waluty krajowej. Jednak rozważania teoretyczne podpowiadają, że związek pomiędzy obydwojma deficytami jest wieloaspektowy. Na przykład Andrzej Wojtyna wskazuje, że deficyt budżetowy, powodując wzrost stóp procentowych, przyczynia się do umacniania się waluty krajowej. Napływają bowiem inwestorzy zagraniczni, chcący wykorzystać możliwości korzystnego inwestowania. Wzmacnianie się waluty wywołuje wzrost popytu na towary importowane oraz utrudnia eksport. Tym samym pogarsza się bilans handlowy⁷. Trudno statystycznie dowieść występowania bliźniaczych deficytów. Doświadczenia np. Stanów Zjednoczonych wydają się być przekonujące, gdzie znacznemu pogorszeniu się bilansu

⁶ P. Ciżkowicz, K. Michalska, A. Rzońca, *Determinanty bezpiecznego poziomu długu publicznego*, „Studia BAS” 2011, nr 4(28), s. 54-55.

⁷ A. Wojtyna, *Nowoczesne państwo kapitalistyczne a gospodarka*, PWN, Warszawa 1990, s. 74.

handlowego towarzyszyło znaczne zwiększenie deficytu budżetowego w latach 2000–2005⁸.

Piątym skutkiem występowania wysokiego długu publicznego może być spadek zaufania rynków finansowych i inwestorów do państwa. Transakcje na rynkach finansowych w dużej mierze opierają się na opinii i zaufaniu do danego państwa. Dlatego też spadek wiarygodności państwa często prowadzi do kryzysu finansów publicznych poprzez niechęć inwestorów do refinansowania zapadających zobowiązań. Przekłada się to również na stabilność funkcjonowania innych obszarów gospodarki. Duża skala płynnych inwestycji portfelowych w otwartych gospodarkach powoduje, że panika, wywołana spadkiem zaufania do danego rządu, może spowodować bardzo głębokie załamanie zarówno na rynku giełdowym, jak też na rynku walutowym (gwałtowny wzrost popytu na waluty ze strony wycofujących się inwestorów często przyczynia się do rozpętania kryzysów walutowych). Jednocześnie spadek napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych pogarsza bilans płatniczy i obniża dynamikę PKB. Brak dostępu do źródeł finansowania deficytu powoduje, że w sektorze finansów publicznych maleją wydatki i tym samym wpływają na spadek popytu w gospodarce.

2. Źródła potencjalnych interakcji pomiędzy długiem publicznym a procesami inflacyjnymi

Pierwszym z potencjalnych źródeł oddziaływania długu publicznego na poziom inflacji jest wpływ ryzyka niewypłacalności sektora finansów publicznych na poziom cen. W sytuacji wystąpienia takiego ryzyka wysoce prawdopodobne są wzrost rynkowych stóp procentowych oraz wzrost obciążeń podatkowych (zwłaszcza z tytułu podatków pośrednich). Wzrost stóp procentowych skutkuje znacznym zwiększeniem kosztu pozyskania środków na pokrycie deficytu. Efekty takiej sytuacji odczuwają również pozostałe podmioty gospodarcze. Rynek finansowy opiera się bowiem na

⁸ Analizę sytuacji w zakresie bilansu handlowego z uwzględnieniem nierównowagi budżetowej prezentuje artykuł: R.N. Cooper, *Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability*, „Journal of Economic Perspectives” 2008, t. 22, nr 3, s. 93-112.

reputacji, a spadek zaufania do państwa przekłada się na postrzeganie gospodarki jako całości. Wzrasta więc cena pieniądza wyrażana rynkową stopą procentową. Taka sytuacja wywołuje wzrost kosztów działalności gospodarczej i rzutuje na wzrost poziomu cen. Należy jednak podkreślić, że jednocześnie wystąpi przeciwstawne oddziaływanie spadku aktywności gospodarczej wskutek wzrostu ceny pieniądza. Z kolei gdy rząd stanie w obliczu potencjalnego bankructwa, konieczna będzie znaczna podwyżka podatków. W przypadku najistotniejszych obecnie podatków pośrednich ich podwyżka przenosi się bardzo bezpośrednio na poziom cen w gospodarce. Znany i powszechnym zjawiskiem jest jednocześnie wykorzystywanie tej sytuacji przez przedsiębiorców do większego podwyższenia cen. Dlatego też podwyżka podatków pośrednich skutkuje zwiększeniem poziomu cen, zwłaszcza w przypadku produktów o niskiej cenowej elastyczności popytu. Podwyżki ich cen bardzo szybko przekładają się na poziom cen innych produktów (np. wzrost cen paliw skutkuje wzrostem kosztów transportu). Podwyżki podatków bezpośrednich zaś powodują wzrost presji na podwyżki pensji w celu utrzymania realnego poziomu dochodów społeczeństwa. Wszystkie wymienione tu zjawiska są bardzo niebezpiecznymi czynnikami inflacyjnymi, które już nieraz skutkowały „rozkreśnieniem” spirali inflacyjnej.

Kolejnym potencjalnym oddziaływaniem długu publicznego na inflację jest wpływ ryzyka walutowego związany z zadłużeniem zagranicznym. Nagłe spadki wartości waluty silnie odbijają się na poziomie cen. W przypadku krajów rozwijających się, takich jak Polska, kurs walutowy w dużym stopniu zależy od napływu i odpływu kapitału zagranicznego inwestującego na giełdzie i w obligacje skarbowe (w tym kapitału spekulacyjnego). W sytuacji wystąpienia znacznego poziomu zadłużenia zagranicznego państwa mogą wystąpić dwa rodzaje zjawisk. Na początku konieczne jest oferowanie stosunkowo wysokiego oprocentowania obligacji. Wywołuje to napływ kapitału i może spowodować wzmocnienie waluty krajowej (w przypadku krajów o płynnym kursie walutowym), co przyczynia się do obniżenia poziomu inflacji. W przypadku krajów o stałym kursie walutowym nastąpi wzrost podaży pieniądza krajowego, co z kolei skutkuje wzrostem inflacji. Z czasem wzrost zapotrzebowania na waluty obce (w celu obsługi zadłużenia) wraz ze spadkiem zaufania

inwestorów powoduje odwrót inwestorów i osłabienie waluty krajowej. Pociąga to za sobą gwałtowny odpływ inwestorów oraz spadek kursu waluty danego kraju. Presja inflacyjna, która wówczas wystąpi, może spowodować duży wzrost poziomu inflacji (ceny wielu produktów, w tym tak istotnych, jak paliwa są silnie uzależnione od poziomu kursu walutowego). Przykłady krajów, w których wystąpiły kryzysy walutowe, pokazują, że ten mechanizm jest w tych przypadkach bardzo częsty.

Następnym miejscem styku polityki pieniężnej z polityką fiskalną jest efekt wypychania. Polega on na konkurowaniu rządu z podmiotami gospodarczymi na rynku kredytów bankowych o środki finansowe. Podmioty sektora finansów publicznych stoją na uprzywilejowanej pozycji, gdyż ich zobowiązania są traktowane jako bezpieczne. Nie mogą one bowiem zbankrutować w taki sposób, jak przedsiębiorstwa. Ponadto niewypłacalność podmiotów publicznych występuje niezwykle rzadko, gdyż ich gospodarka finansowa jest obciążona stosunkowo niewielkim ryzykiem i, dodatkowo, na bieżąco jest nadzorowana przez upoważnione podmioty systemu finansów publicznych. Dlatego też wiele banków preferuje sektor finansów publicznych jako kredytobiorcę (lub lokuje wolne środki finansowe w instrumentach dłużnych tego sektora), a tym samym ogranicza akcję kredytową dla przedsiębiorstw⁹. Oddziaływanie efektu wypychania na poziom aktywności gospodarczej nie jest jednostronne. Należy bowiem zauważyć, iż podmioty gospodarcze, mając ograniczony dostęp do kredytowania, przede wszystkim mogą ograniczyć swoją aktywność gospodarczą (zwłaszcza nie realizować części inwestycji). Powoduje to obniżanie poziomu inflacji, ponieważ znacznie pogarsza koniunkturę gospodarczą. Z drugiej jednak strony, często przedsiębiorstwa są skłonne dalej prowadzić, a nawet rozszerzać, swoją działalność, mimo problemów z kredytowaniem. Wówczas poszukują alternatywnych źródeł

⁹ Szerzej efekt wypychania opisują np.: B. Friedman, *Crowding Out or Crowding In? The Economic Consequences of Financing Government Deficits*, „NBER Working Paper” 1978, nr 284; K.M. Carlson, R.W. Spencer, *Crowding-out and Its Critics*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 1975, t. 57; D. Furceri, R.M. Sousa, *The impact of government spending on the private sector: Crowding-out versus crowding-in effects*, „KYKLOS. International Review for Social Science” 2011, t. 64, iss. 4.

finansowania – zwykle odpowiednio droższych. Podmioty gospodarcze, kalkulując cenę swoich produktów, uwzględniają w niej ponoszone przez siebie koszty. Ich część stanowią oczywiście również koszty pozyskania kapitału. Przedsiębiorcy przenoszą je na ceny produktów. Jeśli takie zjawisko w gospodarce nasila się, niewątpliwie prowadzi to do wzrostu poziomu inflacji.

Czwartą kwestią jest monetyzacja długu poprzez oddziaływanie zadłużenia państwa na poziom agregatów pieniężnych. Monetyzacja jest rozumiana jako zamiana aktywów rzeczowych lub także finansowych na środek płatniczy (pieniądze)¹⁰. Podstawową drogą monetyzacji długu jest finansowanie (bezpośrednie na rynku pierwotnym lub pośrednie na rynku wtórnym). Ryzyko wystąpienia takiego sposobu finansowania zależy od pozycji instytucjonalnej banku centralnego¹¹. Oddziaływanie na poziom inflacji zależy od sytuacji gospodarczej kraju. Przykład Japonii pokazuje, że nawet znaczne zaangażowanie banku centralnego w okresie recesji może nie wywołać presji inflacyjnej¹². Jednak w normalnych warunkach (tj. wzrostu gospodarczego) jest ona najbardziej inflacjogenną formą finansowania długu i wskutek tego ograniczaną. W drugiej połowie XX w. do zastosowania tego rozwiązania posuwały się najczęściej rządy państw, które nie miały innych opcji finansowania długu¹³. W XXI w. zarówno Europejski Bank Centralny, jak i System Rezerwy Federalnej podjęły również operacje luzowania ilościowego na znaczną skalę, co w praktyce było tożsame z monetyzacją długu. Banki te liczą jednak na efekty mnożnikowe w gospodarce, które pozwolą zwiększyć wzrost PKB i zneutralizować presję inflacyjną¹⁴. W Polsce jednak ta forma finansowania nie została dotąd wykorzystana.

¹⁰ Słownik finansów i bankowości, PWN, Warszawa 2008.

¹¹ B.J. Sikken, J. de Haan, *Budget Deficits, Monetization, and Central Bank Independence in Developing Countries*, „Oxford Economic Papers” 1998, t. 50, s. 494.

¹² I. Skibińska-Fabowska, *Polityka pieniężna Banku Japonii prowadzona w reakcji na długotrwały kryzys gospodarczy – próba uogólnienia doświadczeń*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania” 2014, t. 6(42), nr 2, s. 206.

¹³ T. Gruszecki, *Eksplozja długu publicznego na świecie*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania” 2011, t. 3(39), s. 38.

¹⁴ I. Pyka, *Polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego wobec przemian instytucjonalnych w strefie euro*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2.

Dominującą obecnie formą finansowania długu publicznego jest emisja obligacji i ona także powinna być rozpatrywana przez pryzmat jej wpływu na podaż pieniądza. Zwykle ta forma finansowania długu publicznego jest traktowana jako ta, która nie powoduje napięć inflacyjnych. Wynika to z faktu, iż finansowanie deficytu budżetowego absorbuje środki z rynku. Jednocześnie jednak skarbowe papiery wartościowe stanowią bezpieczne aktywa i mogą łatwo zostać przekształcone w płynne aktywa. Kreacja pieniądza następuje w sektorze banków komercyjnych, w którym, według oceny NBP, występuje od lat stan nadpłynności¹⁵. W związku z tym dodatkowy popyt na pieniądź zgłaszany ze strony sektora finansów publicznych zwiększa poziom kreacji pieniądza ze strony sektora bankowego. Szczególnie dotkliwie może to wpływać na zjawiska inflacyjne w okresie szybkiego wzrostu gospodarczego. Jako pierwsi o negatywnych skutkach zadłużania się państwa wypowiedzieli się twórcy „nieprzyjemnej arytmetyki”. Istotnym problemem związanym z trwałością długu, nawet finansowanego takimi instrumentami, jak obligacje, jest niebezpieczeństwo jego monetyzacji. Jak podkreślił Wojtyna, usztywnienie polityki fiskalnej, ograniczenie wielkości deficytu budżetowego i możliwości zadłużania się w strefie euro pozytywnie wpływa na łatwość i skuteczność prowadzenia polityki pieniężnej, nakierowanej na bezpośredni cel inflacyjny¹⁶.

Warto podkreślić, iż inflacja jest zjawiskiem złożonym i pozostającym pod wpływem szeregu czynników. Analizując potencjalne drogi oddziaływania długu na poziom inflacji trzeba również zwrócić uwagę na warunki, w których jest on zaciągany. Oddziaływanie długu zarówno na całą gospodarkę, jak i na inflację różni się w zależności od fazy cyklu gospodarczego, w którym jest zaciągany. W okresie szybkiego wzrostu presja inflacyjna w gospodarce jest silna. Stąd też presja wywoływana przez dług jest dodatkowo wzmacniana. W okresach dekoniunktury oddziaływanie długu jest osłabiane przez niski poziom presji inflacyjnej lub wręcz deflacyjnej.

¹⁵ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2018*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2019, oraz analogiczne sprawozdania z wcześniejszych lat.

¹⁶ A. Wojtyna, *Polityka pieniężna w strefie euro: dawne obawy, nowe wyzwania*, „Gospodarka Narodowa” 2008, nr 11-12.

3. Ocena oddziaływania długu publicznego na procesy inflacyjne w Polsce z wykorzystaniem metody TOPSIS

3.1. Metoda badawcza

Inflacyjność długu to kategoria, której wielkość nie była dotąd bezpośrednio mierzona. W związku z tym podjęto próbę analizy oddziaływania długu publicznego na zjawiska inflacyjne. Zostały przeanalizowane możliwości zastosowania różnorodnych metod matematycznych. Inflacja jest zjawiskiem na tyle złożonym, że nie ma możliwości zastosowania prostych metod analizy, takich jak badanie korelacji. Nie uwzględniałoby to bowiem wpływu innych czynników monetarnych czy kosztowych. Ponadto, nie jest możliwe uwzględnienie wszystkich czynników mających wpływ na poziom inflacji, w związku z czym zastosowanie prostych modeli ekonometrycznych nie pozwoli osiągnąć zamierzonego rezultatu. Dlatego zwrócono się ku metodom wielowymiarowej analizy porównawczej (WAP). Pozwalają one skonstruować miarę syntetyczną, dzięki której można ocenić obiekt pod kątem wielu czynników jednocześnie. W ten sposób zostanie oceniona dynamika i natężenie wartości poszczególnych zmiennych, które mają wpływ na badane zjawisko. Miary syntetyczne charakteryzują się tym, że ich wartości nie podlegają bezpośredniej interpretacji. Możliwa jest jednak analiza ich dynamiki oraz rangowanie.

Ocena oddziaływania długu publicznego na procesy inflacyjne została wykonana z wykorzystaniem metody TOPSIS z grupy wielowymiarowej analizy porównawczej. Metoda ta pozwala na zsyntetyzowanie wpływu na badane zjawisko wielu czynników. Wybrano tę metodę, gdyż ocenie poddane będzie oddziaływanie długu publicznego na poziom inflacji poprzez cztery wskazane drogi. One zaś będą oceniane przez zestawy kilku zmiennych. Dlatego też najkorzystniejszym wyborem była analiza wielokryterialna.

Metoda TOPSIS (*Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution*) należy do grupy metod analizy wielokryterialnej. Ma ona swoje źródła w publikacji Ching-Lai Hwanga i Kwangsun Yoona z 1981 r.¹⁷

¹⁷ C.-L. Hwang, K. Yoon, *Multiple Attribute Decision Making Methods and Applications. A State-of-the-Art Survey*, Springer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 1981.

Metoda ta opiera się na wykorzystaniu dwóch punktów odniesienia, tzw. rozwiązania idealnego (PIS) oraz rozwiązania antyidealnego (NIS) dla rozważanych wariantów decyzyjnych. Pomiedzy nimi metoda ta wskazuje rozwiązanie, które pod względem odległości euklidesowej jest jednocześnie najbliższe rozwiązaniu PIS i najdalsze rozwiązaniu NIS. Wykorzystanie odległości euklidesowych wyróżnia ją spośród innych¹⁸.

Metoda ta przebiega w kilku krokach. Pierwszym z nich jest stworzenie macierzy z wartościami zmiennych:

$$X = [x_{kj}].$$

Następnym krokiem jest standaryzacja wartości poszczególnych zmiennych, będących kryteriami oceny. W tym celu wyznacza się wartości:

– dla stymulant:

$$r_{kj}(x) = \frac{x_{kj} - x_j^-}{x_j^* - x_j^-},$$

– dla destymulant:

$$r_{kj}(x) = \frac{x_j^* - x_{kj}}{x_j^* - x_j^-},$$

gdzie:

$$x_j^* = \max(x_{kj})$$

$$x_j^- = \min(x_{kj}).$$

Następnie wartości znormalizowane są mnożone przez wagi przypisane odpowiednim kryteriom. Wykorzystuje się w tym celu formułę:

$$v_{kj}(x) = w_j r_{kj}(x), k = 1, \dots, n; j = 1, \dots, m.$$

¹⁸ E. Roszkowska, M. Filipowicz-Chomko, *Assessment of Social Development of Polish Voivodeships Between 2005 and 2013 in The Context of Implementing The Concept of Sustainable Development With The Use of The TOPSIS Method*, „Ekonomia i Środowisko” 2016, nr 2(57), s. 95-98.

Na podstawie otrzymanej macierzy wyznacza się wartości rozwiązań PIS i NIS dla poszczególnych zmiennych. Po ich uzyskaniu wyznacza się natomiast odległości pomiędzy wartościami zmiennej a PIS. Służy temu formuła:

$$D_k^* = \sqrt{\sum_{j=1}^m [v_{kj}(x) - v_j^+(x)]}, k = 1, \dots, n,$$

oraz:

$$D_k^- = \sqrt{\sum_{j=1}^m [v_{kj}(x) - v_j^-(x)]}, k = 1, \dots, n.$$

Na ich podstawie natomiast wyznaczana jest łączna miara odległości zarówno od rozwiązania PIS, jak i NIS. Służy temu formuła:

$$C_k^* = \frac{D_k^-}{D_k^* + D_k^-}, k = 1, \dots, n.$$

Uzyskana w ten sposób miara może posłużyć do rangowania i tym samym dokonywania porównań¹⁹.

3.2. Założenia analizy

Okresem analizy wybranym w niniejszej pracy są lata 2001–2018. Obejmuje on dwa cykle koniunkturalne. Początek obecnego wieku to czas, kiedy gospodarka wchodziła w okres kryzysu związanego z bańką spekulacyjną na światowych giełdach, związaną z przedsiębiorstwami internetowymi. W kolejnych latach gospodarka weszła w fazę ożywienia, a następnie szybkiego wzrostu. Przerwał go kryzys rozpoczęty upadkiem

¹⁹ G.-H. Tzeng, J.-J. Huang, *Multiple Attribute Decision Making. Methods and applications*, CRC PRESS, Boca – Raton – London – New York 2011, s. 69-70.

banku Lehman Brothers. Głębokość tego kryzysu była bardzo duża. Następujący po nim kryzys zadłużeniowy w państwach Unii Europejskiej ponownie zachwiał koniunkturą gospodarczą. W kolejnych latach sytuacja gospodarcza poprawiła się. W chwili obecnej cykl koniunkturalny znów będzie przechodził w fazę kryzysu. Wybrany okres pozwala więc na obserwację wpływu zmian parametrów długu związanych z jego oddziaływaniem na inflację oraz wpływu koniunktury na nie.

Rozpoczynając budowę miary syntetycznej, poddano analizie pięćdziesiąt trzy zmienne, mające związek z wpływem długu publicznego na poziom inflacji. Zmienne te zostały ocenione pod kątem poziomu zmienności. Następnie zaś oceniono poziom ich skorelowania oraz czy nie powielają zawartych w nich informacji. Na tej podstawie wybrano trzydzieści sześć zmiennych, które zostały użyte do konstrukcji miar syntetycznych. Zmienne te zostały szczegółowo przedstawione w rozdziałach trzecim–szóstym przy opisie poszczególnych składowych zmiennych syntetycznych.

Zestawione wartości poszczególnych wskaźników zostały znormalizowane z uwzględnieniem odmiennego charakteru poszczególnych zmiennych (stymulanty, destymulany, nominanty) na podstawie przedstawionych wcześniej formuł metody TOPSIS.

Ze względu na wielość uwzględnionych zmiennych zdecydowano się na nadanie im jednakowych wag. Merytoryczna analiza poszczególnych czynników nie wskazuje wyraźnie na większe znaczenie poszczególnych z nich. Jedyny wyjątek stanowi finansowanie długu przez NBP. Jednak ze względu na zanikający charakter zmiennej nie zdecydowano się na różnicowanie wag.

Następnie wyznaczone zostały odległości euklidesowe poszczególnych państw od wzorca i antywzorca. Na tej podstawie skonstruowane zostały cztery cząstkowe miary syntetyczne (RNWP – miara ryzyka niewypłacalności sektora finansów publicznych, RWAL – miara ryzyka walutowego, KONK – miara ryzyka wystąpienia efektu wypychania i MONET – miara ryzyka monetyzacji długu) służące do oceny poszczególnych aspektów wpływu długu publicznego na poziom inflacji. Następnie zaś skonstruowano łączną miarę INFL, w której uwzględniono wpływ wszystkich zmiennych uwzględnionych w miarach cząstkowych.

3.3. Wyniki badania

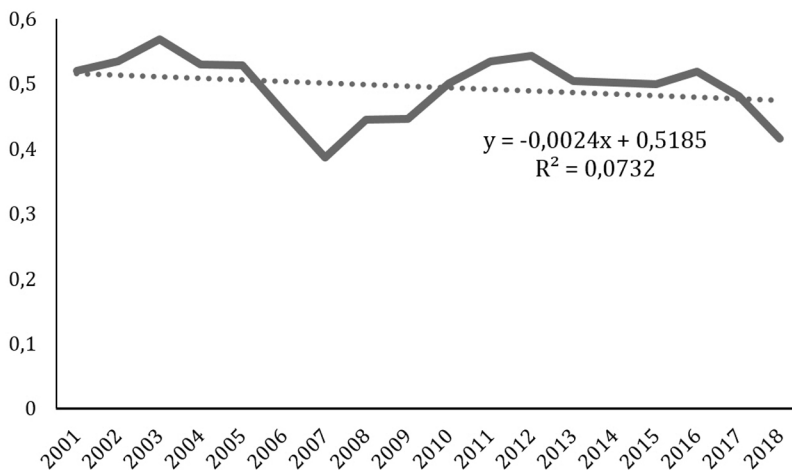
Łączna miara syntetyczna została określona jako INFL i wyraża inflacyjne oddziaływanie długu. Syntetyzuje ona wpływ zmiennych uwzględnionych w czterech miarach szczegółowych: RNWP (wyraża ryzyko niewypłacalności sektora finansów publicznych), RWAL (wyraża ryzyko walutowe związane z długiem), KONK (wyraża ryzyko wystąpienia efektu wypychania) i MONET (wyraża ryzyko monetyzacji długu), które zostały szczegółowo omówione w kolejnych rozdziałach. W tym miejscu przedstawione zostaną wyniki miary INFL.

Wartości miary INFL zostały przedstawione na wykresie 1. Jak można odczytać z wykresu, miara w długim okresie ma niewielką tendencję malejącą. Jej funkcja trendu ma następujący wzór:

$$y = -0,0024x + 0,5185, \quad R^2 = 0,0732.$$

Współczynnik kierunkowy funkcji trendu jest ujemny, co wskazuje na trend malejący. Niski poziom współczynnika R kwadrat wynika z dużej zmienności miary.

Wykres 1. Wartości miary syntetycznej INFL



Źródło: opracowanie własne.

Wartości miary syntetycznej INFL na wykresie wskazują, że w analizowanym okresie można wyróżnić dwa podokresy pokrywające się z dwoma cyklami koniunkturalnymi. Pierwszy z nich to lata 2001–2007. Drugi zaś to lata 2008–2018. W pierwszym cyklu wartości zmiennej wzrosły w pierwszych trzech latach z poziomu 0,520 w 2001 r. do 0,569 w 2003, tj. o 9,5%. W kolejnych latach następował stopniowy spadek wartości miary o 31,9% do wartości 0,387 w 2007 r. W pierwszym analizowanym cyklu koniunkturalnym nastąpił więc wyraźny spadek natężenia czynników związanych z oddziaływaniem długu na poziom inflacji. Wyraźnie poprawiła się struktura długu, co związane było ze znacznym rozwojem gospodarczym Polski oraz skutecznością zarządzania długiem publicznym. Najsilnie negatywnie oddziaływał w tym okresie rosnący ogólny poziom długu, który wiąże się z ryzykiem jego monetyzacji. Jednak wraz z nadejściem kryzysu nastąpił wzrost wartości zmiennej do poziomu 0,543 w 2012 r., a więc poziomu nieco niższego niż maksymalny w poprzednim cyklu. Począwszy od 2013 r. wartości miary syntetycznej spadały do poziomu 0,416. W latach 2008–2018 wahania wartości miary syntetycznej były wyraźnie większe. Wynikało to przede wszystkim z nietypowego przebiegu dynamiki PKB oraz niższych poziomów stóp procentowych na początku tego okresu. Dlatego też trudniejsze było osiągnięcie poprawy struktury długu. Ponadto w tym okresie wyraźnie odczuwalne były negatywne skutki rosnącego poziomu długu publicznego i zbliżania się do granicy konstytucyjnej. Dodatkowo, umorzenie obligacji przejętych z OFE obniżyło nieco poziom długu, choć wyraźnie pogorszyło strukturę długu w aspekcie ryzyka walutowego. Ostatecznie poziom miary syntetycznej na koniec drugiego cyklu koniunkturalnego był wyższy niż na koniec cyklu pierwszego.

Na podstawie przebiegu miary można więc wnioskować, że wpływ długu publicznego na procesy inflacyjne powinien stopniowo zmniejszać się. Źródłem tego można upatrywać w zmianie jego struktury, w tym przede wszystkim eliminacji tzw. starych długów i refinansowaniu ich zobowiązaniami o dłuższych terminach zapadalności. Również na rynku krajowym nastąpiła poprawa struktury długu i wzrósł popyt na instrumenty o dłuższych terminach zapadalności. Ponadto do polepszenia się parametrów długu przyczynił się szybki wzrost gospodarczy w okresach poprawy koniunktury oraz stosunkowo niewielkie spowolnienia w czasie

pogorszenia kondycji gospodarki. Dzięki połączeniu skutecznego zarządzania długiem oraz wzrostu gospodarczego oddziaływanie długu na procesy inflacyjne poprawiało się.

Jednocześnie jednak natężenie czynników związanych z inflacyjnym oddziaływaniem długu pozostaje pod silnym wpływem koniunktury gospodarczej. W okresach poprawy koniunktury wartość miary syntetycznej wyraźnie zmniejsza się, podczas gdy w czasie kryzysu gospodarczego następuje wyraźny jej wzrost. Przyczyn takiego stanu rzeczy można dostrzec w zmniejszającym się popycie na skarbowe papiery wartościowe, zwłaszcza o dłuższych terminach zapadalności. Skutkuje to stopniowym pogarszaniem się struktury długu. Wycofywanie się inwestorów zagranicznych skutkuje również spadkiem wartości waluty krajowej i zwiększaniem się wartości długu zagranicznego, wyrażonej w złotych. Dodatkowo, pogarsza się wówczas saldo sektora finansów publicznych. Łącznie powoduje to wzrost zarówno ryzyka niewypłacalności sektora finansów publicznych oraz ryzyka walutowego związanego z długiem publicznym. W miejsce inwestorów zagranicznych wchodzi wówczas banki krajowe, które korzystają z atrakcyjnych cen wyprzedawanych aktywów. Zwiększa to ryzyko monetyzacji długu oraz wystąpienia efektu wypychania.

Należy również zauważyć, że okres dobrej koniunktury z lat 2017–2019 kończy się, a gospodarka najprawdopodobniej wejdzie w fazę kryzysu w 2020 r.²⁰ W związku z tym można mieć obawy, że natężenie czynników związanych z oddziaływaniem długu publicznego na poziom inflacji znacznie rosnąć. Na wykresie 2 przedstawione zostały wyniki prognozy wykonanej metodą wskaźników sezonowości na kolejne sześć lat. Wartości funkcji trendu zostały skorygowane o przeciętne wartości odchyłeń w danej fazie cyklu, wyznaczonych na podstawie poprzednich dwóch cykli koniunkturalnych.

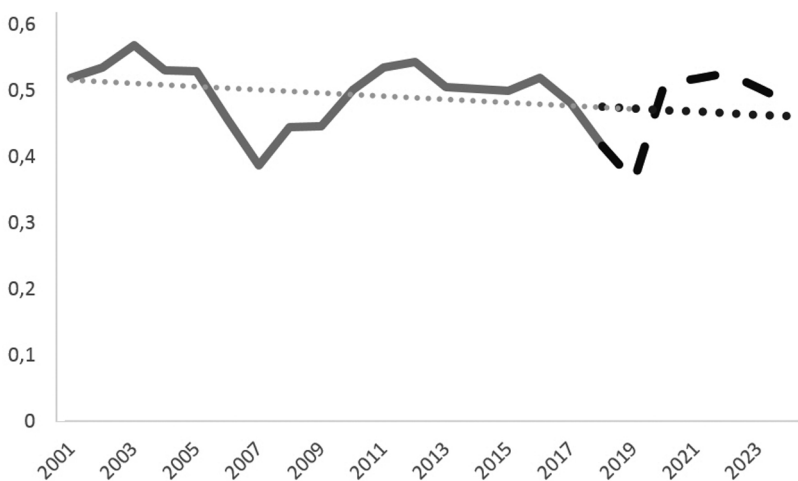
Przedstawione na wykresie 1 wartości zmiennej INFL wskazują, że wraz z rozpoczęciem kolejnej fazy spadku dynamiki PKB nastąpi wzrost

²⁰ W momencie przygotowywania niniejszej monografii większość prognoz ekonomistów wskazywała na zbliżanie się spowolnienia gospodarczego, a wybuch pandemii koronawirusa rozpoczął kryzys o znacznej sile (jego siłę i natężenie będzie można ocenić w kolejnych latach).

natężenia czynników, poprzez które dług publiczny oddziałuje na poziom inflacji. Jednym z istotniejszych czynników będzie bliskość konstytucyjnego ograniczenia poziomu długu publicznego, która to może spowodować podejmowanie niestandardowych działań związanych z finansowaniem znaczących deficytów budżetowych. Jednym z nich jest zapowiadany w marcu 2020 r. program skupu aktywów banków przez Narodowy Bank Polski. Działanie to przyjmie skalę niespotykaną dotąd i prawdopodobnie będzie finansowane z dodatkowej emisji pieniądza. Skutki tych działań będą odczuwalne ze znacznym opóźnieniem, lecz prawdopodobnie nadejdą z następną poprawą koniunktury w gospodarce i warto mieć je na uwadze. Przyczyni się to do znaczącego wzrostu monetyzacji długu publicznego.

Kolejnym parametrem, który ulegnie pogorszeniu w prognozowanym okresie będzie prawdopodobnie udział zadłużenia zagranicznego (wartość długu zagranicznego przeliczona na złote). Udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu krajowego był również zdecydowanie wyższy w drugim cyklu koniunkturalnym i również może stanowić czynnik ryzyka. Ewentualne wycofanie się inwestorów wskutek utraty zaufania do rządu może znacznie zwiększyć koszt refinansowania długu oraz przyczynić się do spadku wartości złotego.

Wykres 2. Wartości zmiennej INFL oraz prognozy wartości zmiennej



Źródło: opracowanie własne.

Dalszego pogorszenia sytuacji można oczekiwać w obszarze związanym z efektem wypychania. Przede wszystkim pogorszy się kapitalizacja Giełdy Papierów Wartościowych, która już w szczycie koniunktury była dość niska. Ponadto, spodziewana jest ostateczna likwidacja OFE, w związku z czym ilość środków na rynku kapitałowym dodatkowo spadnie. Również niski poziom oszczędności w polskim społeczeństwie ulegnie prawdopodobnie ograniczeniu. Banki również ograniczą akcję kredytową wobec przedsiębiorstw, gdy wzrośnie ryzyko kredytowe. Z kolei preferencje podatkowe dla inwestycji w skarbowe papiery wartościowe oraz stosunkowo niskie ryzyko związane z nimi spowoduje, że wzrośnie udział skarbowych papierów wartościowych.

W kolejnych rozdziałach przedstawione zostaną szczegółowo składowe miary syntetycznej w postaci miar cząstkowych. Przebieg zmiennych wchodzących w ich skład ukaże, które czynniki i z jakim natężeniem nasilają oddziaływanie długu publicznego na poziom inflacji, a które ten wpływ ograniczają.

ROZDZIAŁ 3.

ROZWIĄZANIA INSTYTUCJONALNE SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH A RYZYKO JEGO NIEWYPŁACALNOŚCI

1. Zasady budżetowe jako podstawa gospodarki budżetowej

Jedną z podstaw funkcjonowania sektora finansów publicznych są zasady gospodarki budżetowej. Stanowią one zbiór reguł, na podstawie których powinien być przygotowywany i wykonywany budżet państwa lub innej jednostki sektora finansów publicznych. Ich celem jest zapewnienie racjonalnej gospodarki funduszami publicznymi oraz przejrzystości tej gospodarki, umożliwiającej sprawną kontrolę nad organami dysponującymi tymi środkami.

Zasada jedności budżetu (niefunduszowania, niewiązania wydatków z dochodami) ujmowana jest w dwóch znaczeniach: formalnym i materialnym. Zasada jedności formalnej oznacza, iż budżet państwa powinien obejmować całość dochodów publicznych gromadzonych w danym roku. Celem takiej regulacji jest zapewnienie pełnej kontroli nad dochodami i wydatkami budżetu państwa przez organy nadzorujące dany podmiot. Takie rozwiązanie zwiększa przejrzystość prowadzonej gospodarki środkami publicznymi. Zasada jedności materialnej oznacza zaś, iż z dochodów objętych budżetem państwa powinny być pokryte w całości zaplanowane w budżecie wydatki. Także ta odmiana zasady jedności ma sprzyjać przejrzystości gospodarki budżetowej. Konsekwencją jedności materialnej jest zasada niełączenia ze sobą konkretnych źródeł dochodów budżetu państwa z określonymi wydatkami. Zapobiega to nieprecyzyjnemu określeniu wielkości wydatków w budżecie państwa, które mogłoby

prowadzić do wprowadzania w błąd organów uchwalających budżet oraz sprawujących nad nim kontrolę¹.

Zasada zupełności (powszechności) budżetu postuluje włączenie do budżetu państwa wszystkich podmiotów sektora publicznego. Zasada ta napotyka jednak barierę w postaci znacznego rozrostu funkcji państwa, a tym samym liczby instytucji, które obejmuje sektor. Trudności te dotyczą w szczególności: zakładów budżetowych, przedsiębiorstw państwowych oraz przedsiębiorstw użyteczności publicznej. Realizacja tej funkcji nakazuje jednak finansowe powiązanie z budżetem wszystkich jednostek organizacyjnych administracji państwowej. Sposobem na wypełnienie powyższego obowiązku jest ujmowanie finansów: zakładów budżetowych, przedsiębiorstw państwowych oraz przedsiębiorstw użyteczności publicznej w formie bezpośredniej (ujęcie w budżecie całości dochodów i wydatków podmiotu) lub pośredniej (poprzez ujęcie jedynie wyniku finansowego jednostki). Odnoszenie tej zasady do przedsiębiorstw należących do państwa jest rzeczą sporną, gdyż część z nich funkcjonuje na zasadach komercyjnych, co oznacza samodzielność finansową i niekorzystanie bezpośrednio ze środków publicznych. W przypadku tych podmiotów uzasadnienie ma uwzględnianie w budżecie przede wszystkim odprowadzanych do budżetu zysków lub inwestowanych w te przedsiębiorstwa środków. Z drugiej jednak strony, w przypadku przedsiębiorstw użyteczności publicznej całkowite uzasadnienie ma ich ujęcie w budżecie. Nie są one bowiem nastawione na zysk, realizują określone funkcje państwa, a ich rozwój i działalność są przynajmniej w części finansowane ze środków publicznych².

Zasada zrównoważenia budżetu zaleca zachowanie równowagi pomiędzy dochodami budżetowymi a wydatkami. Jest to zasada powszechnie nieprzestrzegana. Teoria ekonomii dopuściła bowiem występowanie nierównowagi budżetowej jako narzędzia stabilizowania gospodarki. Poza tym budżet państwa opiera się jedynie na prognozach dochodów i wielu wydatków. Ich praktyczna realizacja często odbiega od założeń. Mimo

¹ E. Denek, J. Sobiech, J. Wolniak, *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 58-59.

² *Ibidem*, s. 60-61.

postulatów teorii ekonomii o zrównoważeniu budżetu w długim okresie, obecnie powszechną sytuacją jest stałe występowanie deficytów budżetowych, niezależnie od fazy cyklu koniunkturalnego. Zasadę zrównoważenia budżetu można również rozumieć inaczej: jako obowiązek wskazania środków na pokrycie wszelkich wydatków zaplanowanych w budżecie państwa. Praktycznie więc chodzi o pokazanie źródeł finansowania deficytu budżetowego. Takie podejście do budżetu jest uzasadnione zasadami rachunkowości. Budżet państwa jest dokumentem, który powinien być sporządzany zgodnie z zasadami bilansowania³.

Zasada roczności planowania budżetowego narzuca obowiązek opracowywania budżetu państwa na jeden rok. Okres ten nie we wszystkich krajach pokrywa się z rokiem kalendarzowym. Nie jest to okres idealnie dopasowany do realiów funkcjonowania, lecz jest przyjęty zwyczajowo. Określenie krótkiego okresu, na który jest sporządzany budżet, pozwala na łatwiejsze kontrolowanie jego wykonania, a także większe zdyscyplinowanie podmiotów w realizacji dochodów oraz wydatkowaniu środków. Roczny okres, na który jest uchwalany budżet, ma także pewne wady. Po pierwsze, wymusza przygotowywanie projektu budżetu na następny rok, na około czterech – sześciu miesięcy przed końcem bieżącego roku. Oznacza to, iż nie jest znany stan wykonania bieżącego budżetu. Ponadto, trudno precyzyjnie przewidzieć sytuację gospodarczą z takim wyprzedzeniem. Po drugie, cykle koniunkturalne w gospodarce trwają kilka lat. Stąd budżet roczny nie obejmuje całego cyklu. Pozwala jedynie zniwelować występujące w ciągu roku wahania sezonowe. Po trzecie, niektóre z wydatków budżetu mają charakter wieloletni. Dotyczy to w szczególności realizowanych inwestycji. Budżet na rok nie pozwala na precyzyjne rozplanowanie inwestycji i wprowadza element znacznej niepewności co do skuteczności realizacji inwestycji⁴.

Zasada szczegółowości (specjalizacji) wymaga, żeby dokładnie były określone źródła dochodów oraz wydatki budżetu. Przy czym, środki publiczne powinny być wydatkowane w odpowiednim czasie i ponoszone w wysokości zapisanej w budżecie. Skutkiem tej zasady jest przedstawianie

³ Ibidem, s. 61-62.

⁴ Ibidem, s. 58-61.

wydatków w rozbiciu na działy i rozdziały (określające rodzaj działalności, np. dział szkolnictwo wyższe) oraz paragrafy (określające rodzaj dochodu, przychodu lub wydatku)⁵.

Zasada jawności zabezpiecza dostęp społeczeństwa do informacji o gospodarowaniu środkami publicznymi poprzez jawność budżetu. Ponadto przewiduje odpowiednie procedury uchwalania budżetu oraz rozliczania z jego wykonania przez organy przedstawicielskie⁶.

Zasada przejrzystości ma na celu zapewnienie prawidłowego planowania budżetu, ale też umożliwienie sprawowania kontroli nad budżetem przez parlament i opinię publiczną⁷. Budżet jest bowiem dokumentem rozbudowanym, przez co istnieje możliwość zniekształcenia jego obrazu za sprawą braku przejrzystości układu wydatków i dochodów.

Zasada realności ma na celu zaplanowanie prawidłowych wielkości, które zapewnią następnie prawidłową realizację budżetu oraz szerzej – celów polityki gospodarczej państwa. Generalnie rządy starają się zachowywać realność kwot ujmowanych w budżetach. Jednak cykl wyborczy powoduje, że dość powszechne jest przyjmowanie zbyt optymistycznych założeń odnośnie wskaźników makroekonomicznych. W Polsce dość często zdarzało się przeszacowywanie wpływów z prywatyzacji w latach 90. i pierwszej dekadzie XXI w.⁸

Zasada uprzedniości zakłada, że budżet zostanie uchwalony przed okresem, który obejmuje. Zasadniczo jest ona przestrzegana. W sytuacji sporów parlamentarnych odnośnie jej założeń zdarza się przesunięcie w czasie. Wówczas obowiązuje prowizorium budżetowe. Zabezpieczeniem przed nieprzebrzeganiem tej zasady w Polsce jest możliwość rozwiązania Sejmu przez prezydenta, a w przypadku jednostki samorządu terytorialnego – ustalanie jej budżetu przez Regionalną Izbę Obrachunkową⁹.

⁵ W. Ziółkowska, *Finanse publiczne. Teoria i zastosowanie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2005, s. 80.

⁶ Ibidem, s. 81.

⁷ G. Krasowska-Walczak, op. cit., s. 81.

⁸ W. Ziółkowska, op. cit., s. 80.

⁹ Ibidem, s. 81.

Zasada gospodarności (oszczędności) powinna stanowić jedną z podstaw systemu gospodarowania funduszami publicznymi. Postuluje ona wydatkowanie środków w sposób celowy i oszczędny, realizację zaciągniętych zobowiązań w sposób terminowy oraz umożliwiający terminową realizację funkcji państwa. W praktyce budżetowej istnieje wiele problemów ze zdefiniowaniem i realizacją powyższych funkcji. Przede wszystkim zasady gospodarowania środkami nie premiują podmiotów wykazujących się osiągnięciami w tym zakresie, a praktyka „okrajania” planowanych budżetów sprawia, że jest praktykowane ich zawyżanie¹⁰.

Zasada operatywności wymaga przedstawiania budżetu w układzie podmiotowym, aby wskazać podmioty odpowiedzialne za gromadzenie dochodów oraz wydatkowanie środków publicznych. Tak więc, w budżecie zostaną przedstawione wydatki w układzie podmiotowym¹¹.

Zasada specjalizacji (wymagalności) zabezpiecza budżet przed umieszczeniem w nim dochodów i wydatków ustalanych na podstawie nieobowiązujących jeszcze ustaw. Ponadto, ustawa budżetowa nie może zmieniać innych ustaw. Celem tego aktu prawnego jest uchronienie budżetu przed zaplanowaniem dochodów, które nie wejdą w życie, a poprzez to mogą pogorszyć kondycję budżetu. Poza tym ma chronić przed pokusą zmieniania prawa (w szczególności podatkowego) w celu realizacji doraźnych dochodów budżetowych¹².

Zasady te zostały sformułowane na podstawie analizy wieloletniego funkcjonowania systemów finansów publicznych. Ich słuszność nie budzi wątpliwości, jednak nie wszystkie z nich są implementowane do przepisów prawa.

¹⁰ H. Kuzińska, op. cit., s. 52.

¹¹ W. Ziółkowska, op. cit., s. 80.

¹² H. Kuzińska, op. cit., s. 51-52.

2. Podstawy prawne funkcjonowania sektora finansów publicznych w Polsce

System finansów publicznych w Polsce stanowi złożony system prawny, regulowany wieloma aktami prawnymi, konstytuującymi go w sposób kompleksowy. W jego strukturze można wyróżnić trzy rodzaje źródeł prawa: ustrojowe, prawa materialnego oraz prawa formalnego. Pierwsze z nich określają organizację systemu, kompetencje poszczególnych podmiotów oraz formy prawne ich realizacji. Normy prawa materialnego określają uprawnienia i obowiązki podmiotów stosunków prawnych. Zaś normy formalne (proceduralne) określają, w jaki sposób powinny być stosowane normy materialne. System prawa finansowego obejmuje następujące działy:

- prawo budżetowe,
- prawo podatkowe,
- prawo celne,
- prawo wewnętrznego kredytu publicznego,
- prawo walutowe,
- prawo bankowe,
- prawo dewizowe,
- prawo finansowe samorządu terytorialnego,
- prawo finansowe ubezpieczeń społecznych¹³.

Podstawowym aktem prawnym regulującym kształt instytucjonalny sektora finansów publicznych jest Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z 2 kwietnia 1997 r., w szczególności rozdział X. Podstawową kwestią zapisaną w tym rozdziale jest konieczność ustawowego regulowania najważniejszych zasad finansów publicznych, takich jak: ilość, wysokość i sposób uiszczania podatków płaconych przez podatników, zasady gospodarowania mieniem publicznym, budżet państwa i wiele innych. Kluczowe znaczenie z punktu widzenia długu publicznego ma art. 216 pkt 5. Wskazuje on, że nie wolno zaciągać zobowiązań i udzielać poręczeń powodujących przekroczenie przez dług poziomu trzy piąte wartości PKB. Zapis ten ma bardzo istotne znaczenie dla stabilności sektora.

¹³ G. Krasowska-Walczak, op. cit., s. 27.

Pozwala bowiem ograniczyć wpływ bieżącej polityki na maksymalny poziom zadłużenia sektora publicznego. Warto jednak zauważyć, że nie jest zakazany ani ograniczony poziom deficytu budżetowego. Stąd też można wyciągnąć wniosek, że zasada zrównoważenia budżetu jest przestrzegana w szcążtkowej formie: ograniczenia poziomu dęgu publicznego. Dodatkowo, w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej zostały zapisane podstawy procedury budżetowej. Należy jednak pamiętać, że zapisy te mają ogólny charakter, konstytuujący sektor¹⁴.

Większość kwestii jest regulowana na poziomie ustaw, uzupełnionych aktami niższego rzędu, tj. rozporządzeniami Rady Ministrów oraz poszczególnych ministrów, wydawanych w celu wykonania poszczególnych ustaw lub na podstawie zapisanych w nich kompetencji.

2.1. Ustawa o finansach publicznych

Zasadniczą ustawą regulującą podstawy funkcjonowania systemu finansów publicznych w Polsce jest ustawa z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych¹⁵. Ustawa ta na bieżąco była modyfikowana poprzez kolejne nowelizacje oraz zmiany innych ustaw.

2.1.1. Podmioty sektora finansów publicznych

Ustawa o finansach publicznych wyznacza zakres finansów publicznych poprzez określenie rodzaju wpływów zaliczanych do środków publicznych, procesów związanych z dysponowaniem nimi i katalogu podmiotów zaliczanych do sektora finansów publicznych¹⁶. Do sektora finansów publicznych ustawa zalicza czternaście kategorii podmiotów. Podstawowe z nich to organy władzy państwowej na szczeblu centralnym

¹⁴ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz.U. 1997, nr 78, poz. 483, rozdz. X; ponadto: B. Brzeziński, W. Matuszewski, W. Morawski, A. Olesińska, A. Zalasiniński, *Prawo finansów publicznych*, Dom Organizatora TNOiK, Toruń 2006, s. 42-43.

¹⁵ Do końca 2009 r. obowiązywała ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r., Dz.U. 2005, nr 249, poz. 2104, a na początku analizowanego okresu: ustawa z dnia 26 listopada 1998 r., Dz.U. 1998, nr 155, poz. 1014.

¹⁶ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., art. 3, 5 i 9.

i samorządowym. W grupie tej występują więc władze centralne, organy kontrolne, sądownictwo (w tym trybunały) i inne podmioty władzy centralnej. Można więc tu zaliczyć np. Sejm, Senat, Prezydenta, Radę Ministrów, ministerstwa, wojewodów i urzędy centralne, a także podmioty niezależne, takie jak Krajowe Biuro Wyborcze, Krajowa Rada Radiofonii i Telewizji. Podmioty te dysponują odpowiednią częścią budżetu państwa (np. ministerstwa). Część podmiotów (np. Kancelarie Sejmu, Senatu, Prezydenta) dysponują wyodrębnionymi środkami. Do sektora finansów publicznych zaliczana jest również liczna grupa jednostek samorządu terytorialnego oraz ich związków. Od 1 stycznia 1999 r. funkcjonuje trójszczeblowy podział jednostek samorządu terytorialnego: samorządy gminny, powiatowy i wojewódzki. Podmioty te posiadają osobne budżety, które oparte są na dochodach własnych i transferach z budżetu państwa¹⁷. Katalog podmiotów zaliczanych do sektora finansów publicznych nie jest precyzyjny. Uwzględnione podmioty są zaliczane według różnych kryteriów. Istotny jest również fakt, że katalog ten nie uwzględnia Skarbu Państwa¹⁸.

Zadania publiczne realizują również instytucje będące jednostkami budżetowymi, samorządowymi zakładami budżetowymi, agencje wykonawcze i instytucje gospodarki budżetowej. Dysponują one przydzielonymi środkami publicznymi, choć częstokroć uzyskują również w pewnym zakresie dochody własne¹⁹.

Szczególną i liczną grupę podmiotów sektora finansów publicznych stanowią fundusze celowe. Powstają one wskutek wyodrębnienia określonych dochodów publicznych w celu realizacji wskazanej części zadań publicznych. Wybrane fundusze celowe posiadają osobowość prawną (np. Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej), podczas gdy inne są wyróżnionymi rachunkami bankowymi. Gospodarka finansowa funduszy celowych wyraźnie różni się od gospodarki budżetowej, stąd jest uznawana za czynnik ryzyka w sektorze publicznym²⁰.

¹⁷ Ibidem, art. 9.

¹⁸ *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, W. Misiąg (red.), C.H. Beck, Warszawa 2019, komentarz do art. 9.

¹⁹ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., art. 9.

²⁰ Ibidem.

Do sektora finansów publicznych zalicza się także publiczne zakłady opieki zdrowotnej. Ich organami założycielskimi są przede wszystkim jednostki samorządów terytorialnych, choć w przypadku niektórych również Skarb Państwa. Stanowią one samodzielne podmioty, które świadczą usługi z zakresu opieki medycznej. Ich działalność jest finansowana przede wszystkim ze środków Narodowego Funduszu Zdrowia, w ramach zawieranych przez nie kontraktów. W określonym ustawowo zakresie ich usługi są również finansowane przez Ministerstwo Zdrowia, w ramach realizowanych programów specjalistycznych wykraczających poza podstawową opiekę medyczną. Mogą one także prowadzić inne formy działalności zarobkowej, lecz ich samodzielność jest w tym zakresie ograniczona. Nie mogą np. świadczyć odpłatnych usług medycznych osobom ubezpieczonym, na które zawarły kontrakt²¹.

Podmiotami sektora finansów publicznych są również szkoły wyższe publiczne, Polska Akademia Nauk (i tworzone przez nią jednostki organizacyjne) oraz państwowe i samorządowe instytucje kultury. Są one częściowo finansowane ze środków publicznych. Otrzymują zwykle określone środki publiczne, lecz pozyskują je również samodzielnie. Jednostki te posiadają osobowość prawną oraz znaczną samodzielność finansową i organizacyjną²².

Wielość podmiotów zaliczanych do sektora finansów publicznych powoduje, że zasada zupełności jest w pewnym stopniu fikcją. Dodatkowo, wyodrębnienie z gospodarki budżetowej podmiotów takich jak Kancelarie Sejmu czy Prezydenta, podobnie jak funduszy celowych posiadających osobowość prawną, stoi w sprzeczności z tą zasadą. Istnienie funduszy celowych uchybia zaś zasadzie jedności. Oba poruszone czynniki wpływają negatywnie na przejrzystość gospodarki budżetowej. Utrudniają one również kontrolę nad zadłużeniem sektora finansów publicznych, gdyż podmiot odpowiedzialny za nią (Minister Finansów) ma tylko częściową władzę nad środkami sektora finansów publicznych.

Ustawa zawiera również kategorie innych państwowych lub samorządowych osób prawnych. Istotniejsze są jednak podmioty, które nie są za-

²¹ Ibidem.

²² S. Kańduła, I. Kijek, *Wybrane zagadnienia finansów publicznych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003, s. 6-12.

liczane do sektora finansów publicznych. Przede wszystkim regulacjami ustawy nie są objęte przedsiębiorstwa państwowe, spółki prawa handlowego ze 100-procentowym lub częściowym udziałem podmiotów sektora finansów publicznych oraz banki. Zapis ten ma poważne konsekwencje, gdyż jest powszechnie wykorzystywany do obchodzenia zapisów ustawy o finansach publicznych. Spółkom Skarbu Państwa przekazywane są bowiem do realizacji zadania publiczne oraz przerzucane są na nie zobowiązania (np. tworzone są spółki celowe realizujące inwestycje typu aquaparki czy stadiony). W tych podmiotach nie są również narzucane przez ustawę zasady wynagradzania. Stąd też podmioty te stanowią w pewnym stopniu czynnik ryzyka związanego z zadłużeniem publicznym. Jednak skala tych zobowiązań nie jest w pełni zidentyfikowana²³.

2.1.2. Procedura budżetowa

Kolejnym elementem mającym istotny wpływ na jakość gospodarowania środkami publicznymi jest sposób zarządzania nimi. Budżet państwa jest największym funduszem w ramach finansów publicznych. Procedura budżetowa określa zaś sposób jego konstruowania i wykonywania. Wyróżnia się w niej cztery zasadnicze etapy: planowanie, przedkładanie i uchwalanie, wykonywanie i kontrolę wykonania budżetu. Przestrzeganie przewidzianych tu procedur powinno stanowić podstawę racjonalnego gospodarowania środkami publicznymi.

Pierwszym etapem jest planowanie budżetowe. Powinno ono być zgodne z interesem finansowym państwa. Warto podkreślić, iż rozpoczyna się ono z dużym wyprzedzeniem, wkrótce po wdrożeniu do realizacji budżetu na bieżący rok. Proces planowania budżetowego rozpoczyna się od przedstawienia założeń budżetu przez Ministra Finansów Radzie Ministrów do zatwierdzenia. Po ich zatwierdzeniu Minister Finansów przygotowuje i przekazuje dysponentom poszczególnych części budżetowych tzw. notę budżetową. Określa ona szczegółowe zasady i wzory formularzy używanych do sporządzenia planów finansowych, a w szczególności: plany rzeczowe zadań realizowanych ze środków budżetowych, projekty planów

²³ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., art. 9.

dochodów i wydatków poszczególnych części budżetowych i wzory formularzy. Dysponenci poszczególnych części budżetowych do opracowanych planów dochodów i wydatków dołączają szczegółowe uzasadnienie poszczególnych wydatków bieżących i inwestycyjnych. Ponadto w uzasadnieniu jest zawierane również omówienie założeń planu finansowego. Na podstawie materiałów dostarczanych przez dysponentów poszczególnych części budżetu Minister Finansów opracowuje projekt budżetu państwa. Dołącza do niego plany finansowe instytucji samodzielnie opracowujących swoje plany finansowe. Na podstawie projektu budżetu dysponenci poszczególnych części budżetowych informują jednostki im podległe o planowanych dochodach i wydatkach (do 25 października). Następnie jednostki podległe, na podstawie otrzymanych informacji, opracowują swoje plany finansowe (do 1 grudnia)²⁴. Zabezpiecza to sprawne funkcjonowanie sektora finansów publicznych w przypadku, gdy budżet państwa nie zostanie uchwalony przed początkiem roku budżetowego. Istotny element planowania budżetu stanowią rezerwy. Zgodnie z art. 66 ustawy o finansach publicznych, rezerwy dzielą się na: rezerwę ogólną (stanowiącą do 0,2% planowanych wydatków budżetu) oraz rezerwy celowe²⁵. Celem tworzenia rezerw jest zapobieganie zawyżaniu planów wydatków w poszczególnych częściach budżetu. Skupienie rezerw pozwala na zachowanie ich przejrzystości oraz kontroli nad ich wielkością.

Projekt ustawy budżetowej, przygotowany przez Ministra Finansów, uchwała Rada Ministrów i przedkłada Sejmowi w terminie zapisanym w Konstytucji, tj. do 30 września roku poprzedzającego. W przypadku trudności z przygotowaniem projektu ustawy budżetowej w sytuacjach przewidzianych przez Konstytucję, rząd może przedstawić prowizorium budżetowe. Wówczas jest zobowiązany do przedstawienia projektu budżetu nie później niż na trzy miesiące przed końcem okresu obowiązywania prowizorium. Praktykowane bywa również w takich sytuacjach przedkładanie Sejmowi projektu budżetu nie do końca zgodnego z wolą Rady Ministrów (np. przygotowanego przez poprzedni rząd), a następnie korygowanie go w trakcie prac w Sejmie dzięki tzw. autopoprawce rządu.

²⁴ Ibidem, dz. III, rozdz. 4. Szerzej patrz również: H. Kuzińska, op. cit., s. 54-64.

²⁵ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., art. 140, 153-157.

Należy również podkreślić, iż, zgodnie z Konstytucją, inicjatywa ustawodawcza w zakresie: ustawy budżetowej, prawozorium budżetowego, ustawy o zaciągnięciu długu publicznego oraz ustawy o udzieleniu gwarancji finansowych przez państwo należy wyłącznie do Rady Ministrów.

W przypadku ustawy budżetowej Sejm ma ściśle określone terminy, w których powinien zakończyć prace nad nią. Przede wszystkim Sejm ma czas do 31 stycznia nowego roku budżetowego na uchwalenie budżetu. Następnie Senat ma dwadzieścia dni na zgłoszenie swoich uwag. Cała procedura zaś powinna zakończyć się przed końcem marca. W sytuacji niedotrzymania powyższego terminu, prezydent ma prawo skrócić kadencję parlamentu. Procedura budżetowa kończy się podpisem prezydenta, który w tym przypadku nie posiada prawa weta. Ścisłe określenie harmonogramu prac nad budżetem zabezpiecza gospodarkę budżetową państwa przed zbyt długim funkcjonowaniem w stanie tymczasowości. Posłowie mają również ograniczone uprawnienia w pracach nad budżetem. Zwłaszcza nie mogą zmienić wielkości, przewidywanego budżetem, deficytu. Oznacza to w praktyce, iż zwiększenie wydatków musi być kompensowane zwiększeniem dochodów lub ich przesunięciem. Tak więc, każda zmiana budżetu musi być dokonywana w sposób odpowiedzialny, a przesunięcia wydatków są dokonywane zwykle pomiędzy poszczególnymi kategoriami wydatków. Dodać także należy, iż w ustawie o finansach publicznych zastrzeżono, iż ustawą budżetową nie można zmieniać innych ustaw. Uzasadnieniem tego faktu jest przeznaczenie ustawy budżetowej do wykonywania, a nie stanowienia prawa²⁶.

Wykonanie budżetu jest obwarowane wieloma procedurami zapisanymi w ustawie o finansach publicznych oraz w rozporządzeniach Ministra Finansów. Kieruje nim Rada Ministrów, a nadzór nad nim sprawuje Minister Finansów. Procedura wykonania budżetu rozpoczyna się od sporządzenia, na podstawie uchwalonej ustawy budżetowej, układu wykonawczego budżetu. Jego opracowanie należy do dysponentów poszczególnych części budżetowych, którzy mają na to dwadzieścia jeden dni. Opracowywany jest on w podziale na: działy, rozdziały i paragrafy klasyfikacji budżetowej. W tym samym terminie dysponenci przekazują jednostkom podległym plan dochodów i wydatków. Kolejnym elementem wykonawczym

²⁶ Ibidem, art. 140.

budżetu jest harmonogram dochodów i wydatków budżetu państwa. Jest on opracowywany przez Ministra Finansów w porozumieniu z dysponentami części budżetowych. Plan ten określa, w jakich terminach mają być realizowane dochody i wydatki. Pełni on funkcję mobilizującą w odniesieniu do podmiotów gromadzących dochody budżetowe oraz dyscyplinującą w stosunku do podmiotów wydatkujących te środki. Wydatkowanie kwot wyższych niż przewidziane wymaga uzyskania zgody Ministra Finansów, co zabezpiecza przestrzeganie harmonogramu w zakresie wydatków. Plan stanowi ponadto podstawę bieżącej kontroli realizacji budżetu państwa. Kontrolę tę sprawują dysponenti części budżetowych w stosunku do podległych im jednostek²⁷. Kontrola dokonywana jest przynajmniej raz na kwartał i dotyczy w szczególności:

- przebiegu wykonania zadań, realizacji dochodów i wydatków,
- wykorzystania udzielonych dotacji z budżetu państwa,
- realizacji innych zadań finansowanych z budżetu państwa,
- prawidłowości i terminowości pobierania dochodów,
- zgodności wydatków z planowanym przeznaczeniem,
- prawidłowości wykorzystania środków,
- wysokości i terminowości przekazywania dotacji,
- prawidłowości wykorzystania dotacji otrzymanych z budżetu państwa²⁸.

Istotnym elementem wykonywania budżetu jest reguła wygasania wydatków z końcem roku w przypadku ich niewykonania. Jest to zasada dość ściśle przestrzegana. Wyjątki dotyczą jedynie: środków uzyskanych z zagranicy, wydatków inwestycyjnych i programów wieloletnich. Nad niewygasającymi wydatkami kontrolę sprawuje Sejmowa Komisja Finansów Publicznych.

Zmiany ustawy budżetowej są kompetencją parlamentu i muszą mieć formę ustawową. Istnieje jednak ograniczona swoboda w przesuwaniu środków pomiędzy kategoriami wydatków. Na przykład nie mogą one zostać przeznaczone na wzrost wynagrodzeń. Ponadto nie można przekazywać na inny cel środków przeznaczonych na inwestycje i programy wieloletnie.

²⁷ Ibidem, art. 175.

²⁸ Ibidem.

Ogólną kontrolę nad wykonaniem budżetu sprawuje Minister Finansów. Szczegółowy nadzór nad poszczególnymi częściami budżetu wykonują ich dysponenci²⁹. Istotnym elementem kontroli sprawowanej nad wykonaniem budżetu jest możliwość blokowania środków budżetowych. Możliwość ta należy do kompetencji Rady Ministrów, która realizuje ją, wydając stosowne rozporządzenie. Taka decyzja musi uzyskać pozytywną opinię sejmowej komisji odpowiedniej ds. finansów publicznych. Możliwość blokowania środków posiadają również inne podmioty sprawujące kontrolę nad gospodarką budżetową. Przede wszystkim Minister Finansów ma taką możliwość, gdy w podległych mu jednostkach stwierdzi: niegospodarność, opóźnienia w realizacji zadań, nadmiar posiadanych środków i naruszenie dyscypliny budżetowej. Dysponenci poszczególnych części budżetowych mogą także zastosować ten środek, kiedy zaistnieje potrzeba wynikająca ze stwierdzenia niewłaściwej gospodarki środkami publicznymi. Muszą jednak poinformować o tym fakcie Ministra Finansów, a ten Radę Ministrów. Rada może uchylić lub zaakceptować decyzję. Zablokowane środki są przekształcane w rezerwę celową według zasad określonych w ustawie³⁰.

Dodatkowo, kontrola wykonania budżetu uwzględnia przedstawienie sprawozdania z wykonania budżetu przez Radę Ministrów parlamentowi w ciągu pięciu miesięcy od zakończenia roku budżetowego. Sejm rozpatruje sprawozdanie z wykonania budżetu wraz z omówieniem i raportem Najwyższej Izby Kontroli na temat wykonania budżetu. Komisje sejmowe rozpatrują sprawozdanie bardzo szczegółowo, często prosząc o wyjaśnienia poszczególnych dysponentów. Po otrzymaniu zadowalających odpowiedzi udzielają im tzw. skwitowania. Po szczegółowej analizie Komisja Finansów Publicznych przedstawia swoje wnioski Sejmowi. Ma on dziewięćdziesiąt dni od daty złożenia sprawozdania z wykonania budżetu na udzielenie bądź nie rządowi absolutorium z wykonania budżetu³¹.

Warto również wspomnieć niezrealizowaną jeszcze w pełni ideę wdrożenia budżetu zadaniowego. Jest to plan wydatków budżetowych,

²⁹ Ibidem, art. 174-176.

³⁰ Ibidem, art. 177.

³¹ H. Kuzińska, op. cit., s. 54-64.

sporządzany w układzie funkcji, zadań i podzadań, wraz ze wskazaniem celów, które planuje się osiągnąć w wyniku ich realizacji oraz mierników określających stopień realizacji celów³². Układ ten ma na celu zwiększyć przejrzystość i efektywność realizacji zadań publicznych. Budżet zadaniowy jest stopniowo wdrażany w polskiej gospodarce budżetowej i na razie funkcjonuje równoległe z tradycyjnym.

Procedura budżetowa realizuje w znacznej mierze założenia zasad gospodarki budżetowej, w szczególności zasad: roczności, uprzedniości, szczegółowości, jawności czy przejrzystości. Wprawdzie sposób sporządzania budżetu jest trudny do zrozumienia dla osób zasiadających w organach ustawodawczych i uchwałodawczych, lecz wynika z reguł rachunkowości budżetowej. Największe trudności sprawia przestrzeganie zasady realności, gdyż powszechną praktyką przy uchwalaniu budżetów państwa (choć nie tylko) jest przyjmowanie zbyt optymistycznych założeń dotyczących dynamiki wzrostu gospodarczego i dochodów publicznych.

2.1.3. Państwowy dług publiczny

Podstawowe zasady zaciągania długu publicznego oraz zarządzania nim zostały ujęte w dziale II ustawy o finansach publicznych. Pierwszą z uregulowanych tam kwestii są tytuły dłużne, które są zaliczane do długu publicznego. Są to: wyemitowane papiery wartościowe, zaciągnięte kredyty i pożyczki, przyjęte depozyty i wymagalne zobowiązania. Jednak w tym samym artykule podano, że Minister Finansów ustali szczegółowy sposób klasyfikacji tytułów dłużnych, zaliczanych do państwowego długu publicznego. Regulacja ta jest o tyle problematyczna, że bywa wykorzystywana do omijania ograniczeń poziomu zadłużenia. Przykładem takich sytuacji było niezaliczanie do długu zobowiązań wobec Otwartych Funduszy Emerytalnych. Na tym tle Polska prowadziła wieloletni spór z Komisją Europejską. Również do kompetencji Ministra Finansów należy określenie sposobu wyznaczania wartości zobowiązań. Zastrzeżenia są podobne jak w przypadku klasyfikacji tytułów dłużnych i wynikają z działań z pogranicza kreatywnej księgowości. Ten sam podmiot sprawuje kontrolę nad przestrzeganiem konstytucyjnej zasady, że poziom długu

³² *Budżet zadaniowy*, <https://www.gov.pl/web/finanse/budzet-zadaniowy> (dostęp: 16.06.2020).

publicznego nie może przekroczyć 60% PKB. Powoduje to, że w razie przekroczenia tej granicy to Minister Finansów odpowiada za ten fakt³³.

Kolejną regulacją związaną z zarządzaniem długiem jest zobowiązanie Ministra Finansów do ustalania czteroletniej strategii zarządzania długiem publicznym. Idea planowania wieloletniego jest słuszna, jednak analizy tych dokumentów wskazują na ograniczoną ich efektywność. Strategie te ograniczają się bowiem do takich kwestii, jak struktura długu, terminy zapadalności i koszt finansowania. Nie obejmują jednak planowania wielkości długu i stopnia zrównoważenia budżetu państwa. Stąd też nie ujmują najistotniejszej kwestii w polityce długu publicznego³⁴.

W dalszej części ustawy Minister Finansów jest upoważniony do zaciągania zobowiązań oraz podejmowania wszelkich czynności prawnych i operacyjnych, związanych z obsługą długu. Wśród tych czynności jest również zarządzanie płynnością poprzez przyjmowanie w depozyt wolnych środków innych pomiotów publicznych. Minister może również wykorzystywać instrumenty pochodne do realizacji celów zarządzania długiem publicznym³⁵.

W rozdziale czwartym działu II ustawy o finansach publicznych zapisano podstawowe zasady zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego. Regulacje te w pewien sposób ograniczają możliwości zaciągania zobowiązań przez samorządy. Polega to na zakazie kapitalizacji odsetek, konieczności co najmniej corocznej spłaty odsetek, ograniczenia udzielanego dyskonta do 5% zobowiązania, a dodatkowo wartość zobowiązania musi być znana w momencie jego zaciągania. W połączeniu z restrykcyjnym limitem poziomu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego powoduje to, że wprawdzie samorządy nie generują w Polsce nadmiernego długu publicznego, lecz jednocześnie pozwala rządowi zadłużać się w znacznie większym stopniu niż samorządom³⁶.

W ostatnim, piątym rozdziale analizowanego tu działu przedstawione są zasady emisji skarbowych papierów wartościowych, dokonywanych

³³ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., dz. II, rozdz. 1.

³⁴ Ibidem, art. 75.

³⁵ Ibidem, dz. II, rozdz. 2.

³⁶ Ibidem, dz. II, rozdz. 4.

przez Ministra Finansów. Nie wnoszą one szczególnie ryzykownych rozwiązań. Minister ma dużą swobodę w decyzjach dotyczących emisji papierów wartościowych³⁷.

Rozwiązania dotyczące długu publicznego występują również w dalszych częściach ustawy. Na przykład w art. 165 zapisano, że wydatki na obsługę długu publicznego mają priorytet nad innymi wydatkami. Artykuł 182 przewiduje, że do sprawozdania z wykonania budżetu państwa dołączane są informacje o przestrzeganiu limitu długu publicznego oraz o wielkości długu i zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji. W przepisach dotyczących wieloletniej prognozy finansowej jednostki samorządu terytorialnego sporządza się prognozę zadłużenia, która powinna obejmować okres, na który zaciągane są zobowiązania. Regulacja ta pokazuje w pewien sposób, że zobowiązanie jest długoterminowe, aczkolwiek wartość prognostyczna prezentowanych tu wielkości jest znikoma. Co więcej, może działać uspokajająco, gdyż zwykle pokazywana jest ścieżka zmniejszania zadłużenia, a faktycznie to zadłużenie zwiększa się, gdyż dochodzą zobowiązania z tytułu finansowania kolejnych deficytów, których w prognozie nie planuje się, a potem są uchwalane³⁸.

Rozwiązania związane z długiem publicznym uwzględniają w pewnym zakresie zasady gospodarki budżetowej. Przede wszystkim respektują zasadę gospodarności, również operatywności i specjalizacji. Nie jest zaś przestrzegana zasada zrównoważenia budżetu, gdyż samo istnienie długu jest jej zaprzeczeniem. Nie ma również zapisów przywracających to zrównoważenie z wyjątkiem zapisów sanacyjnych w przypadku przekroczenia progów ostrożnościowych.

2.2. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych

Kolejnym elementem decydującym o kształcie instytucjonalnym sektora finansów publicznych są regulacje dotyczące odpowiedzialności za nieprzestrzeganie dyscypliny budżetowej. Regulują je przepisy ustawy

³⁷ Ibidem, dz. II, rozdz. 5.

³⁸ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych...

z 17 grudnia 2004 r. o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych. Dyscyplinę budżetową, choć nie została ona zdefiniowana wprost w przepisach, można rozumieć jako obowiązek podporządkowania się przyjętym zasadom postępowania przez podmioty dysponujące środkami publicznymi³⁹. Pojęcie to zostało wprowadzone w celu zapewnienia odpowiedzialności za gospodarkę funduszami publicznymi i przypisanie jej osobom fizycznym dysponującym tymi funduszami. Jak podkreślają komentarze, odpowiedzialność osób będących członkami organów kolegialnych jest fikcją prawną, gdyż wyegzekwowanie tej odpowiedzialności jest niezwykle trudne⁴⁰.

W ustawie o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych wymieniony jest szereg czynów, które są uznawane za naruszenie dyscypliny finansów publicznych. Ich katalog jest bardzo szeroki. Wiązą się one głównie z:

- wydatkowaniem środków publicznych w sposób niezgodny z prawem,
- pobieraniem środków publicznych niezgodnie z prawem lub jego zaniechaniem,
- zaciąganiem zobowiązań niezgodnie z prawem,
- szeroko pojmowaną kategorią innych czynów związanych z dysponowaniem środkami publicznymi⁴¹.

Za naruszenie dyscypliny są uważane zaniechania, jak też nieumyślnie spowodowane szkody. Odpowiedzialność ponosi również kierownik jednostki, który dopuścił do naruszenia dyscypliny finansowej⁴².

W stosunku do osób naruszających dyscyplinę finansową stosuje się następujące formy sankcji: upomnienie, naganę, karę pieniężną i zakaz pełnienia funkcji kierowniczych związanych z dysponowaniem środkami

³⁹ *System prawa finansowego*, t. 2: *Prawo finansowe sektora finansów publicznych*, E. Ruśkowski (red.), Wolters Kluwer, Warszawa 2010, s. 456-457.

⁴⁰ *Podstawy finansów i prawa finansowego*, A. Drwiłło (red.), Wolters Kluwer, Warszawa 2018, s. 666-667.

⁴¹ Ustawa z dnia 17 grudnia 2004 r. o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych, Dz.U. 2005, nr 14, poz. 114, art. 6-18d.

⁴² *Podstawy finansów...*, s. 671-687.

publicznymi. Trzeba jednak zwrócić uwagę, iż kara finansowa może mieć wysokość od jednej czwartej do trzykrotności miesięcznego wynagrodzenia oskarżonego. Sankcje za naruszenie dyscypliny finansów publicznych mogą również zostać zastosowane w stosunku do jednostki, w której ono nastąpiło. Mogą one polegać na ograniczeniu środków przeznaczonych dla danej jednostki lub jej uprawnień. Postępowanie w sprawie naruszenia dyscypliny finansów publicznych odbywa się przed: wspólną komisją orzekającą, resortowymi komisjami orzekającymi przy ministrach kierujących określonym działem, komisji orzekającej przy Prezesie Rady Ministrów lub komisjach orzekających przy regionalnych izbach obrachunkowych.

Aby zabezpieczyć sektor finansów publicznych przed naruszeniami dyscypliny finansów publicznych, w sektor finansów publicznych jest wbudowany wieloszczeblowy system kontroli. Podstawą jest kontrola zarządcza w jednostkach sektora finansów publicznych, oparta na audycie wewnętrznym. Zasady przeprowadzania audytu wewnętrznego są regulowane w dziale VI ustawy o finansach publicznych. Przepisy te określają podmioty zobowiązane do prowadzenia działań z zakresu tego typu kontroli. Z obowiązku prowadzenia audytu wewnętrznego są zwolnione niektóre typy podmiotów o budżetach nieprzekraczających 40 mln zł. Przepisy te mają na celu zapewnienie maksymalnej niezależności osoby audytora oraz ochronę jej przed naciskami⁴³.

Dopełnieniem dyscypliny finansów publicznych jest kontrola zewnętrzna oparta na odpowiedzialności politycznej wobec organów wybieralnych. Ma ona przede wszystkim charakter polityczny i dość ogólny. Na szczeblu centralnym taką kontrolę sprawuje przede wszystkim parlament. Na szczeblu samorządowym polityczną kontrolę nad gospodarką finansową sprawują organy uchwałodawcze poszczególnych jednostek. System jest oparty na zasadzie przyjmowania lub odrzucania sprawozdań oraz udzielania lub nie absolutorium z wykonania budżetu. Należy jednak podkreślić, że polityczny charakter tej kontroli nie jest efektywny. Często jest bowiem wykorzystywana do walki politycznej. Ponadto odpowiedzialność karna czy finansowa w zasadzie nie występuje.

⁴³ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., dz. VI.

Należy również wspomnieć o merytorycznej i formalnej kontroli gospodarki środkami publicznymi, prowadzonej przez wyspecjalizowane organy kontroli. Podstawowym jest Najwyższa Izba Kontroli. Ma ona prawo kontrolować wszystkie podmioty dysponujące środkami publicznymi, w tym także: przedsiębiorstwa, fundacje itp. Przedmiotem jej zainteresowania jest przede wszystkim legalność, gospodarność i rzetelność w dysponowaniu środkami publicznymi. Instytucjami specjalistycznymi, kontrolującymi od strony formalnej wykonanie budżetów jednostek samorządu terytorialnego, są regionalne izby obrachunkowe. Są one państwowymi jednostkami, niezależnymi od władz samorządowych, powołanymi jako organ kontroli zewnętrznej dla samorządów. Przedmiotem ich zainteresowania są m.in. realizacja planowanych dochodów i wydatków, podstawy prawne i procedury gromadzenia i wydatkowania środków oraz ocena wykonania budżetów. Szczególne znaczenie izb wyraża się również w przekazaniu im kompetencji sporządzenia budżetu jednostki samorządowej, jeśli nie wywiązała się ona z obowiązku w ustawowych terminach. Ponadto opiniują one niektóre z działań, jakie zamierza podjąć samorząd, np. możliwość finansowania deficytu, zamiar emisji obligacji, możliwość spłaty kredytu przez jednostkę samorządu terytorialnego⁴⁴.

Rozwiązania związane z dyscypliną finansów publicznych stanowią więc skuteczne narzędzie w odniesieniu do podmiotów prowadzących operacyjne wydatkowanie środków publicznych oraz odpowiedzialnych za ich gromadzenie. Zapewniają również przestrzeganie zasad jawności i w pewnych stopniu motywują do przestrzegania zasady realności planowania budżetowego. Jednak nie jest to rozwiązanie skuteczne w przypadku odpowiedzialności politycznej, zwłaszcza podmiotów wybieralnych i kolegialnych.

⁴⁴ W. Ziółkowska, op. cit., s. 286, 291-300.

3. Ryzyko niewypłacalności w świetle miary syntetycznej

W celu oceny wpływu poruszonych wcześniej czynników na poziom ryzyka niewypłacalności sektora finansów publicznych skonstruowano miarę syntetyczną RNWP. W tym celu uwzględniono zmienne (por. tabela 1), związane ze strukturą długu oraz kształtem polityki budżetowej. Zmienne te pozwolą na ocenę ilościową, lecz nie uwzględniają czynników jakościowych poruszonych we wcześniejszej analizie. Większość z nich znajduje jednak odzwierciedlenie w przedstawionej tu strukturze długu.

Po dokonaniu analizy czynników ryzyka niewypłacalności sektora finansów publicznych wskazano czterdzieści zmiennych, które mogły być użyte do konstrukcji miary syntetycznej. Następnie wyeliminowano zmienne cechujące się zbyt niskim poziomem zmienności oraz zbyt silnym poziomem korelacji pomiędzy sobą. Ponadto wyeliminowano część zmiennych, które były merytorycznie powiązane ze sobą (np. były składowymi innej zmiennej). Ostatecznie wybrano zestaw dziewięciu zmiennych, które zostały przedstawione w tabeli 1.

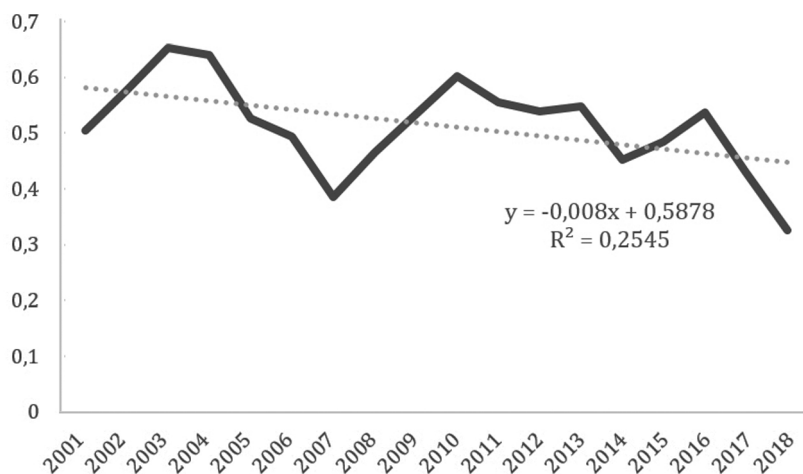
Uzasadnieniem wyboru zmiennych jest fakt, że wyrażają one podstawowe parametry długu oraz czynniki mające wpływ na jego zmiany. Poziom długu publicznego i deficytu budżetowego to podstawowe parametry świadczące o stanie finansów publicznych. Z kolei poziom długu krótkoterminowego sektora finansów publicznych ma silny wpływ na ryzyko jego refinansowania. Poziom odsetek od długu wskazuje na obciążenie budżetu obsługą długu i ma wpływ na jego dynamikę. Saldo pierwotne sektora odzwierciedla strukturalne podstawy stabilności finansów publicznych. Zaproponowane tutaj zmienne: odległość od proggu konstytucyjnego i zmiana długu rok do roku, wyrażają poziom presji, jakiej są poddawane finanse publiczne w obliczu wzrostu poziomu długu. *Stock-flow adjustment* zaś wskazuje na pozabudżetowe czynniki mające wpływ na poziom długu. Natomiast poziom dochodów sektora finansów publicznych do PKB odzwierciedla możliwości sfinansowania realizacji zadań publicznych.

Tabela 1. Zmienne wykorzystane do budowy miary syntetycznej RNWP

Lp.	Symbol zmiennej	Charakter zmiennej	Nazwa zmiennej (jednostka miary)	Źródło danych
1.	DPPR	S	Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (w % PKB)	Główny Urząd Statystyczny, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne (dostęp: 07.12.2019)
2.	DEFSEK	S	Deficyt sektora finansów publicznych (w % PKB)	Ministerstwo Finansów, https://www.gov.pl/web/finanse/szeregczasowe (dostęp: 05.12.2019)
3.	DLKRT	S	Udział długu krótkoterminowego w długu sektora finansów publicznych (w %)	Ministerstwo Finansów, https://www.gov.pl/web/finanse/szeregczasowe (dostęp: 05.12.2019)
4.	INTR	S	Odsetki wymagalne od długu publicznego (w % PKB)	Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/data/database,kod:gov_10dd_edpt1 (dostęp: 11.12.2019)
5.	SLDPR	D	Saldo pierwotne sektora finansów publicznych (w % PKB)	Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/data/database,kod:gov_10dd_edpt2 (dostęp: 11.12.2019)
6.	CHNG	S	Zmiana poziomu długu publicznego rok do roku (w % PKB)	Obliczenia własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne (dostęp: 07.12.2019)
7.	ODLPR	D	Odległość poziomu długu publicznego do granicy konstytucyjnej (w % PKB)	Obliczenia własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne (dostęp: 07.12.2019)
8.	SFA	D	<i>Stock-flow adjustment</i> (w % PKB)	Raporty: <i>Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States</i> , Eurostat dla lat 2006-2019, https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news (dostęp: 15.05.2019)
9.	DSFP	D	Dochody sektora finansów publicznych (w % PKB)	Główny Urząd Statystyczny, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne (dostęp: 07.12.2019)

Źródło: opracowanie własne na podstawie źródeł podanych w tabeli.

Wykres 3. Kształtowanie się wartości zmiennej syntetycznej RNWP



Źródło: opracowanie własne.

Miara syntetyczna w latach 2001–2018 przyjmowała wartości z przedziału od 0,4040 do 0,5738. Jej przebieg przedstawiono na wykresie 3. Jednostki miary syntetycznej nie mają bezpośredniej interpretacji merytorycznej, lecz jej dynamika podlega interpretacji. Analiza zmian wskazuje, że natężenie czynników związanych z ryzykiem niewypłacalności sektora finansów publicznych w Polsce stopniowo spadało w analizowanym okresie. Wahania, które występowały w poszczególnych okresach nie były znaczące i wiązały się głównie z okresami pogorszenia koniunktury. Pierwszy taki moment to lata 2003–2004, gdy sektor finansów publicznych wciąż odczuwał skutki kryzysu gospodarczego. Drugi okres to lata 2008–2009, gdy wybuchł kolejny kryzys gospodarczy, tym razem znacznie głębszy. Jednak w obu przypadkach wartości po roku – dwóch latach zbliżały się do linii trendu. Łącznie w analizowanym okresie wartość zmiennej syntetycznej spadła o 0,14 jednostki, tj. o 26% wartości wyjściowej. Funkcja trendu tej miary syntetycznej kształtowała się według następującego wzoru:

$$RNWP = -0,008t + 0,5878, \quad R^2 = 0,2545.$$

Funkcja ta wskazuje więc na trend malejący.

Analizę przebiegu składowych, które zostały wykorzystane do konstrukcji miary syntetycznej przedstawiono poniżej.

W przypadku zmiennej DPPR (dług publiczny jako % PKB) jej poziom rósł do 2014 r. i zbliżał się stopniowo do konstytucyjnej granicy poziomu długu publicznego. W 2014 r. umorzono obligacje przejęte z OFE, wskutek czego poziom długu w relacji do PKB jednorazowo nieco spadł. Dodatkowo, poprawa koniunktury gospodarczej spowodowała, że relacja długu do PKB zaczęła stopniowo zmniejszać się.

Natomiast zmienna DEFSEK (deficyt sektora finansów publicznych) charakteryzowała się znaczną zmiennością. Największy deficyt na poziomie 5,7% PKB wystąpił w 2002 r., po czym saldo sektora znacznie się poprawiło. W 2007 r. osiągnięto wręcz niewielką nadwyżkę (0,14% PKB). Jednak kryzys gospodarczy znów zdecydowanie pogorszył sytuację sektora. W najgorszym 2010 r. deficyt sięgnął 5,9% PKB. Kolejne lata przyniosły stopniową poprawę sytuacji aż do wypracowania nadwyżki na poziomie 0,2% PKB w 2018 r.

W przeciwieństwie do dwóch poprzednich zmiennych zmienna DLKRT (krótkoterminowy dług sektora finansów publicznych) kształtowała się znacznie korzystniej. W 2003 r. ukształtowała się ona na poziomie 13,7%, po czym zaczęła spadać. Niewielki wzrost poziomu długu krótkoterminowego nastąpił w okresie po kryzysie gospodarczym, lecz od 2008 r. nastąpił ponowny jego spadek. Na koniec 2018 r. poziom ten był już znikomy i wynosił 0,5% PKB. W porównaniu z początkowym poziomem oznacza to 27-krotny spadek. Wskutek tego ryzyko refinansowania długu uległo bardzo dużemu ograniczeniu.

W podobny sposób kształtowała się zmienna INTR (odsetki od długu publicznego). W całym okresie następował sukcesywny spadek poziomu ponoszonych kosztów. Tu również w okresie kryzysu gospodarczego nastąpił chwilowy wzrost odsetek, lecz od 2012 r. znów zaczęły regularnie spadać. W całym analizowanym okresie wartość tej zmiennej zmniejszyła się z 3,1% PKB w 2001 r. do 1,4% PKB w 2018.

Również kolejna zmienna SLDPR (saldo pierwotne sektora finansów publicznych) znacznie poprawiła swoje wartości. Szczególnie znaczna poprawa nastąpiła w latach 2001–2007. Wartość salda pierwotnego

zmniejszyła się z poziomu -4,9% PKB w 2002 r. do -1,3% PKB w 2007. Kryzys gospodarczy pogorszył je wyraźnie do poziomu -3,8% PKB w 2010 r. W kolejnych latach saldo sektora wahało się. Wyraźna poprawa nastąpiła dopiero w ostatnich dwóch latach analizowanego okresu, zaś w 2018 r. saldo sektora wyniosło -0,7% PKB. Kierunek zmiany wartości tej zmiennej można ocenić pozytywnie, lecz osiągnięte poziomy są niewystarczające choćby z punktu widzenia warunków zrównoważenia długu publicznego czy w świetle zbliżającego się kryzysu.

Poziom szóstej zmiennej – CHNG (zmiana poziomu długu publicznego rok do roku) znacząco wahał się w całym analizowanym okresie. Największe przyrosty długu następowały w okresach kryzysów gospodarczych. W latach 2002–2003 wynosiły one 5,9% i 6,6% PKB. Na podobnych poziomach ukształtowały się w latach 2008–2011. W okresach znacznej poprawy koniunktury spadały one poniżej 2% PKB. Spadek długu nastąpił w dwóch latach. W 2014 r. był skutkiem wspomnianego już umorzenia obligacji przejętych z OFE. Natomiast w 2017 r. wyraźnie poprawiła się koniunktura gospodarcza i znalazło to odzwierciedlenie w stanie finansów publicznych. Zmiany tej zmiennej miały pozytywny kierunek, lecz duża jej zmienność i niewystarczająca liczba lat ze spadkiem długu (w porównaniu np. z wieloma państwami rozwiniętymi) nie do końca pozwala pozytywnie ocenić sytuację.

W analizowanym okresie niekorzystnie kształtowała się kolejna zmienna, tj. ODLPR (odległość poziomu długu publicznego od granicy konstytucyjnej). Do 2014 r. poziom długu niebezpiecznie zbliżał się do konstytucyjnej granicy. Powodowało to nawet uruchamianie procedur ostrożnościowych. Umorzenie obligacji z OFE skokowo oddaliło dług od progu i wraz z poprawą koniunktury sprawiło, że tendencja w kształtowaniu się tej zmiennej odwróciła się. W efekcie dało to oddalenie się wielkości długu od górnej granicy o 11,1% PKB.

Ósma zmienna, SFA (*stock-flow adjustment*), odzwierciedla zmiany poziomu długu publicznego, które nie są uwzględniane w deficycie budżetowym. Zmienna ta charakteryzuje się znaczną zmiennością. W analizowanym okresie dziewięć razy wartość długu rosła bardziej niż wynika to z deficytu budżetowego. W ośmiu latach zaś zmieniła się w mniejszym

stopniu. Raz zmiana była tożsama ze zmianą wynikającą z deficytu sektora finansów publicznych.

Dziewiąta zmienna – DSFP (dochody sektora finansów publicznych), charakteryzowała się najmniejszą zmiennością. Wielkość uzyskiwanych dochodów publicznych w całym okresie nieznacznie wzrosła z 37,3% PKB w 2001 r. do 40,9% PKB w 2018. Z punktu widzenia stabilności finansów publicznych wzrost ten jest pożądany, gdyż ułatwia sfinansowanie zadań publicznych. Jednak osiągnięta zmiana jest stosunkowo niewielka i jest osiągalna jedynie w okresach poprawy koniunktury.

ROZDZIAŁ 4.

STRATEGIA FINANSOWANIA DŁUGU JAKO CZYNNIK RYZYKA KRYZYSU WALUTOWEGO

1. Podstawy teoretyczne kryzysów walutowych

Kryzysy gospodarcze stanowią stały element dotykający gospodarkę rynkową. Występowały one od początku jej rozwoju. Literatura przedstawia różne definicje kryzysów oraz klasyfikacje przyczyn ich występowania. Upowszechnienie się modelu gospodarki rynkowej oraz globalizacja spowodowały, że zasięg i skala kryzysów gospodarczych znacznie się zwiększyły. Stawały się one coraz bardziej zróżnicowane pod względem ich źródeł i mechanizmów powstawania. W związku z tym rozwijała się również myśl ekonomiczna dotycząca kryzysów.

Kryzysy, podobnie jak gospodarka rynkowa, ulegały ewolucji pod względem ich przyczyn, przebiegu oraz zasięgu. Pierwsze z nich wynikały z występowania zjawiska nadprodukcji i nadmiernego nagromadzenia zapasów. Ostatni kryzys gospodarczy z lat 2008–2009 miał podłoże nie tylko w nieodpowiedzialnej działalności instytucji finansowych, w tym przede wszystkim w zjawiskach spekulacyjnych na rynku finansowym¹. W literaturze można spotkać następujący podział kryzysów gospodarczych:

¹ B. Fiedor dodaje do tego erozję tradycyjnych wartości, które składały się na kulturę ekonomiczną stanowiącą podstawę konstrukcji gospodarki rynkowej (patrz: B. Fiedor, *Kryzys gospodarczy a kryzys ekonomii jako nauki*, „*Ekonomista*” 2010, nr 4, s. 453-466).

- kryzys finansowy – występuje wtedy, gdy na rynkach finansowych ma miejsce gwałtowny spadek cen aktywów oraz upadłość wielu instytucji finansowych²,
- kryzys bankowy – powstaje wskutek utraty stabilności przez system bankowy. Nie oznacza to upadku lub bankructwa wszystkich banków, lecz takiej ich części, która podważa zaufanie do systemu. Najczęściej są to banki o dużym udziale w rynku. Zwykle rząd podejmuje się ratowania sektora (co wiąże się z poważnymi obciążeniami fiskalnymi, powodującymi duże perturbacje budżetowe i konieczność drastycznych cięć). Sektor finansowy ma znaczący wpływ na kondycję całej gospodarki, stąd jego problemy wywołują najczęściej głęboki kryzys³,
- kryzys bilansu płatniczego – pojawia się zwykle w gospodarkach o stałym kursie walutowym. Utrzymanie takiego kursu wymaga doskonałego zrównoważenia bilansu płatniczego. W przeciwnym wypadku powstają napięcia, które powodują, że rynek oczekuje skokowej zmiany kursu. W momencie, kiedy rynek oczekuje dewaluacji, następuje gwałtowny spadek poziomu rezerw walutowych oraz oczekiwanie wzrostu stóp procentowych. Odpływ walut powoduje wystąpienie kryzysu bilansu płatniczego⁴,
- kryzys walutowy – następuje wskutek utraty zaufania rynków finansowych do danej waluty, w wyniku czego ma miejsce atak spekulacyjny. Najczęściej przyczyną takiej sytuacji jest utrzymująca się nierównowaga polityki fiskalnej, która prędzej czy później może doprowadzić do utraty zaufania do danego kraju (w zakresie stabilności jego wzrostu gospodarczego, bilansu płatniczego, możliwości obsługi zadłużenia). Proces spadku zaufania następuje powoli i trudno sobie zdać sprawę z przekroczenia granicy bezpieczeństwa, gdyż atak spekulacyjny zachodzi gwałtownie⁵,

² F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002.

³ A. Ostalecka, *Kryzysy bankowe i metody ich przewycięzania*, Warszawa 2009.

⁴ P. Krugman, M. Obstfeld, *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i praktyka*, Warszawa 2007, s. 250-251.

⁵ H. Żywiecka, *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*, „Materiały i Studia”

- kryzys zadłużenia – występuje wówczas, gdy kraj (najczęściej rozwijający się lub słabo rozwinięty) zadłużył się na inwestycje nieprzynoszące dochodu lub import konsumpcyjny, a z czasem przestaje być w stanie obsługiwać swoje zadłużenie. Sytuacja taka najczęściej rozpoczyna się w okresie, kiedy stopy procentowe na świecie są niskie, a pożyczki udzielane bardzo chętnie. W momencie, gdy stopy procentowe rosną, a polityka kredytowa zaostrza się, wówczas kraj jest na tyle uzależniony od napływu środków walut zagranicznych, że wpada w kryzys zadłużenia⁶.

W dalszych rozważaniach uwaga zostanie skoncentrowana na związku kryzysów walutowych z wpływem długu publicznego na inflację. Kryzysy walutowe występowały w przeszłości dość często i związane były zwłaszcza z formą pieniądza, którym posługiwano się. Oderwanie wartości nominalnej pieniądza od realnej wartości kruszcu powodowało pierwsze kryzysy walutowe. Obecnie funkcjonuje pieniądz symboliczny, stąd ryzyko kryzysów walutowych zwiększyło się.

W literaturze formułowane są różnorodne definicje kryzysu walutowego. Przytoczone określenia trafnie oddają ideę kryzysu walutowego. Gian M. Milesi-Ferretti i Assaf Razin przyjmują ponad dwukrotnie wyższy poziom deprecjacji niż średnia z poprzedniego roku⁷. Według Jeffreya A. Frankela i Andrew K. Rose'a za kryzys walutowy uznawany jest poziom deprecjacji powyżej 25% nominalnej wartości danej waluty⁸. Kent Osband i Caroline van Rijckeghem powołują się na miesięczną stopę deprecjacji – zmiana powyżej 10% i większa od średniej z ostatnich trzech – czternastu miesięcy o przynajmniej dwukrotność odchylenia standardowego z tej stopy⁹. Dobromił Serwa i Martin T. Bohl dodają, że przy definiowaniu kryzysu trzeba uwzględnić również sytuację, gdy rządowi i władzom monetarnym udaje się obronić kurs przez użycie znacznej części rezerw walutowych

2002, z. 145, NBP, Warszawa, s. 11; *Kryzysy finansowe, ich przyczyny, skutki i sposoby przezwyciężania*, J. Żabińska (red.), Katowice 2000, s. 10-11.

⁶ P. Krugman, M. Obstfeld, op. cit., s. 482-483.

⁷ B. Gawrońska-Nowak, *Niepewność na rynku walutowym. Teoretyczne podstawy*, Wydawnictwo Key-Text, Warszawa 2008, s. 73.

⁸ Ibidem.

⁹ Ibidem, s. 74.

lub znaczne podniesienie stóp procentowych¹⁰. Inni autorzy proponują konstrukcje wskaźników mierzących poziom deprecjacji uznawany za kryzysowy. Jednak wciąż pozostają to wartości ustalane arbitralnie¹¹. Jak więc można zauważyć, powyższe definicje wiążą kryzys walutowy ze znaczną dewaluacją waluty danego kraju. Poziom dewaluacji uznawany za kryzys nie jest jednoznacznie określony i powszechnie uznany. W systemach kursu płynnego występują bowiem znaczne wahania poziomu kursu walutowego. Stąd też powstaje pytanie o rozróżnienie pomiędzy kryzysem a rynkowym dostosowywaniem się kursu.

Kryzysy walutowe różnią się pod wieloma względami, wobec czego w literaturze można znaleźć różne typologie kryzysów walutowych. Pierwsza z nich dzieli je ze względu na ich źródła na: kryzysy pierwszej generacji, kryzysy drugiej generacji oraz modele eklektyczne.

Kryzysy pierwszego typu są związane z „nierozsądną” polityką gospodarczą i występują głównie w krajach o niższym poziomie rozwoju. Sytuację doprowadzającą do kryzysu pierwszego typu opisują przytaczane przez Adama Koronowskiego modele Paula Krugmana oraz Stephena W. Salanta i Dale’a W. Hendersona¹². Z kolei Marek Gruszczyński przywołuje model Roberta P. Flooda i Petera M. Garbera¹³. Według tych modeli, skutek ekspansji fiskalnej, finansowanej głównie dodrukiem pieniądza, następuje wzrost podaży pieniądza prowadzący do wzrostu popytu na towary importowane. To doprowadza do spadku konkurencyjności eksportu i pogorszenia się bilansu płatniczego. Również finansowanie deficytów zadłużeniem zagranicznym prowadzi do tych samych skutków. Problemem może być również sytuacja nagłej liberalizacji przepływów finansowych przy zachowaniu sztywnego kursu walutowego, co może doprowadzić do nadmiernego wzrostu akcji kredytowej, a tym samym podaży pieniądza. W takiej sytuacji kurs walutowy przestaje być realny i następuje atak spekulacyjny,

¹⁰ Ibidem.

¹¹ B. Gawrońska-Nowak, op. cit., s. 73-74.

¹² A. Koronowski, *Czynniki destabilizacji rynków walutowych*, Twigger, Warszawa 2003.

¹³ M. Gruszczyński, *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 88-93.

zmuszający do dewaluacji krajowej waluty. Ponadto panika związana z atakiem spekulacyjnym powoduje, że pogłębia się odpływ kapitału i kraj popada w głęboki kryzys¹⁴.

Kryzysy drugiego typu zostały wyodrębnione wskutek obserwacji kryzysu w krajach ERM na początku lat 90. XX w. Są one bardziej typowe dla wyżej rozwiniętych państw, gdyż dotyczą stabilnych, stosunkowo dobrze zrównoważonych gospodarek, w których jest prowadzona rozsądna polityka fiskalna. Zostały one opisane w modelach Maurice'a Obstfelda oraz Barry'ego Eichengreena, Andrew K. Rose'a i Charles'a Wyplosza¹⁵. Początkiem kryzysu jest tu na tyle silny atak spekulacyjny, wskutek którego rząd nie decyduje się na obronę waluty. Taka sytuacja może nastąpić w przypadku zbyt dużych kosztów obrony waluty, np. w okresie recesji podnoszenie stóp procentowych może doprowadzić do jej pogłębienia¹⁶.

Trzeci typ modeli wyjaśniających kryzysy walutowe powstał w wyniku obserwacji kryzysów w krajach Azji. Kryzysy, które tam wybuchały, nie pasowały w pełni do drugiego modelu. Krugman opracował więc model eklektyczny, w którym przyczyn kryzysów walutowych upatruje się w strukturze gospodarki. Ich źródłem była bowiem zbyt niska efektywność inwestycji. Kryzysy te są podobne zarówno do drugiego typu (stabilna, rozsądna polityka gospodarcza), jak i pierwszego, tylko że niedoskonałości zarządzania powstają na szczeblu mikro, a nie makro¹⁷. Z kolei Dariusz Raus zwraca uwagę, że kryzysy trzeciego typu są grupą niejednorodną, na którą mogą mieć wpływ również takie czynniki, jak: pokusa nadużycia, szczególnie państwowych gwarancji i zabezpieczeń; panika inwestorów; asymetria negatywna oraz selekcja negatywna; zakażenie

¹⁴ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 16-21; *Currency Crises in Emerging-Market Economies: Causes, Consequences and Policy Lessons*, M. Dąbrowski (red.), CASE, Warsaw 2002, s. 18-19.

¹⁵ M. Gruszczyński, op. cit., s. 93-100; J. Siwińska, *Currency Crises and Fiscal Imbalances – The Transition Countries Perspectives*, CASE, Warsaw 2000, s. 12-18.

¹⁶ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, op. cit., s. 16-21; *Currency Crises...*, s. 19-20.

¹⁷ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, op. cit., s. 16-21; *Currency Crises...*, s. 20.

gospodarki kryzysem z innych krajów oraz manipulowanie rynkiem. Czynniki te w szczególny sposób oddziałują obecnie na globalizujące się rynki finansowe, zwiększając ich podatność na kryzysy finansowe, w tym walutowe¹⁸.

Istotną kwestią w identyfikacji kryzysów walutowych są ich źródła. Raus proponuje podział czynników powodujących kryzysy walutowe na: gospodarcze, polityczne oraz związane z oczekiwaniami inwestorów. Czynniki gospodarcze związane są ze strukturą i funkcjonowaniem gospodarki. Szczególne znaczenie mają czynniki polityczne. Wiele decyzji mających wpływ na poziom ryzyka kursu walutowego ma bowiem charakter typowo polityczny. Analiza tych decyzji wskazuje, że często na ich podjęcie mają wpływ czynniki o krótkookresowym charakterze, wynikające z cyklu politycznego, najczęściej czteroletniego. Stąd też nie zawsze są one zgodne z ekonomiczną logiką¹⁹.

Kolejny podział źródeł kryzysów wyróżnia: czynniki zewnętrzne, ryzyko zarażenia się kryzysem z zewnątrz oraz czynniki wewnętrzne²⁰. Czynniki zewnętrzne mogą doprowadzić do naruszenia stabilności systemu finansowego kraju oraz stabilności gospodarki. Stanowią one zagrożenie potencjalne, zaś obecna struktura gospodarki światowej prowadzi do ich rozprzestrzeniania. Pojedynczy kraj nie ma wpływu na te czynniki. Należy więc monitorować poziom ryzyka związanego z nimi oraz starać się przygotować gospodarkę na ich wystąpienie. Istotna jest również międzynarodowa koordynacja polityki gospodarczej w celu minimalizacji niektórych typów ryzyka (np. klimatycznego)²¹.

Zarażenie kryzysem, który wystąpi poza granicami kraju to drugie źródło kryzysu. Kryzys gospodarczy z lat 2008–2009 i kryzys zadłużeniowy pokazały, że takie zarażenie jest realnym zagrożeniem. Na przykład problemy Grecji z wypłacalnością przełożyły się na problemy kolejnych krajów: Hiszpanii, Portugalii i Irlandii. Stało się tak, mimo że były one

¹⁸ D. Raus, *Determinanty i metody szacowania ryzyka kryzysu walutowego*, „Materiały i Studia” 2000, z. 112, NBP, Warszawa, s. 14-21.

¹⁹ Ibidem, s. 23.

²⁰ *Ryzyko kryzysu finansowego w Polsce. Identyfikacja i monitorowanie*, D.J. Błaszczuk (red.), Poltext, Warszawa 2006.

²¹ Ibidem, s. 45-54.

w znacznie lepszej sytuacji niż Grecja. W Polsce czynnikiem ryzyka mógł być duży udział zagranicznego kapitału w systemie bankowym, co pokazał kryzys gospodarczy w 2008 r., gdy zagraniczni właściciele banków polecieli ograniczyć akcję kredytową. Z kolei w Korei Południowej wystąpiły problemy konglomeratów finansowych, które powodowały kryzysy wszystkich spółek z danej grupy. Wzrost współzależności pomiędzy sytuacją w danym kraju a sytuacją na międzynarodowych rynkach finansowych również stanowi czynnik ryzyka. Taka zależność jest obserwowana na przykładzie polskiej giełdy (często kierunek zmian cen w Polsce wynika z nastrojów na międzynarodowych giełdach) oraz na rynku walutowym (polski złoty jest traktowany jako część systemu walutowego krajów Europy Środkowo-Wschodniej – problemy jednej waluty przenoszą się na pozostałe). Na podstawie tych obserwacji wyróżnić można następujące kanały przenoszenia się kryzysów: kanał powiązań handlowych, kanał cyklu koniunkturalnego, kanał stadnych zachowań inwestorów i kanał zachowań władzy monetarnej²².

Czynniki wewnętrzne gospodarki stanowią trzecie źródło kryzysu. Należy do niego podejść w sposób indywidualny dla poszczególnych krajów. Pewne czynniki mogą powtarzać się, jak np. problemy z systemem emerytalnym, struktura rynku finansowego czy stan finansów publicznych. Jednocześnie jednak w każdym kraju mogą wystąpić czynniki specyficzne. Dla polskiej gospodarki mogą to być czynniki związane z: integracją/dezintegracją Polski z Unią Europejską, strukturą gospodarki, funkcjonowaniem rynku pracy, zadłużeniem sektora finansów publicznych, funkcjonowaniem sektora emerytalnego, strukturą systemu finansowego²³.

Przedstawione określenia kryzysów walutowych oraz czynniki je powodujące stanowią teoretyczną syntezę doświadczeń z kryzysów, które wystąpiły w przeszłości. Kolejny element oceny ryzyka wystąpienia kryzysu walutowego w Polsce pod wpływem długu publicznego stanowić będzie analiza doświadczeń krajów, które przeszły przez kryzys walutowy.

²² Ibidem, s. 55-65.

²³ Ibidem.

2. Międzynarodowe przykłady kryzysów walutowych – wnioski dla Polski

2.1. Kryzysy południowoamerykańskie

W drugiej połowie XX w. kryzysy walutowe dotyczyły głównie krajów rozwijających się. Jednym z takich przykładów jest Meksyk, w którym kryzys walutowy wystąpił dwukrotnie: na początku lat 80. XX w. oraz ponownie na przełomie lat 1994–1995.

Pierwszy z kryzysów wystąpił po okresie szoków naftowych. Ogłoszono utratę możliwości obsługi zadłużenia i drastycznie obniżył się kurs peso. Skutki tego wydarzenia silnie oddziaływały na gospodarkę. Przede wszystkim kryzys spowodował ogromną utratę wiarygodności Meksyku na międzynarodowym rynku finansowym. Aby wyjść z niego wprowadzono szereg reform gospodarczych, mających na celu liberalizację gospodarki, jej stabilizację oraz otwarcie na wymianę zagraniczną. Zmniejszono udział państwa we własności przedsiębiorstw. Dokonano urynkowienia stosunków przedsiębiorstw państwowych z bankami. Sektor finansowy poddano znaczącej deregulacji. Złagodzono również przepisy dotyczące przepływów kapitału z zagranicą. Dzięki zniesieniu ograniczeń w inwestowaniu Meksyk stał się atrakcyjnym miejscem lokowania bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W 1990 r. napłynęło tu 12,5 mld USD, w kolejnym roku – 17 mld USD, a w 1992 – 18,9 mld USD. Dodatkowo, wyższe niż w USA stopy procentowe zachęcały do inwestycji portfelowych. To powodowało, że Meksyk miał znaczące nadwyżki na rachunku obrotów kapitałowych, które z 22,5 mld USD w 1991 r. wzrosły do 30,5 mld USD w 1993²⁴.

Reformy podjęte przez rząd Meksyku w znacznym stopniu osiągnęły założone cele. Wzrosła wiarygodność kraju, przywrócono dostęp do

²⁴ Przebieg i skutki kryzysów w Meksyku przedstawiono w publikacjach: M. Gruszczyński, op. cit., s. 61-69; *The Political Economy of International Financial Crisis*, S. Horowitz, U. Heo (red.), Rowman & Littlefield Publishers, Lanham, Boulder, New York, Oxford 2001, s. 179-198; K. Spirzewski, *Kryzys walutowy w Meksyku w latach 1994–1995*, „Ekonomia. Rynek. Gospodarka. Społeczeństwo” 2008, nr 21, s. 138-171.

międzynarodowych rynków finansowych oraz wyraźnie szybciej zaczął rosnąć PKB. Z czasem pojawiły się jednak negatywne tendencje. Dobra koniunktura wraz ze stopniowym spadkiem stóp procentowych spowodowały ekspansję kredytową, spadek poziomu oszczędności oraz wzrost popytu na towary importowane (pogorszył się bilans handlowy). Słabość krajowego rynku finansowego oraz korzystny poziom zagranicznych stóp procentowych powodowały, że zarówno prywatne podmioty, jak i państwo bardzo zadłużały się za granicą. Rodziło to znaczny popyt na waluty potrzebne na obsługę zadłużenia. Dużą rolę w tym odegrało państwo, które zaczęło na dużą skalę emitować krótkookresowe obligacje, tzw. *tesobonos*. W związku z pogorszeniem się wskaźników ekonomicznych Meksyk zaczął być postrzegany jako kraj bardziej ryzykowny. Zmniejszył się napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wzrósł za to udział inwestycji portfelowych. To jeszcze bardziej pogorszyło bilans płatniczy. Popyt na waluty wzrósł tak bardzo, że rząd kilkakrotnie podejmował interwencje na rynku walutowym. Doprowadziło to do spadku poziomu rezerw do nieco ponad 6 mld USD (mniej niż miesięczne należności z tytułu importu)²⁵. Kryzys ten był w pewnym sensie samosprawdzającą się przepowiednią. Inwestorzy utracili zaufanie do kraju i ich obawy zmaterializowały się wskutek ataku spekulacyjnego braku refinansowania długów na warunkach możliwych do przyjęcia przez rząd Meksyku. Dlatego też kraj stanął na krawędzi bankructwa²⁶. Dzięki udzielonej przez USA pomocy udało się uniknąć niewypłacalności. Co więcej, utrzymać wymienialność peso, co wymusiło jego upłynnienie (automatycznie przełożyło się to na znaczną dewaluację peso). Ponadto konieczne było podjęcie dalszych reform.

Podsumowując, kryzys walutowy w Meksyku nie miał tak gwałtownego przebiegu, jak w innych krajach. Doprowadził jednak do znacznej, gwałtownej dewaluacji peso i ostatecznie przejścia na system kursu płynnego. Co istotne, z punktu widzenia niniejszej rozprawy dewaluacja doprowadziła również do dużego i utrzymującego się przez kilka lat

²⁵ J.C. Hun, „*Post Modern*” *Sovereign Debt Crisis: Did Mexico Need an International Bankruptcy Forum*, „*Fordham Law Review*” 1996, t. 64, iss. 6.

²⁶ H.L. Cole, T.J. Kehoe, *A Self-Fulfilling of Mexico's 1994-95 Debt Crisis*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report, nr 210, April 1996.

wzrostu poziomu inflacji. Tak więc, niedoskonałości polityki gospodarczej w połączeniu z dużym zakresem otwarcia gospodarki na wymianę z zagranicą doprowadziły do trudności z utrzymaniem poziomu kursu. Nie uwolniono na czas kursu, co doprowadziło do kryzysu, a ten w bardzo dużym stopniu wpłynął na poziom inflacji w Meksyku.

Kolejnym krajem dotkniętym kryzysami walutowymi była Argentyna. Na początku lat 80. XX w. musiała ona zmierzyć się z okresem hiperinflacji, który rozpoczął dużą przebudowę gospodarki. W pierwszym okresie głównym jej celem było ustabilizowanie sytuacji i przywrócenie wiarygodności kraju. W tym celu zastosowano mechanizm tzw. izby walutowej. Rozwiązanie to pozwala z jednej strony na długofalową stabilizację kursu waluty krajowej do walut zagranicznych, ale z drugiej pozbawia rząd możliwości oddziaływania na gospodarkę poprzez regulację podaży pieniądza²⁷. Rozwiązanie to nie zapewniło stabilności. Konieczne bowiem było jednoczesne przeprowadzenie reform w systemie bankowym, a przede wszystkim w systemie finansów publicznych. Do końca lat 80. kolejne reformy tego drugiego sektora nie powiodły się, co doprowadziło do ponownego wybuchu hiperinflacji i utraty oszczędności przez obywateli. Sytuacja stała się na tyle krytyczna, że dopiero na początku lat 90. wprowadzenie izby walutowej zostało uzupełnione o konieczne reformy sektora finansów publicznych (zniesiono indeksację płac, zmniejszono zatrudnienie o połowę, zredukowano deficyt budżetowy poprzez podniesienie podatków i znacząco ograniczono dług publiczny) i systemu bankowego (brak możliwości interwencji przez bank centralny spowodował, że system bankowy musiał zacząć ponosić odpowiedzialność za swoją działalność, dodatkowo wprowadzono dość ostre regulacje ostrożnościowe). Sytuacja wydawała się więc ustabilizowana.

W efekcie podjętych reform wyeliminowano wysoką inflację, ustabilizowano system bankowy oraz przyspieszył wzrost gospodarczy. Gospodarka Argentyny stała się jednak podatna na szoki zewnętrzne. Mimo dobrych fundamentów gospodarczych, argentyńska gospodarka „zaraziła

²⁷ R. Przygodzka, *Kryzysy w Ameryce Łacińskiej*, [w:] *Od wielkiego kryzysu gospodarczego do wielkiego kryzysu finansowego. Perturbacje w gospodarce światowej w latach 1929–2009*, J. Kaliński, M. Zalesko (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2009, s. 298–300.

się” kryzysem od Meksyku (w połowie lat 90. XX w.) oraz od Brazylii (na przełomie wieków). Nazywano to „efektem tequili”. Inwestorzy zagraniczni obawiali się, że w warunkach pogorszenia koniunktury izba walutowa załamie się i nastąpi dewaluacja argentyńskiej waluty. Dlatego też nastąpił gwałtowny odpływ środków inwestorów zagranicznych. Ponadto obywatele masowo wycofywali środki z banków, co postawiło cały system na krawędzi bankructwa. Zbiegło się to w czasie ze wzrostem potrzeb pożyczkowych państwa po wprowadzeniu reformy emerytalnej. Jednak, dzięki wykazaniu determinacji rządu w prowadzeniu reform, Międzynarodowy Fundusz Walutowy pomógł finansowo Argentynie. Pozwoliło to utrzymać wypłacalność systemu bankowego oraz zachować system izby walutowej mimo kryzysu walutowego. Tak więc obawy inwestorów okazały się nieuzasadnione, jednak tzw. zachowania stadne sprawiły, że Argentyna została „zainfekowana” kryzysem meksykańskim²⁸.

W kolejnych latach Argentyna ponownie doświadczyła kryzysu finansowego. W latach 2001–2002 ponownie stanęła na skraju bankructwa i nie była w stanie obsługiwać swojego zadłużenia. W efekcie ponownie wybuchła inflacja, waluta uległa znacznej deprecjacji, a system bankowy został sparaliżowany. Było to wynikiem kombinacji różnych czynników. Mimo podjętych wcześniej reform, przedłużająca się recesja w gospodarce oraz trudności z refinansowaniem długu przyczyniły się do eksplozywnego narastania długu. Istotnym czynnikiem były również nierównowagi w bilansie handlowym oraz niezdolność polityków gospodarczych do podjęcia efektywnych działań ratujących sytuację. W przeciwieństwie do poprzednich kryzysów, tym razem jego źródłem nie była emisja pieniądza bez pokrycia, lecz uzależnienie od zagranicznych źródeł finansowania deficytu (wskutek płytkości wewnętrznego rynku finansowego). Kryzys ten ukazał słabość zreformowanego systemu gospodarczego, który nie był w stanie utrzymać sztywnego kursu walutowego w warunkach przedłużającej się recesji²⁹.

²⁸ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, op. cit.; *The Political Economy...*, s. 213-225.

²⁹ C. Daseking, A. Ghosh, T. Lane, A. Thomas, *Lessons from the Crisis in Argentina*, International Monetary Fund, Washington, DC, 2004.

Z kryzysów walutowych w Argentynie należy wyciągnąć wnioszek, że nawet stabilna, przewidywalna i odpowiedzialna polityka gospodarcza może nie uchronić gospodarki przed kryzysami walutowymi. W stałych warunkach zewnętrznych izba walutowa funkcjonowałaby stabilnie, mimo że nie jest rozwiązaniem idealnym. Jednak szoki zewnętrzne wpłynęły bardzo silnie na gospodarkę Argentyny, doprowadzając do kryzysów.

2.2. Kryzysy w Europie (strefy: ERM, Rosja, Czechy)

W Europie Środkowo-Wschodniej kryzysem walutowym dotknięte zostały Czechy. Doświadczenia tego kraju są istotne dla Polski ze względu na podobieństwo gospodarcze. Wystąpienie kryzysu poprzedziła trudna sytuacja w bilansie handlowym. W połowie lat 90. XX w. poziom deficytu obrotów handlowych wzrósł z 1,9% PKB w 1994 r. do 7,6% PKB w 1997. Początkowo było to równoważone przede wszystkim szerokim napływem bezpośrednich i portfelowych inwestycji zagranicznych. Zmniejszało to motywację władz do zajęcia się pogarszającym się drastycznie bilansem handlowym. Dodatkowo, bezpośrednie inwestycje zagraniczne charakteryzowały się dużą importochłonnością, bez widocznego jeszcze wpływu na poziom eksportu, powiększając dodatkowo nierównowagę w wymianie handlowej³⁰.

Przytoczone czynniki wpłynęły na pogorszenie oceny polityki gospodarczej Czech. Skutkowało to zmniejszeniem poziomu napływu inwestycji zagranicznych, co dodatkowo pogorszyło sytuację płatniczą Czech oraz wymusiło podjęcie działań naprawczych. Ze względu na niepopularność polityczną koniecznych do podjęcia decyzji rząd przygotował plan, który został źle oceniony przez rynki finansowe. Pogłębianie się kryzysu spowodowało, że został przeprowadzony atak spekulacyjny na koronę czeską. Bank centralny próbował bronić kursu walutowego, jednak uległ presji i zdecydował o zwiększeniu pasma dopuszczalnych wahań z 7,5% do 11,9%. Ostatecznie wartość korony spadła o około 12%, co pozwoliło przywrócić

³⁰ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, op. cit., s. 83-97.

równowagę na rynku walutowym, lecz spowodowało długotrwałą recesję w kraju. Czeski przypadek kryzysu walutowego był wynikiem kilku czynników. Po pierwsze, znaczny deficyt handlowy był równoważony przez zmienny napływ kapitału w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Gdy napływ inwestycji znacząco osłabł, pojawiły się poważne problemy z utrzymaniem kursu korony. Po drugie, mało zdecydowana i przez to niewiarygodna polityka gospodarcza skutkowałą wycofywaniem się kapitału zagranicznego. Jest to również wskazówką do oceny polskiej gospodarki, w której wprowadzanie koniecznych reform napotyka na duży opór społeczny, a ich zapowiedzi są równie niewiarygodne, jak w Czechach³¹.

Istotny z punktu widzenia podjętej tu analizy jest kryzys w Rosji. Również on wynikał z czynników związanych z ryzykowną (choć można ją również nazwać nierozsądną) polityką gospodarczą. Przed kryzysem ten kraj prowadził od sześciu lat reformy zgodne z oczekiwaniami Międzynarodowego Funduszu Walutowego i rynków finansowych. Udało się zmniejszyć inflację z poziomu 131% w 1995 r. do 11% w 1997³². Ograniczono poziom deficytu oraz ustabilizowano kurs rubla. Problem stanowiła struktura gospodarki. Dochody deficytowego budżetu uzależnione były w dużej mierze od wpływów z eksportu ropy. Struktura finansowania deficytów budżetowych opierała się na krótkoterminowych papierach skarbowych (tzw. GKO), które były skierowane głównie do inwestorów zagranicznych. Do tego doszło zaangażowanie sektora bankowego w sprzedaż inwestorom zagranicznym kontraktów terminowych, tzw. NDF, służących zapewnieniu klientom zabezpieczenia przed dewaluacją. Rosyjskie banki uwierzyły w stabilność systemu walutowego do tego stopnia, że nie zabezpieczyły się przed ewentualną dewaluacją. W jej przypadku skala strat poniesionych przez banki mogła wręcz zagrozić całemu systemowi³³.

³¹ D. Begg, *Pegging Out: Lessons from the Czech Exchange Rate Crisis*, „Journal of Comparative Economics” 1998, iss. 26.

³² A.J. Chiodo, M. T. Owyang, *A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2002, November/December.

³³ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, op. cit., s. 137-155.

Załamanie koniunktury gospodarczej, spowodowane przez zaburzenia na rynkach azjatyckich i wynikający z tego spadek popytu na ropę, spowodowało wybuch kryzysu. Jego skutkiem była bessa na moskiewskiej giełdzie, pogorszenie sytuacji budżetu oraz zwiększenie jego zapotrzebowania na kapitał zewnętrzny (finansowany głównie przez GKO). Jednocześnie jednak nastąpiło częściowe wycofywanie płynnego kapitału zagranicznego z Rosji. Rynek oczekiwał coraz wyższej ceny za waluty. Aby utrzymać popyt na GKO, rząd oferował je na coraz mniej korzystnych dla siebie warunkach. Żeby przygotować się na niekorzystne warunki gospodarcze, bank centralny ogłosił wprowadzenie wyższego poziomu wahań kursu walutowego. Jednak po interwencji rosyjskich banków i uświadomieniu bankowi centralnemu skali zobowiązań wynikających z NDF-ów, wycofano się z tego pomysłu. Rynek przyjął to bardzo źle. Koszty stabilizowania waluty okazały się bardzo wysokie (w 1998 r. 13 mld USD). Niewiarygodność polityki gospodarczej banku centralnego oraz zamieszanie na scenie politycznej związane ze zmianą rządu, z brakiem poparcia dla nowego rządu, a następnie nieosiągnięciem przez niego zakładanych celów (np. zwiększenia dochodów budżetowych) spowodowały kolejny kryzys. Pomocy Rosji udzielił Międzynarodowy Fundusz Walutowy (w kwocie 23 mld USD), jednak w skali problemów była to kwota niewystarczająca. Wprawdzie inwestorzy zostali nieco uspokojeni, lecz wówczas rosyjskie banki zaczęły gwałtowne zakupy walut, widząc, że w krótkim czasie będą musiały wywiązać się z NDF-ów. Na płytkim rynku spowodowało to, że 17 sierpnia 1998 r. bank centralny zaprzestał obrony kursu rubla (nie mając na to wystarczających rezerw), a ten się załamał. Dodatkowo, obok kryzysu walutowego, w Rosji wystąpiło załamanie systemu bankowego pod wpływem strat spowodowanych nieprzygotowaniem na wykonanie NDF-ów. Rząd i bank centralny praktycznie nie ratowały systemu mając świadomość rozmiaru jego problemów³⁴. Podsumowując, rosyjski przykład pokazuje, że niedokończone reformy, nierównowaga systemu finansów publicznych oraz jego uzależnienie od zagranicznych źródeł finansowania (w szczególności krótkoterminowych) stanowią istotny czynnik zwiększający ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego. Ponadto dodatkowe czynniki ryzyka mogą tkwić

³⁴ J. Siwińska, op. cit., s. 29-33.

w systemie bankowym, szczególnie gdy działa on w sposób nadmiernie ryzykowny. Kraje rozwijające się są poza tym podatne na zagrożenia związane z płytkością rynków walutowych oraz międzybankowych.

Kryzys walutowy w Europie dotknął także grupy krajów Unii Europejskiej, należących do systemu ERM. Kraje tej grupy stworzyły system, w którym kursy poszczególnych walut zostały ze sobą powiązane. Nie towarzyszyła jednak temu konwergencja w zakresie poziomu inflacji, równowagi budżetowej oraz polityk gospodarczych. Spowodowało to, że relacje pomiędzy wartościami poszczególnych walut zostały zaburzone (część z nich była niedowartościowana, pozostałe przewartościowane). W tym samym czasie zliberalizowano przepływy kapitałowe. Podmioty rynku kapitałowego podjęły spekulację na niespotykaną skalę. Stosując różnorodne dostępne instrumenty, wykorzystywały one różnice w realnych wartościach poszczególnych walut i ich oficjalnymi kursami. Banki centralne poszczególnych państw posługiwały się wszelkimi dostępnymi środkami w celu obrony walut. Podejmowane interwencje na rynku walutowym zwykle okazywały się nieskuteczne ze względu na rozmiary zliberalizowanych rynków. Wprowadzano ograniczenia administracyjne, np. w udzielaniu kredytów w walucie lokalnej nierezydentom. Drastycznie podnoszono krótkoterminowe stopy procentowe. Jednak działania te nie pozwoliły obronić kursów walutowych – wiele krajów zdewaluowało swoje waluty, co urealniło ich kurs³⁵. Podsumowując, wszelkie rozbieżności pomiędzy kursem waluty a jej realną wartością zostają wykorzystane przez kapitał spekulacyjny. Dzieje się tak, gdy gospodarki są otwarte, a przepływy kapitałowe zostaną uwolnione.

2.3. Kryzysy azjatyckie

Istotnym przykładem kryzysów walutowych są te, które wystąpiły w krajach Azji Południowo-Wschodniej w latach 1997–1998. Dotknięte nimi zostały Korea Południowa, Tajlandia i Indonezja. Analiza wskazuje na znaczne podobieństwo kryzysów w poszczególnych krajach. Przede wszystkim, wszystkie kraje były zaliczane do krajów dynamicznie rozwijających się. Wzrost gospodarczy oparty był w dużej mierze na produkcji

³⁵ M. Gruszczyński, op. cit., s. 54-61.

eksportowej. Dużą rolę w gospodarce odgrywało państwo (nie poprzez państwową własność, lecz przez prowadzoną politykę gospodarczą). We wszystkich funkcjonował system stałego kursu walutowego oraz istniały ograniczenia w handlu walutami (różne w poszczególnych krajach, lecz w każdym z nich znajdowały się luki, które umożliwiały unikanie części ograniczeń). Szybkemu wzrostowi gospodarczemu i jedynie częściowemu otwarciu na napływ kapitału zagranicznego towarzyszyła duża presja rządów na utrzymanie szybkiego tempa wzrostu gospodarczego. Przy ograniczonej wielkości wewnętrznych rynków finansowych, restrykcjach w napływie kapitału zagranicznego oraz stałym kursie walutowym, przedsiębiorcy chętnie korzystali z kredytów, w tym zagranicznych. We wszystkich krajach przedsiębiorstwa były zadłużone w zbyt dużym stopniu. Szczególnie w Korei Południowej inwestycje finansowane zadłużeniem przekraczały zdolności do efektywnego prowadzenia biznesu. Tłumaczono to nadmiernym poziomem zaangażowania państwa we wspieranie biznesu, co dawało iluzję gwarancji państwowych. Struktura zadłużenia zagranicznego wszystkich krajów powodowała, że stały się one podatne na zakłócenia gospodarcze. We wszystkich trzech krajach krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne państwa znacznie przekraczało poziom rezerw walutowych. Sytuacja ta doprowadziła do załamania utrzymywanych w tych krajach reżimów kursowych i znacznej dewaluacji ich walut³⁶. Tak więc, istotnym czynnikiem, który doprowadził do azjatyckich kryzysów walutowych, była niedoskonała kontrola państwa nad krótkoterminowymi zobowiązaniami wobec zagranicy (przedsiębiorstwa i banki znajdowały metody, aby obejść restrykcje, a poziom ich zobowiązań doprowadzał do problemów z płynnością rynków walutowych). Istotną rolę odegrała również polityka gospodarcza rządów nastawiona na szybkie tempo wzrostu gospodarczego, bez zwracania uwagi na strukturę i efektywność gospodarki.

³⁶ *The Asian Crisis, Causes and Cures*, „Finance and Development” 1998, t. 35, nr 2; C. Kearney, *The Asian Financial Crisis*, „Research Papers in Economics” 1999, <https://www.researchgate.net/publication/5019187> (dostęp: 05.10.2019); M. Gruszczynski, op. cit., s. 70-86. Kryzys w Indonezji przedstawia również: E. Kupiecka, *Kryzys finansowy w Indonezji w latach 1997-1998*, „Materiały i Studia” 2003, z. 167, NBP, Warszawa.

Analizowane przykłady kryzysów walutowych wskazują na czynniki, które zwiększają ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego. Każdy kryzys wynikał z nieco innej kombinacji przyczyn. Przykłady te dostarczają cennej wiedzy o czynnikach, które należy wziąć pod uwagę w ocenie sytuacji polskiej gospodarki.

3. Zarządzanie długiem a ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego w Polsce

3.1. Zarządzanie długiem publicznym w polskim systemie prawnym

Sposób zarządzania długiem publicznym jest warunkowany regulacjami prawnymi. Podstawowym dokumentem regulującym kwestie zarządzania długiem w Polsce jest ustawa o finansach publicznych z 27 sierpnia 2009 r. Przepis art. 78 ust. 1 upoważnia Ministra Finansów do wykonywania zadań związanych z zarządzaniem długiem Skarbu Państwa. Wyróżnione są tu w szczególności działania związane z dokonywaniem czynności prawnych i faktycznych, powiązanych z pozyskiwaniem zwrotnych środków finansujących potrzeby pożyczkowe budżetu państwa oraz obsługą zobowiązań Skarbu Państwa z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych oraz zaciągniętych kredytów i pożyczek; zarządzanie wolnymi środkami budżetu państwa, a także zarządzanie pasywami finansowymi oraz aktywami finansowymi, w tym środkami publicznymi wyodrębnionymi w związku z zarządzaniem długiem Skarbu Państwa³⁷. Zarządzanie długiem realizowane jest przez Departament Długu Publicznego w Ministerstwie Finansów. Jak podaje ministerstwo, departament realizuje „zadania w obszarze zarządzania długiem i ryzykiem związanym z długiem Skarbu Państwa, finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz emisji skarbowych papierów wartościowych. Organizuje funkcjonowanie rynku skarbowych papierów wartościowych. Prowadzi obsługę długu krajowego i zagranicznego”³⁸.

³⁷ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., art. 78.

³⁸ <http://www.mf.gov.pl/dokument.php?const=1&dzial=9&id=125&typ=news> (dostęp: 08.11.2010)

Przepis art. 75 ust. 1 przewiduje, iż Minister Finansów jest zobowiązany do opracowania czteroletniej strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz oddziaływania na państwowy dług publiczny, uwzględniając w szczególności:

- uwarunkowania zarządzania długiem związane ze stabilnością makroekonomiczną gospodarki,
- analizę poziomu państwowego długu publicznego,
- prognozy poziomu państwowego długu publicznego i długu Skarbu Państwa,
- prognozy kosztów obsługi długu Skarbu Państwa,
- kształtowanie struktury zadłużenia,
- prognozy i analizę niewymagalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji Skarbu Państwa³⁹.

W tym samym artykule zapisane jest również, że powyższa strategia jest przedstawiana do zatwierdzenia Radzie Ministrów, a następnie dołączana do projektu budżetu państwa jako załącznik⁴⁰. Dodatkowo, Ministerstwo Finansów przygotowuje również corocznie raport z zarządzania długiem publicznym, w którym odnosi się do przewidzianych w strategii celów i ocenia stopień ich realizacji.

Przepis art. 80 pkt 3 ustawy przewiduje również, że zaciągnięcie zobowiązań w drodze umowy międzynarodowej musi być zaakceptowane i wykonywane z upoważnienia Rady Ministrów. Taka forma zaciągania zobowiązań była rzadziej stosowana w latach 2001–2008 w związku ze znacznym rozwojem międzynarodowych rynków finansowych, które umożliwiają stosunkowo łatwe emisje papierów dłużnych. Ponownie została wykorzystana po kryzysie z lat 2008–2009. W ustawie nie ma ograniczeń odnośnie wielkości zobowiązań zaciąganych na międzynarodowych rynkach finansowych.

Strategie zarządzania długiem publicznym stanowią podstawowy instrument zarządzania długiem publicznym. Pozwalają planowo kształtować strukturę długu oraz realizować dodatkowe cele procesu zarządzania długiem, takie jak organizacja rynku wtórnego skarbowych papierów wartościowych. Lecz źle zaprojektowane i komunikowane strategie mogą

³⁹ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych...

⁴⁰ Ibidem.

przyczynić się do spadku zaufania inwestorów, zwłaszcza zagranicznych. Podniesie to koszty obsługi długu, zniszczy reputację rządu oraz zdestabilizuje rynek finansowy⁴¹. Wadę strategii stanowi również fakt, że o poziomie długu decydują politycy. Dlatego też proces zarządzania długiem ma w Polsce wtórny charakter i ogranicza się do realizacji narzuconych potrzeb pożyczkowych państwa. Strategie zarządzania długiem charakteryzują się brakiem długofalowego, strategicznego planowania poziomu długu. Może to więc nie uchronić przed niekontrolowanym wzrostem poziomu długu.

Strategie są formułowane co roku i obecnie w horyzoncie czteroletnim. Wieloletni horyzont stanowi dobry krok, gdyż koordynacja działań w dłuższej perspektywie czasowej pozwala na lepsze kształtowanie struktury długu. Należy jednak pamiętać, że część zaciąganych zobowiązań ma znacznie dłuższą zapadalność.

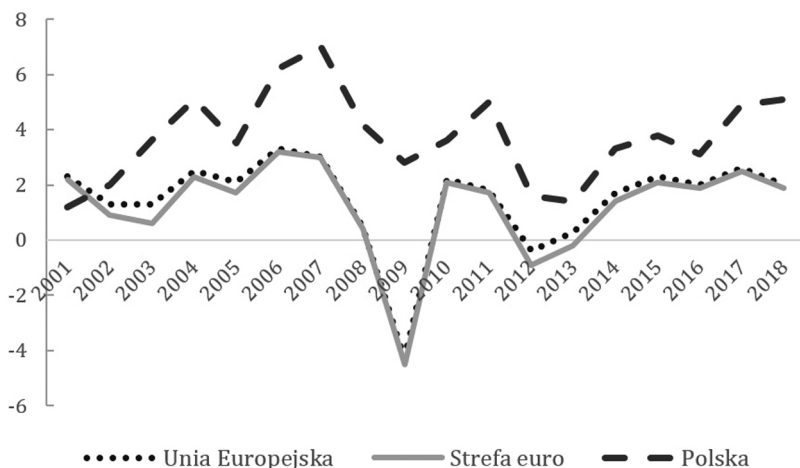
Istotną kwestią jest również fakt, że strategie obejmują zadłużenie podmiotów innych niż Skarb Państwa. Ograniczenia ustawowe i konstytucyjne dotyczą maksymalnego poziomu długu sektora finansów publicznych jako całości. Dług publiczny może być zaciągany przez podmioty sektora finansów publicznych, w tym jednostki samorządu terytorialnego. Wpływa on na całkowity poziom zadłużenia sektora, a jak pokazują przykłady takich krajów, jak Włochy może stanowić znaczną jej część. Obecnie w Polsce wpływ jednostek samorządu terytorialnego na poziom ryzyka walutowego jest nieznaczący. Skala ich potrzeb pożyczkowych zniechęca do korzystania na szerszą skalę z międzynarodowych rynków finansowych oraz inwestycji portfelowych zagranicznych inwestorów. Dominuje stabilne i stosunkowo bezpieczne zadłużenie w międzynarodowych instytucjach finansowych. Udział długu zagranicznego w zobowiązaniach samorządów jest znacznie niższy niż w długu Skarbu Państwa. Ponadto ogólny udział zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w długu ogółem jest niższy niż 10%. Skarb Państwa ma ponad 90% udziału w długu publicznym Polski, dzięki czemu poprzez strategię rząd jest w stanie skutecznie zarządzać poziomem zadłużenia zagranicznego.

⁴¹ M. Pascal, *Public Debt Management – Fundamental Component of Public Policy*, „CES Working Papers” 2011, nr III(4), s. 571.

3.2. Makroekonomiczne i międzynarodowe uwarunkowania strategii zarządzania długiem publicznym

Wśród zewnętrznych uwarunkowań makroekonomicznych strategii zarządzania długiem istotną kwestią była międzynarodowa koniunktura gospodarcza. Dynamika PKB w Polsce, Unii Europejskiej i w strefie euro została przedstawiona na wykresie 4. Na początku XXI w. rozpoczął się kryzys gospodarczy wskutek pęknięcia tzw. bańki internetowej. Po pokonaniu trudności od 2003 r. nastąpił okres szybkiego wzrostu gospodarczego na świecie. W połowie pierwszej dekady XXI w. rozpoczęła się faza zaostrzania polityki gospodarczej (zwłaszcza podnoszenia stóp procentowych). Szczyt koniunktury przypadał na lata 2007–2008. Z kolei następne dwa lata to okres najpoważniejszego kryzysu od wielu lat. Wskutek ogromnych spadków PKB obniżono stopy procentowe do najniższych poziomów od dziesięcioleci. W kolejnych latach koniunktura poprawiała się powoli, zwłaszcza w krajach strefy euro dotkniętych kryzysem zadłużeniowym.

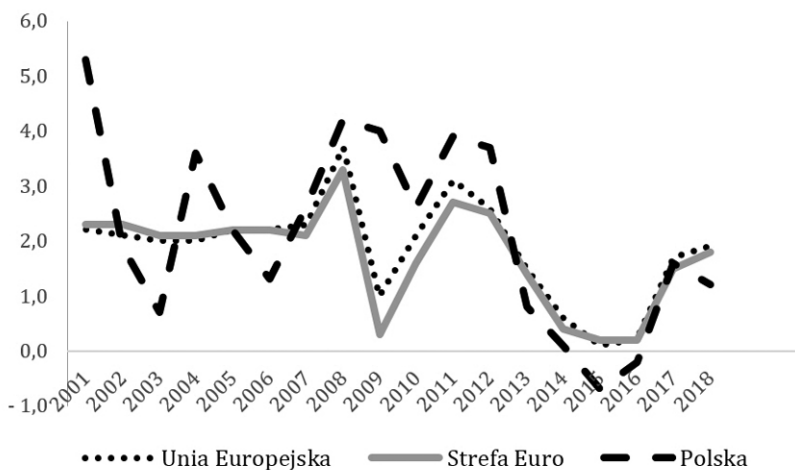
Wykres 4. Dynamika PKB Polski, Unii Europejskiej i strefy euro



Źródło: Baza danych Eurostatu, https://ec.europa.eu/eurostat/data/database,kod:nama_10_gdp (dostęp: 24.10.2019).

W analizowanym okresie znacznym wahaniom ulegała inflacja. Na wykresie 5 zostały przedstawione stopy inflacji w Polsce, Unii Europejskiej i strefie euro. Jak można zauważyć, w Polsce wahania inflacji były większe niż średnio w Unii Europejskiej. W Unii Europejskiej stopa inflacji kształtowała się na poziomie nieco wyższym niż 2%. W Polsce w tym samym czasie była zarówno wyraźnie niższa (np. w 2003 r.), jak i wyższa (np. w 2004 r.). Wraz z poprawą koniunktury w 2007 r. w Polsce i w Unii Europejskiej wyraźnie wzrosła. Jednak została stłumiona wraz z nadejściem kryzysu. Ponownie inflacja wyraźnie wzrosła w latach 2010–2012. Wiązało się to ze wzrostem cen ropy na świecie. Oba przypadki wzrostu inflacji pociągnęły za sobą wzrost stóp procentowych i tym samym kosztu pozyskania środków na sfinansowanie długu publicznego. Jednak już w latach 2014–2016 w wielu krajach, w tym w Polsce, wystąpiła deflacja. Wpłynęło to na utrzymywanie niskich stóp procentowych niemal na całym świecie. W części krajów utrzymywano ujemne stopy procentowe, co sprawiało, że możliwe stało się emitowanie obligacji o ujemnej rentowności.

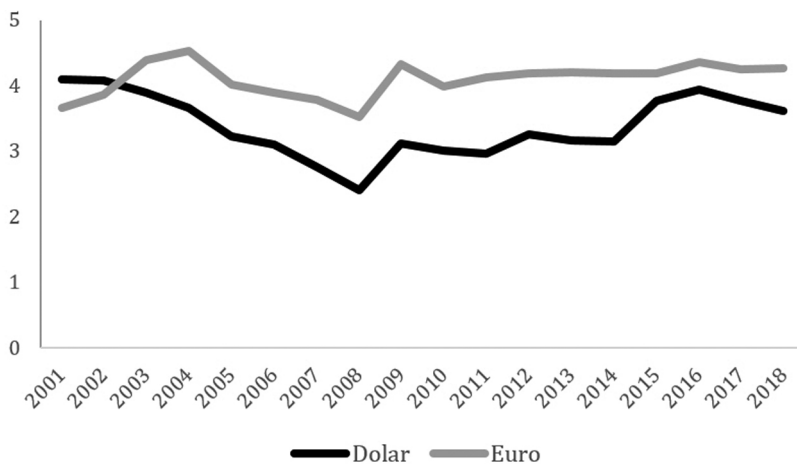
Wykres 5. Stopa inflacji Polski, Unii Europejskiej i strefy euro



Źródło: Baza danych Eurostatu, <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, kod:prc_hicp_aind (dostęp: 24.10.2019).

Istotnym czynnikiem zagranicznym były również występujące kryzysy finansowe. W analizowanym okresie szczególnie oddziaływały trudności krajów rozwijających się (niewypłacalność Argentyny, kryzys w Urugwaju, problemy Brazylii), do której to grupy była zaliczana również Polska⁴². Następnie w 2010 r. doszedł kryzys zadłużeniowy związany z groźbą bankructwa Grecji oraz trudnościami Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i Cypru. Wskutek tych wydarzeń inwestorzy zagraniczni wycofywali się z rynków, które uznawali za bardziej ryzykowne, choć zwykle obawy te nie miały potwierdzenia w rzeczywistości. Jednak obniżanie *ratingu* Polski oraz niekorzystne postrzeganie krajów wschodzących zmniejszało zainteresowanie zagranicznych inwestorów polskimi papierami skarbowymi.

Wykres 6. Kursy euro i dolara w latach 2001–2018



Źródło: GUS, *Wskaźniki makroekonomiczne*, <https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne> (dostęp: 07.12.2019).

Na zarządzanie komponentem zagranicznym długu publicznego silnie oddziaływał również poziom kursów walutowych. W analizowanym okresie następowały silne zmiany w tym zakresie. Jednym z istotniejszych czynników były zmiany proporcji relacji pomiędzy poszczególnymi walutami. W szczególności sytuację kształtował związek dolara z euro.

⁴² *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003–2005*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2002, s. 9.

W okresie szczytu koniunktury w latach 2006–2007 znacznemu osłabieniu uległ dolar w stosunku do euro. W tym czasie również złoty bardzo znacząco wzmacnił się w stosunku do obcych walut. Zmniejszyła to wartość zobowiązań zagranicznych i obniżała koszty obsługi długu. Jednak po kryzysie z 2008 r. nastąpiło gwałtowne osłabienie walut krajów rozwijających się, w tym Polski. Przykładowo, 31 lipca 2008 r. kurs euro wyniósł 3,2026 zł, a 18 lutego 2009 r. już 4,8999 zł (wg danych NBP). Spowodowało to nagły, choć przejściowy wzrost wartości długu zagranicznego oraz kosztów jego obsługi. W kolejnych miesiącach i latach sytuacja wróciła do bardziej typowych wartości. W niektórych krajach, np. w Polsce, sytuację dodatkowo destabilizowały kursy innych walut, np. franka szwajcarskiego, lecz dotyczyło to głównie zobowiązań osób prywatnych, a nie sektora finansów publicznych.

Podsumowując, realizacja strategii zarządzania odbywała się w zmieniających warunkach, które silnie oddziaływały zarówno na poziom długu zagranicznego, jak też na koszty jego obsługi. Ponadto, wahania koniunktury oddziaływały na poziom popytu na skarbowe papiery wartościowe.

3.3. Komponent zagraniczny w zarządzaniu długiem publicznym

W analizowanym okresie komponent zagraniczny stanowił istotny element wszystkich strategii zarządzania długiem publicznym. W różnych okresach jednak sytuacja kształtowała się odmiennie i różne aspekty były priorytetami.

W latach 2002–2008 korzystanie z zagranicznych źródeł finansowania długu publicznego było determinowane dwoma czynnikami:

1. Znacznym poziomem tzw. starych długów, które wprawdzie spadły po porozumieniach z Klubem Paryskim i Klubem Londyńskim, lecz wciąż stanowiły istotny element kosztów obsługi długu publicznego, generując znaczące zapotrzebowanie na waluty obce. Ponadto trudności z obsługą tych długów wciąż rzutowały na wiarygodność Polski jako dłużnika. Wiarygodność ta była znacznie niższa niż krajów wysoko rozwiniętych, stąd koszt środków pożyczanych Polsce był stosunkowo wysoki.
2. Wewnętrzny rynek finansowy zaczął powstawać na początku lat 90. XX w., co powodowało, że nie stanowił dostatecznie dobrego

źródła finansowania potrzeb pożyczkowych państwa. Wskutek tego ograniczone były możliwości lokowania na nim skarbowych papierów wartościowych, zwłaszcza tych o długich terminach zapadalności.

W latach 2002–2005 wciąż pozostawały do spłaty stare długi wobec Klubu Paryskiego i obligacje Brady'ego. Płatności z ich tytułu kumulowały się wprawdzie w latach 2005–2009, jednak przygotowywano się na ich obsługę. W *Strategiach zarządzania długiem sektora finansów publicznych* z początku analizowanego okresu ścierały się sprzeczne tendencje. Z jednej strony, starano się jak najbardziej obniżyć dług zagraniczny, który jeszcze w 1999 r. osiągał 59,1% całości długu Skarbu Państwa. Działania podejmowane w ramach strategii szybko przyniosły efekty. W 2002 r. udział długu zagranicznego Skarbu Państwa spadł do 30,8%⁴³, a w 2006 poniżej 25%. Z drugiej strony, starano się poprawić parametry długu jako całości, a dług zagraniczny miał znacznie lepsze parametry niż dług krajowy. W 2003 r. zapadalność długu krajowego wynosiła 2,82 roku a w przypadku długu zagranicznego – 6,0 lat (dla zagranicznego długu rynkowego 10,4 roku)⁴⁴. Parametry te stopniowo się poprawiały zarówno w przypadku długu krajowego (dzięki wzrostowi popytu na obligacje o dłuższych terminach zapadalności), jak również zagranicznego (dzięki przedterminowemu wykupowi części długu oraz zamianie części zapadających długów na nowe obligacje o znacznie dłuższych terminach zapadalności). W 2005 r. średnia zapadalność długu krajowego wzrosła do 3,57 roku, a zagranicznego do 8,49 roku⁴⁵. Również średnie oprocentowanie długu zagranicznego było wyraźnie niższe niż długu krajowego. W 2003 r. dla długu krajowego wynosiło 9,5%, co było pokłosiem wysokiej inflacji w latach 90. XX w. Z kolei oprocentowanie długu zagranicznego wyniosło średnio 2,5%. Dzięki temu średnie oprocentowanie całego długu wynio-

⁴³ *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003–2005...*

⁴⁴ *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2005–2007*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2004.

⁴⁵ *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2007–2009*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2006.

sło 6,4%⁴⁶. Zarówno w przypadku długu krajowego, jak i zagranicznego dominowały instrumenty o stałym oprocentowaniu, lecz *duration* długu krajowego było na wyraźnie niższym poziomie (2,76 roku) niż zagranicznego (6,09 roku)⁴⁷. Jednak dług zagraniczny obciążony był ryzykiem kursowym oraz ryzykiem refinansowania.

W związku z przedstawioną dużą dynamiką kursów walut wartość złotowa zobowiązań dynamicznie się zmieniała. Przy poziomach długu bliskich progom ostrożnościowym stanowiło to problem. Wzrost kursów walut powodował również wzrost obciążeń z tytułu spłaty zobowiązań. Dlatego też w ramach zarządzania długiem publicznym podejmowano działania zmierzające do ograniczenia tego ryzyka. Przede wszystkim zaczęto zabezpieczać transakcje instrumentami pochodnymi. W strategiach podkreślana jest ich rola w ograniczaniu ryzyka kursowego. Drugim problemem było zapewnienie refinansowania długu zagranicznego. Wynikało to z faktu, że inwestorzy wciąż traktowali Polskę jako kraj rozwijający się i w jakimś stopniu ryzykowny. Dlatego w razie zawirowań na rynkach finansowych środki z takich rynków jak Polska były wycofywane w pierwszej kolejności.

Kolejnym ryzykiem związanym z długiem publicznym był znaczący udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu krajowego. W 2003 r. 14,3% krajowego długu było w rękach inwestorów zagranicznych. W kolejnym roku ich udział wzrósł do 22%, a w 2004 r. osiągnął już 42% i 45% w połowie 2005 r. Papiery dłużne emitowane w Polsce wiązały się dla tych inwestorów z ryzykiem kursowym, lecz wysokie stopy procentowe sprawiały, że ich dochodowość była atrakcyjna. Jednak przedstawiony powyżej wysoki udział inwestorów zagranicznych stanowił element ryzyka kursowego, gdyż wycofując się z inwestycji mogli gwałtownie osłabić złotego.

Takie podejście do zarządzania długiem zagranicznym uległo częściowej zmianie w latach 2006–2008 (do momentu wybuchu kryzysu

⁴⁶ Obliczenia własne na podstawie: *Dług publiczny. Raport roczny 2003*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2004, s. 27-29.

⁴⁷ Dane za 2005 r. na podstawie: *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2007–2009...*, s. 9.

gospodarczego). Przede wszystkim zmniejszenie udziału długu zagranicznego w długi Skarbu Państwa poniżej 25% spowodowało, że dalsza obniżka tego długu nie stanowiła już priorytetu. Większy nacisk położono na minimalizację kosztów obsługi długu. Wskutek tego zezwolono na elastyczne podejście do długu zagranicznego i częściowe wykorzystanie go jako tańszej opcji finansowania potrzeb pożyczkowych, gdy rentowność długu na rynku krajowym wzrastała. Strategia taka przynosiła efekty, gdyż na rynkach zagranicznych stopy procentowe były wciąż znacznie niższe niż na rynku krajowym. Wskutek takiego podejścia udział długu zagranicznego wahał się, jednak nie przekraczał 30%. Poprawa sytuacji gospodarczej w Polsce sprawiła, że spadł również udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu emitowanego w Polsce. Obniżył się on do poziomu 19,6% w 2007 r. i 13,3% na koniec 2008. Łącznie ze spadającymi potrzebami pożyczkowymi rządu (dzięki poprawie koniunktury rosły wpływy budżetowe) udział nierezydentów w długi spadał. Potrzeby pożyczkowe realizowane za granicą również obniżały się, a struktura długu zagranicznego po przedterminowych wykupach części starego długu znacznie poprawiła się.

Okres kryzysu gospodarczego stanowił w pewnym stopniu materializację ryzyka związanego z długi zagranicznym i finansowaniem długu krajowego ze źródeł zagranicznych. W czwartym kwartale 2008 r., po upadku banku Lehman Brothers i wybuchu kryzysu gospodarczego, inwestorzy zagraniczni znacznie zwiększyli swój poziom awersji na ryzyko i zaczęli wycofywać się z inwestycji w polskie papiery dłużne. Z segmentu krajowych obligacji wycofali 18,6 mld zł. Ich udział w finansowaniu długu krajowego spadł do 5,9% w 2008 r. Również sektor bankowy ograniczył swoją aktywność wskutek braku zaufania pomiędzy instytucjami. Dodatkowo, sytuację utrudniał gwałtowny spadek wartości złotego. Kurs euro wzrósł o 40%, a kurs dolara o 67%. Udział zadłużenia w obligacjach długoterminowych spadł do 55,7% w pierwszej połowie 2009 r. W związku z tym ciężar finansowania długu krajowego przesunięty został na bony skarbowe i obligacje dwuletnie. Również w obszarze zadłużenia zagranicznego emisja nowych obligacji stała się znacznie trudniejsza. Dlatego też rozpoczęto w większym stopniu pozyskiwanie finansowania z międzynarodowych instytucji finansowych. W 2008 r. pozyskano w ten sposób 1,2 mld zł, w kolejnym roku zaś – dodatkowe 10,7 mld zł. Środki

te stanowiły źródło długoterminowe i częściowo rekompensowały niedobór środków w źródłach rynkowych. Dodatkowo, zabezpieczono stabilność Polski poprzez pozyskaną przez NBP elastyczną linię kredytową. Dobra sytuacja gospodarcza Polski w porównaniu z pozostałymi krajami Unii Europejskiej sprawiła, że inwestorzy zagraniczni zaczęli ponownie inwestować w polskie papiery skarbowe. Jednak powrót do najbardziej pożądaných przez Skarb Państwa terminów zapadalności trwał dość długo.

W kolejnych latach wyraźnie rosła rola zagranicznych źródeł finansowania długu publicznego. Udział zadłużenia zagranicznego w strukturze długu publicznego Skarbu Państwa rósł do 2013 r., pozostając jednak w okolicach założonego celu (30%). Rosła jednak jednocześnie rola zagranicznych inwestorów w finansowaniu długu krajowego. Ich udział wzrósł z 13,3% w 2008 r. do 35% w 2012 i minimalnie spadł w kolejnym roku. Istotną zmianę przyniósł rok 2014, w którym w ramach reformy umorzono obligacje krajowe przejęte z Otwartych Funduszy Emerytalnych. Wskutek tego zmalała ogólna kwota długu, więc wzrósł udział długu zagranicznego w długi Skarbu Państwa ogółem z 30,3% do 35,3% w 2013 r. W tym samym roku wzrósł udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu krajowego z 33,1% do 39%. Łącznie więc 60,6% długu Skarbu Państwa było finansowanych ze źródeł zagranicznych. Taka zmiana struktury finansowania spowodowała, że w kolejnych latach podjęto działania zmierzające do zmniejszenia roli zagranicznych źródeł finansowania, a zwiększono rolę źródeł krajowych. Wskutek tego udział zadłużenia zagranicznego w 2018 r. spadł do poziomu 29,3%, a udział inwestorów zagranicznych – do 28,4%. Łącznie więc 49,3% długu Skarbu Państwa było finansowanych ze źródeł zagranicznych.

Powyższa analiza pozwala sformułować wniosek, że zagraniczne źródła finansowania długu stanowiły istotny element finansowania długu sektora finansów publicznych. W przeważającej części kwestia ta dotyczy długu Skarbu Państwa. Dług zagraniczny sektora samorządowego przyjmował znacznie mniejszą wielkość, a wraz z niskim udziałem w całości długu nie stanowi istotnego problemu w zarządzaniu długiem publicznym. Doświadczenia lat 80. i 90. XX w., kryzysu z lat 2008–2009 i kryzysu zadłużeniowego pokazują, że komponent zagraniczny stanowi istotny czynnik ryzyka związanego z długiem publicznym, zwłaszcza

w obszarze kursów walutowych. Analizowane strategie uwzględniają różnorodne aspekty ryzyka z nim związanego, a działania podejmowane w zarządzaniu długiem publicznym zmierzają do minimalizacji tego ryzyka. Analiza doświadczeń z kryzysu gospodarczego pokazuje, że ryzyka te są realne i w określonych warunkach materializują się. Na procesy inflacyjne może zwłaszcza wpłynąć zmiana kursów walutowych.

4. Ryzyko walutowe związane z długiem publicznym w świetle zmiennej syntetycznej

Ocena ilościowych aspektów ryzyka walutowego związanego z długiem publicznym została również oparta na zmiennej syntetycznej RWAL, zbudowanej z wykorzystaniem metody TOPSIS. W tym celu do analizy zostało wykorzystanych około trzydziestu zmiennych, spośród których do budowy zmiennej syntetycznej wybrano dziewięć. Zostały one zaprezentowane w tabeli 2.

Tabela 2. Zmienne syntetyczne wykorzystane do skonstruowania zmiennej RWAL

Lp.	Symbol zmiennej	Charakter zmiennej	Nazwa zmiennej (jednostka miary)	Źródło danych
1.	ARPR	D	Rezerwy walutowe kraju (w % średniomiesięcznych płatności za import towarów i usług)	Główny Urząd Statystyczny, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne (dostęp: 07.12.2019)
2.	UIDLKR	S	Udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu krajowego Skarbu Państwa (w %)	Ministerstwo Finansów, https://www.gov.pl/web/finanse/szeregiczasowe (dostęp: 05.12.2019)
3.	UDZAG	S	Łączny udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu Skarbu Państwa (w %)	Ministerstwo Finansów, https://www.gov.pl/web/finanse/szeregiczasowe (dostęp: 05.12.2019)
4.	HNDSL	D	Saldo obrotów towarowych handlu zagranicznego (w % PKB)	Główny Urząd Statystyczny, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne (dostęp: 07.12.2019)
5.	ZADZGR	S	Zadłużenie zagraniczne (w % PKB)	Główny Urząd Statystyczny, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne (dostęp: 07.12.2019)

6.	AKZGR	S	Aktywa zagraniczne netto (w mln zł)	<i>Roczniki Statystyczne RP</i> z lat 2002–2019, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2002–2019
7.	ZBIZ	D	Zobowiązania z tytułu BIZ (w % PKB)	<i>Roczniki Statystyczne RP</i> z lat 2002–2019, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2002–2019
8.	NBIZ	D	Napływ kapitału w ramach bezpośrednich inwestycji zagranicznych (w mln zł)	<i>Roczniki Statystyczne RP</i> z lat 2002–2019, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2002–2019
9.	INPORT	S	Papiery dłużne w inwestycjach portfelowych – pasywa (w mln zł)	<i>Roczniki Statystyczne RP</i> z lat 2002–2019, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2002–2019

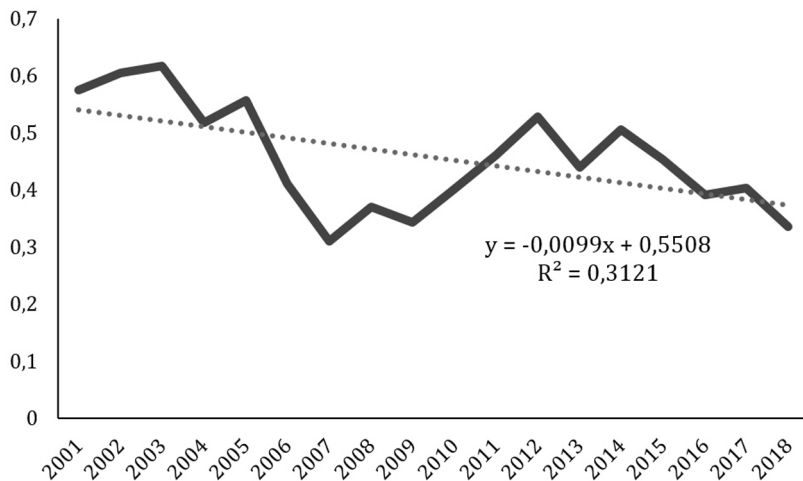
Źródło: opracowanie własne na podstawie źródeł podanych w tabeli.

Uzasadnieniem doboru zmiennych do miary syntetycznej był ich związek z bilansem płatniczym i długiem publicznym. W pierwszej kolejności zostały wybrane zmienne będące parametrami długu. Po pierwsze, jest to udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu ogółu długu Skarbu Państwa oraz udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu krajowego Skarbu Państwa. Oba te parametry wiążą się z ryzykiem walutowym. Dług zagraniczny w naturalny sposób wymaga wymiany walut w celu sfinansowania jego obsługi i wykupu. Dług krajowy kupowany przez inwestorów zagranicznych wiąże się z ryzykiem gwałtownego wycofywania środków w przypadku utraty zaufania do rządu. Skarb Państwa w największym stopniu korzysta z zadłużenia zagranicznego. Pozostałe podsektory finansów publicznych korzystają z niego w minimalnym stopniu. Dlatego też parametry długu Skarbu Państwa będą tu reprezentatywne. Uwzględniono również poziom zadłużenia zagranicznego jako całości, gdyż dług zagraniczny sektora prywatnego wpływa również na ocenę wypłacalności kraju. Oprócz tego dobrano zmienne mające wpływ na bilans płatniczy. W związku z teorią deficytów bliźniaczych wzięto pod uwagę saldo bilansu handlowego. Gdy występuje równocześnie z deficytem budżetowym, wówczas ryzyko kryzysu walutowego znacząco rośnie. Uwzględniono również poziom pasywów związanych z portfelowymi inwestycjami w papiery dłużne. Jako czynnik równoważący uwzględniono napływ inwestycji bezpośrednich, które to mają zdecydowanie trwalszy charakter i nie są tak płynne jak inwestycje portfelowe.

Wzięto również pod uwagę poziom aktywów zagranicznych jako czynnik kreacji pieniądza w Polsce.

Na podstawie tak dobranych zmiennych skonstruowana została miara syntetyczna RWAL. Jej kształtowanie się przedstawiono na wykresie 7. Jak można zauważyć w analizowanym okresie, miara ta charakteryzowała się tendencją spadkową. Wahania były jednak znaczące. W latach 2001–2003 wartość miary syntetycznej wzrosła z 0,575 do 0,616. W kolejnych latach wartość miary spadała do poziomu 0,310 w 2007 r. Kryzys gospodarczy ponownie pogorszył sytuację i do 2012 r. poziom miary wzrósł do 0,529. Ponowny, niewielki skok miał związek z umorzeniem obligacji z OFE i automatyczną zmianą struktury długu. Do końca 2018 r. wartość miary spadała i osiągnęła poziom 0,336. W całym analizowanym okresie wartość miary spadła więc o 42%. Jednak kolejny kryzys prawdopodobnie ponownie spowoduje jej wzrost.

Wykres 7. Kształtowanie się wartości miary syntetycznej RWAL



Źródło: opracowanie własne.

Analiza poszczególnych składowych miary syntetycznej wskazuje, że zmieniały się one w zróżnicowany sposób. Pierwsza zmienna – ARPR (rezerwy walutowe kraju w % do średniomiesięcznych płatności za import towarów i usług), spadała w okresach dobrej koniunktury, a rosła w okresach wolniejszego wzrostu PKB. Zmiany te można wiązać ze wzrostem

obrotów w handlu zagranicznym przy utrzymywaniu podobnej wielkości rezerw. W procentach PKB wielkość rezerw rosła bowiem z poziomu 13,6% w 2001 r. do 25,7% w 2017. Tak więc poziom rezerw wzmocnił bezpieczeństwo walutowe.

Mniej korzystnie kształtował się poziom drugiej zmiennej – UIDLKR (udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu krajowego Skarbu Państwa). O ile w pierwszym cyklu koniunkturalnym wzrósł do poziomu 21,9% w 2005 r., a następnie spadał do 13,3% w 2008, to w kolejnym cyklu wzrósł w znacznie większym stopniu. Do 2013 r. wzrósł do 33%, a wskutek umorzenia obligacji przejętych z OFE skoczył do rekordowych 38,9%. Kolejne lata przyniosły stopniowy spadek tej zmiennej do 28,4% w 2018 r.

Również zmienna UZAG (udział długu zagranicznego Skarbu Państwa) odmiennie kształtowała się w obu cyklach koniunkturalnych. O ile w pierwszym cyklu udział ten spadał wskutek spłaty starego zadłużenia zagranicznego (oraz spadku kursów walut obcych w 2007 r.), to w kolejnym cyklu znacząco wzrósł. Wyjściowo kształtował się on na poziomie 32% w 2001 r. Potem spadł do poziomu 24,1% w 2007 r. Następnie zaś wzrósł do poziomu 35,5%, a więc o niemal połowę. Do końca analizowanego okresu spadł do 29,3%. Uwzględniając łącznie ostatnie dwie zmienne, ponad połowa długu jest finansowana ze źródeł zagranicznych.

Zdecydowanej poprawie uległa zmienna HNDSL (saldo handlu zagranicznego). W 2001 r. saldo było ujemne na poziomie -7,5% PKB i do końca pierwszego cyklu koniunkturalnego utrzymywało się na poziomie ujemnym (nawet -7,1% PKB w 2008 r.). W kolejnych latach poprawiało się i począwszy od 2015 r. osiągnęło nadwyżkę na poziomie poniżej 1% PKB. Jednak nadwyżka w handlu zagranicznym powoduje, że nie występuje zjawisko deficytów bliźniaczych.

Zmienna ZADZGR (relacja zadłużenia zagranicznego do produktu krajowego brutto) rosła w analizowanym okresie. Zadłużenie wzrosło z 12,7% w 2001 r. do 18% w 2016. Oznacza to wzrost o ponad 50%. W analizowanym okresie nastąpił więc wzrost ryzyka związanego z zadłużeniem zagranicznym.

Natomiast spadł udział aktywów zagranicznych w czynnikach kreacji podaży pieniądza. O ile w 2001 r. ich udział wynosił 40%, to w kolejnych latach spadł do rekordowo niskiego poziomu 7% w 2008 r. Jednak

w kolejnych latach ponownie wzrastał, lecz osiągnięty w 2018 r. poziom 20% jest o połowę niższy niż poziom wyjściowy.

Dokładnie odwrotnie zmieniały się natomiast zobowiązania z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. O ile w 2001 r. ich relacja do PKB wynosiła 21,6%, to na koniec analizowanego okresu wzrosła do 40,1% w 2018 r. (przejściowo osiągała nawet 44%). Inwestycje te oznaczały napływ środków zagranicznych do Polski, lecz w trwałej formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Dużą zmiennością charakteryzowała się zmienna NBIZ (napływ kapitału w ramach bezpośrednich inwestycji zagranicznych). Kilkakrotnie napływ inwestycji przekraczał 50 mld zł (w latach 2006–2007, 2011 i 2015–2016). Jednocześnie jednak w latach 2001–2002 i 2013 wynosił on poniżej 10 mld zł. Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych przyczyniał się do trwałego napływu walut i stabilizował rynek walutowy w Polsce.

Przeciwnie efekty wiązały się z ostatnią zmienną INPORT (inwestycje portfelowe). Zmiana tej pozycji w pasywach bilansu płatniczego wskazuje, że w pewnych okresach (np. 2008 i 2018 r.) zmniejszały się one. W innych latach (np. 2005, 2009–2010) zmienna ta osiągała poziom około 15 mld zł. Środki te pozwalają na łatwiejsze sfinansowanie deficytu, ale jednocześnie są to środki spekulacyjne i szybko są wycofywane w przypadku utraty zaufania do danego kraju.

ROZDZIAŁ 5.

ROZWÓJ RYNKÓW FINANSOWYCH A MOŻLIWOŚCI ZWIĘKSZENIA DŁUGU PUBLICZNEGO

1. Rynek finansowy jako element gospodarki rynkowej

Pojęciem nieco szerszym niż rynek finansowy jest system finansowy. Zvi Bodie i Robert C. Merton definiują go jako zbiór rynków i instytucji służących do zawierania transakcji finansowych oraz wymiany aktywów i transformacji ryzyka. Ich celem jest realizacja decyzji finansowych gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, rządu i pozostałych podmiotów¹. Stanisław Owsiak określa system finansowy jako zespół logicznie ze sobą powiązanych struktur organizacyjnych, aktów prawnych, instytucji i innych elementów, które pozwalają na nawiązywanie stosunków finansowych, zarówno w sektorze realnym, jak i finansowym². Związek między rynkiem finansowym a systemem finansowym można przedstawić następująco: przedmiotem działania rynku finansowego jest przepływ i alokacja środków finansowych, natomiast system finansowy tworzy niezbędne struktury, aby te procesy zachodziły w gospodarce³.

Rynki finansowe odgrywają istotną rolę we współczesnej gospodarce. Globalizacja przyczyniła się do uwolnienia międzynarodowych przepływów kapitału. Wskutek tego na rynki poszczególnych krajów napłynęła znaczna ilość środków, które istotnie zwiększają ich płynność. Jednocześnie destabilizują one rynki w okresach kryzysowych. Dlatego też rynki finansowe odgrywają bardzo znaczącą rolę we współczesnej gospodarce.

¹ Z. Bodie, R.C. Merton, *Finance*, Prentice Hall, New Jersey 2000, s. 2.

² S. Owsiak, *Finanse*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2015, s. 246.

³ Z. Brodecki i in., *Finanse*, LexisNexis, Warszawa 2004, s. 25-26.

W literaturze spotykane są różne definicje rynku finansowego. Frederic S. Mishkin i Stanley G. Eakins w najprostszy możliwy sposób definiują rynki finansowe jako rynki, na których dokonuje się transfer wolnych środków finansowych od podmiotów dysponujących nadwyżkami tych środków do podmiotów zgłaszających popyt na nie⁴. David Hillier, Mark Grinblatt i Sheridan Titman definiują rynek finansowy jako miejsce spotkań firm i innych instytucji potrzebujących środków finansowych do realizacji swoich zamierzeń z osobami fizycznymi i instytucjami, które mają wolne środki przeznaczone na inwestycje⁵. Natomiast Keith Pilbeam definiuje rynek finansowy jako rynek, na którym kupuje i sprzedaje się instrumenty finansowe, takie jak: akcje, obligacje, waluty i instrumenty pochodne. Wskazuje również, że w jego strukturze można wyróżnić rynek pieniężny, kapitałowy i system bankowy. Rynek kapitałowy określa jako miejsce dokonywania transakcji pomiędzy osobami fizycznymi i instytucjami, w których przedmiotem handlu są instrumenty finansowe o zapadalności powyżej roku. Analogicznie, rynek pieniężny można zdefiniować jako miejsce zawierania transakcji za pośrednictwem instrumentów finansowych o zapadalności poniżej roku. Na rynkach tych dochodzi do transformacji ryzyka, terminów, oddziaływania na płynność oraz ograniczania kosztów zawieranych transakcji (transakcyjnych, poszukiwania informacji, zawierania transakcji) i rozliczania transakcji. Autor podkreśla również różnice pomiędzy systemami poszczególnych państw. Przykładowo, państwa anglosaskie mają strukturę systemu finansowego opartą na giełdzie, podczas gdy państwa takie jak Niemcy i Japonia bazują na relacjach firm z bankami⁶. Wiesław Dębski określa rynki finansowe jako miejsce, gdzie zawiera się różnego rodzaju umowy kredytowe, pożyczkowe i inne, będące w ogólnym rozumieniu źródłem finansowania działalności gospodarczej⁷. Rynek finansowy

⁴ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, *Financial markets and institutions*, Pearson, London 2015, s. 4.

⁵ D. Hillier, M. Grinblatt, S. Titman, *Financial markets and corporate strategy*, McGraw-Hill Higher Education, London 2012, s. 4.

⁶ K. Pilbeam, *Finance and financial markets*, Palgrave Macmillan, New York 2010, s. 6-7, 29-31.

⁷ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 15.

wy jest częścią składową gospodarki. Stanowi rynek, za pośrednictwem którego dokonywane są transakcje wymiany jednych rodzajów aktywów na inne. Aktywa te są przekształcane w instrumenty finansowe⁸.

Rynki finansowe różnią się od innych rynków następującymi funkcjami:

- źródłem ich powstania są operacje finansowe sfery realnej,
- dokonuje się tu transakcji specyficznym towarem – pieniądzem,
- stwarzają one warunki do nieustannych przepływów pieniądza,
- wraz ze swoim rozwojem odrywają się od procesów realnych, oddziałując zwrotnie na sferę realną,
- wywołują kryzysy finansowe,
- stwarzają możliwości korzystnego lokowania środków finansowych⁹.

Strukturę instytucjonalną rynków finansowych tworzy państwo, kształtując ład instytucjonalny oraz ustalając reguły funkcjonowania. W jej skład wchodzi natomiast podmioty pośredniczące w opisanym transferze środków. Należą do nich:

- banki (komercyjne, inwestycyjne i bank centralny),
- fundusze inwestycyjne,
- fundusze hedgingowe i venture capital,
- firmy ubezpieczeniowe,
- fundusze emerytalne,
- fundacje,
- inne instytucje¹⁰.

Struktura ta została przedstawiona na rysunku 2.

W najprostszy sposób kierunek przepływu środków zobrazowano na rysunku 3. Na rynku finansowym można wyróżnić dwie podstawowe drogi transferu środków finansowych. Pierwsza z nich jest tradycyjna. Przebiega poprzez pośredników finansowych (np. banki, fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe), którzy dokonują transformacji strumieni finansowych, terminów i ryzyka. Jedną z form tego transferu jest

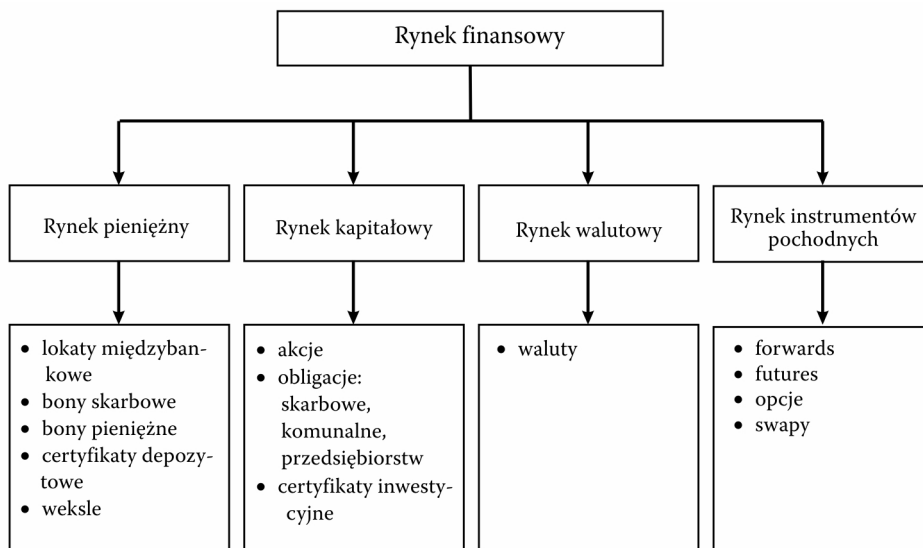
⁸ J. Śliwa, R. Pawlicki, *Wprowadzenie do finansów*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013, s. 128-129.

⁹ Ibidem, s. 127.

¹⁰ D. Hillier, M. Grinblatt, S. Titman, op. cit., s. 4.

udzielanie kredytów zarówno podmiotom gospodarczym, jak i osobom fizycznym. Kolejną zaś – inwestowanie przez te instytucje środków w instrumenty finansowe. Drugą drogą jest transferowanie środków finansowych poprzez bezpośrednie inwestycje w instrumenty finansowe, dokonywane przez osoby posiadające nadwyżki środków finansowych. W tej metodzie wykorzystywane jest również pośrednictwo maklerów, lecz decyzje podejmowane są bezpośrednio przez właścicieli środków i na ich ryzyko. W obu metodach jednak istotną rolę odgrywają instytucje rynku finansowego.

Rysunek 2. Struktura rynku finansowego

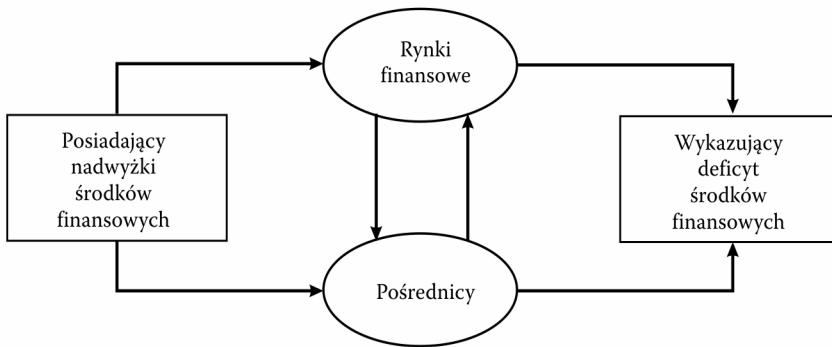


Źródło: *Finanse. Funkcjonowanie, instytucje i instrumenty rynku finansowego. Finanse publiczne, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych*, A. Paździor (red.), Politechnika Lubelska, Lublin 2014, s. 21.

W związku z rozwojem rynków finansowych ewoluowały ich funkcje. Podstawową z nich jest alokacja. Rynki te służą w pierwszej kolejności jak najefektywniejszej alokacji kapitału w poszczególne dziedziny aktywności gospodarczej człowieka. Środki finansowe są przesuwane od podmiotów gromadzących oszczędności do podmiotów potrzebujących środków na inwestycje bądź kapitał obrotowy. Konkurencja o ten kapitał ma obecnie zasięg globalny. Na rynku finansowym operuje coraz więcej instytucji pośredniczących w obrocie kapitałem. Do dyspozycji jest również szeroki

wachlarz instrumentów finansowych (tradycyjnych i bardziej skomplikowanych, nowoczesnych). Obecnie państwa narodowe są istotnymi konkurentami o kapitał. Nie oferują one znaczących stóp zwrotu, ale wysoki poziom bezpieczeństwa. Rządy różnych krajów silnie więc wpływają na alokację kapitału, gdyż potrzebują bardzo dużych jego kwot.

Rysunek 3. Schemat przepływu środków na rynku finansowym



Źródło: F. Mishkin, S. G. Eakins, *Financial markets and institutions*, Pearson, London 2015, s. 23.

Druga funkcja, informacyjna, wiąże się z dostarczaniem danych o cenie kapitału w różnych przekrojach pod względem zastosowań i okresów lokowania. Dzięki temu łatwiejsza jest weryfikacja przedsięwzięć inwestycyjnych pod kątem opłacalności ich realizacji (oczekiwanej stopy zwrotu).

Trzecia funkcja, wyceniająca, pozwala na bieżącą ocenę wartości przedsiębiorstw poprzez rynkową wycenę ich papierów wartościowych. Taka metoda jest alternatywą w stosunku do innych metod wyceny, ale jej rola jest bardzo ważna, bo pokazuje, ile inwestorzy są skłonni zapłacić za akcje firmy. Często bowiem zdarza się, że wartość księgową firmy nie przekłada się na jej zdolność do generowania zysków czy potencjał rozwojowy¹¹.

Rozwój rynków finansowych skutkuje rozszerzaniem się zakresu dostępnych instrumentów finansowych. Do tradycyjnych instrumentów

¹¹ D. Dziawgo, *Rynek finansowy. Istota – instrumenty – funkcjonowanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2007, s. 12.

zaliczyć można akcje i obligacje. Akcje utożsamiają prawo własności do określonej części własności przedsiębiorstwa. Obligacje wyrażają zaś zobowiązanie do zwrotu odpowiedniej części kapitału wraz z ustalonymi odsetkami. Do nowoczesnych instrumentów finansowych należą przede wszystkim instrumenty pochodne (opcje, derywaty). Są to różnego rodzaju kontrakty na cenę innych instrumentów (tzw. bazowych), które wyrażają przewidywaną zmianę ceny danego instrumentu. Opcje mają bardzo zróżnicowane konstrukcje: mogą wiązać się z dostawą danego instrumentu finansowego, opcjonalną dostawą lub nie wiązać się z dostawą w ogóle. Instrumenty pochodne są również wykorzystywane do zabezpieczenia się przed niekorzystnym ukształtowaniem się ceny niektórych instrumentów (np. kursów walut). Służą one jednak również spekulacji¹². Na rynku finansowym powstają też coraz nowsze instytucje i instrumenty finansowe, pozwalające rynkowi rozwijać się i rozszerzać działalność. Przykładem takich instrumentów są instrumenty strukturyzowane, których rozwój przyczynił się do wybuchu kryzysu w 2008 r. Ostatni kryzys gospodarczy pokazał, że gwałtowny rozwój rynku instrumentów finansowych skutkuje oderwaniem ich od ekonomicznych fundamentów. Skutkiem tego są kolejne bańki spekulacyjne, a gigantyczne lewarowanie tworzy złudzenie wzrostu wartości aktywów¹³.

Jednym ze współczesnych motorów rozwoju rynków finansowych był proces globalizacji. W odniesieniu do tych rynków globalizacja przebiega nawet szybciej niż w odniesieniu do towarów i pracy. Przepływy środków pieniężnych skłaniają do otwarcia większości gospodarek oraz wprowadzania wymienialności większości walut. Również Polska doświadcza tego zjawiska. Wraz z rozwojem gospodarki rynkowej i wzrostem wiarygodności naszego kraju rozpoczął się napływ kapitału zagranicznego: na początku spekulacyjnego, później również jego stabilniejszych form. Dlatego też strukturę rynku finansowego należy analizować z uwzględnieniem roli kapitału zagranicznego w zapewnieniu płynności rynku. Zmiany, jakie

¹² A. Szopa, *Podstawy inżynierii finansowej*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 46-49.

¹³ W.M. Orłowski, *Czego uczy nas kryzys?*, „Harvard Business Review Polska”, grudzień 2009 – styczeń 2010, s. 40-41. Dogłębną analizę przyczyn kryzysu finansowego w USA przedstawia również publikacja: D. Rosati, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, „Ekonomista” 2009, nr 3, s. 315-350.

dokonywały się na polskim rynku finansowym w analizowanym okresie, zostaną przedstawione poniżej.

2. Wpływ sektora finansów publicznych na rozwój rynku finansowego w Polsce

Polski rynek finansowy był tworzony od podstaw począwszy od 1989 r. W związku z tym analiza miejsca i roli sektora finansów publicznym na tym rynku powinna być przeprowadzona z uwzględnieniem zmian ilościowych (rozwoju tego rynku pod kątem jego głębokości) oraz jakościowych (zmian strukturalnych oraz zmian w zakresie dostępnych instrumentów finansowych). W analizowanym okresie rynek wciąż dojrzywał. Zmieniała się rola instytucji państwowych na rynku finansowym oraz skutki zaciąganych przez nie zobowiązań. W Polsce głębokość rynku finansowego wciąż jest znacznie mniejsza niż w gospodarkach wysoko rozwiniętych.

W dalszej części rozdziału przedstawiona zostanie analiza poszczególnych segmentów rynku finansowego w Polsce pod kątem ich parametrów powiązanych z efektem wypychania, jaki może występować pod wpływem zaciągania zobowiązań przez rząd.

2.1. Rynek pieniężny

Pierwszym z analizowanych segmentów rynku finansowego jest rynek pieniężny. Jest to segment, na którym przedmiotem obrotu są instrumenty o terminie zapadalności poniżej 1 roku. Struktura tego segmentu została przedstawiona na wykresie 8.

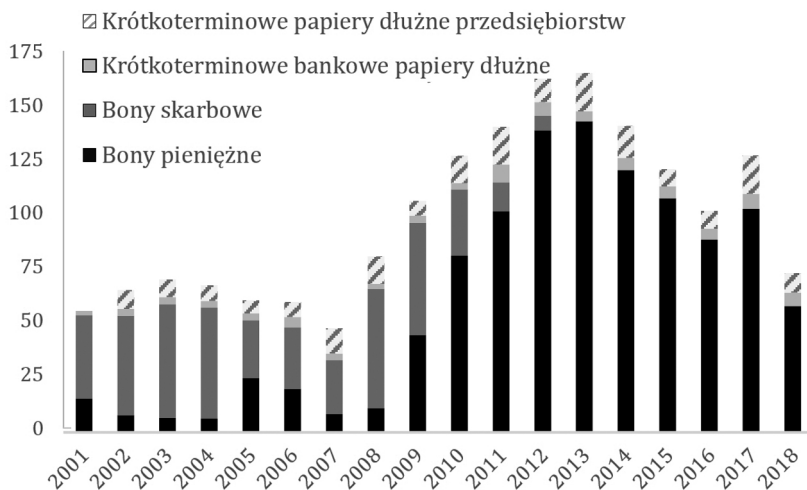
Jak można zauważyć, na tym rynku dominują dwa segmenty: bonów pieniężnych i bonów skarbowych. Zarówno rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw, jak i banków ma niewielkie znaczenie. Ich wartość nie przekracza 10 mld zł. Dlatego też dalsza analiza została skupiona na pierwszych dwóch instrumentach.

2.1.1. Rynek bonów skarbowych

W analizowanym okresie rola bonów skarbowych na rynku pieniężnym zmieniała się (wykres 9). W początkowym okresie (lata 2001–2003)

rosła wartość emitowanych bonów skarbowych. Działo się tak ze względu na trudności z uplasowaniem emisji skarbowych papierów wartościowych o dłuższych niż rok terminach zapadalności. W tym czasie rozwijany był rynek pierwotny, tak aby zwiększyć popyt na emitowane bony. Wzrost popytu przekładał się na spadek rentowności bonów skarbowych, a tym samym zmniejszał koszty obsługi zadłużenia.

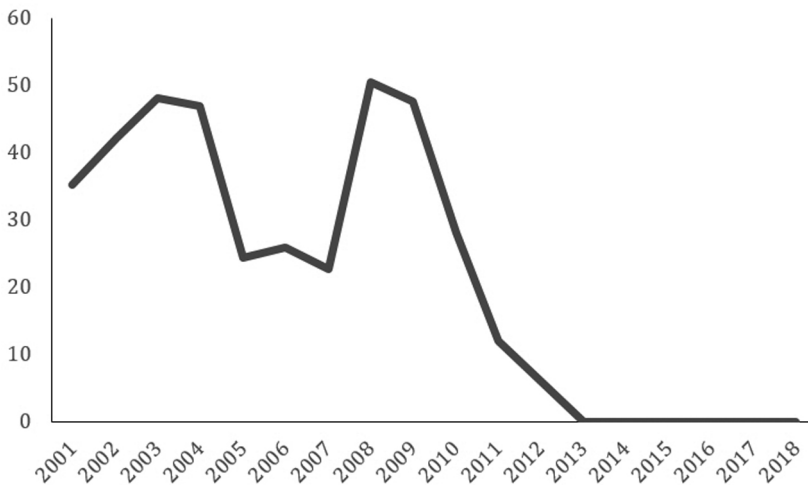
Wykres 8. Struktura rynku pieniężnego w Polsce (wielkość zadłużenia na 31 grudnia w mld zł)



Źródło: opracowanie na podstawie danych z publikacji: *Rozwój systemu finansowego w Polsce za lata 2001–2018*, NBP, Warszawa 2002–2019.

Po przezwyciężeniu kryzysu z początku XXI w., Ministerstwo Finansów przeszło do realizacji strategii ograniczania roli instrumentów krótkoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Stopniowo zmniejszała się skala emisji i poziom zadłużenia z tego tytułu. Wartość bonów skarbowych pozostających w obiegu zmniejszyła się z ponad 50 mld zł w 2004 r. do poniżej 20 mld zł w 2007. Sytuacja budżetu znacznie poprawiła się, a do tego znacznie łatwiej było znaleźć nabywców obligacji.

Wykres 9. Wielkość zadłużenia z tytułu bonów skarbowych na 31 grudnia (w mld zł)



Źródło: ibidem.

Sytuację ponownie pogorszył kryzys gospodarczy rozpoczęty w 2008 r. Popyt na obligacje, zwłaszcza długoterminowe, znacznie spadł. Wyraźnie wzrosła również rentowność poszczególnych instrumentów. Było to konsekwencją spadku zaufania inwestorów do rynków wschodzących, choć paradoksalnie kryzys wybuchł w krajach wysoko rozwiniętych. Znacząco wzrosła wśród inwestorów awersja do ryzyka. Skutkowało to przesunięciem ciężaru finansowania znacznej części potrzeb pożyczkowych państwa na bony skarbowe. Na koniec 2008 r. zadłużenie z tytułu bonów skarbowych wzrosło do 50,4 mld zł. W kolejnym roku było na poziomie 45,7 mld zł. Zmiana ta była jednak tylko przejściowa, bezpośrednio związana z kryzysem.

Po przezwyciężeniu trudności związanych z kryzysem gospodarczym Ministerstwo Finansów jeszcze konsekwentniej zaczęło realizować politykę finansowania potrzeb pożyczkowych z wykorzystaniem obligacji. W latach 2014–2015 i w 2018 r. zaprzestano emisji bonów skarbowych. Całość potrzeb pożyczkowych państwa finansowano z emisji obligacji. W pozostałych latach, tj. 2013, 2016 i 2017, udział bonów skarbowych w nowo emitowanych papierach skarbowych był niewielki (np. 6,4% w 2017 r.). Emisje były przeprowadzane jedynie w pierwszych kwartałach tych lat i wykupywane przed końcem roku. Stąd, począwszy od 2013 r.,

stan zadłużenia na 31 grudnia z tytułu bonów skarbowych był równy zeru.

W celu zwiększenia szans na skuteczną emisję bonów skarbowych prowadzono działania na rzecz rozwoju systemu dystrybucji bonów skarbowych. Ich sprzedaż odbywała się poprzez system uprawnionych dealerów. W początkach XXI w. zwiększano wciąż ich liczbę, która ostatecznie ustabilizowała się na poziomie czternastu podmiotów. Ich skład nieco zmieniał się, lecz liczba dealerów utrzymywała się. Podmioty te nabywały bony na aukcjach organizowanych przez Ministerstwo Finansów, a następnie odsprzedawały je podmiotom nieuprawnionym do uczestnictwa w rynku pierwotnym. Wraz ze spadkiem podaży bonów zmniejszała się liczba przetargów na emisję bonów (z jednego w tygodniu liczba ta spadła do dwóch w miesiącu, a w niektórych miesiącach spadła do jednego, by z czasem odbywać się trzy – cztery razy w roku, jedynie w pierwszym kwartale). Podejmowano również działania na rzecz rozwoju rynku wtórnego, lecz mała skala emisji nie sprzyjała zapewnieniu wysokich obrotów. Obroty na rynku wtórnym utrzymywały się na niewielkim poziomie (poniżej 10 mld zł miesięcznie), co jest pochodną wielkości emisji i struktury kupujących. Większość obrotów na rynku wtórnym była związana z transakcjami instrumentami pochodnymi z wykorzystaniem bonów skarbowych.

Struktura popytu na bony skarbowe ewoluowała w analizowanym okresie. W większości lat dominującą rolę odgrywały krajowe banki. W momencie, gdy większego znaczenia nabierały podmioty niebankowe (np. firmy ubezpieczeniowe) kosztem podmiotów bankowych, powodowało to zmiany w postaci pogorszenia płynności rynku ze względu na zmianę typu zakupów na typowo lokacyjne. W pierwszym dziesięcioleciu istotną rolę odgrywali jeszcze inwestorzy zagraniczni i fundusze emerytalne. Stopniowo jednak ich rola słabła. Zwłaszcza w okresie kryzysu gospodarczego, gdy udział inwestorów zagranicznych znacząco spadł. Udział banków rósł w okresach wzrostu rentowności bonów (okresowo przekraczał nawet 75%) oraz w ostatnich latach analizowanego okresu – w wyniku korzystnego zakwalifikowania podatkowego inwestycji w skarbowe papiery wartościowe. Generalnie, Ministerstwo Finansów nie napotykało na barierę popytu. Relacja popytu do podaży utrzymywała się wciąż na poziomie od dwóch do pięciu.

Rentowność bonów była silnie powiązana ze stopą inflacji. Wraz ze wzrostem poziomu cen również oprocentowanie bonów rosło. Na przykład, wraz ze znaczną poprawą koniunktury w gospodarce wzrosła stopa inflacji i pociągnęła za sobą wzrost rentowności bonów w 2007 r. do ponad 6%. W niemal całym analizowanym okresie oprocentowanie bonów skarbowych było poniżej stopy referencyjnej NBP.

2.1.2. Rynek bonów pieniężnych

Wśród instrumentów rynku pieniężnego bony pieniężne dominowały w latach 2009–2018. Celem emisji bonów pieniężnych przez NBP była realizacja polityki pieniężnej. W analizowanym okresie permanentną cechą systemu bankowego była jego nadpłynność. Oferta bonów pieniężnych jest skierowana do banków komercyjnych funkcjonujących w Polsce. Znacznym zmianom ulegała jednak skala emisji bonów pieniężnych. W 2001 r. ilość bonów skarbowych pozostających w obiegu utrzymywała się na średnim poziomie powyżej 20 mld zł. W kolejnym roku spadła już o ponad 8 mld zł. Niska wartość (w większości miesięcy poniżej 5 mld zł) wyemitowanych bonów pieniężnych utrzymywała się w latach 2002–2004. Począwszy od 2005 r. gwałtownie zaczęła rosnąć wartość emitowanych bonów skarbowych. Szczególnie wysokie poziomy osiągnięto w okresie kryzysu gospodarczego. Wówczas banki znacznie ograniczyły wzajemne transakcje i wskutek tego znacznie wzrosła nadpłynność sektora finansowego. O ile w 2007 r. wartość wyemitowanych bonów pieniężnych wynosiła 7,8 mld zł, to w roku 2013 osiągnęła już poziom 131,5 mld zł. W kolejnych latach poziom emisji znacznie spadł i na koniec 2018 r. wynosił 53,3 mld zł. Wciąż jednak był to największy segment rynku pieniężnego. W obliczu braku podaży bonów skarbowych to rynek bonów pieniężnych absorbował wolne środki o dużej płynności. W początkowym okresie (do kryzysu gospodarczego) popyt na bony przekraczał wyraźnie ich podaż. W latach 2008–2009 NBP odszedł od typowych zasad emisji bonów, by elastyczniej reagować na zmiany w popycie. Po kryzysie znacznie wzrosła podaż bonów. Wówczas popyt na bony zwykle był nieco niższy niż wartość wyemitowanych bonów pieniężnych. Rynek wtórny bonów pieniężnych cechował się niewielkimi obrotami. Były one w ponad 90% wykorzystywane w operacjach bezwarunkowych, co wiązało się z ich krótkimi terminami zapadalności.

Struktura sprzedawanych bonów pieniężnych ewoluowała. NBP podążał w zmianach za trendami i modelami stosowanymi przez banki centralne w krajach wysoko rozwiniętych. Dlatego też stopniowo zmieniano termin zapadalności. Najpierw NBP przeszedł na emisję bonów o 14-dniowym terminie zapadalności. Od 2005 r. oferował zaś bony o 7-dniowym terminie zapadalności w ramach regularnych operacji oraz bony o krótszych terminach zapadalności w ramach operacji dostrajających.

W początkowym okresie do handlu bonami pieniężnymi byli uprawnieni dealerzy rynku pieniężnego. Z czasem jednak podejmowano decyzje o dopuszczeniu do przetargów wszystkich banków krajowych, spełniających warunki techniczne. W 2015 r. ewidencja bonów pieniężnych została przeniesiona z Rejestru Papierów Wartościowych do nowego systemu SKARBNET4. Od tego momentu pełnił on rolę centralnego depozytu tych papierów oraz poprzez niego prowadzone są rozrachunki operacji tymi instrumentami.

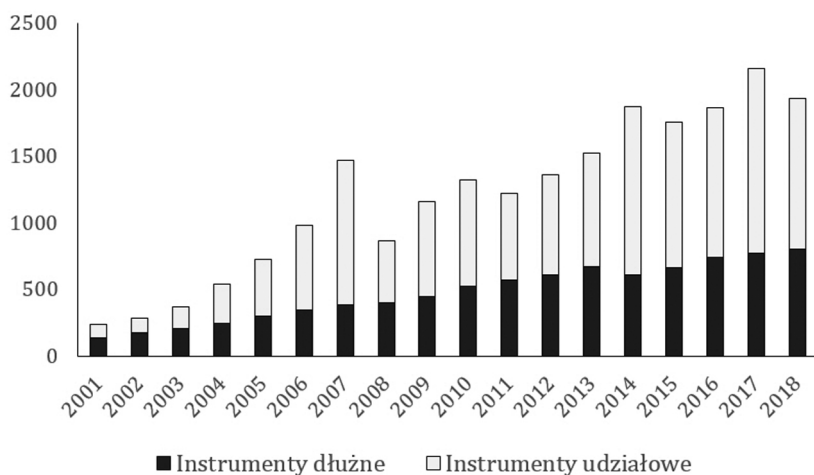
2.2. Rynek kapitałowy

Rynek kapitałowy można rozumieć jako zespół warunków doprowadzających do kontraktu pomiędzy sprzedającym a kupującym kapitał¹⁴. Dzieli się on na dwa podstawowe sektory: rynek akcji i rynek skarbowych papierów wartościowych. Udział obu sektorów różni się w zależności od roku. W latach 2001–2003 rynek obligacji skarbowych miał wartość wyższą niż kapitalizacja Giełdy Papierów Wartościowych. Od 2004 r. kapitalizacja giełdy była wyższa niż wartość rynku skarbowych papierów wartościowych. Wartość rynku obligacji rosła stosunkowo równomiernie. Z kolei kapitalizacja giełdy zmieniała się dynamicznie, gdyż jest silnie uzależniona od koniunktury na rynku. Na przykład, o ile w 2007 r. rynek akcji stanowił 73,5% rynku kapitałowego, to po załamaniu koniunktury na giełdzie jego udział spadł do poziomu 61,6%. Wielkość polskiego rynku kapitałowego i udział poszczególnych sektorów zmieniały się, jak pokazano na wykresie 10. W analizowanym okresie wartość rynku

¹⁴ Z. Madej, *Polski rynek kapitałowy*, Wydawnictwo PWSBiA, Warszawa 1998, s. 16.

kapitałowego wzrosła ponad 11-krotnie, osiągając najwyższy poziom w 2017 r. Wartość rynku obligacji wzrosła wówczas 5-krotnie. Pozostałe segmenty rynku miały niewielki udział w rynku kapitałowym, choć część z nich dynamicznie rosła. Na przykład rynek obligacji komunalnych wzrósł 14-krotnie, obligacji przedsiębiorstw – 22-krotnie, listów zastawnych – 113-krotnie, a bankowych papierów dłużnych 610-krotnie. Ich wartość jednak nie przekroczyła kilkudziesięciu miliardów złotych.

Wykres 10. Struktura rynku kapitałowego w Polsce w latach 2001–2018 (w mld zł)



Źródło: ibidem.

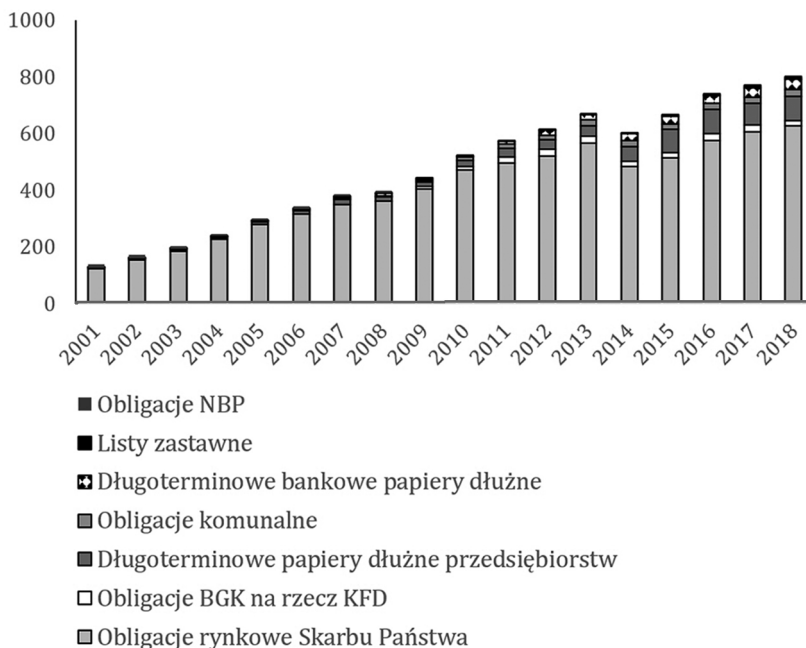
2.2.1. Rynek obligacji

Rynek obligacji Skarbu Państwa był w analizowanym okresie drugim pod względem wielkości segmentem rynku kapitałowego (wykres 11). Wartość wyemitowanych papierów wartościowych rosła tu stabilnie, gdyż w całym analizowanym okresie budżet państwa wykazywał się deficytami i potrzebował nowych środków na pokrycie niedoborów. Do tego nowe emisje refinansowały zadłużenie krajowe oraz częściowo zagraniczne (tzw. rolowanie długów).

W latach 2001–2003 rynek obligacji skarbowych miał wartość odpowiednio 138,3 mld zł, 173,3 mld zł i 203,9 mld zł. Wielkości te były wyższe niż kapitalizacja GWP, która była w tych latach na poziomie

103,4 mld zł, 110,6 mld zł i 167,7 mld zł. Dopiero od 2004 r. kapitalizacja giełdy była wyższa niż wartość rynku skarbowych papierów wartościowych. Od tego momentu wartość rynku obligacji skarbowych rosła systematycznie, lecz w znacznie niższym stopniu niż rynek instrumentów udziałowych. Trend wzrostowy był stabilny i równomierny również w okresie kryzysu gospodarczego. Jedynie na przełomie lat 2008 i 2009 wzrost wartości rynku zatrzymał się. W kolejnych latach wartość wyemitowanych obligacji rosła. Wyjątkiem był tu 2014 r., kiedy umorzono obligacje przejęte z OFE. W okresach słabszej koniunktury dynamika była na poziomie 15-25%. Wraz z poprawą koniunktury przyrosty spadały do poziomu poniżej 10% (2,8-8,8%). Łącznie w analizowanym okresie wartość rynku obligacji skarbowych wzrosła z 138,6 mld zł (17,7% PKB) do 802,6 mld zł (38,0% PKB).

Wykres 11. Struktura rynku instrumentów dłużnych w Polsce (w mld zł)



Źródło: ibidem.

Wraz ze zmianami na rynku ewolucji podlegała struktura wykorzystywanych instrumentów. Pozostałością po latach 90. i restruktury-

zacji zadłużenia był znaczny udział obligacji nierynkowych. W XXI w. eliminowano je stopniowo ze struktury zadłużenia. Istotnym celem było również wydłużanie terminów zapadalności. Stopniowo oferowano więc coraz więcej obligacji o dłuższych niż rok – dwa lata terminach zapadalności. Niski poziom rozwoju rynku krajowego nie sprzyjał jednak popytowi na nie. Dopiero szersze wejście inwestorów zagranicznych na rynek krajowy spowodowało wzrost popytu na obligacje pięcio- i dziesięcioletnie. Średnia zapadalność wyemitowanych obligacji szczególnie poprawiła się w drugim dziesięcioleciu XXI w. W latach 2002–2003 spadały stopy procentowe, co sprzyjało obniżaniu rentowności obligacji oraz zachęcało rząd do korzystania z emisji obligacji o stałym oprocentowaniu. Wiązało się to z doświadczeniami wysokiej inflacji z lat 90. XX w. Okazało się to jednak dość kosztowne, gdyż inflacja nie rosła znacząco w analizowanym okresie, a w latach 2014–2018 występowała deflacja. Wskutek powolnego rozwoju w większości krajów Unii Europejskiej skutkowało to utrzymaniem niskich stóp procentowych. Również w Polsce stopy procentowe znacznie spadły. Dlatego rząd zaczął szerzej wykorzystywać instrumenty o zmiennej stopie procentowej, gdyż oferowały one znacznie tańsze finansowanie długu.

Struktura inwestorów na tym rynku zmieniała się w zależności od sytuacji na rynku i w gospodarce. Największą grupą inwestorów były banki krajowe. Ich udział rósł w okresie wzrostu rentowności obligacji. Również w czasie kryzysu gospodarczego banki krajowe zajęły miejsce inwestorów zagranicznych. Następny wzrost udziału banków nastąpił w ostatnich latach analizowanego okresu. Banki zostały zwolnione z podatku bankowego od środków zainwestowanych w obligacje skarbowe. Wśród pozostałych grup inwestorów istotną rolę odgrywały otwarte fundusze emerytalne. Ich rola zakończyła się jednak w 2014 r. wraz z reformą znacznie ograniczającą ich rolę i blokującą im możliwość inwestowania w obligacje skarbowe. Z kolei inwestorzy zagraniczni stanowili istotną grupę inwestorów, którzy jednak byli najbardziej podatni na zmiany nastrojów. Szczególnie istotnie zmniejszył się ich udział w czwartym kwartale 2008 i pierwszym kwartale 2009 r. Jednak już od drugiego kwartału 2009 r. inwestorzy ci zaczęli wracać na rynek. Spadek rentowności obligacji w drugiej dekadzie XXI w. spowodował ponownie zmniejszenie udziału inwestorów zagranicznych.

Wraz z rozwojem rynku zmieniał się również system dystrybucji. Na rynku pierwotnym sprzedaż obligacji następowała w formie przetargów hurtowych (z niewielkim udziałem prywatnych emisji) oraz dystrybucji detalicznych obligacji oszczędnościowych (od 2003 r. wyłączność na nią ma bank PKO BP). System funkcjonował sprawnie i nie występowały sytuacje, by nie było popytu na obligacje. Podjęto również działania na rzecz sprzedaży pakietowej i emitowania jednorazowo pakietów po 25 mld zł, co obniżało koszty transakcyjne. Wprowadzono również system jednej ceny na przetargach hurtowych, co było upodobnieniem rynku do tych z krajów wysoko rozwiniętych.

Rynek wtórny obligacji skarbowych dopiero kształtował się na początku XXI w. Był on w dużej mierze oparty na rynku międzybankowym, zaś jego pierwsze zaproponowane formy nie zostały przyjęte przez rynek. Pierwotnie handel odbywał się na GWP i w Centralnej Tabeli Ofert (później przemianowanej na MTS). Trudność z systemem polegała jednak na tym, że znaczna część obligacji nie była dematerializowana i rejestrowana w Krajowym Rejestrze Papierów Wartościowych, gdyż ich nabywcy nie planowali ich sprzedaży przed terminem zapadalności. Za to instrumenty te były wykorzystywane jako zabezpieczenie przy transakcjach instrumentami pochodnymi.

2.2.2. Rynek akcji

Segment instrumentów udziałowych jest największym segmentem rynku kapitałowego w Polsce od 2004 r. Stanowi on alternatywne źródło pozyskiwania kapitału w stosunku do sektora bankowego. Jego rozwój osłabia możliwość wystąpienia efektu wypychania, gdyż przedsiębiorstwa mogą zrezygnować z finansowania bankowego na rzecz rynku akcji. Cechą rynku akcji jest jego znaczna koncentracja. Większość transakcji przebiega na rynku głównym GWP i na rynku NewConnect prowadzonym przez tę samą instytucję. W początkach analizowanego okresu była jeszcze Centralna Tabela Ofert (CeTO). Rynek ten różni się w znacznym stopniu od rynku obligacji. Przede wszystkim jego wartość jest oceniana na podstawie kapitalizacji giełdy, tj. sumy wartości notowanych na giełdzie spółek według ich aktualnej rynkowej wyceny, a nie według wartości emisyjnej akcji (znacznie niższej). Powoduje to, że wartość tego segmentu podlega bardzo dużym wahaniom w zależności

od koniunktury. Rynek ten stanowił istotne źródło pozyskiwania kapitału przez spółki i jego rozwój miał duże znaczenie dla polskiej gospodarki, zwłaszcza po okresie transformacji systemowej. Lata 2001–2008 były okresem dynamicznego rozwoju tego rynku w Polsce. Po załamaniu związanym z bańką internetową na światowych giełdach, wartość akcji zaczęła szybko rosnąć (dynamika w zakresie od 46% do 70% rocznie). Łącznie kapitalizacja GWP wzrosła 10-krotnie ze 103,4 mld zł w 2001 r. do 1 080,3 mld zł w 2007. Zwiększył się jednocześnie udział rynku kapitałowego w strukturze rynku finansowego z 43% w 2001 r. do 74% w 2007. Również relacja kapitalizacji rynku instrumentów udziałowych do PKB zdecydowanie wzrosła z 13% do 91%. Świadczy to o rosnącej roli giełdy w finansowaniu działalności przedsiębiorstw w Polsce.

Poprawa koniunktury miała również wpływ na wzrost obrotów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Obroty szczególnie znacząco rosły od 2004 r., w którym wyniosły one 109 mld zł. W kolejnym roku osiągnęły już 191 mld zł, a w 2006 wzrosły o kolejne 75%. W 2007 r. wartość obrotów wzrosła o 14,5%, a poziom płynności ponownie wzrósł, przekraczając 40%. Poprawiały się więc współczynniki płynności rynku, lecz wciąż były dalekie choćby od tych dla giełdy w Pradze czy Budapeszcie.

Oprócz kapitalizacji giełdy i jej obrotów o stanie tego rynku świadczy również ilość debiutów, wielkość obrotów oraz struktura inwestorów. W latach 2001–2007 ilość debiutów była znaczna i rosła. Wynikało to zarówno z dobrej koniunktury, jak i znacznego zainteresowania inwestorów pozyskaniem kapitału. Pozytywnym faktem był wzrost liczby zagranicznych inwestorów wchodzących na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Obroty giełdy w tych okresach utrzymywały się na wysokich i rosnących poziomach. Dlatego też perspektywy giełdy były oceniane pozytywnie. Poprawę sytuacji po bessie przyniósł zwłaszcza rok 2004, gdy do obrotu wprowadzono trzydzieści sześć nowych spółek, w tym cztery zagraniczne. Niektóre debiuty miały duży wpływ na kapitalizację giełdy, szczególnie PKO BP. W kolejnych latach hossa liczba debiutów była zbliżona. Niektóre ze spółek (np. zagraniczne) miały dużą kapitalizację i istotnie wpływały na obraz całej giełdy. Rekordowy był rok 2007, kiedy to łącznie było osiemdziesiąt jeden nowych spółek, w tym dwanaście zagranicznych. Kapitalizacja polskich spółek debiutujących na GWP wyniosła jedynie

27,1 mld z 346,2 mld zł łącznej kapitalizacji spółek debiutujących w 2007 r. Największym wydarzeniem było wprowadzenie do obrotu na GPW akcji banku UniCredit (jego kapitalizacja to 25% kapitalizacji GPW, która przekroczyła w tym roku 1 bln zł).

W 2007 r. GPW uruchomiła kolejny rynek NewConnect przeznaczony dla spółek o krótkiej historii i dużych perspektywach wzrostu. W pierwszych miesiącach działalności wprowadzono akcje dwudziestu czterech podmiotów, a osiągnięta kapitalizacja wyniosła 1,2 mld zł. Obroty wyniosły 151 mln zł. W pierwszym, niepełnym roku działalności dominowali krajowi inwestorzy indywidualni¹⁵.

Bessa nastąpiła w 2008 r. wraz z kryzysem gospodarczym. Spowodowała ona odwrócenie się przedstawionych tendencji. W tym roku kapitalizacja giełdy spadła o 57%, do 465 mld zł. Relacja wartości rynku instrumentów udziałowych do PKB spadła do 36%. Udział tych instrumentów w rynku kapitałowym spadł do 53%. Wartość obrotów na GWP spadła o 29,6%. Wynikało to przede wszystkim z pogorszenia nastrojów inwestorów oraz wycofywania się inwestorów zagranicznych z parkietu. Były to jednak mniejsze spadki niż na innych giełdach i GPW na koniec 2008 r. miała większą kapitalizację niż giełdy austriacka i grecka. Wycofano z obrotu akcje dziesięciu spółek o stosunkowo niskiej kapitalizacji (4,6 mld zł), a wprowadzono trzydzieści trzy spółki o wartości 29,7 mld zł¹⁶. W kolejnych latach następowała stopniowa odbudowa rynku, lecz do 2018 r. wartość rynku nie wróciła do poziomu z 2007 r. W latach 2008–2018 kapitalizacja wahała się, a spadki nastąpiły o 18,2% w 2011, o 13,5% w 2015 i o 18,2% w 2018 r. Problemem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w całym analizowanym okresie była stosunkowo niska relacja jej kapitalizacji do PKB w porównaniu z giełdami z krajów wysoko rozwiniętych. Stąd też znaczenie giełdy w finansowaniu działalności gospodarczej było bliższe do znaczenia, jakie ma ona w krajach o bankowym modelu finansowania przedsiębiorstw. Mimo następującej poprawy koniunktury w kolejnych latach, rola giełdy zaczęła jednak zmniejszać się. Podstawowym problemem była zmniejszająca się

¹⁵ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 r.*, NBP, Warszawa 2008, s. 203-213.

¹⁶ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.*, NBP, Warszawa 2010, s. 337-341.

płynność. Kolejnym zaś była mała liczba debiutów przy rosnącej liczbie spółek wycofywanych z giełdy. Szczególnie trudna sytuacja wystąpiła na rynku NewConnect, na którym ulokowały się głównie małe spółki. Początkowo platforma NewConnect rozwijała się dynamicznie, znajdując uznanie zarówno spółek-emitentów, jak i inwestorów. Wartość indeksu tego rynku wzrosła w 2009 r. o 30%, a kapitalizacja o 82,9%, osiągając 2,4 mld zł. Wprowadzono do obrotu akcje dwudziestu sześciu spółek, co było rekordem w tym roku na europejskich rynkach. Łącznie notowano akcje stu siedmiu spółek, a łączne obroty wyniosły 589 mln zł. W 2009 r. w strukturze inwestorów nieco spadł udział inwestorów indywidualnych (do 89%). Jednak z biegiem czasu ujawniła się niska płynność rynku, która sprawiła, że wyniki inwestycji nie były satysfakcjonujące. Dodatkowo, problemy z wiarygodnością części firm sprawiły, że rynek NewConnect nie rozwinął się w stopniu odpowiadającym potencjałowi tego segmentu gospodarki.

Pod koniec analizowanego okresu rola giełdy znacząco spadła. Wynikało to ze spadku płynności giełdy po ograniczeniu potencjału inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych. Ponadto spadła aktywność inwestorów zagranicznych. W chwili obecnej prowadzone są prace nad strategią rozwoju tego rynku, a szans na jego dynamizację upatruje się w pracowniczych planach kapitałowych.

2.3. Rynek bankowy

Rynek instytucji bankowych w analizowanym okresie dynamicznie zwiększał poziom swoich aktywów. Od 2001 do 2018 r. ich poziom wzrósł z 498,5 mld zł do 2 092 mld zł. Ich dynamika w dwunastu latach była wyższa niż dynamika PKB. Różnica wynosiła od 0,5% do 21%. Jedynie w pięciu latach dynamika aktywów sektora bankowego była nieco niższa niż dynamika PKB (zwykle o nieco ponad 3%).

Na przestrzeni lat 2001–2018 zmieniała się struktura tych aktywów (wykres 12). Przede wszystkim spadała rola wszystkich typów aktywów poza kredytami i dłużnymi papierami wartościowymi. Mniejsze znaczenie odgrywa więc gotówka w kasie (spadek udziału o 0,3 pkt. proc., tj. o jedną trzecią początkowej wartości). W mniejszym stopniu spadł udział akcji i udziałów kapitałowych z 1,42% do 1,24%. Trzykrotnie

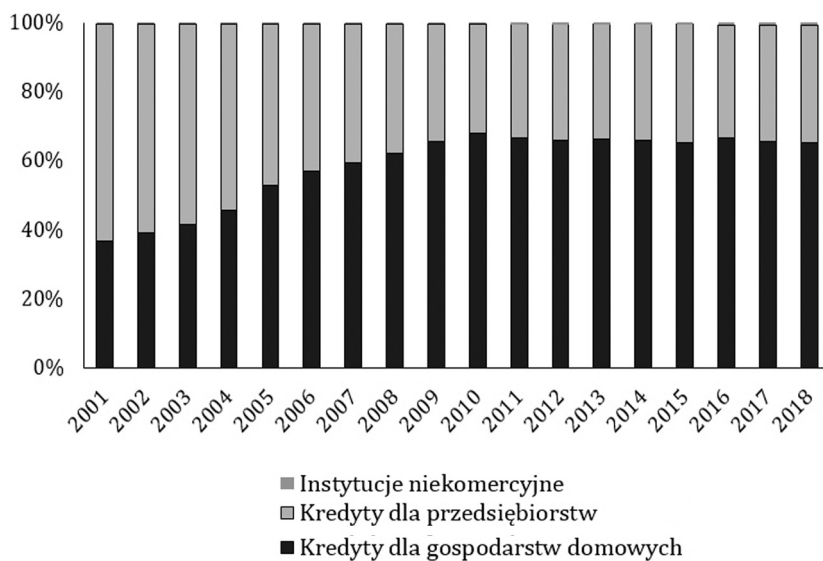
spadł udział aktywów zagranicznych z 12,2% do 4%. Zmniejszył się również udział aktywów trwałych, gdyż banki zmniejszały ilość oddziałów, a znaczna część obsługi przeniosła się do Internetu. Ponadto wraz z konsolidacją sektora, banki ograniczają liczbę nieruchomości. Ich wartość też nie rośnie tak szybko jak wartość aktywów ogółem. Udział nieruchomości w aktywach banków spadł z 5% do 2,9%. Niemal 6-krotnie spadł również udział pozostałych aktywów – z 6,2% do 1,2%.

W analizowanym okresie wzrósł udział dwóch kategorii aktywów. Pierwszą z nich są kredyty. Wzrósł on z 55,8% do 69,0%, tj. o 13,2 pkt. proc. Wartość zaś wzrosła z 278,2 mld zł do 1 381,7 mld zł. Zmieniła się również struktura udzielanych kredytów. Zmniejszył się udział kredytów udzielanych monetarnym instytucjom finansowym z 19,8% w 2001 r. do 9,1% w 2018, choć w wartościach bezwzględnych wartość kredytów wzrosła z 55,2 mld zł do 130,9 mld zł. Należy jednak zauważyć, że najniższy udział kredytów tej kategorii wystąpił 2016 r. (7,1%). Wzrósł natomiast udział kredytów udzielanych podmiotom z sektora instytucji rządowych i samorządowych. W 2001 r. wynosił on 4,0%. Najwyższą wartość osiągnął w 2011 r., kiedy wynosił 7,9%. W kolejnych latach udział ten spadał i w 2018 r. osiągnął 6,3%. W wartościach bezwzględnych suma kredytów tej kategorii wzrosła z 11,2 mld zł w 2001 r. do 87,6 mld zł w 2018. Zdecydowanie najszybciej rosła suma kredytów udzielanych pozostałym sektorom. Ich udział wzrósł z 76,1% w 2001 r. do 86,1% w latach 2008 i 2016. Ostatecznie w 2018 r. ukształtował się na poziomie 84,2%. Wartość bezwzględna tych kredytów wzrosła z 211,8 mld zł w 2001 r. do 1 163,2 mld zł w roku 2018.

Znaczącą pozycją aktywów były również dłużne papiery wartościowe. Ich udział nieznacznie wzrósł z 18,4% w 2001 r. do 22,4% w 2017 i nieznacznie spadł w kolejnym roku do 20,0%. W wartościach bezwzględnych ich wartość wzrosła z 91,5 mld zł do 398,2 mld zł. W strukturze aktywów największą rolę odgrywały zobowiązania sektora instytucji rządowych i samorządowych. Ich udział w 2001 r. wynosił 68,8%. Najwyższy udział zobowiązań sektora instytucji rządowych i samorządowych w strukturze aktywów banków – 84,3%, wystąpił w 2008 r. Następnie spadał do 51,9% w 2012 r., a w kolejnych latach rósł i w 2018 r. osiągnął 79,0%. W wartościach bezwzględnych suma tych zobowiązań wzrosła z 62,9 mld zł w 2001 r. do 314,8 mld zł w 2018. Mniejszy udział w aktywach banków

miały papiery wartościowe monetarnych instytucji finansowych. Ich udział spadł z 26,9% w 2001 r. do 14,4% w 2018. W wartościach bezwzględnych wzrosła wartość tych zobowiązań z 24,7 mld zł do 57,2 mld zł. Niewielki udział w aktywach banków miały papiery dłużne podmiotów z pozostałych sektorów. W 2001 r. wynosił on 4,3%, a w kolejnych latach wahał się w przedziale od 1,9% w 2009 r. do 8,7% w 2015. Na koniec analizowanego okresu wartość udziału tej kategorii wyniosła 6,6%. W wartościach bezwzględnych wartość dłużnych papierów wartościowych również wahała się od 2,5 mld zł w 2005 r. do 29,4 mld zł w 2016.

Wykres 12. Struktura kredytów skierowanych do podmiotów niefinansowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów: *Sytuacja finansowa banków* za lata 2001–2018, NBP, Warszawa 2002–2019.

Analiza działalności kredytowej banków komercyjnych w Polsce pozwala dodatkowo ocenić ich nastawienie do kredytowania działalności gospodarczej przedsiębiorstw oraz czynniki, jakie kierują ich decyzjami. Oparta ona zostanie na danych prezentowanych w raportach *Sytuacja finansowa banków* za lata 2001–2018, opracowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego, a wcześniej Narodowy Bank Polski.

Analiza kredytów dla sektora niefinansowego pokazuje, że kwota ogólna kredytów wzrosła 4,2-krotnie w latach 2005–2018¹⁷, z poziomu 258,5 mld zł do 1 088,8 mld zł. Dane wskazują, że w większym stopniu rosła wartość kredytów dla gospodarstw domowych. Ta grupa kredytów wzrosła we wskazanym okresie 5,2-krotnie, ze 136,4 mld zł do 708,4 mld zł. Zmieniła się jednak struktura tej kategorii kredytów. Na początku analizowanego tu okresu największy był udział kredytów konsumpcyjnych i wynosił 46,8%. Stopniowo jednak zmniejszał się udział kredytów konsumpcyjnych, choć ich wartość stale wzrastała (łącznie 2,7-krotnie). W 2018 r. kategoria ta stanowiła jedynie 24,2%, a więc o ponad połowę mniej. Rósł natomiast wyraźnie udział kredytów mieszkaniowych. Od 2005 do 2018 r. ich wartość wzrosła 8,3-krotnie, z 50,7 mld zł do 421,4 mld zł. Udział pozostałych rodzajów kredytów wahał się, lecz zarówno na początku analizowanego okresu, jak i na koniec utrzymywał się na poziomie 16%, a ich wartość wzrosła z 21,9 mld zł do 115,3 mld zł.

Z kolei kredyty dla przedsiębiorstw w analizowanym okresie wzrosły 3,1-krotnie, czyli w wyraźnie niższym stopniu niż kredyty dla gospodarstw domowych. Ich łączna wartość wzrosła ze 121,2 mld zł do 373,1 mld zł. Wartość ta rosła w całym analizowanym okresie z wyjątkiem 2009 r. Przeważały kredyty operacyjne, choć ich przewaga rosła do 2007 r., by potem stopniowo maleć. Począwszy od 2011 r. podawane są również dane odnośnie ilości kredytów udzielanych małym, średnim i dużym przedsiębiorstwom. Obie wielkości sukcesywnie rosły, choć wartość kredytów dla dużych przedsiębiorstw rosła nieco szybciej. Ogółem wartość kredytów udzielonych sektorowi małych i średnich przedsiębiorstw była od 18% do 35% wyższa niż wartość kredytów udzielonych dużym przedsiębiorstwom.

Podsumowując, przytoczone analizy wskazują, że rynek finansowy w Polsce w analizowanym okresie dynamicznie rozwijał się. Szczególnie dynamiczny rozwój następował w okresie szybkiego wzrostu gospodarczego, czyli w latach 2004–2008. Wszystkie przedstawione segmenty rynku finansowego rozwijały się dynamicznie, choć nie w takim samym stopniu. Jedynie rynek kapitałowy instrumentów udziałowych osłabł w ostatnich

¹⁷ Porównywalne dane, podane w tym samym układzie, są dostępne dla lat 2005–2018. Wcześniejsze dane są podane w innym układzie.

czterech latach analizowanego okresu, co jest pokłosiem osłabienia filaru kapitałowego systemu emerytalnego i osłabienia spółek publicznych.

Szczegółowa analiza wpływu wzrostu zadłużenia publicznego na działalność sektora finansowego nie wskazuje na występowanie efektu wypychania w Polsce. Na rynku pieniężnym nie występowały w całym analizowanym okresie problemy ze sfinansowaniem emisji nowych bonów skarbowych. Popyt przynajmniej dwukrotnie przewyższał podaż. Rentowność bonów utrzymywała się na poziomie poniżej rynkowych stóp procentowych. Narodowy Bank Polski wskazuje zaś na wciąż występującą nadpłynność sektora bankowego.

Również na rynku kapitałowym oba jego segmenty rosły. Wzrost segmentu instrumentów dłużnych nie wpływał negatywnie na rozwój segmentu instrumentów udziałowych. Na rynku długu rząd miał jedynie przejściowe trudności związane ze spadkiem popytu na instrumenty długoterminowe w okresie kryzysu gospodarczego. W pozostałych latach popyt na obligacje przewyższał podaż w jeszcze większym stopniu niż w przypadku bonów skarbowych. Segment instrumentów udziałowych uzyskał wyraźną przewagę pod względem wartości. Analiza zakłóceń w rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wskazuje, że wynikały one z koniunktury na rynku oraz zmian instytucjonalnych.

W aktywach banków wzrosła rola instrumentów dłużnych, lecz nie odbyło się to kosztem kredytów dla sektora niefinansowego. Zmniejszyła się bowiem rola pozostałych sektorów. Udział kredytów w aktywach banków wzrósł w jeszcze większym stopniu niż udział instrumentów dłużnych. Wprowadzie wartość kredytów dla przedsiębiorstw rosła wolniej niż wartość kredytów ogółem, dane wskazują jednak, że to kredyty dla gospodarstw domowych, a zwłaszcza kredyty hipoteczne wypychały kredyty dla przedsiębiorstw. Można na tej podstawie wysnuć hipotezę, że było to konsekwencją polityki banków preferujących mniej ryzykowne aktywa.

Niepokojącym faktem, który może zmienić obraz efektu wypychania, jest ustalenie preferencji w tzw. podatku bankowym dla lokowania środków w obligacje skarbowe. Może to bowiem skutkować skierowaniem zdecydowanie większego strumienia środków z sektora bankowego na rynek obligacji skarbowych. Fakt ten będzie można zweryfikować jednak dopiero za kilka lat.

3. Ocena zagrożenia efektem wypychania z wykorzystaniem miary syntetycznej

Przedstawiony rozwój rynków finansowych miał silny wpływ na ryzyko występowania efektu wypychania. W celu ilościowej oceny tego zjawiska i jego związku z efektem wypychania skonstruowano miarę syntetyczną EFWYP, składającą się z ośmiu zmiennych przedstawionych w tabeli 3.

Tabela 3. Zmienne wykorzystane do skonstruowania miary syntetycznej EFWYP

Lp.	Symbol zmiennej	Charakter zmiennej	Nazwa zmiennej (jednostka miary)	Źródło danych
1.	AOFE	D	Aktywa OFE ogółem (w % PKB)	Główny Urząd Statystyczny, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne (dostęp: 07.12.2019)
2.	KGPW	D	Kapitalizacja Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (w % PKB)	Główny Urząd Statystyczny, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne (dostęp: 07.12.2019)
3.	ABAN	D	Aktywa sektora bankowego (w % PKB)	Narodowy Bank Polski: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/zagregowany.html (dostęp: 10.11.2019)
4.	M3PK	D	Podaż pieniądza M3 (w % PKB)	Główny Urząd Statystyczny, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne (dostęp: 07.12.2019)
5.	OSZCZ	D	Oszczędności gospodarstw domowych (w % PKB)	Główny Urząd Statystyczny, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne (dostęp: 07.12.2019)
6.	UDKRP	D	Udział kredytów dla przedsiębiorstw w aktywach banków (w %)	Narodowy Bank Polski: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/zagregowany.html (dostęp: 10.11.2019)
7.	UDSPD	S	Udział papierów dłużnych sektora publicznego w aktywach sektora bankowego (w %)	Narodowy Bank Polski: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/zagregowany.html (dostęp: 10.11.2019)

8.	UDKFIN	S	Udział kosztów finansowych w kosztach przedsiębiorstw ogółem (w %)	Roczniki Statystyczne RP z lat 2002–2019, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2002–2019
9.	INTRL	S	Stopa procentowa długoterminowych papierów skarbowych (w %)	Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/data/database , kod:irt_lt_mcby_a (dostęp: 11.12.2019)

Źródło: opracowanie własne na podstawie źródeł podanych w tabeli.

W przypadku konstrukcji tej miary syntetycznej uwzględniono ostatecznie osiem zmiennych. Pierwszą grupę stanowią parametry związane z rozwojem rynku finansowego. Wytypowano tu zmienną ABAN (aktywa sektora bankowego), która ukazuje rozwój rynku bankowego w Polsce. Kolejną jest kapitalizacja Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (KGPW). Instytucja ta stanowi kolejne źródło kapitału dla przedsiębiorstw, alternatywne wobec banków. Powiększanie się wartości tego rynku (GPW) może powodować, że przedsiębiorstwa będą chętniej pozyskiwać kapitał z giełdy niż z kredytów bankowych. Kolejnym sektorem uwzględnionym w ocenie głębokości i rozwoju rynku finansowego są Otwarte Fundusze Emerytalne. Przyjętą zmienną jest wartość ich aktywów. Wraz z jej wzrostem zwiększa się ilość oszczędności w gospodarce, które są również inwestowane w akcje. Wzięto również pod uwagę poziom oszczędności gospodarstw domowych, które to są transformowane przez sektor bankowy w kredyty. Kolejną zmienną stanowi podaż pieniądza M3¹⁸ w relacji do PKB. Im jest ona wyższa, tym więcej środków jest do

¹⁸ Miara M3 należy do tzw. agregatów pieniężnych, które NBP definiuje według stopnia płynności aktywów. Agregaty te obejmują:

- M0 – pieniądź rezerwowy banku centralnego, pieniądź gotówkowy w obiegu oraz środki na rachunkach bieżących i rachunkach rezerwy obowiązkowej, utrzymywane przez banki w NBP;
- M1 – pieniądź gotówkowy w obiegu (poza kasami banków) oraz depozyty i inne zobowiązania bieżące wobec podmiotów krajowych innych niż MIF i instytucje rządowe szczebla centralnego;
- M2 – pieniądź M1 oraz depozyty i inne zobowiązania terminowe z terminem pierwotnym do 2 lat włącznie wobec podmiotów krajowych innych niż MIF i instytucje rządowe szczebla centralnego;

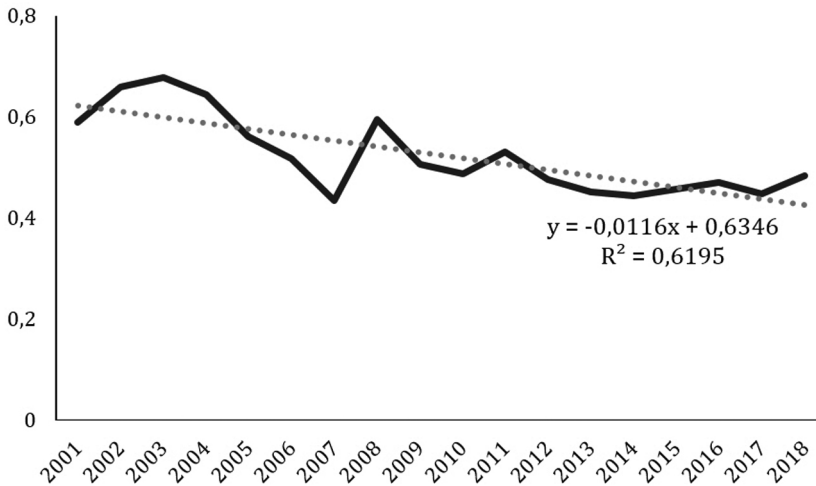
dyspozycji pomiotów gospodarczych. Następną grupą zmiennych dotyczyła udziału poszczególnych sektorów w aktywach banków. Po pierwsze, uwzględniono udział kredytów udzielanych przedsiębiorstwom w ogóle aktywów sektora bankowego. Po drugie, wzięto pod uwagę udział skarbowych papierów dłużnych w aktywach banków. Do miary syntetycznej dodano również udział kosztów finansowych w ogóle kosztów przedsiębiorstw. Ich wzrost ma związek ze wzrostem kosztu pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. Ostatnią zmienną jest poziom długoterminowych stóp procentowych, według których są oprocentowane obligacje skarbowe.

Kształtowanie się miary syntetycznej przedstawiono na wykresie 13. W całym analizowanym okresie wartości miary miały niewielką tendencję malejącą. Zdecydowane obniżenie jej wielkości nastąpiło w pierwszym cyklu koniunkturalnym. W latach 2001–2003 wartość miary wzrosła z 0,590 do 0,678. W tym okresie natężenie czynników mających wpływ na efekt wypychania wzrastało. Następnie do 2007 r. wartości spadały sukcesywnie do 0,435. Oznacza to spadek o 36%. Podobnie jak w przypadku wcześniej analizowanych miar kryzys gospodarczy, który rozpoczął się w 2008 r. spowodował wzrost wartości miary do 0,595, czyli o 36,7%. W kolejnych latach wartość miary spadała sukcesywnie do poziomu 0,483 w 2018 r. Należy jednak zauważyć, że spadek ten był o połowę wolniejszy niż we wcześniejszym cyklu koniunkturalnym i wyniósł 18,8%. Dodatkowo, spadek był zakłócany niewielkimi wzrostami w pojedynczych latach. Łącznie w całym okresie wartość miary syntetycznej spadła o 18,0%. Oznacza to spadek natężenia czynników kształtujących efekt wypychania, lecz również perspektywę wzrostu w okresie kolejnego kryzysu.

-
- M3 – pieniądź M2 oraz zobowiązania wobec podmiotów krajowych innych niż banki i instytucje rządowe szczebla centralnego z tytułu operacji z udzielonym przyrzeczeniem odkupu oraz dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do 2 lat włącznie, wyemitowane przez banki krajowe i udziały/jednostki uczestnictwa w krajowych funduszach rynku pieniężnego, sprzedane instytucjom innym niż banki krajowe i instytucje rządowe szczebla centralnego.

Źródło: NBP, https://www.nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/DKI-Miary.pdf (dostęp: 14.06.2020).

Wykres 13. Kształtowanie się miary syntetycznej EFWYP



Źródło: opracowanie własne.

Analiza struktury miary syntetycznej wskazuje, że w analizowanym okresie rósł sektor bankowy. Zmienna ABAN (aktywa sektora bankowego/PKB) rosła w całym analizowanym okresie w sposób bardzo równomierny. Łącznie wzrosła ona o 46,8%. Tak więc ilość środków, które banki mogły przeznaczać na kredyty, pożyczki i inne inwestycje znacząco wzrosła.

Pogorszyła się natomiast wartość aktywów OFE (zmienna AOFE). Do 2013 r. wielkość tej zmiennej rosła systematycznie, gdyż większość pracujących obywateli odkładała część składek na ubezpieczenie społeczne do OFE. Wartość tych aktywów wzrosła z 2,5% PKB w 2001 r. do 18,2% PKB w 2013. Jednak zmiany, które wdrożono w 2014 r. spowodowały znaczne ograniczenie środków w systemie OFE. Wskutek tego wartość aktywów OFE spadła w 2014 r. do 8,7% PKB. Jednocześnie jednak ograniczono drastycznie liczbę uczestników systemu OFE oraz wartość odprowadzanych przez nich składek. Dlatego też w kolejnych latach wartość aktywów OFE wahała się, osiągając ostatecznie poziom 7,4% PKB w 2018 r. Oznacza to znaczne ograniczenie środków na inwestycje pozostające na rynku finansowym.

Nieco bardziej skomplikowana sytuacja dotyczyła Giełdy Papierów Wartościowych. Zmienna KGPW znacząco oscylowała w analizowanym okresie. W pierwszym cyklu koniunkturalnym następował gwałtowny wzrost kapitalizacji giełdy wraz z poprawą koniunktury w gospodarce. Wartość ta wzrosła z 13,3% PKB do 91,0% PKB. Jednak kryzys gospodarczy spowodował bessę i spadek kapitalizacji do 36,2% PKB. Od 2008 r. wartość kapitalizacji wahała się. Nie osiągnęła jednak wartości sprzed kryzysu. Najwyższa wartość po 2008 r. została osiągnięta w 2014 i wyniosła 72,8% PKB. Jednak zmiany w OFE negatywnie wpłynęły na giełdę i mimo poprawy koniunktury w końcówce analizowanego okresu wartość kapitalizacji giełdy spadła do 53,4%. Oznacza to m.in. spadek środków dostępnych dla przedsiębiorstw w celu ich rozwoju.

Podaż pieniądza, reprezentowana przez zmienną M3PK (podaż pieniądza M3), rosła regularnie w latach 2001–2018. Wzrosła ona z 42,2% do 68,4% PKB. Oznacza to wzrost o 61,7%. Wskutek tego znacząco wzrosła ilość pieniądza cyrkulującego w gospodarce i tym samym dostępnego dla podmiotów gospodarczych.

Zmienne ABAN i M3PK wpłynęły na sukcesywny spadek zmiennej INTRL (stopa procentowa długoterminowych papierów skarbowych). Oprocentowanie spadło z 10,68% w 2001 r. do 3,2% w 2018. Spadek szczególnie szybko następował w pierwszych latach XXI w. W okresie po kryzysie z 2008 r. nastąpił niewielki wzrost do poziomu około 6%. Jednak począwszy od 2012 r. stopa procentowa długoterminowych papierów skarbowych spadała regularnie. Stopa ta podążała za stopami procentowymi NBP i jej wielkość nie wskazuje na znaczące problemy ze sfinansowaniem deficytów czy rolowanych zobowiązań.

Negatywną cechą sytuacji gospodarczej był w analizowanym okresie spadek poziomu oszczędności. Zmienna OSZCZ spadła z poziomu 8,6% PKB do zaledwie 1,3% PKB. Tendencja ta była widoczna w całym analizowanym okresie. Problem ten wciąż pozostaje nierozwiązany i może wzmacniać efekt wypychania.

Istotną zmienną służącą do konstrukcji miary syntetycznej była również UDKRP (udział kredytów dla przedsiębiorstw w aktywach banków). Zmienna ta bezpośrednio wyraża ewentualne skutki efektu wypychania. Wartość spadała w całym analizowanym okresie. W 2001 r. przyjmowała poziom ponad 60%, podczas gdy w 2010 r. udział ten wyniósł już jedynie

31,5%, czyli niemal o połowę mniej. W kolejnych latach utrzymywał się on na poziomie 33-34%. Z wartości tych wynika, że efekt wypychania występuje. O ile wartość bezwzględna kredytów nie spada, to są one zastępowane przez inne aktywa w bilansach banków. Zwłaszcza że inne segmenty rynku finansowego zaangażowane w finansowanie przedsiębiorstw (np. Giełda Papierów Wartościowych) nie są w zbyt dobrej kondycji.

Aby sprawdzić, czy przyczyną efektu wypychania jest wzrost zaangażowania banków w finansowanie zobowiązań sektora publicznego, do miary syntetycznej wprowadzono zmienną UDSPD (udział papierów dłużnych sektora publicznego w aktywach sektora bankowego). Zaskakująca jest obserwacja, że w latach 2003–2012 udział ten znacznie spadł z poziomu 16,9% do 9,3%. W początkowych zaś latach analizowanego okresu oraz po 2012 r. udział ten rósł. W 2018 r. udział papierów dłużnych sektora publicznego w aktywach sektora bankowego osiągnął poziom 15,9%, który był nieco niższy niż w 2003 r. Dlatego też można wyciągnąć wniosek, że to nie zaangażowanie sektora bankowego w finansowanie długu publicznego jest przyczyną efektu wypychania.

Ostatnią zmienną użytą do budowy miary syntetycznej jest UDKFIN (udział kosztów finansowych w kosztach przedsiębiorstw ogółem). Udział ten spadł w analizowanym okresie z 4,7% w 2001 r. do 1,7% w 2018. W poszczególnych okresach poziom tej zmiennej wahał się, lecz odchylenia były niewielkie. Taki kształt zmiennej można wiązać się ze spadkiem inflacji oraz, będącym jej konsekwencją, spadkiem stóp procentowych. Jednak w przypadku konkurencji przedsiębiorstw z sektorem publicznym poziom kosztów finansowych przedsiębiorstw powinien rosnąć nawet mimo spadku stóp procentowych. Widać więc, że nie jest to kwestia konkurencji, lecz ograniczania przez sektor bankowy finansowania przedsiębiorstw.

ROZDZIAŁ 6.

TRWAŁOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO A RYZYKO JEGO MONETYZACJI

1. Geneza długu publicznego Polski

1.1. Zadłużenie zagraniczne z lat siedemdziesiątych

Gospodarka Polski, wchodząc w okres transformacji systemowej, obarczona była długiem zagranicznym zaciągniętym dwadzieścia lat wcześniej. Krajowy dług publiczny nie istniał tylko dlatego, że państwo, kontrolując sektor finansów, niedobory budżetowe pokrywało emisją dodatkowego pieniądza przez Narodowy Bank Polski. Skutkowało to oczywiście regularnymi wybuchami inflacji. W związku z tym genezy długu publicznego Polski należy poszukiwać w zadłużeniu zagranicznym.

W latach 70. XX w. komunistyczne władze Polski pod przywództwem Edwarda Gierka podjęły decyzję o zaciągnięciu pożyczek zarówno u prywatnych (banki komercyjne), jak i publicznych wierzycieli (rządy państw). Pierwotnie te środki były przeznaczone na modernizację kraju. Nie zostały one jednak w pełni wykorzystane zgodnie z przeznaczeniem. W 1971 r. wartość nominalna zadłużenia wynosiła blisko 1 mld USD. Jednak kolejne pożyczki, w tym zaciągane na obsługę zadłużenia zagranicznego, spowodowały, że wartość długu wzrosła do 8,4 mld USD w 1975 r. Stanowiło to duże obciążenie dla gospodarki, ponieważ znacznie przekraczało wpływy z eksportu. Trudności ze zdobyciem obcych walut przyczyniły się do problemów z obsługą i spłatą zadłużenia. Wskutek tego wartość zadłużenia gwałtownie rosła. W 1980 r. wynosiła już 25 mld USD – trzykrotnie więcej niż w 1975 r., stanowiąc ponad 25-krotność zadłużenia z początku tej dekady. W latach 80. Polska kilkakrotnie renegecjowała warunki spłaty oraz przyznanie kredytów rewolwingowych,

lecz nie dotrzymywała ich warunków. Wskutek tego narosło znaczne zadłużenie, którego dynamikę przedstawia tabela 4. W 1990 r. wartość zadłużenia zagranicznego osiągnęła poziom 46 mld USD. Polska nie miała możliwości obsługi tak dużego długu¹.

Tabela 4. Wielkość i dynamika przyrostu zadłużenia zagranicznego Polski w latach 1971–1991

Lata	Zadłużenie ogółem w mln USD	Absolutne roczne przyrosty zadłużenia w mln USD	Dynamika przyrostu w %
1971	987	–	100,0
1972	1 249	262	126,5
1973	2 623	1374	210,0
1974	5 220	2 597	199,0
1975	8 382	3 162	160,5
1976	12 141	3 759	144,8
1977	14 917	2 776	122,9
1978	18 840	3 723	125,0
1979	23 981	4 441	122,5
1980	25 059	1 978	108,7
1981	25 953	894	103,6
1982	26 435	482	101,9
1983	26 396	-39	99,9
1984	26 808	412	101,6
1985	29 296	2 488	109,3
1986	33 526	4 230	114,4
1987	39 214	5 688	116,9
1988	39 500	286	100,7
1989	41 400	1 900	104,8
1990	46 100	4 700	111,3
1991	43 000	-3 100	93,3

Źródło: P. Olszański, *Historia polskiego zadłużenia międzynarodowego na tle wydarzeń społecznych i politycznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2002.

¹ P. Olszański, *Historia polskiego zadłużenia międzynarodowego na tle wydarzeń społecznych i politycznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2002, s. 108-112.

Przekształcenia systemowe polskiej gospodarki pozwoliły na podjęcie w 1991 r. rozmów na temat renegotjacji warunków spłaty i umorzenia części wierzytelności. W pierwszej kolejności próbę zawarcia porozumienia podjęto odnośnie wierzytelności w stosunku do wierzycieli publicznych, skupionych w tzw. Klubie Paryskim. Osiągnięto porozumienie, a plan redukcji zobowiązań wobec wierzycieli Polski skupionych w Klubie Paryskim przewidywał dwuetapową procedurę. Pierwszy etap (lata 1991–1994) oznaczał 30-procentową redukcję łącznych zobowiązań, karencję na spłatę rat kapitałowych zadłużenia oraz 80-procentową ulgę w wysokości należnych w tym czasie odsetek. W drugim etapie wierzyciele mieli wyrazić zgodę na zwiększenie redukcji długu do poziomu 50% zobowiązań z 1991 r. Przejście do drugiego etapu i skuteczność redukcji były obwarowane kilkoma warunkami, których niedotrzymanie wiązało się z zerwaniem porozumienia i natychmiastowym żądaniem spłaty całości zadłużenia wraz z pełnymi odsetkami. Warunkami tymi były:

- konsekwentna realizacja przez Polskę programu stabilizacji gospodarki i przeprowadzanie przekształceń własnościowych – warunek ten miał na celu zapewnienie wypłacalności Polski i posiadania przez nią odpowiednich zasobów walut obcych potrzebnych na spłatę zadłużenia,
- terminowe wywiązywanie się z bieżących zobowiązań wobec państw członkowskich Klubu Paryskiego – warunek ten miał na celu zabezpieczenie wiarygodności Polski po niedotrzymaniu wielu porozumień,
- ustalenie warunków spłaty zadłużenia w stosunku do innych wierzycieli na zasadach porównywalnych z warunkami Klubu Paryskiego – warunek ten, jak wydaje się, miał zarówno zapewnić równe traktowanie wierzycieli, jak też pomóc Polsce w obsłudze zadłużenia, gdyż nadmierny ciężar pozostałej części zadłużenia mógłby przekreślić realność porozumienia z Klubem Paryskim.

Porozumienie z Klubem Paryskim nie miało samo w sobie mocy prawnej, lecz stanowiło punkt wyjścia do zawierania dwustronnych umów z każdym z wierzycieli. Umowy te zawierane były w latach 1992–1994. Ostatecznie Polska dotrzymała warunków porozumienia i zobo-

wiązania zostały zredukowane o 50%. Umowy dwustronne przewidywały redukcję w jednym z trzech wariantów (tzw. A, B i C), które różniły się typem redukcji (kapitału, czy też odsetek). W każdym z nich jednak suma uzyskanych przez Polskę korzyści wynosiła 50% łącznych zobowiązań z 1991 r.²

Kolejnym krokiem było zawarcie porozumienia z zagranicznymi wierzycielami prywatnymi, skupionymi w tzw. Klubie Londyńskim. Zadłużenie w stosunku do tych instytucji wyniosło 13,2 mld USD w 1994 r. Wstępne porozumienie opierało się na planie amerykańskiego Sekretarza Stanu, Nicholasa Brady'ego. Podpisano je 10 marca 1994 r. Plan ten zakładał wykupienie przez Polskę części długu za gotówkę, zamianę części zadłużenia długo- i średnioterminowego na obligacje z dyskontem i obligacje parytetowe oraz zamianę zobowiązań z tytułu odsetek na obligacje parytetowe. Zawarte porozumienie wprowadzono w życie 27 października 1994 r. W jego wyniku dług zmniejszył się w październiku 1994 r. o 6,4 mld USD, z czego połowa wynikała z wykupu zobowiązań, dalsze 2,4 mld USD – z redukcji przy konwersji długu na obligacje (wyemitowane na korzystnych dla Polski warunkach), a pozostałe 0,8 mld USD – z redukcji zaległości w spłacie odsetek. Ponad dwie trzecie obligacji miało oprocentowanie stałe, niższe od rynkowego. Ponadto terminy wykupu obligacji były rozłożone aż do 2024 r., a dzięki temu większość obciążeń należało uregulować w okresie po transformacji systemowej i po spłaceniu długu wobec wierzycieli z Klubu Paryskiego³.

Zadłużenie zagraniczne miało więc znaczny wpływ na sytuację budżetową w latach 90., jak i na początku XXI w. Dzięki porozumieniom z wierzycielami skupionymi w Klubach Paryskim i Londyńskim przesunięto największą część spłat z lat 90. na następną dekadę. Opierało się to na oczekiwaniu ustabilizowania się sytuacji gospodarczej, poprawy sytuacji budżetowej oraz powstania systemu kursów walutowych Polski. Łącznie redukcja długu zmniejszyła zobowiązania Polski

² A. Jędraszka, *Obecny poziom spłaty polskiego zadłużenia wobec Klubu Paryskiego i Klubu Londyńskiego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2010, nr 103, s. 47-50.

³ Ibidem, s. 50-52.

w latach 1991–1994 o 6,093 mld USD. Ponadto ułatwiła obsługę zobowiązań⁴. Istotnym elementem w zakresie zarządzania długiem publicznym stała się również poprawa wiarygodności Polski jako kredytobiorcy i emitenta obligacji na międzynarodowych rynkach finansowych, a także pozwoliła na uzyskanie dostępu do pomocy Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz Banku Światowego⁵. Rozwój sytuacji pokazał, że w pierwszej dekadzie XXI w. była możliwość przedterminowego wykupienia części zobowiązań. Ostatecznie dług zagraniczny spłacono w 2017 r. – siedem lat przed planowanym terminem. Faktem jest jednak, że stare długi spłacano środkami uzyskanymi z nowych emisji obligacji. Obciążenie kosztami obsługi długu zmniejszało się więc, lecz zobowiązania nie zmniejszyły się.

1.2. Dług publiczny w Polsce po transformacji

Dług publiczny w obecnym rozumieniu pojawił się w Polsce na początku lat 90. wraz z przekształceniami systemu finansowego, a w szczególności gospodarki budżetowej. Pojawiły się deficyty budżetowe finansowane poprzez zaciąganie długu publicznego (zarówno krajowego, jak i zagranicznego). Wielkość deficytów budżetowych w ujęciu nominalnym przedstawia tabela 5. Z przedstawionych w niej danych wynika wniosek, iż deficyt budżetowy na stałe wpisał się w gospodarkę budżetową polskiego rządu. Pierwszym planowanym rokiem budżetowym bez deficytu miał być rok 2020, lecz wiadomo już, że deficyt znów wystąpi.

⁴ W przypadku Polski przytoczone założenia sprawdziły się i pozostały po umorzeniu dług został praktycznie w całości spłacony. Jednak wśród ekonomistów nie ma zgodności co do sensowności częściowego umarzania długów krajom najuboższym bez innych form pomocy strukturalnej. Ciekawą analizę skutków takiej polityki przedstawia artykuł: S. Arslanalp, P.B. Henry, *Policy Watch: Debt Relief*, „Journal of Economic Perspectives” 2006, t. 20, nr 1, s. 207-220.

⁵ P. Olszański, op. cit., s. 115-118.

Tabela 5. Deficyt budżetowy i dług publiczny w Polsce w latach 1992–2018

Rok	Deficyt budżetowy (w mln zł)	Deficyt sektora finansów publicznych (w % PKB)	Zadłużenie sektora finansów publicznych (w mln zł)	Zadłużenie sektora finansów publicznych (jako % PKB)
1992	6 911,5	bd	98 000,0	bd
1993	4 342,0	bd	134 000,0	bd
1994	5 739,8	bd	148 700,0	bd
1995	7 448,0	4,2	167 266,7	50,8
1996	9 167,2	4,5	185 602,8	44,8
1997	5 902,8	4,6	221 649,7	44,0
1998	13 191,6	4,2	237 399,9	40,3
1999	12 479,0	2,2	273 383,4	41,9
2000	15 391,0	3	280 473,8	38,7
2001	32 358,3	4,8	302 107,4	39,7
2002	39 402,6	4,8	352 610,6	45,3
2003	37 043,0	6,1	408 631,3	50,1
2004	41 417,1	5	432 282,1	48,8
2005	28 360,7	4	466 591,0	47,5
2006	25 063,1	3,6	506 263,5	47,8
2007	15 956,4	1,9	527 441,8	44,8
2008	24 346,2	3,6	597 764,4	46,9
2009	23 845,0	7,3	669 881,4	49,9
2010	44 591,1	7,4	767 844	53,1
2011	25 124,4	4,9	847 708	54,1
2012	30 406,7	3,7	875 260	53,7
2013	42 194,1	4,2	922 755	55,7
2014	28 976,8	3,6	867 345	50,4
2015	42 606,7	2,6	923 392	51,3
2016	46 159,5	2,4	1 009 390	54,2
2017	25 353,8	1,5	1 006 650	50,6
2018	10 406,2	0,2	1 035 254	48,9

Źródło: www.stat.gov.pl (*Roczne mierniki gospodarcze i Wskaźniki makroekonomiczne*) (dostęp: 09.02.2006, 15.12.2010, 20.12.2019).

W pierwszych latach po transformacji kształtowały się finanse publiczne we współczesnym rozumieniu. Również kategoria długu publicznego dopiero wchodziła do praktyki polityki budżetowej. Okres ten wiązał się więc z dwiema podstawowymi tendencjami. Po pierwsze, zrestrukturyzowaniem zadłużenia zagranicznego, co pozwoliło na urealnienie kwot przypadających do spłaty. Polska po raz pierwszy od lat 70. zaczęła regularnie obsługiwać swoje zobowiązania. Po drugie, tworzony był rynek krajowego długu publicznego, który we wcześniejszym okresie nie istniał, a który miał stanowić przeciwwagę dla rynku zagranicznego. Kształtowano instytucje i instrumenty niezbędne do jego finansowania. Dużą rolę odgrywało w tym Ministerstwo Finansów, które przygotowywało podstawowe instrumenty (bony skarbowe, obligacje), procedury rynku pierwotnego (podstawy organizacyjne emisji, system dealerów obligacji) oraz struktury rynku wtórnego (zapewniającego większą atrakcyjność skarbowych papierów wartościowych oraz ich płynność). Od 1995 r. polski rząd zaprzestał zaciągać zobowiązania finansujące dług publiczny w polskim sektorze bankowym, przerzucając ciężar na emisję obligacji i bonów skarbowych. Banki stanowiły wciąż największą grupę inwestorów w papiery skarbowe. Potrzeby pożyczkowe państwa nie wiązały się już wyłącznie z obsługą i spłatą zadłużenia zagranicznego. W okresie tym budżety państwa regularnie charakteryzowały się deficytowością. Deficyty budżetowe utrzymywały się rokrocznie na poziomie 4,0-4,5% PKB. Dług publiczny wzrósł do 1998 r. do poziomu 237,4 mld zł. Dzięki szybko rosnącej gospodarce proporcja długu do PKB spadła jednak do 40,3% PKB.

Począwszy od 1999 r. rozpoczęło się wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego. W związku z tym oraz wprowadzanymi od 1998 r. reformami, w latach 1999–2004 wielkość deficytu sektora finansów publicznych wyraźnie wzrosła w stosunku do poprzedniego okresu. Szczególnie trudne były dla budżetu lata 2001–2004. Przedstawione w tabeli 5 wartości nie oddają w pełni skali problemów, gdyż podjęto działania na rzecz ograniczenia deficytów budżetowych. Skalę niedoborów szacowano bowiem na blisko 90 mld zł. Dzięki podjętym działaniom deficyt udało się ograniczyć do maksymalnie 41 mld zł w 2004 r. W relacji do PKB najwyższy deficyt na poziomie 5% PKB odnotowano w 2003 r. Dług niemal podwoił się w stosunku do 1998 r. W latach 2005–2008 poprawiła się dynamika

PKB. Odbiło się to pozytywnie na wpływach i wydatkach budżetu, a deficyty spadły do poziomów 16-28 mld zł. Jednak dług wzrósł w stosunku do 2004 r. o połowę, do niemal 600 mld zł w 2008 r.

Kolejny kryzys, który rozpoczął się w 2008 r., spowodował ponownie wzrost deficytu do 45 mld zł w 2010 r. Budżet państwa charakteryzował się więc wysokimi defycytami, a sytuacja zdecydowanie się pogorszyła w analizowanym okresie. Dodatkowo, wartość długu w relacji do PKB zbliżała się do konstytucyjnej granicy trzech piątych PKB. Z powodu wahań dynamiki PKB, związanych z kryzysem zadłużeniowym i jego skutkami, deficyty budżetowe utrzymywały się na wysokich poziomach do 2013 r. Potem stopniowo zaczęły spadać i najniższy poziom deficytu (10 mld zł) osiągnął budżet w 2018 r. Mimo to dług wciąż regularnie narastał (z wyjątkiem 2014 r., kiedy umorzono obligacje przejęte z OFE). W 2016 r. poziom długu publicznego przekroczył 1 bln zł i dwa lata później osiągnął 1,034 bln zł.

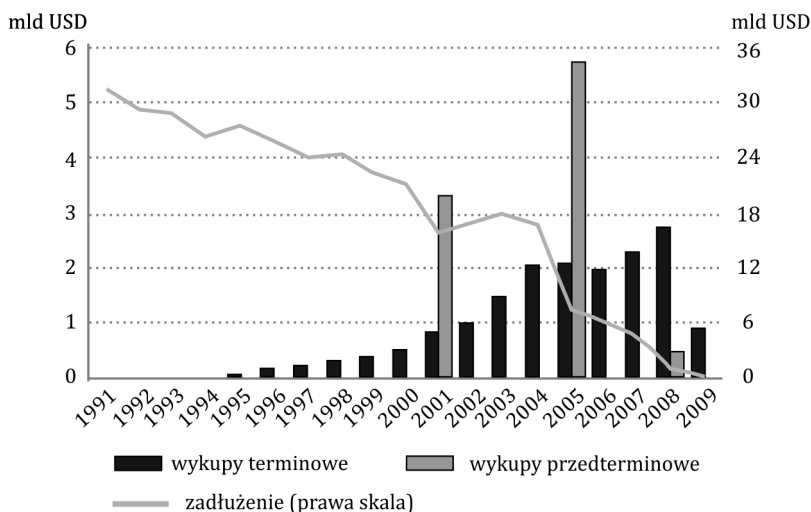
Oceniając dynamikę deficytu budżetowego i długu publicznego w analizowanym okresie należy wskazać kilka kwestii. Po pierwsze, deficytowość finansów publicznych stała się stałym elementem polskiej gospodarki. Deficyt budżetowy w pierwszych latach po transformacji i w okresach kryzysu wynikał ze złej koniunktury. W pozostałych okresach wynikał jednak z decyzji politycznych i przyjęcia modelu polityki fiskalnej opartej na deficytach budżetowych.

Po drugie, skutkiem odziedziczonego po PRL zadłużenia zagranicznego było stałe przyrastanie długu publicznego w wartościach bezwzględnych. Przyrosty te wynikały z refinansowania poprzednich zobowiązań oraz finansowania bieżących deficytów. Wartość nominalna długu szybko przyrastała i w 2018 r. przekraczała 1 bln zł. Relacja długu publicznego do PKB spadała do czasu kryzysu w latach 2000–2002. Następnie okresowo zbliżała się do progów ostrożnościowych i nieco spadała w okresach poprawy koniunktury.

Po trzecie, kryteria traktatu z Maastricht były przez Polskę spełniane w odniesieniu do długu publicznego. Wynikało to nie tyle z dyscypliny polityki fiskalnej, co z ograniczenia zapisanego w Konstytucji Rzeczypospolitej. W stosunku do deficytu budżetowego nagminnie nie były one spełniane. Dotyczyło to nie tylko okresów spowolnienia gospodarczego, lecz również dynamicznego wzrostu. Jedynie w 2007 r. wartość deficytu

ukształtowała się poniżej 3% PKB. Dopiero po znacznym ograniczeniu systemu Otwartych Funduszy Emerytalnych od 2015 r. deficyty zaczęły kształtować się poniżej 3% PKB.

Wykres 14. Zobowiązania wobec Klubu Paryskiego i ich spłata w latach 1991–2009 (przeliczone na USD wg kursu na koniec danego roku)



Źródło: *Dług publiczny. Raport roczny 2009*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2010, s. 47.

Po czwarte, w analizowanym okresie spłacono dług zagraniczny, który, jak przedstawiono wcześniej, stanowił poważne obciążenie dla polskiej gospodarki. Zadłużenie wobec Klubu Paryskiego spłacono w 2009 r. Z kolei dług wobec Klubu Londyńskiego spłacono w 2017 r. Jednak analiza tabeli 5 wskazuje, że zadłużenie nie spadło w związku ze spłatą tych długów. Stało się tak, gdyż spłata zobowiązań została sfinansowana emisją nowych zobowiązań. Istotne jest również, że pozostałe zobowiązania są również spłacane na zasadzie rolowania zobowiązań, co w większości przypadków wiąże się ze wzrostem wartości zadłużenia (wyjątkiem jest obecna sytuacja, w której rządowi udaje się wyemitować obligacje o ujemnej rentowności).

Po piąte, kryzys zadłużeniowy, który dotknął kraje strefy euro uświadomił, jak poważne mogą być konsekwencje nadmiernego zadłużenia i polityki stałego utrzymywania deficytów budżetowych. Wiele krajów Unii Europejskiej podjęło reformy sektora finansów, które skutkowały

wypracowywaniem nadwyżek budżetowych w okresach korzystnej koniunktury gospodarczej. Jednak w przypadku Polski podejście do kwestii deficytów budżetowych nie zmieniło się. Ich poziom wahał się i nigdy nie wypracowano nadwyżki ani nie zrównoważono budżetu.

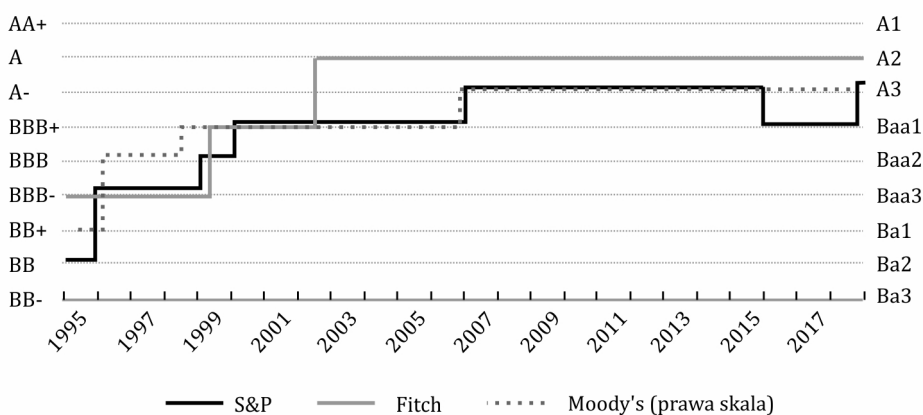
Po szóste, w analizowanym okresie nastąpiły istotne zmiany w strukturze długu publicznego Polski. Istotny jest fakt odwrócenia proporcji pomiędzy poziomem zadłużenia krajowego i zagranicznego. W analizowanym okresie wyraźnie wzrósł udział zadłużenia krajowego, który przekroczył w 2007 r. 75,7%. W kolejnych latach wprawdzie spadał, lecz nie spadł poniżej 60%. Świadczy to o poprawie sytuacji w zakresie zadłużenia zagranicznego i powstaniu typowej dla wielu rozwiniętych gospodarek rynkowych struktury długu publicznego. Uporządkowano również kwestię „starych długów” poprzez restrukturyzację długu, częściowe jego przedterminowe wykupywanie oraz spadek jego wartości w odniesieniu do PKB. Dynamicznie rozwijał się również krajowy rynek skarbowych papierów wartościowych. Zaciąganie nowych długów za granicą było związane z obsługą starego zadłużenia i częściowo z obniżaniem kosztów obsługi długu, lecz przy respektowaniu ryzyka, jakie ze sobą niesie.

Udział długu samorządów terytorialnych w ogóle zadłużenia systematycznie rósł, lecz w całym analizowanym okresie nie przekroczył 10%. Na podmioty te po reformie z 1999 r. nałożono szereg obowiązków i zaczęły one rozdysponowywać porównywalne środki, jak budżet państwa. Jednak w kwestii zadłużenia w większości postępowały rozsądnie. Poziom długu samorządowego zaczął rosnąć dopiero w okresie znaczącego napływu środków Unii Europejskiej w celu sfinansowania wkładu własnego do realizowanych projektów.

Zmieniła się również gruntownie struktura wykorzystywanych instrumentów finansowych. Stopniowo bowiem przechodzono do finansowania rynkowego i rezygnowano z instrumentów nierynkowych. Dlatego też pod koniec XX w. dominowały już obligacje. Do sfinansowania bieżących potrzeb używano bonów skarbowych, lecz ich rola zmieniła się w zależności od warunków rynkowych. W okresach kryzysów gospodarczych inwestorzy chętniej kupowali bony skarbowe o krótkich terminach zapadalności. W przypadku długu zagranicznego zmniejszała się rola instrumentów nierynkowych. Wiązało się to głównie z koniecznością spłaty zobowiązań i ich refinansowaniem. Ponadto starano się wydłużać

terminy zapadalności, nawet kosztem wyższego oprocentowania. Po spłacie „starego zadłużenia” w okresie kryzysu gospodarczego znów zaczęto korzystać z instrumentów nierynkowych w celu zrekompensovania spadającego popytu na polskie obligacje. Ciekawostką jest również kwestia oprocentowania. Na początku analizowanego okresu starano się zaciągać zobowiązania o stałym oprocentowaniu. Jednak po roku 2010 ich oprocentowanie zaczęło spadać, wskutek czego oprocentowanie starego długu jest wyższe niż nowych zobowiązań.

Wykres 15. Rating Polski dla emisji w walucie zagranicznej w latach 1995–2018



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

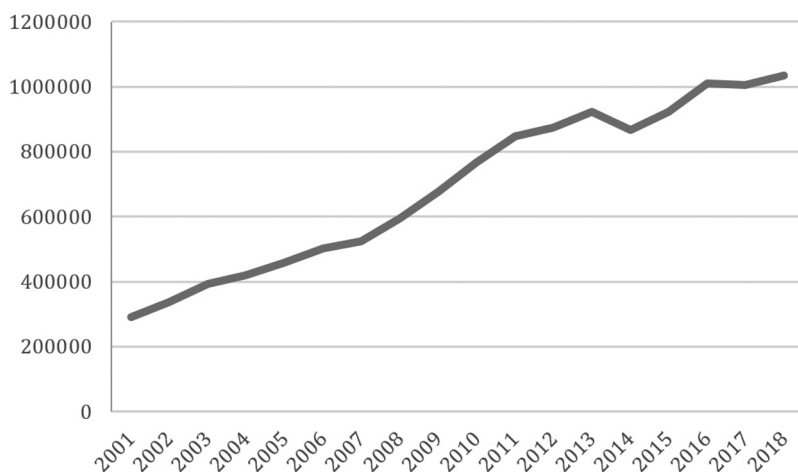
Podsumowaniem zmian w wielkości i strukturze długu może być ocena Polski jako kredytobiorcy na międzynarodowym rynku finansowym. Ocenę tę w postaci tzw. ratingu wystawiają agencje ratingowe: Standard & Poor's, Fitch i Moody's. Zmiany ratingów przedstawia wykres 15. Polska w ocenie tych agencji dobrze radziła sobie z zadłużeniem, a wraz z rozwojem kraju i przystąpieniem do Unii Europejskiej wiarygodność kraju wzrosła. Nie wpłynęły na nią nawet kryzysy gospodarczy i zadłużeniowy⁶.

⁶ Charakterystykę metodologii i skal oceny stosowanej przez agencje ratingowe prezentuje: H. Ćwikliński, *Polityka gospodarcza*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2004, s. 130-131.

2. Przesłanki trwałości długu publicznego Polski

Pierwszą przesłanką trwałości długu publicznego Polski jest jego stałe narastanie. Zarówno w analizowanym okresie, jak też we wcześniejszych latach od transformacji dług monotonicznie przyrasta (z jedynym wyjątkiem 2014 r., co jest związane z umorzeniem obligacji z OFE – patrz wykres 16). Zadłużenie zagraniczne wobec wierzycieli skupionych w Klubach Paryskim i Londyńskim stanowiło istotny element długu w początkowym okresie. Jak jednak można zaobserwować w tabeli 5, spłata zobowiązań wobec obu klubów nie przyczyniła się do zmniejszenia wartości długu zagranicznego. Przeciwnie, wzrastał on, gdyż powszechną praktyką jest rolowanie zobowiązań. Dlatego też można uznać dług publiczny za trwały element gospodarki.

Wykres 16. Dług publiczny w latach 1992–2018 (w mln zł)

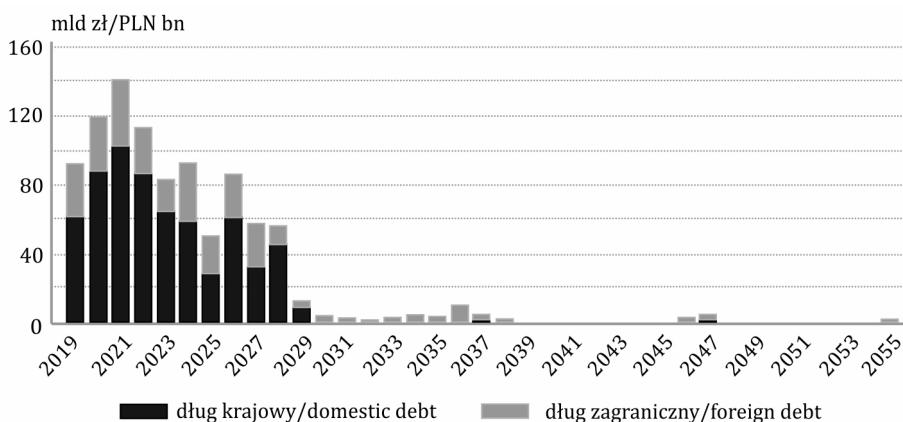


Źródło: *Roczniki Statystyczne Rzeczypospolitej Polskiej* z lat 1993–2019, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 1993–2019.

Druga przesłanka oparta jest na ocenie możliwości spłaty długu publicznego sektora finansów publicznych. Kwota długu publicznego na koniec 2018 r. wyniosła 1 035 254 mln zł. Ponad 92% z niego stanowi dług Skarbu Państwa (954 300 mln zł). Stanowi to 251,1% rocznych dochodów budżetu państwa. Na wykresie 17 przedstawiono harmonogram spłat zobowiązań z tytułu długu publicznego do 2055 r. Pokazane dane

wskazują, że w zasadzie obciążenia związane ze spłatą długu przypadają na kolejnych dziesięć lat. Najwyższe spłaty przypadają na 2021 r., osiągnąjąc około 140 mld zł. Obciążenia w latach 2019–2020 i 2022–2026 są w granicach 80-120 mld zł. Kwoty te stanowią około 20% wielkości dochodów budżetu państwa. Doliczając do tego deficyty, które najprawdopodobniej pojawią się wraz z prognozowanym spowolnieniem gospodarczym, obciążenia mogą sięgać kilkudziesięciu procent dochodów budżetu państwa. Nie jest więc realne wygospodarowanie tak znacznej części dochodów publicznych lub zwiększenie obciążeń podatkowych w takim stopniu, żeby zmniejszać dług publiczny poprzez jego spłatę. Dlatego też uzasadnione wydaje się być stwierdzenie, że dług będzie w dalszym ciągu rolowany. W związku z tym faktem oraz spodziewanym wzrostem deficytu finansów publicznych, będzie rosła wartość długu publicznego, a więc dług publiczny będzie trwałym elementem gospodarki Polski. Stąd będzie monetyzowany.

Wykres 17. Harmonogram spłat długu Skarbu Państwa

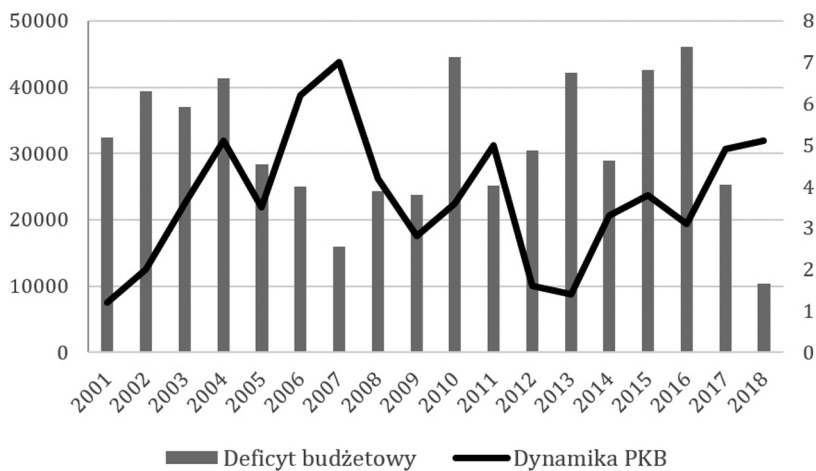


Źródło: *Dług publiczny. Raport roczny 2018...*, s. 65.

Trzecią przesłanką trwałości długu jest stała deficytowość budżetu państwa. Począwszy od transformacji systemowej, budżet państwa nie był zrównoważony, a tym bardziej nie wykazał nadwyżki. Wielkość deficytu przedstawiona została na wykresie 18. Jak można zauważyć, deficyty wzrastały wraz ze spadkiem dynamiki PKB. Jednak nawet gdy koniunktura była sprzyjająca, budżet państwa nie bilansował się. Obser-

wacja polityki fiskalnej wskazuje, że rządy decydowały się świadomie na deficyt budżetowy, mimo że budżet mógł być zrównoważony. Tak więc źródłem deficytu są decyzje polityczne. Znacznie bardziej zmienna jest sytuacja podsektora samorządowego oraz podsektora ubezpieczeń społecznych. W samorządach sytuacja zależy od napływu środków unijnych. W ubezpieczeniach społecznych sytuacja zależy w większym stopniu od koniunktury gospodarczej. Jednak występujące okresowo w obu podsektorach nadwyżki nie równoważyły całego sektora. Stąd ich bilans nie wpływa na tutejszą ocenę trwałości długu publicznego w Polsce.

Wykres 18. Deficyt budżetu państwa (oś lewa) i wzrost PKB (oś prawa) w latach 2001–2018 (w mln zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Roczników Statystycznych RP 2002–2019*, GUS, Warszawa 2002–2019.

Doświadczenia krajów europejskich potwierdzają również, że dług publiczny Polski należy ocenić jako trwały. Obserwacja poziomu długu pozwala podzielić kraje Unii Europejskiej na kilka grup. We wszystkich z nich w okresie kryzysu gospodarczego z lat 2008–2009 dług znacząco wzrósł. Różnią się one jednak początkowym poziomem zadłużenia i reakcją na wzrost zadłużenia. Można wyróżnić trzy podstawowe grupy krajów. Pierwsza z nich to państwa o niskim poziomie długu, które aktywnie go wykorzystują w okresach pogorszenia koniunktury i zmniejszają w fazie wzrostu gospodarczego. Należą do nich m.in. Estonia,

Łotwa, Czechy, Luksemburg i Litwa. W krajach tych przyrosty długu w latach 2001–2018 wyniosły od kilku do kilkudziesięciu procent PKB. W ujęciu względnym oznacza to nawet 200-procentowy wzrost (efekt niskiej bazy). Jednak po wzrostach w okresie kryzysu kraje te zwykle prowadzą politykę obniżania poziomu długu. Podobną politykę prowadzi przykładowo również kraje OECD, takie jak Australia, Korea Południowa i Szwajcaria. Druga grupa to kraje, które osiągnęły poziom długu obecnie uznawany za średni, w okresie kryzysu zbliżyły się lub przekroczyły poziom 60% PKB, a następnie weszły na ścieżkę jego zmniejszania, lecz ta polityka przynosiła niewielkie rezultaty i poziom długu utrwał się na podwyższonym poziomie. Grupa ta jest najliczniejsza. Należą do niej np. Francja, Chorwacja, Węgry oraz Polska. Problemem tej grupy jest złudne poczucie bezpieczeństwa. Faktem jest jednak, że w okresie kolejnego kryzysu państwa te wejdą ze znacznie mniejszą możliwością zadłużania się. Ryzyko monetyzacji długu jest w nich największe, gdyż brakuje wyraźnego impulsu do obniżania długu. Trzecia grupa to kraje, które osiągnęły szczególnie wysoki poziom zadłużenia (bliski 100% PKB lub powyżej tego poziomu) i wystąpiło w nich niebezpieczeństwo niewypłacalności. Do tej grupy można zaliczyć takie państwa, jak: Grecja, Portugalia, Irlandia i Włochy. W związku z podniesionym ryzykiem związanym z papierami wartościowymi tych krajów, nie są one uznawane za bezpieczne aktywa. Reakcją na kryzys zadłużenia są zwykle podejmowane programy naprawcze i oszczędnościowe. Nie zawsze przynoszą one efekty, gdyż stłumienie wzrostu gospodarczego spowodowanego tymi programami (np. w Grecji) utrudnia tzw. wyrastanie z długu. Na drugim biegunie jest przypadek Irlandii, gdzie udało się znacząco obniżyć poziom długu⁷.

⁷ Na podstawie danych pozyskanych z Eurostatu. Podobną klasyfikację dla krajów OECD można znaleźć w publikacji: P. Piątkowski, *Dług publiczny jako stały element współczesnej gospodarki rynkowej*, [w:] *Sektor publiczny we współczesnej gospodarce*, R. Przygodzka (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku 2008, s. 133-141.

3. Ryzyko monetyzacji długu publicznego w świetle miary syntetycznej

Ryzyko monetyzacji długu zostało ocenione przy pomocy miary syntetycznej MONET, skonstruowanej z wykorzystaniem metody TOPSIS, podobnie jak w pozostałych przypadkach. Miara ta została skonstruowana przy pomocy ośmiu zmiennych. Zostały one zaprezentowane w tabeli 6. Wszystkie zmienne okazały się być stymulantami.

Tabela 6. Zmienne wykorzystane do konstrukcji miary syntetycznej MONET

Lp.	Symbol zmiennej	Charakter zmiennej	Nazwa zmiennej (jednostka miary)	Źródło danych
1.	UINZG	S	Udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu Skarbu Państwa (w %)	Ministerstwo Finansów, https://www.gov.pl/web/finanse/szeregczasowe (dostęp: 05.12.2019)
2.	DLTERM	S	Udział długu długoterminowego w długu publicznym (w %)	Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/data/database (dostęp: 11.12.2019)
3.	UDBAN	S	Udział banków krajowych w finansowaniu długu krajowego Skarbu Państwa (w %)	<i>Roczniki Statystyczne RP</i> z lat 2002–2019, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2002–2019
4.	ZYSNBP	S	Wpłata do budżetu państwa z zysku NBP (w % PKB)	<i>Roczniki Statystyczne RP</i> z lat 2002–2019, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2002–2019
5.	CHNG	S	Zmiana długu publicznego rok do roku (% PKB)	Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/data/database,kod:gov_10dd_edpt3 (dostęp: 11.12.2019)
6.	UNBP	S	Udział NBP w finansowaniu długu publicznego (w %)	<i>Roczniki Statystyczne RP</i> z lat 2002–2019, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2002–2019
7.	URYNK	S	Udział długu rynkowego w długu Skarbu Państwa ogółem (w %)	Ministerstwo Finansów, https://www.gov.pl/web/finanse/zadluzenie (dostęp: 10.11.2019)
8.	ATM	S	Średnia zapadalność długu Skarbu Państwa (w latach)	<i>Dług publiczny. Raport roczny z lat 2002–2018</i> , Ministerstwo Finansów, Warszawa 2001–2018

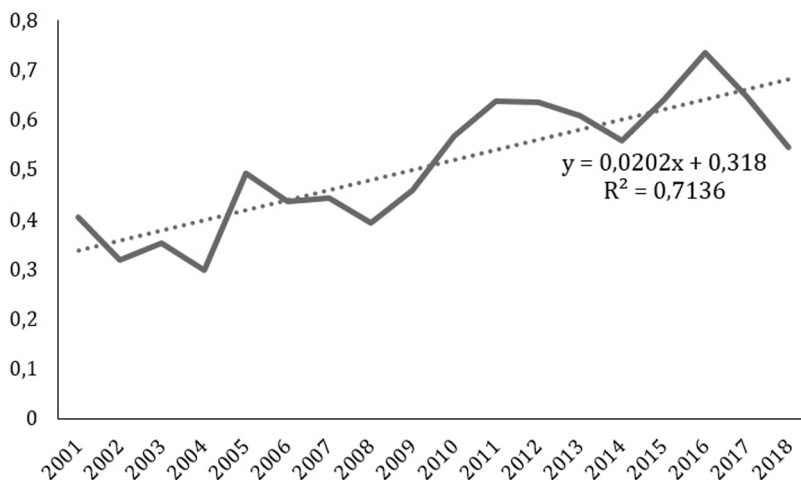
Źródło: opracowanie własne na podstawie źródeł podanych w tabeli.

Zmienne te zostały wybrane ze względu na ich związek z ryzykiem monetyzacji długu. Podstawową z nich jest udział NBP w finansowaniu długu publicznego. Pierwotnie miara ta miała nie być brana pod uwagę, gdyż od uchwalenia Konstytucji w 1997 r. NBP nie finansuje deficytów budżetowych. Jednak przez pierwsze lata analizowanego okresu NBP wciąż był w posiadaniu skarbowych papierów wartościowych. Jednak zapowiedź, że w 2020 r. NBP skupi znaczne ich ilości spowodowała, że zmienna ta została mimo wszystko wzięta pod uwagę. Niejako jej uzupełnieniem jest zmienna ZYSNBP (wpłata do budżetu państwa z zysku NBP), która, jak przedstawiono, jest zakamuflowaną formą finansowania deficytu budżetowego przez NBP. Kolejne zmienne zostały wzięte pod uwagę w celu oceny trwałości długu, która również przyczynia się do monetyzacji długu. W tym celu wykorzystano zmienną ATM (średnia zapadalność długu Skarbu Państwa), która to wyraża średni czas, na który zostały zaciągnięte zobowiązania. Im wyższa jest wartość, tym trwalsze są zobowiązania. Dodatkowo, użyto zmiennej DLTERM (udział długu długoterminowego). Im wyższy jest udział długu długoterminowego, tym łatwiej go monetyzować poprzez wykorzystanie go jako dodatkowej formy aktywów. Wykorzystano również zmienną URYNK (udział długu rynkowego w długi Skarbu Państwa ogółem). Papiery rynkowe są zdecydowanie łatwiejsze do wykorzystania np. jako zastaw i tym samym kreacja dodatkowych zobowiązań. Kolejną zmienną jest CHNG (zmiana długu publicznego rok do roku), która, jeśli rośnie, wskazuje na trwałość zobowiązań. Użyto również zmiennych UINZG (udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu Skarbu Państwa) i UDBAN (udział banków krajowych w emisji krajowego długu). Obie grupy inwestorów sprzyjają monetyzacji długu oraz zwiększaniu poziomu podaży pieniądza w gospodarce.

Otrzymane wielkości miary syntetycznej MONET zaprezentowane zostały na wykresie 19. W odróżnieniu od poprzednich miar syntetycznych, ta wskazuje wyraźną tendencję rosnącą. Na przestrzeni analizowanego okresu wartość miary wzrosła o 34%, choć różnica pomiędzy wartością minimalną a maksymalną jest znacznie większa. Pomimo wahań widać wyraźną skłonność do wzrostu, o czym świadczy zarówno dodatni współczynnik kierunkowy funkcji trendu, jak i wysoka wartość współczynnika R kwadrat funkcji trendu. Stąd też należy oczekiwać nasilenia

oddziaływania uwzględnionych tu czynników na ryzyko monetyzacji długu.

Wykres 19. Wartości miary syntetycznej MONET



Źródło: opracowanie własne.

Obserwacja zmian wartości poszczególnych zmiennych wskazuje na zróżnicowany wpływ na miarę syntetyczną. Zgodnie z teorią dług publiczny wywiera największy wpływ na inflację, gdy deficyty budżetowe są finansowane przez bank centralny. Dokonuje się tego z wykorzystaniem emisji nowego pieniądza, wskutek czego zwiększa podaż pieniądza i tym samym poziom inflacji. Przykłady krajów, w których wystąpiła hiperinflacja, pokazują, że zwykle poprzedzał ją znaczny wzrost deficytów budżetowych, finansowanych emisją dodatkowego pieniądza. W Polsce taka sytuacja miała miejsce w PRL, gdy skutkiem dodruku nowego pieniądza były pojawiające się kilka razy epizody inflacji. Większość państw zrezygnowała z takiej możliwości finansowania długu publicznego. Również w polskiej Konstytucji zapisany został zakaz finansowania deficytów budżetowych przez NBP. Kryzys z lat 2008–2009 oraz kryzys zadłużeniowy sprawiły, że wzrost długu publicznego USA był częściowo finansowany przez Rezerwę Federalną. Podobną politykę zastosowano w Banku Anglii. Zmiana wieloletniej praktyki była spowodowana źródłem kryzysu: zachwianiem stabilności sektora bankowego. W tych gospodarkach wpływ na poziom inflacji będzie mniej odczuwalny, gdyż ich pieniądz jest uznawany na całym świecie. W Polsce, małej gospodarce z własną walutą,

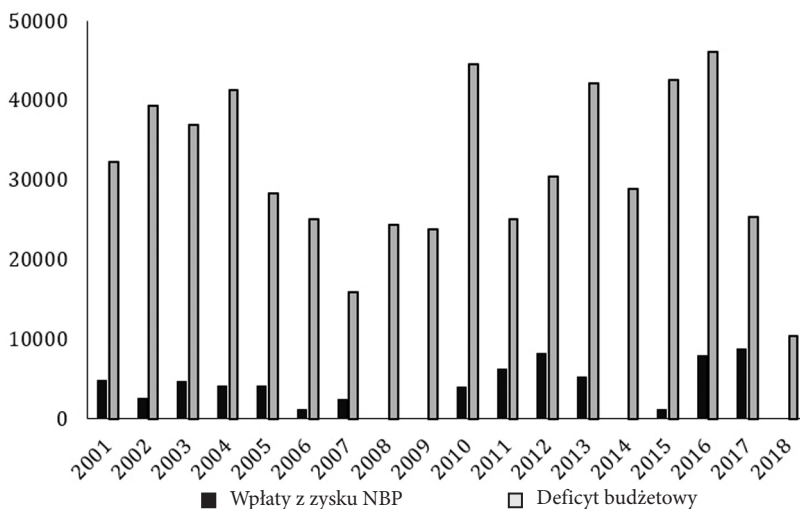
wpływ ten byłby bardziej bezpośredni. Do 2005 r. utrzymywał się udział NBP w finansowaniu długu, co było konsekwencją znacznie wcześniej zaciągniętych zobowiązań. Ostatecznie od 2006 r. NBP nie jest wykazywany w strukturze wierzycieli Skarbu Państwa. Tak więc czynnik ten nie miał praktycznie wpływu na monetyzację długu w analizowanym okresie.

Można jednak zwrócić uwagę na pośrednią formę finansowania długu przez NBP. Bank centralny wpłaca bowiem co roku tzw. wpłatę z zysku. Bank ten nie prowadzi jednak działalności typowo komercyjnej. Zysk wynika w pewnej części z przeszacowania wartości zobowiązań. Kwoty wpłacane do budżetu są więc pozyskiwane z dodatkowej emisji pieniądza. Odnosząc te kwoty do wielkości PKB nie są to bardzo znaczące wielkości, lecz prawie co roku było to kilka miliardów złotych, tj. nawet kilkadziesiąt procent deficytu budżetowego. Dokładne kwoty zostały przedstawione na wykresie 20. Aby uwzględnić znaczenie wpłat z zysku NBP do budżetu państwa, zostały one ujęte w mierze syntetycznej jako zmienna liczona w odsetkach PKB. Analiza wskazuje, że zmienna ta przybiera dość nieregularne wartości. Wyraźnej tendencji wzrostowej towarzyszą lata, w których zysk NBP nie wystąpił. Ogólnie zmienna ta wpływała (choć niezbyt silnie) na wzmocnienie efektu monetyzacji długu.

Kolejnym czynnikiem ryzyka jest długoterminowy charakter długu publicznego i struktura inwestorów sprzyjająca monetyzacji długu. Przede wszystkim udział długu długoterminowego w całkowitym zadłużeniu sektora publicznego wzrastał w analizowanym okresie. Co więcej, udział zobowiązań długoterminowych był na bardzo wysokim poziomie. W analizowanym okresie wzrósł z 87,6% do 99%. Tak więc, struktura długu w zakresie terminów zapadalności sprzyja monetyzacji długu.

Średnia zapadalność długu również wzrosła, choć w znacznie mniejszym stopniu. W latach 2001–2018 zwiększyła się z 4,09 roku do 4,98 roku. Zmiany wynikały z dwóch przeciwstawnych tendencji. Z jednej strony, Ministerstwo Finansów podejmowało działania związane z wykupem starych długów, które wiązały się z emisją długu rynkowego o znacznie oddalonych terminach wykupu. Ponadto na rynku krajowym wzrastał popyt na obligacje długoterminowe. Z drugiej strony, dług stopniowo starzał się. Wskutek tego średnia zapadalność zobowiązań zaciągniętych w latach 2001–2005 spadała. Łącznie jednak wartość zmiennej w niewielkim stopniu zwiększała miarę syntetyczną.

Wykres 20. Wartości wpłat z zysku NBP do budżetu państwa a wielkość deficytu budżetowego (w mln zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *Roczników Statystycznych RP 2002–2019...*

Kolejne czynniki związane są ze strukturą długu pod kątem inwestorów. Pierwsza ze zmiennych, udział inwestorów zagranicznych, również wykazywała tendencję wzrostową. Stanowi ona czynnik ryzyka, gdyż wiąże się z napływem walut do Polski. W latach 2001–2018 udział łączny inwestorów zagranicznych wzrósł z 44% do 74,5% w 2014 r. (udział ten wzrósł skokowo po umorzeniu obligacji przejętych z OFE), po czym spadł, lecz do wciąż wysokiego poziomu 57,7%. Czynnik ten zwiększał więc wartość miary syntetycznej.

Drugą zmienną z tej grupy był udział banków w finansowaniu długu krajowego. Podmioty te mają szczególnie dużą możliwość przekształcenia zobowiązań w aktywa. Udział ten w analizowanym okresie wahał się. W pierwszych latach spadł on z 32% w 2001 r. do 22,9% w 2007. Następnie jednak wzrastał do poziomu 57,9% w 2016 r. i ostatecznie ukształtował się na poziomie 55,2% w 2018 r. Zmienna ta zmniejszała więc wartość miary syntetycznej w pierwszym cyklu koniunkturalnym, a zwiększała w drugim.

Trzecia zmienna, udział długu rynkowego w długi Skarbu Państwa, również zwiększała swoje wartości w analizowanym okresie. Ze swojej natury dług rynkowy jest łatwiejszy do zamiany w płynne aktywa, stąd

też może w większym stopniu oddziaływać na ryzyko monetyzacji długu. Począwszy od 2001 r., udział długu rynkowego wzrósł z 64,2% do ponad 93,5% w 2008 r. Kryzys gospodarczy oraz przejściowe trudności z emisją zobowiązań długoterminowych sprawiły, że rząd zaczął częściej sięgać do instrumentów nierynkowych (głównie kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych). Stąd, począwszy od 2009 r., udział długu rynkowego nieco spadał i przyjął wartość 87,8% w 2018 r. W całym analizowanym okresie wartość tej zmiennej zwiększyła wartość miary syntetycznej.

WNIOSKI KOŃCOWE

Nauki ekonomiczne ewoluują w sposób ciągły. Dlatego też niektóre założenia teoretyczne dezaktualizują się, a na inne zjawiska teoria ekonomii nie potrafi znaleźć odpowiedzi¹. Kryzys gospodarczy zmienił sposób postrzegania tradycyjnych założeń myśli ekonomicznej, takich jak założenie o racjonalności działalności człowieka i przyczynił się do rozwoju myśli ekonomicznej². Również kwestia wpływu długu publicznego na gospodarkę analizowana jest na nowo.

Problem skutków wysokiego poziomu długu publicznego w gospodarce rynkowej powrócił do głównego nurtu ekonomii w momencie wybuchu kryzysu zadłużeniowego w Unii Europejskiej. Wysokie wydatki publiczne były wynikiem wsparcia sektorów, które w największym stopniu ucierpiały w okresie kryzysu gospodarczego. Finansowane były one przede wszystkim długiem publicznym. W związku z tym, że przed kryzysem gospodarczym poziom długu w wielu krajach był wysoki, to dodatkowe wydatki spowodowały znaczny wzrost jego poziomu. Przypadek Grecji pokazał, że kraje strefy euro również mogą stanąć w obliczu bankructwa. Kryzys zadłużeniowy rozszerzył się na kolejne państwa Unii Europejskiej: Irlandię, Portugalię, Hiszpanię i Cypr. Zażegnanie kryzysu poprzez działania podjęte przez Unię Europejską jedynie odsunęło na jakiś czas problem, który wkrótce może ponownie stać się aktualny.

¹ A. Wojtyła przedstawił rozważania na temat ewolucji teorii ekonomii w: *Współczesna ekonomia – kontynuacja czy poszukiwanie paradygmatu?*, „Ekonomista” 2008, nr 1.

² G. Kołodko postuluje oderwanie od sztywnych ram teorii ekonomicznych i bardziej elastyczne podejście do zmieniających się warunków gospodarczych, o czym pisze w eseju *Neoliberalizm i światowy kryzys gospodarczy*, „Ekonomista” 2010, nr 1, s. 124-125. Podobne rozważanie przedstawił również B. Fiedor w artykule *Kryzys gospodarczy a kryzys ekonomii jako nauki*, „Ekonomista” 2010, nr 4, s. 453-466.

W tym kontekście negatywny wpływ długu publicznego na poziom inflacji stanowi istotny problem. Fakt, że finansowanie długu publicznego przez bank centralny negatywnie oddziałuje na inflację jest znany od wielu lat. W końcu XX w. zostało ono w znacznej mierze wyeliminowane z praktyki polityki gospodarczej. Jednak po kryzysie gospodarczym rozpoczętym w 2008 r. banki centralne państw wysoko rozwiniętych ponownie zaczęły finansować dług publiczny na szerszą skalę. W Polsce jednak bank centralny nie finansuje bezpośrednio deficytu budżetowego i ta droga oddziaływania nie wpływała na poziom inflacji w analizowanym okresie.

W związku z tym uwagę skupiono na innych potencjalnych drogach oddziaływania długu publicznego na poziom inflacji. W ramach analizy wskazano cztery takie kierunki.

Pierwszym z nich jest ryzyko niewypłacalności sektora finansów publicznych. Przeprowadzona analiza wskazuje, że w Polsce w analizowanym okresie ryzyko niewypłacalności sektora finansów publicznych, pomimo okresowych wahań, zmniejszyło się. Składał się na to m.in. fakt, że relacja długu publicznego do PKB rosła, lecz nie przekroczyła 60% PKB. Korzystnie kształtowały się saldo budżetu państwa oraz saldo pierwotne sektora finansów publicznych. Wyraźnie poprawiła się natomiast struktura długu. Znacząco zmniejszył się udział zobowiązań krótkoterminowych. Spadła również relacja odsetek od długu do PKB. Na tej podstawie można wnioskować, że dług zmniejszył swój wpływ na poziom inflacji, choć wynika to w znacznej mierze z poprawy koniunktury i poprawy struktury długu, a nie zmniejszenia jego poziomu. Obawiać się można, że wraz z pogorszeniem koniunktury wpływ ryzyka niewypłacalności sektora finansów publicznych na poziom inflacji może nasilić się. W związku z tym pierwsza hipoteza szczegółowa nie znalazła wystarczającego potwierdzenia. Kształt rozwiązań instytucjonalnych leżących u podstaw funkcjonowania sektora finansów publicznych w Polsce ma wpływ na oddziaływanie długu publicznego na inflację, lecz w analizowanym okresie wpływ ten był ujemny.

Drugi kierunek oddziaływania długu publicznego na poziom inflacji powiązany został z ryzykiem walutowym. Przeprowadzona analiza wska-

zała, że w analizowanym okresie oddziaływanie to wyraźnie spadło, choć w okresach dekoniunktury parametry długu wpływające na ryzyko walutowe ulegały znacznemu pogorszeniu. Spośród nich największym czynnikiem ryzyka pozostaje udział długu zagranicznego i udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu krajowego. Uzależnienie od zagranicznych źródeł finansowania spadało wprawdzie w okresie poprawy koniunktury, lecz w drugim cyklu koniunkturalnym wzrosło znacząco. Jednocześnie jednak poziom aktywów rezerwowych utrzymuje się na wysokim poziomie i wzrasta w czasie kryzysu, kiedy są najbardziej potrzebne. Ponadto, w analizowanym okresie znacznie poprawiło się saldo handlu zagranicznego. Świadczy to o niewystępowaniu deficytów bliźniaczych. W związku z tym udało się pozytywnie zweryfikować drugą hipotezę szczegółową, gdyż pomimo wahań poprawiły się elementy struktury długu mające wpływ na ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego. Przyjęte strategie zarządzania długiem publicznym przyczyniają się do stopniowego obniżania poziomu ryzyka walutowego związanego z długiem publicznym.

Trzecią, zidentyfikowaną drogą oddziaływania długu publicznego na poziom inflacji jest jego wpływ na efekt wypychania. W badaniach wykazano, że dług publiczny nie powodował nasilenia efektu wypychania w analizowanym okresie. Efekt ten występuje, lecz nie jest skutkiem działania sektora publicznego. Zmienne wskazują bowiem na fakt występowania efektu wypychania w postaci zmniejszenia zaangażowania sektora bankowego w finansowanie przedsiębiorstw. Jednak nie wynika to ze wzrostu zobowiązań wobec sektora publicznego, którego udział utrzymuje się na stabilnym poziomie. Przedsiębiorstwom nie sprzyja spadek poziomu oszczędności oraz słabnąca udziałowa część rynku kapitałowego. W przeciwnym kierunku oddziałuje jednak rosnąca podaż pieniądza, z której nawet mniejszy procentowo udział przedsiębiorstw może oznaczać większą kwotowo ilość środków. Nie zwiększa się również udział kosztów finansowych przedsiębiorstw. Długoterminowe stopy procentowe obniżają się, co nie wskazuje na niedobory środków na rynku finansowym. Przedstawione tu dane wyraźnie wskazują, że wzrost głębokości rynku finansowego oraz rozwój części jego segmentów ogranicza ryzyko efektu

wypychania. Parametry długu publicznego w zakresie jego struktury poprawiły się. Pogorszyły się jednak parametry innych segmentów rynku finansowego niż podsektor bankowy. Stąd też należy uważnie obserwować, czy nie nastąpi nasilenie efektu wypychania w kolejnych latach, zwłaszcza w sytuacji bezprecedensowego obniżenia stóp procentowych w pierwszej połowie 2020 r. Jednocześnie jednak słabość rynku kapitałowego oraz ograniczanie finansowania przedsiębiorstw przez banki sprawiają, że trzecia hipoteza została jedynie częściowo potwierdzona.

Czwarty zidentyfikowany związek pomiędzy długiem publicznym a poziomem inflacji wiąże się z ryzykiem monetyzacji długu. Analiza wykazała, że polski dług publiczny niesie ze sobą to ryzyko. Zakaz finansowania deficytów przez NBP ograniczył je, lecz występują inne istotne czynniki. Najsilniej oddziałuje trwałość długu. Jest ona związana ze strategią finansowania długu, zwiększającą udział długoterminowych papierów wartościowych, oraz nastawiona na tzw. rolowanie długu. Wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych w strukturze nabywców może natomiast przyczynić się do kreacji pieniądza wskutek transformacji skarbowych papierów na płynne aktywa. Z kolei napływ środków zagranicznych przeznaczonych na finansowanie długu nie powinien zwiększać presji inflacyjnej, gdyż płynny kurs walutowy powinien neutralizować wzrost podaży pieniądza. Tak więc pozytywnie została zweryfikowana czwarta hipoteza szczegółowa.

Łączny wpływ wszystkich opisanych czynników obniża natężenie oddziaływania długu na poziom inflacji w Polsce w analizowanym okresie. Wraz ze zwiększeniem poziomu rozwoju gospodarczego Polski oraz poprawą koniunktury w ostatnich latach analizowanego okresu następowała poprawa struktury długu oraz osłabienie czynników ryzyka. Dlatego też można uznać, że hipoteza główna została zweryfikowana pozytywnie. Jednocześnie jednak prognozy wskazują, że oddziaływanie długu na poziom inflacji będzie rosło w okresach pogorszenia koniunktury, a jego siła będzie zależała od stopnia pogorszenia się salda finansów publicznych. W związku z tym kwestia oddziaływania długu na poziom inflacji będzie aktualna również w przyszłości.

BIBLIOGRAFIA

Druki ciągłe i zwarte

- Arratibel O., Rodriguez-Palenzuela D., Thimann C., *Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a new Keynesian perspective*, „ECB Working Papers” 2002, nr 132.
- Arslanalp S., Henry P.B., *Policy Watch: Debt Relief*, „Journal of Economic Perspectives” 2006, t. 20, nr 1.
- Babczuk A., *Problem deficytu i długu publicznego w przedkeynesowskiej myśli ekonomicznej*, „Ekonomista” 2008, nr 6.
- Begg D., Fischer S., Dornbush R., *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 2007.
- Begg D., *Pegging Out: Lessons from the Czech Exchange Rate Crisis*, „Journal of Comparative Economics” 1998, iss. 26.
- Besley S., Brigham E., *Principles of Finance*, South-Western/Cengage Learning, Mason 2012.
- Blanchard O., *Public Debt and Low Interest Rates*, „American Economic Review” 2019, iss. 109(4), <https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197>.
- Błaszczak A., *Sprzeczność celów gospodarczych i społecznych – aspekt finansowy*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Handlu i Prawa im. Ryszarda Łazarzkiego w Warszawie”, Warszawa 2001.
- Bodie Z., Merton R.C., *Finance*, Prentice Hall, New Jersey 2000.
- Borodo A., *Finanse publiczne. Zagadnienia ustrojowe i prawne*, Wolters Kluwer, Warszawa 2019.
- Brodecki Z. i in., *Finanse*, LexisNexis, Warszawa 2004.
- Brzeziński B., Matuszewski W., Morawski W., Olesińska A., Zalasiński A., *Prawo finansów publicznych*, Dom Organizatora TNOiK, Toruń 2006.
- Buchanan J.M., *Finanse publiczne w warunkach demokracji. Systemy fiskalne a decyzje indywidualne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Buchanan J.M., *Public Principles of Public Debt. A Defense and Restatement*, Liberty Fund, Indianapolis 1999.

- Budżet zadaniowy*, <https://www.gov.pl/web/finanse/budzet-zadaniowy>.
- Canzoneri M.B., Cumby R., Diba B., *How Do Monetary and Fiscal Policy Interact in the European Monetary Union*, „NBER Working Paper” 2005, nr 11055.
- Carlson K.M., Spencer R.W., *Crowding-out and Its Critics*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 1975.
- Catao L., Terrones M., *Fiscal Deficits and Inflation: A New Look at the Emerging Markets Evidence*, „IMF Working Papers” 2001, nr 74.
- Chiodo A.J., Owyang M.T., *A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2002, November/December.
- Chojna-Duch E., *Polskie prawo finansowe. Finanse publiczne*, LexisNexis, Warszawa 2007.
- Ciborowski R., *Wpływ zmian w polityce ekonomicznej i globalizacji na postęp techniczny i konkurencyjność gospodarki Wielkiej Brytanii*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2004.
- Ciżkowicz P., Michalska K., Rzońca A., *Determinanty bezpiecznego poziomu długu publicznego*, „Studia BAS” 2011, nr 4(28).
- Cole H.L., Kehoe T.J., *A Self-Fulfilling of Mexico's 1994–95 Debt Crisis*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report, nr 210, April 1996.
- Cooper R.N., *Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability*, „Journal of Economic Perspectives” 2008, t. 22, nr 3.
- Cottarelli C., Griffiths M., Moghadam M., *The Nonmonetary Determinants of Inflation: A Panel Data Study*, „IMF Working Paper” 1998, nr 2.
- Currency Crises in Emerging-Market Economies: Causes, Consequences and policy Lessons*, M. Dąbrowski (ed.), CASE, Warsaw 2002.
- Ćwikliński H., *Polityka gospodarcza*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2004.
- Daseking C., Ghosh A., Lane T., Thomas A., *Lessons from the Crisis in Argentina*, International Monetary Fund, Washington, DC, 2004.
- Denek E., Sobiech J., Wolniak J., *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Domańska E., *Wokół interwencji państwa w gospodarkę*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1992.

- Duarte M., Wolman A.L., *Regional Inflation in a Currency Union: Fiscal Policy versus Fundamentals*, „ECB Working Papers” 2002, nr 180.
- Działo J., *Dlaczego trudno jest prowadzić „dobrą” politykę fiskalną?*, „Gospodarka Narodowa” 2012, nr 1-2.
- Dziawgo D., *Rynek finansowy. Istota – instrumenty – funkcjonowanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2007.
- Dziemianowicz R. I., *Efektywność systemu opodatkowania rolnictwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2007.
- Fiedor B., *Kryzys gospodarczy a kryzys ekonomii jako nauki*, „Ekonomista” 2010, nr 4.
- Finanse. Funkcjonowanie, instytucje i instrumenty rynku finansowego. Finanse publiczne, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych*, A. Paździor (red.), Politechnika Lubelska, Lublin 2014.
- Finanse publiczne i prawo finansowe*, t. 1, E. Ruśkowski (red.), Wydawnictwo Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2000.
- Finanse publiczne z elementami prawa podatkowego*, W. Grześkowiak (red.), Wydawnictwo Difin, Warszawa 2014.
- Friedman B., *Crowding Out or Crowding In? The Economic Consequences of Financing Government Deficits*, „NBER Working Paper” 1978, nr 284.
- Furceri D., Sousa R.M., *The impact of government spending on the private sector: Crowding-out versus crowding-in effects*, „KYKLOS. International Review for Social Science” 2011, t. 64, iss. 4.
- Gail N., *Finanse i prawo finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1992.
- Gaudemet P.M., Molinier J., *Finanse publiczne*, PWE, Warszawa 2000.
- Gawrońska-Nowak B., *Niepewność na rynku walutowym. Teoretyczne podstawy*, Wydawnictwo Key-Text, Warszawa 2008.
- Glinka K., *Rodzaj inflacji wyzwaniem dla procesu dezinflacji*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie” 2002, nr 60.
- Gruszczyński M., *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Gruszecki T., *Eksplozja długu publicznego na świecie*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania” 2011, t. 3(39).
- Hall R.E., Taylor J., *Makroekonomia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Harris S.E., *The National Debt and the New Economics*, McGraw-Hill Book Company, New York 1947.

- Herndon T., Ash M., Pollin R., *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff*, „PERI Working Paper” 2013, nr 322.
- Hillier D., Grinblatt M., Titman S., *Financial markets and corporate strategy*, McGraw-Hill Higher Education, London 2012, s. 4.
- Hun J.C., „Post Modern” Sovereign Debt Crisis: Did Mexico Need an International Bankruptcy Forum, „Fordham Law Review” 1996, t. 64, iss. 6.
- Hwang C.-L., Yoon K., *Multiple Attribute Decision Making Methods and Applications. A State-of-the-Art Survey*, Springer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 1981.
- Jajko B., *Dług publiczny a równowaga fiskalna*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Jędraszka A., *Obecny poziom spłaty polskiego zadłużenia wobec Klubu Paryskiego i Klubu Londyńskiego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2010, nr 103.
- Kaja J., *Polityka gospodarcza. Wstęp do teorii*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2007.
- Kańduła S., Kijek I., *Wybrane zagadnienia finansów publicznych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003.
- Kearney C., *The Asian Financial Crisis*, „Research Papers in Economics” 1999, <https://www.researchgate.net/publication/5019187>.
- Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 2003.
- Klukowski L., *Koncepcje modernizacji: zarządzania długiem publicznym oraz strategii długu*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2016, nr 2(46).
- Kołodko G., *Neoliberalizm i światowy kryzys gospodarczy*, „Ekonomista” 2010, nr 1.
- Komar A., *Finanse publiczne w gospodarce rynkowej*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz 1996.
- Kopaliński W., *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1991.
- Koronowski A., *Czynniki destabilizacji rynków walutowych*, Twigger, Warszawa 2003.
- Kosterna U., *Deficyt budżetu państwa i jego skutki ekonomiczne*, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995.
- Krasowska-Walczak G., *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1997.

- Krugman P., Obstfeld M., *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i praktyka*, Warszawa 2007.
- Kryzysy finansowe, ich przyczyny, skutki i sposoby przezwyciężania*, J. Żabińska (red.), Katowice 2000.
- Kupiecka E., *Kryzys finansowy w Indonezji w latach 1997–1998*, „Materiały i Studia” 2003, z. 167, NBP, Warszawa.
- Kuzińska H., *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Warszawa 1998.
- Lipiński E., *Historia powszechnej myśli ekonomicznej*, PWN, Warszawa 1981.
- Madej Z., *Polski rynek kapitałowy*, Wydawnictwo PWSBiA, Warszawa 1998.
- Malinowski D., *Wpływ polityki fiskalnej i pieniężnej państw strefy euro na tempo wzrostu gospodarczego w warunkach wysokiego długu publicznego i niskich stóp procentowych*, „Studia z Polityki Publicznej” 2014, nr 4.
- Mackiewicz-Łyziak J., *Wpływ długu publicznego na oczekiwania inflacyjne konsumentów w Europie*, „Gospodarka Narodowa” 2014, nr 5.
- Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Maltritz D., Wüste S., *Determinants of budget deficits in Europe: The role and relations of fiscal rules, fiscal council, creative accounting and the Euro*, „Economic Modelling” 2015, t. 48, <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2014.12.001>.
- Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa 2002.
- Mishkin F.S., Eakins S.G., *Financial markets and institutions*, Pearson, London 2015.
- Moździerz A., *Nierównowaga finansów publicznych*, PWE, Warszawa 2009.
- NBP, https://www.nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/DKI-Miary.pdf.
- Olszański P., *Historia polskiego zadłużenia międzynarodowego na tle wydarzeń społecznych i politycznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2002.
- Orłowski W.M., *Czego uczy nas kryzys?*, „Harvard Business Review Polska”, grudzień 2009 – styczeń 2010.
- Osiatyński J., *Finanse publiczne. Ekonomia i polityka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Ostałecka A., *Kryzysy bankowe i metody ich przezwyciężania*, Warszawa 2009.
- Owsiak S., *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

- Owsiak S., *Finanse*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2015.
- Owsiak S., Kosek-Wojnar M., Sórówka K., *Równowaga budżetowa. Deficyt budżetowy. Dług publiczny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993.
- Pascal M., *Public Debt Management – Fundamental Component of Public Policy*, „CES Working Papers” 2011, nr III(4).
- Piątkowski P., *Dług publiczny jako stały element współczesnej gospodarki rynkowej*, [w:] *Sektor publiczny we współczesnej gospodarce*, R. Przygodzka (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2008.
- Piątkowski P., *Stock-flow adjustment a stabilność zadłużenia publicznego Polski*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2018, nr 521.
- Pietraszewski M., Strzyżewska E., Szwajor J., *Finanse*, Wydawnictwo eMPI², Poznań 1998.
- Pietrewicz M., *Polityka fiskalna*, Poltext, Warszawa 1995.
- Pilbeam K., *Finance and financial markets*, Palgrave Macmillan, New York 2010.
- Piotrowska M., *Wzajemne oddziaływanie polityki monetarnej i fiskalnej w strefie euro*, [w:] *Regulacyjna rola państwa we współczesnej gospodarce*, D. Kopycińska (red.), Wydawnictwo Printgroup, Szczecin 2006.
- Podstawy finansów i prawa finansowego*, A. Drwiłło (red.), Wolters Kluwer, Warszawa 2018.
- Poniatowicz M., *Dług publiczny w systemie finansowym jednostek samorządu terytorialnego (na przykładzie miast na prawach powiatu)*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2005.
- Przygodzka R., *Kryzysy w Ameryce Łacińskiej*, [w:] *Od wielkiego kryzysu gospodarczego do wielkiego kryzysu finansowego. Perturbacje w gospodarce światowej w latach 1929–2009*, J. Kaliński, M. Zalesko (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2009.
- Pyka I., *Polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego wobec przemian instytucjonalnych w strefie euro*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2.
- Raus D., *Determinanty i metody szacowania ryzyka kryzysu walutowego*, „Materiały i Studia” 2000, z. 112, NBP, Warszawa.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S., Savastano M.A., *Debt Intolerance*, „NBER Working Paper” 2003, iss. 9908.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S., *Growth in a Time of Debt*, „NBER Working Paper” 2010, iss. 15639, <http://www.nber.org/papers/w15639>.

- Reinhart C.M., Rogoff K.S., *Growth in a Time of Debt*, „American Economic Review Papers and Proceedings” 2010, nr 100.
- Roczniki Statystyczne RP z lat 2002–2019*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2002–2019.
- Rosati D., *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, „*Ekonomista*” 2009, nr 3.
- Roszkowska E., Filipowicz-Chomko M., *Assessment of Social Development of Polish Voivodeships Between 2005 and 2013 in The Context of Implementing The Concept of Sustainable Development With The Use of The TOPSIS Method*, „*Ekonomia i Środowisko*” 2016, nr 2(57).
- Ryzyko kryzysu finansowego w Polsce. Identyfikacja i monitorowanie*, D.J. Błaszczuk (red.), Poltext, Warszawa 2006.
- Rzońca A., *Czy Keynes się pomylił? Skutki redukcji deficytu w Europie Środkowej*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2007.
- Samuelson P.A., Nordhaus W.D., *Ekonomia*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Sikken B. J., Haan J. de, *Budget Deficits, Monetization, and Central Bank Independence in Developing Countries*, „*Oxford Economic Papers*” 1998, t. 50.
- Siwińska J., *Currency Crises and Fiscal Imbalances – The Transition Countries Perspectives*, CASE, Warsaw 2000.
- Skibińska-Fabrowska I., *Polityka pieniężna Banku Japonii prowadzona w reakcji na długotrwały kryzys gospodarczy – próba uogólnienia doświadczeń*, „*Roczniki Ekonomii i Zarządzania*” 2014, t. 6(42), nr 2.
- Słownik finansów i bankowości*, PWN, Warszawa 2008.
- Śliwa J., Pawlicki R., *Wprowadzenie do finansów*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2013.
- Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Spirzewski K., *Kryzys walutowy w Meksyku w latach 1994–1995*, „*Ekonomia. Rynek. Gospodarka. Społeczeństwo*” 2008, nr 21.
- System prawa finansowego*, t. 2: *Prawo finansowe sektora finansów publicznych*, E. Ruśkowski (red.), Wolters Kluwer, Warszawa 2010.
- Teoria wyboru publicznego. Wstęp do polityki i funkcjonowania sfery publicznej*, J. Wilkin (red.), Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2005.
- The Asian Crisis, Causes and Cures*, „*Finance and Development*” 1998, t. 35, nr 2.

- The Political Economy of International Financial Crisis*, S. Horowitz, U. Heo (red.), Rowman & Littlefield Publishers, Lanham, Boulder, New York, Oxford 2001.
- Tzeng G.-H., Huang J.-J., *Multiple Attribute Decision Making. Methods and applications*, CRC PRESS, Boca – Raton – London – New York 2011.
- Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, W. Misiąg (red.), C.H. Beck, Warszawa 2019.
- Wernik A., *Finanse publiczne*, PWE, Warszawa 2007.
- Wernik A., *Finanse publiczne*, PWE, Warszawa 2014.
- Wernik A., *Problemy definicji długu publicznego*, „Studia BAS” 2011, nr 4(28).
- Wojtyna A., *Nowoczesne państwo kapitalistyczne a gospodarka. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1990.
- Wojtyna A., *Polityka pieniężna w strefie euro: dawne obawy, nowe wyzwania*, „Gospodarka Narodowa” 2008, nr 11-12.
- Wojtyna A., *Współczesna ekonomia – kontynuacja czy poszukiwanie paradygmatu?*, „Ekonomista” 2008, nr 1.
- Wyszkowski A., *Wydatki bezpośrednie vs tax expenditures w realizacji zadań polityki fiskalnej*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Lublin – Polonia, Sectio H” 2017, t. 51, nr 5.
- Ziółkowska W., *Finanse publiczne. Teoria i zastosowanie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2005.
- Żywiecka H., *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*, „Materiały i Studia” 2002, z. 145, NBP, Warszawa.

Akty prawne

- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz.U. 1997, nr 78, poz. 483, rozdz. X.
- Treaty on European Union, Official Journal C 191, 29/07/1992, P. 0001-0110, Protocol on the excessive deficit procedure, art. 2.
- Ustawa z dnia 17 grudnia 2004 r. o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych, Dz.U. 2005, nr 14, poz. 114.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U. 2009, nr 157, poz. 1240.

Źródła danych statystycznych i raporty

- Dług publiczny. Raport roczny 2003*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2004.
- Dług publiczny. Raport roczny 2004*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2005.
- Dług publiczny. Raport roczny 2005*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2006.
- Dług publiczny. Raport roczny 2006*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2007.
- Dług publiczny. Raport roczny 2007*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2008.
- Dług publiczny. Raport roczny 2008*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009.
- Dług publiczny. Raport roczny 2009*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2010.
- Dług publiczny. Raport roczny 2010*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2011.
- Dług publiczny. Raport roczny 2011*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2012.
- Dług publiczny. Raport roczny 2012*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2013.
- Dług publiczny. Raport roczny 2013*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2014.
- Dług publiczny. Raport roczny 2014*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2015.
- Dług publiczny. Raport roczny 2015*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2016.
- Dług publiczny. Raport roczny 2016*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2017.
- Dług publiczny. Raport roczny 2017*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2018.
- Dług publiczny. Raport roczny 2018*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2019.
- Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, (dostęp: 11.12.2019).
- Główny Urząd Statystyczny, <https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne>.
- Główny Urząd Statystyczny, <https://www.stat.gov.pl>, Roczne mierniki gospodarcze.
- <http://www.mf.gov.pl/dokument.php?const=1&dzial=9&id=125&typ=news>
- Ministerstwo Finansów, <https://www.gov.pl/web/finanse/szeregiczasowe>.
- Ministerstwo Finansów, <https://www.gov.pl/web/finanse/zadluzenie>.
- Narodowy Bank Polski, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/za_gregowany.html.
- Raport o sytuacji banków w 2007 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008.
- Raport o sytuacji banków w 2008 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.
- Raport o sytuacji banków w 2009 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.
- Raport o sytuacji banków w 2010 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2011.

- Raport o sytuacji banków w 2011 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2012.
- Raport o sytuacji banków w 2013 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2014.
- Raport o sytuacji banków w 2014 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2015.
- Raport o sytuacji banków w 2015 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2016.
- Raport o sytuacji banków w 2016 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2017.
- Raport o sytuacji banków w 2017 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2018.
- Raport o sytuacji banków w 2018 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2019.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2002-2003 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2004 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2005.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2006.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2006 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2007.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2008.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2010.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2011.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2012.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2013.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2013 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2015.

- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2016.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2017.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2017 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2018.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2018 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2019.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2003*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2004*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2005.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2005*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2006.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2006*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2007.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2007*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2008.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2008*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2009*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2010.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2010*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2011.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2011*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2012.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2012*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2013.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2014*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2015.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2016.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2016*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2017.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2018.

- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2018*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2019.
- Stock-flow adjustment (SFA) for the Member States*, Eurostat dla lat 2006–2019, <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news>.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003–2005*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2002.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2004–2006*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2003.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2005–2007*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2004.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2006–2008*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2005.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2007–2009*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2006.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2008–2010*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2007.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2009–2011*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2008.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010–2012*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011–2014*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2010.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2012–2015*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2011.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2013–2016*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2012.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014–2017*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2013.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2015–2018*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2014.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2016–2019*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2015.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2017–2020*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2016.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2018–2021*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2017.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2019–2022*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2018.

- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2002*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2003.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2003*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2004.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2004*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2005.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2005*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2006.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2006*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2007.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2007*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2008.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2008*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2009*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2010.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2010*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2011.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2011*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2012.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2012*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2013.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2013*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2014.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2014*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2015.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2015*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2016.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2016*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2017.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2017*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2018.
- Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2018*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2019.

Spis wykresów

Wykres 1. Wartości miary syntetycznej INFL.....	56
Wykres 2. Wartości zmiennej INFL oraz prognozy wartości zmiennej	59
Wykres 3. Kształtowanie się wartości zmiennej syntetycznej RNWP	83
Wykres 4. Dynamika PKB Polski, Unii Europejskiej i strefy euro.....	106
Wykres 5. Stopa inflacji Polski, Unii Europejskiej i strefy euro.....	107
Wykres 6. Kursy euro i dolara w latach 2001–2018	108
Wykres 7. Kształtowanie się wartości miary syntetycznej RWAL	116
Wykres 8. Struktura rynku pieniężnego w Polsce (wielkość zadłużenia na 31 grudnia w mld zł).....	126
Wykres 9. Wielkość zadłużenia z tytułu bonów skarbowych na 31 grudnia (w mld zł).....	127
Wykres 10. Struktura rynku kapitałowego w Polsce w latach 2001–2018 (w mld zł).....	131
Wykres 11. Struktura rynku instrumentów dłużnych w Polsce (w mld zł)	132
Wykres 12. Struktura kredytów skierowanych do podmiotów niefinansowych	139
Wykres 13. Kształtowanie się miary syntetycznej EFWYP	145
Wykres 14. Zobowiązania wobec Klubu Paryskiego i ich spłata w latach 1991–2009 (przeliczone na USD wg kursu na koniec danego roku)	156
Wykres 15. Rating Polski dla emisji w walucie zagranicznej w latach 1995–2018	158
Wykres 16. Dług publiczny w latach 1992–2018 (w mln zł).....	159
Wykres 17. Harmonogram spłat długu Skarbu Państwa	160
Wykres 18. Deficyt budżetu państwa (oś lewa) i wzrost PKB (oś prawa) w latach 2001–2018 (w mln zł)	161

Wykres 19. Wartości miary syntetycznej MONET	165
Wykres 20. Wartości wpłat z zysku NBP do budżetu państwa a wielkość deficytu budżetowego (w mln zł).....	167

Spis rysunków

Rysunek 1. Komponenty sektora <i>general government</i>	21
Rysunek 2. Struktura rynku finansowego.....	122
Rysunek 3. Schemat przepływu środków na rynku finansowym.....	123

Spis tabel

Tabela 1. Zmienne wykorzystane do budowy miary syntetycznej RNWP	82
Tabela 2. Zmienne syntetyczne wykorzystane do skonstruowania zmiennej RWAL.....	114
Tabela 3. Zmienne wykorzystane do skonstruowania miary syntetycznej EFWYP.....	142
Tabela 4. Wielkość i dynamika przyrostu zadłużenia zagranicznego Polski w latach 1971–1991.....	149
Tabela 5. Deficyt budżetowy i dług publiczny w Polsce w latach 1992–2018.....	153
Tabela 6. Zmienne wykorzystane do konstrukcji miary syntetycznej MONET.....	163

Paweł Piątkowski, doktor nauk ekonomicznych, adiunkt na Wydziale Ekonomii i Finansów Uniwersytetu w Białymstoku. Specjalizuje się w finansach publicznych, zwłaszcza w kwestiach długu publicznego i deficytu budżetowego. Przedmiotem badań autora są również kwestie finansów jednostek samorządu terytorialnego oraz *stock-flow adjustment*. Autor kilkudziesięciu publikacji naukowych, ekspertyz oraz wystąpień naukowych. Członek zarządu Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego Oddział w Białymstoku.

Zaprezentowana przez pana Piątkowskiego praca z pewnością stanie się przydatnym źródłem wiedzy i refleksji dla ekonomistów, praktyków, specjalistów i polityków związanych z finansami publicznymi, studentów ekonomii oraz szerszej publiczności zainteresowanej kwestiami makroekonomicznymi, a mianowicie związkami długu publicznego ze zjawiskami inflacji cen, szczególnie w obecnych czasach, czasach kryzysu spowodowanego pandemią oraz rosnącego deficytu i długu publicznego.

Z recenzji prof. dr. Olgierda Swiatkiewicza, Instituto Politécnico de Setúbal, Portugalia

Monografia jest interesującym i oryginalnym osiągnięciem Autora. Przedmiot badań jest aktualny i bardzo istotny z punktu widzenia bezpieczeństwa finansowego państwa. (...) Najwartościowszą i zasadniczą częścią pracy jest ocena oddziaływania długu publicznego na inflację za pomocą własnych miar syntetycznych. Poprawnie wskazano i uzasadniono cztery kanały oddziaływania długu na inflację (ryzyko niewypłacalności sektora finansów publicznych, ryzyko walutowe, ryzyko wypychania przedsiębiorstw, ryzyko monetyzacji), a następnie przeprowadzono ocenę wystąpienia tych ryzyk i ocenę oddziaływania długu na inflację za pomocą oryginalnych mierników.

Z recenzji dr. hab. Macieja Cieślukowskiego, prof. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu

ISBN 978-83-7431-641-5