

PRACE NAUKOWE
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
RESEARCH PAPERS
of Wrocław University of Economics

247

Finanse publiczne



pod redakcją
Jerzego Sokołowskiego
Michała Sosnowskiego
Arkadiusza Żabińskiego



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Teresa Famulska, Beata Filipiak, Tadeusz Juja, Andrzej Miszczuk,
Krystyna Piotrowska-Marczak, Marzanna Poniatowicz, Grażyna Wolska,
Urszula Zagóra-Jonszta

Redakcja wydawnicza: Jadwiga Marcinek, Joanna Świrska-Korlub

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: Zespół

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie www.ibuk.pl

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych
The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl>
oraz w The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-213-0

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Grażyna Ancyparowicz, Miłosz Stanisławski: Polski długi publiczny w latach 1991-2015	13
Arkadiusz Babczuk: Zadłużenie spółek komunalnych. Wybrane problemy..	24
Wiesława Cieślewicz: Zwolnienie podatkowe jako forma wspierania inwestycji – przypadek specjalnych stref ekonomicznych w Polsce	36
Agnieszka Cyburt: Uwarunkowania absorpcji funduszy Unii Europejskiej na przykładzie gmin województwa lubelskiego	46
Jolanta Gałuszka: Koncepcja ujednoczenia podatku w prawie Unii Europejskiej.....	60
Feliks Grądalski: Równowaga finansów publicznych w warunkach reparycyjnego systemu emerytalnego	70
Sylvia Grenda: Niejednoznaczność przepisów podatkowych i jej wpływ na przejrzystość systemu podatkowego w Polsce	79
Piotr Gut: Wybrane regulacje europejskie i krajowe mające przeciwdziałać nadużyciom w podatku VAT.....	90
Dagmara Hajdys: Procedura wyboru partnera prywatnego jako podstawowa determinanta zawarcia umowy partnerstwa publiczno-prywatnego.....	100
Jarosław Hermaszewski: Problemy w ocenie skuteczności zarządzania jednostką samorządu terytorialnego – analiza porównawcza wybranych gmin	109
Małgorzata Magdalena Hybka: Podatkowa grupa kapitałowa na gruncie przepisów ustawy o podatku obrotowym w Niemczech	120
Maria Jastrzębska: System zarządzania ryzykiem w jednostce samorządu terytorialnego – zarys problemu	130
Danuta Kołodziejczyk: Subwencja wyrównawcza jako źródło wsparcia finansowego gmin w Polsce.....	139
Paweł Kowalik: Sposób obliczania potencjału podatkowego niemieckich gmin	151
Iwona Kowalska: Instrumenty finansowe wspierające ideę podwyższenia wieku emerytalnego w Polsce	161
Agnieszka Krzemińska: Ekonomiczna pozycja sektora samorządowego w systemie finansów publicznych w Polsce	170
Janusz Kudła: Zmiany struktury wpływów budżetowych w wybranych państwach Unii Europejskiej w latach 2008-2010	180
Piotr Laskowski: Budżet zadaniowy jako narzędzie realizacji strategii rozwoju jednostki samorządu terytorialnego	191

Sylwia Łęgowik-Świącik: Problemy wdrażania kontroli zarządczej w sektorze finansów publicznych	202
Zofia Łękawa: Możliwości wykorzystania metody DEA do oceny wiarygodności ekonomicznej jednostki samorządu terytorialnego – przegląd badań i praktyczny aspekt zastosowania metody	210
Paweł Marszałek: Finansyzacja – problemy i kontrowersje	220
Magdalena Miszczuk: Deficyty i zadłużenie wybranych jednostek samorządu terytorialnego w świetle ograniczeń ustawowych	231
Ewelina Młodzik: Zarządzanie ryzykiem w świetle nowej ustawy o finansach publicznych	240
Jarosław Olejniczak: Wskaźnik podstawowych dochodów podatkowych na mieszkańca a poziom rozwoju gmin – na przykładzie województwa dolnośląskiego	249
Monika Pasternak-Malicka: Elektroniczne deklaracje jako dogodna forma rozliczeń podatku dochodowego od osób fizycznych	260
Paweł Piątkowski: Strategie finansowania długu publicznego a ryzyko kryzysu walutowego	274
Krystyna Piotrowska-Marczak: Kierunki i skutki reformy finansów publicznych w Polsce od 2012 roku	283
Krystyna Piotrowska-Marczak, Tomasz Uryszek, Aneta Tylman: Zarządzanie finansami publicznymi poprzez dążenie do osiągnięcia nadwyżki budżetowej	292
Marian Podstawka, Agnieszka Deresz: Redystrybucyjna rola obciążeń finansowych osób fizycznych w latach 2008-2010	301
Piotr Ptak: Wydatkowa reguła dyscyplinująca a poprawa stanu finansów publicznych w Polsce	314
Joanna Rakowska: Statystyczne i praktyczne znaczenie środków unijnych dla gmin	325
Jarosław Skorwider: Możliwości kształtowania potencjału inwestycyjnego powiatów	336
Michał Sosnowski: Realizacja zasady sprawiedliwego opodatkowania w podatku dochodowym od osób fizycznych	346
Marcin Stępień: Klasyfikacja i pomiar wybranych kategorii ekonomicznych w aspekcie prawa bilansowego i podatkowego	359
Monika Szudy: Polityka fiskalna Hiszpanii w warunkach kryzysu ekonomicznego 2008+	367
Michał Thlon, Piotr Podsiadło: Emisja obligacji katastrofalnych w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego jako źródło finansowania ryzyka katastrof	378
Monika Truszkowska-Kurstak: Problematyka zachowania wiarygodności sprawozdań finansowych samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej w świetle obowiązujących przepisów prawa – wybrane zagadnienia	390

Alina Walenia: Zasilanie finansowe z budżetu państwa a realizacja ustawowych zadań przez gminy Podkarpacia.....	401
Adam Wasilewski: Finansowe wsparcie Unii Europejskiej dla gminnych inwestycji infrastrukturalnych jako instrument polityki rozwoju pozarolniczej działalności gospodarczej na obszarach wiejskich.....	412
Mirosław Wasilewski, Marzena Ganc: Funkcjonowanie podatku VAT w opinii rolników indywidualnych oraz możliwości wprowadzenia podatku katastralnego w rolnictwie.....	421
Barbara Wieliczko: Stan finansów publicznych w Polsce a wsparcie rolnictwa.....	430
Dorota Wyszowska: Zdolność absorpcyjna jednostek samorządu terytorialnego w zakresie środków pomocowych UE (na przykładzie gmin województwa podlaskiego).....	440
Jolanta Zawora: Partnerstwo publiczno-prywatne jako forma finansowania inwestycji publicznych.....	449
Magdalena Ziolo: Inwestycje komunalne w aspekcie dobra publicznego i zdolności gmin do ich realizacji.....	459
Arkadiusz Żabiński: Instytucjonalne uwarunkowania wykorzystania uproszczonych form opodatkowania.....	470

Summaries

Grażyna Ancyparowicz, Miłosz Stanisławski: Public deficit in Poland from 1991 to 2015.....	23
Arkadiusz Babczuk: Municipal companies' debt. Selected problems.....	35
Wiesława Cieślewicz: Tax relief as a form of investment support – a case of special economic zones in Poland.....	45
Agnieszka Cyburt: Conditioning of absorption of the European Union funds on the example of communes of the Lubelskie Voivodeship.....	59
Jolanta Gałuszka: The concept of tax unification in the European Union law.....	69
Feliks Grądalski: Public finance equilibrium in defined benefit pension system.....	78
Sylwia Grenda: The ambiguity of tax regulations and its influence on the transparency of the Polish tax system.....	89
Piotr Gut: Selected European and Polish regulations to prevent value added tax abuse.....	99
Dagmara Hajdys: The procedure for selecting a private partner as a prerequisite for concluding a public-private partnership agreement.....	108
Jarosław Hermaszewski: Problems in the assessment of management effectiveness of local government units – comparative analysis of selected communities.....	119

Malgorzata Magdalena Hybka: VAT grouping in the provisions of the turnover tax law in Germany.....	129
Maria Jastrzębska: Risk management system in territorial self-government units – outline of the issue	138
Danuta Kołodziejczyk: Compensatory subsidies as a source of financial support for Polish communes	150
Paweł Kowalik: The method of calculating the amount of fiscal capacity of German municipalities.....	160
Iwona Kowalska: Financial instruments to support the idea of extending retirement age in Poland	169
Agnieszka Krzemińska: Local government sector economic position in the public finances in Poland	179
Janusz Kudła: Adjustment of general government revenues during the financial crisis 2008-2010.....	190
Piotr Laskowski: Assignment budgeting as a tool for implementing developmental strategies of local government units	201
Sylvia Łęgowik-Świącik: Problems with the implementation of management control in public finance sector.....	209
Zofia Łękawa: Potential applications of data envelopment analysis in the evaluation of economic credibility of a self-government entity – a review of research and a practical aspect of method’s application.....	219
Paweł Marszałek: Financialization – problems and controversies	230
Magdalena Miszczuk: Deficits and debt of selected self-government units in the light of statutory restrictions.....	239
Ewelina Młodzik: Risk management in the light of the act of public finance	248
Jarosław Olejniczak: Basic tax income per capita versus the level of development of municipalities – the example of Lower Silesian voivodeship..	259
Monika Pasternak-Malicka: E-filing as a convenient way to file personal income tax forms	273
Paweł Piątkowski: Strategies of financing of public debt and the risk of currency crisis	282
Krystyna Piotrowska-Marczak: Directions and effects of public finance reform in Poland from 2012.....	291
Krystyna Piotrowska-Marczak, Tomasz Uryszek, Aneta Tylman: Management of public finances in a way leading to the budgetary surplus	300
Marian Podstawka, Agnieszka Deresz: Redistribution function of personal financial charges in 2008-2010	313
Piotr Ptak: Disciplined spending rule and improvement of public finances position in Poland	324
Joanna Rakowska: Significance of EU funds for communes – budget aspects and authorities’ opinions.....	334
Jarosław Skorwider: Opportunities of creating the investment potential of rural counties	344

Michał Sosnowski: Implementation of the principle of fair taxation in the individual income tax	358
Marcin Stępień: Classification and measurement of some economic categories in the aspect of balance and tax law.....	366
Monika Szudy: Fiscal policy in Spain in the conditions of economic crisis 2008+	377
Michał Thlon, Piotr Podsiadło: Issue of catastrophic bonds in the range of Public Private Partnership as a source of disaster risk financing.....	389
Monika Truszkowska-Kurstak: Problems of maintaining credibility of independent public health care centres' financial reports in the light of law chosen issues.....	400
Alina Walenia: Financing from state budget and implementation of statutory tasks by Subcarpathian communes.....	411
Adam Wasilewski: EU financial support for communal infrastructural investments as a tool of development policy of non-agricultural economic activity in rural areas	420
Mirosław Wasilewski, Marzena Ganc: Functioning of Value Added Tax in the opinion of individual farmers and the possibilities of cadastral tax implementation in agriculture	429
Barbara Wieliczko: Public finance in Poland vs. support for agriculture	439
Dorota Wyszowska: Self-government entities' absorption capacity of EU aid funds (Podlaskie Voivodeship communes – case study).....	448
Jolanta Zawora: Public-private partnership as a form of financing of public investment.....	458
Magdalena Ziolo: Municipal investments as a category of public goods and the ability of municipalities to undertake them	469
Arkadiusz Żabiński: Institutional conditioning of use lump-sum-based forms of taxation	481

Paweł Piątkowski

Uniwersytet w Białymstoku

STRATEGIE FINANSOWANIA DŁUGU PUBLICZNEGO A RYZYKO KRYZYSU WALUTOWEGO

Streszczenie: Do niedawna prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu finansowego wydawało się w Polsce niewielkie. Jednak kryzysy gospodarczy i obecny zadłużeniowy sprawiły, że niebezpieczeństwo kryzysu walutowego stało się ponownie realne. Celem opracowania jest analiza czynników ryzyka wystąpienia kryzysu walutowego związanych z przyjętą strategią finansowania długu publicznego.

Słowa kluczowe: kryzys walutowy, dług publiczny, strategia zarządzania długiem publicznym.

1. Wstęp

W połowie pierwszej dekady XXI wieku kryzys walutowy wydawał się bardzo mało prawdopodobny. Większość rządów państw rozwiniętych prowadziła gospodarkę budżetową opartą na umiarkowanych, lecz regularnie występujących deficytach, które rozwinięte rynki finansowe bez problemu finansowały. Dopiero gwałtowne zwiększenie wydatków publicznych, a tym samym znaczny przyrost długu publicznego po 2008 r., spowodowały, że pojawiły się problemy z ich sfinansowaniem. Inwestorzy kierują się bowiem oceną perspektyw na podstawie dostarczanych przez rynek i media informacji. Ich zachowania często nie są w pełni oparte na racjonalnych podstawach. Jednak, aby nie wywołać takich reakcji, należy dbać o odpowiednie wskaźniki służące do oceny sytuacji gospodarczej oraz parametry długu publicznego, na podstawie których jest oceniana sytuacja. Celem artykułu jest analiza czynników mogących mieć wpływ na wystąpienie kryzysu walutowego w Polsce, związanych z przyjętą strategią finansowania długu publicznego. W pierwszej kolejności przedstawione zostaną teoretyczne podstawy kryzysów walutowych. Następnie analizie poddane zostaną strategie zarządzania długiem publicznym jako instrument kształtowania wielkości i struktury długu. Na zakończenie uwaga zostanie skupiona na strukturze długu oraz innych czynnikach ekonomicznych, które w połączeniu z zadłużeniem państwa mogą przyczyniać się do wzrostu ryzyka wystąpienia kryzysu walutowego. W analizie uwzględniony został okres od 2000 r. do 2010 r., gdyż obecne parametry długu były kształtowane od wielu lat, w związku z czym znaczenie ma nie tylko wielkość zmiennych, ale również ich dynamika.

2. Kryzys walutowy w teorii ekonomii

Kryzysy walutowe stanowią jedną z możliwych form zaburzeń wzrostu gospodarczego. Występowały one w gospodarce od początku jej rozwoju. Mimo wielu badań nie przedstawiono dotąd jednoznacznej odpowiedzi na pytanie dotyczące przyczyn występowania i mechanizmów ich przebiegu. Rozwój gospodarki rynkowej oraz międzynarodowej wymiany handlowej spowodował, że zasięg i skala kryzysów gospodarczych znacznie się zwiększyły. Ponadto stawały się one coraz bardziej zróżnicowane pod względem ich źródeł i mechanizmów powstawania. W związku z tym rozwijała się również myśl ekonomiczna dotycząca kryzysów.

Wśród ekonomistów nie ma również zgody w odniesieniu do samej definicji kryzysu walutowego. Większość definicji opiera się na powiązaniu kryzysu walutowego ze znaczną dewaluacją waluty danego kraju. Jednak w środowisku ekonomicznym trwa dyskusja na temat poziomu dewaluacji uznawanego za kryzys walutowy a poziomu wynikającego z naturalnych fluktuacji w gospodarce. W systemach opartych na kursie płynnym występują w sposób naturalny znaczne wahania poziomu kursu walutowego. Stąd też powstaje pytanie o rozróżnienie pomiędzy kryzysem a rynkowym dostosowywaniem się kursu. Według Frankela i Rose'a za kryzys jest uznawany poziom deprecjacji powyżej 25% nominalnej wartości danej waluty. Z kolei Milesi-Ferretti i Razi przyjmują ponad dwukrotnie wyższy poziom deprecjacji, niż średnia z poprzedniego roku. Natomiast Osband i van Rijckeghem powołują się na miesięczną stopę deprecjacji – zmianę powyżej 10% i większą od średniej z ostatnich 3-14 miesięcy o przynajmniej dwukrotność odchylenia standardowego z tej stopy. Inni autorzy proponują konstrukcję wskaźników mierzących poziom deprecjacji uznawany za kryzysowy. Jednak wciąż pozostają to wartości ustalone arbitralnie¹.

Kryzysy walutowe występujące w poszczególnych krajach różnią się pod wieloma względami. Wobec tego w literaturze można znaleźć typologię kryzysów walutowych. Jedną z nich wyróżnia:

- Kryzysy pierwszej generacji – związane z „nierozsądną” polityką gospodarczą. Najczęściej dotyczą one krajów o niższym poziomie rozwoju. Wzrost podaży pieniądza (wskutek np. ekspansji fiskalnej finansowanej dodrukiem pieniądza lub zadłużeniem zagranicznym bądź nadmiernego wzrostu akcji kredytowej) prowadzi do wzrostu popytu na towary importowane. To doprowadza do spadku konkurencyjności eksportu i pogorszenia się bilansu płatniczego. W efekcie kurs walutowy przestaje być realny i następuje atak spekulacyjny zmuszający do dewaluacji krajowej waluty. Ponadto panika związana z atakiem spekulacyjnym powoduje, że pogłębia się odpływ kapitału i kraj popada w głęboki kryzys².

¹ B. Gawrońska-Nowak, *Niepewność na rynku walutowym. Teoretyczne podstawy*, Wydawnictwo Key-Text, Warszawa 2008, s. 73-74.

² W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 16-21 oraz *Currency Crises in Emerging-Market Economies: Causes, Consequences and Policy Lessons*, red. M. Dąbrowski CASE, Warsaw 2002, s. 18-19.

- Kryzysy drugiej generacji – są one bardziej typowe dla wyżej rozwiniętych gospodarek, w których jest prowadzona rozsądna polityka fiskalna. W tych modelach początkiem kryzysu jest również atak spekulacyjny. Jednak w tym przypadku spekulanci muszą odpowiednio przygotować atak, tak aby rząd nie zdecydował się na obronę waluty. Taka sytuacja może nastąpić wobec zbyt dużych kosztów obrony waluty, np. w okresie recesji podnoszenie stóp procentowych może doprowadzić do jej pogłębienia³.
- Modele eklektyczne – powstały dzięki obserwacji kryzysów w krajach Azji. W modelach tych przyczyn kryzysów walutowych upatruje się w strukturze gospodarki i zbyt niskiej efektywności inwestycji w tych krajach. Kryzysy te są podobne zarówno do drugiego typu (stabilna, rozsądna polityka gospodarcza), jak i pierwszego typu (ale niedoskonałości zarządzania powstają na szczeblu mikro, a nie makro)⁴.

Modele kryzysów walutowych w zasadzie identyfikują przyczyny prowadzące do wybuchu różnego rodzaju kryzysów walutowych. W prezentowanym opracowaniu uwaga zostanie skupiona na przyczynach kryzysów wynikających z nierównowagi budżetowej i narastania długu publicznego. Wynikają one z szybkiego rozwoju globalizacji przyczyniającej się do wzrostu znaczenia międzynarodowego przepływu kapitału. Jego przejawy zwiększają zasoby kapitału dostępne państwom słabo rozwiniętym i rozwijającym się, co pozwala na szybszy wzrost PKB. Międzynarodowe przepływy kapitału mają jednak również negatywne konsekwencje, takie jak narażenie na gwałtowne zmiany kursu walutowego oraz nagłe spadki zaufania do kraju. Kapitał zagraniczny, w szczególności spekulacyjny, wzmacnia bowiem cykliczność gospodarki⁵. Ponadto przyczyniają się one do wzrostu nierównowagi budżetów państw, gdyż rządy uzależniają się od zagranicznych źródeł finansowania deficytów budżetowych.

3. Strategie zarządzania długiem publicznym a ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego w Polsce

Zarządzanie długiem publicznym jest to praktyczna działalność łącząca się *stricte* z operacjami zaciągania długu, podejmowaniem decyzji w stosunku do wykorzystywanych instrumentów oraz kierunków emisji długu, obsługą zadłużenia oraz jego spłatą. K. Marchewka-Bartkowiak definiuje je w dwóch aspektach: makroekonomicznym i mikroekonomicznym. W pierwszym aspekcie jest to część polityki

³ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, wyd. cyt. s. 16-21 oraz *Currency Crises in Emerging-Market Economies...*, s. 19-20.

⁴ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, wyd. cyt., s. 16-21; *Currency Crises in Emerging-Market Economies...*, s. 20.

⁵ J. Kotyński, *Globalizacja finansowa a wzrost gospodarczy nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej*, [w:] *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, red. W. Małecki, Visja-Press&IT, Warszawa 2007, s. 32-34.

gospodarczej realizująca jej cele za pomocą instrumentów dłużnych. W drugim aspekcie są to działania na rynku instrumentów dłużnych mające na celu minimalizację kosztów obsługi zadłużenia i związanego z nim ryzyka⁶. Aby podnieść skuteczność oraz efektywność zarządzania długiem publicznym, opracowywane są strategie zarządzania długiem publicznym. Poziom ryzyka dotyczącego długu publicznego Polski jest ściśle powiązany z przyjętą strategią jego finansowania.

W Polsce opracowywana jest czteroletnia strategia zarządzania długiem Skarbu Państwa zawierająca w szczególności:

- 1) uwarunkowania zarządzania długiem związane ze stabilnością makroekonomiczną gospodarki;
- 2) analizę poziomu państwowego długu publicznego;
- 3) prognozy poziomu państwowego długu publicznego i długu Skarbu Państwa;
- 4) prognozy kosztów obsługi długu Skarbu Państwa;
- 5) kształtowanie struktury zadłużenia;
- 6) prognozy i analizę niewymagalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji Skarbu Państwa⁷.

Dokument ten stanowi podstawę zarządzania długiem publicznym. Jest on sporządzany co roku i zatwierdzany przez Radę Ministrów oraz przedstawiany Sejmowi. Czteroletni horyzont dokumentu służy zwiększeniu odpowiedzialności za zaciągane zobowiązania oraz poprawie świadomości ich konsekwencji. Należy jednak podkreślić, iż dokument ten dotyczy długu Skarbu Państwa. Przyjęta strategia musi uwzględniać również zadłużenie innych podmiotów wchodzących w skład sektora finansów publicznych. Jednak minister finansów nie może bezpośrednio wpływać na decyzje większej części tych podmiotów, co znacząco wpływa na skuteczność opracowywanej strategii. Dług publiczny może być zaciągany przez podmioty całego sektora finansów publicznych, w tym jednostki samorządu terytorialnego. Jednak z punktu widzenia ryzyka walutowego związanego z długiem publicznym obecnie samorządy nie niosą znacznego ryzyka, gdyż skala ich potrzeb pożyczkowych zmniejsza się do korzystania na szerszą skalę z międzynarodowych rynków finansowych i inwestycji portfelowych zagranicznych inwestorów.

Polski dług publiczny ma swoje źródło zarówno w nierównowadze budżetów jednostek publicznych w latach 90. XX wieku i na początku XXI wieku, jak i w długach zaciągniętych w latach 70. W związku ze znacznym poziomem tzw. starych długów oraz słabym poziomem rozwoju wewnętrznego rynku finansowego zagraniczne źródła finansowania długu stanowiły istotny (ale na pewno nie dominujący) element finansowania długu. Podchodzono jednak do niego z pewną ostrożnością, mając na uwadze doświadczenia z lat 70. Jednocześnie zadłużenie zagraniczne stanowiło dość duże obciążenie oraz znaczący czynnik ryzyka związanego z długiem publicznym.

⁶ Tamże, s. 21-22.

⁷ Ustawa o finansach publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 r. (DzU 2009 nr 175, poz. 1240).

Na początku XXI wieku udział długu publicznego nominowanego w walutach obcych wynosił 47,7%. Był to wysoki poziom, szczególnie na tle „starych” krajów Unii Europejskiej. Przeciętnie wynosił on tam 5%. Przyczyniło się do tego szczególnie przyjęcie waluty euro przez znaczną część krajów Unii Europejskiej. Mimo to nawet w krajach, które nie zrezygnowały z własnych walut, poziom ten dochodził najwyżej do 30%. Na podobnym poziomie kształtował się poziom zadłużenia zagranicznego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – na Węgrzech i Słowacji nie przekroczył 30%⁸. Stąd też celem strategii było wówczas przede wszystkim ograniczanie udziału długu publicznego w długi ogółem⁹. Jednak należy podkreślić, iż nie zakładano ograniczania zadłużenia zagranicznego w walutach obcych, lecz spadek jego udziału w długi ogółem. Ponadto zakładano refinansowanie długu poprzez kolejne emisje. Podjęte działania można zatem ocenić pozytywnie, choć nie zawsze udawało się osiągnąć cele. Realia budżetowe i decyzje polityczne nie zawsze pokrywają się z celami i strategiami zarządzania długiem. Słabością strategii jest również nastawienie na „rolowanie długów”. Poza tym dług jest bardzo podatny na wahania kursów walutowych. Wahania kursu złotówki na tyle silnie oddziałują na poziom długu, że uniemożliwiają realizację celów.

Po osiągnięciu tego celu w następnych latach zmieniło się podejście do kwestii długu zagranicznego. Poziom długu zagranicznego został uznany za bezpieczny i skoncentrowano się na dwóch parametrach: średniej zapadalności długu i średniej kwocie spłat przypadającej w kolejnych latach. Większa uwaga została skupiona na kwestii ryzyka kursowego. Zwiększano udział długu nominowanego w euro w zadłużeniu zagranicznym, gdyż zakładano, że Polska stosunkowo szybko przystąpi do strefy euro. Takie założenie powodowałoby, że zmiana strategii zmniejszałaby ryzyko już w perspektywie kilku lat. Jednak zmiany polityczne i kryzys finansowy odsunęły przyjęcie euro na bliżej nieokreślony czas. W takiej sytuacji zmniejszenie różnorodności walut, w których jest nominowane zadłużenie, wpłynęło na zwiększenie podatności długu na wahania kursowe. Wprawdzie jest to podstawowa waluta, w której jest rozliczana wymiana handlowa Polski, lecz wahania kursu złotego w stosunku do euro są znaczne.

W okresie poprawy sytuacji gospodarczej kraju, w latach 2005-2006, dokonywano emisji nowych obligacji na rynku euro. Służyło to osiągnięciu podstawowego celu nowych strategii, czyli minimalizacji kosztów obsługi długu. Emisje te następowały bowiem w okresie najniższego oprocentowania tych obligacji (na rynku euro – 3,7% – 4,49%; na rynku franka i jena – 2%). Przyniosło to w efekcie wzrost udziału długu zagranicznego jedynie o 0,8 pkt proc. (do wciąż bezpiecznego poziomu 28,3%). Jednak strategia zarządzania długiem stawia jako jeden z celów ograniczenie poziomu zadłużenia zagranicznego do poziomu ok. 25%¹⁰. W kolejnych latach udział

⁸ *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003-2005*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2001, s. 20.

⁹ Tamże, s. 27.

¹⁰ *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2007-2009*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2006.

długu zagranicznego faktycznie spadał (na koniec 2006 r. – 26,4%, w połowie 2008 r. – nawet 23,5%), ale należy zauważyć znaczącą istotną wzmocnienie się złotego w tym okresie. Strategia na lata 2008-2010 wprowadza nawet kolejny cel: obniżenie poziomu długu zagranicznego do 20-25%¹¹. Jednak zmiana sytuacji rynkowej zniweczyła te plany. W kolejnych latach udział długu zagranicznego wzrósł do 27,6% (na koniec 2010 r.). Przyczyniło się do tego znaczne osłabienie złotego oraz użycie długu zagranicznego do realizacji innego celu: minimalizacji kosztów obsługi długu¹².

Podsumowując, należy stwierdzić, że przyjęta strategia finansowania długu publicznego Polski utrzymuje ryzyko kursowe i ryzyko refinansowania długu zagranicznego na umiarkowanym poziomie, porównywalnym z innymi państwami europejskimi. Jednak w obecnej sytuacji rynkowej może się okazać zbyt wysoki jak na kraj rozwijający się o znacznym i rosnącym poziomie długu.

4. Ryzyko kryzysu finansowego a sytuacja polskiej gospodarki

Na podstawie obserwacji kryzysów walutowych występujących w końcu XX wieku można stwierdzić, że ryzyko walutowe jest ściśle związane z wysokim poziomem długu publicznego i wynikającym z tego ryzykiem niewypłacalności sektora finansów publicznych¹³. W celu analizy czynników mających wpływ na ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego przyjęto kilka zmiennych związanych ze strategią finansowania długu publicznego i z kursem walutowym.

Pierwszą przyjętą zmienną jest wielkość zobowiązań z tytułu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Polsce jako % PKB. Wielkość ta ma znaczenie dla stabilności kursu walutowego. Przyczynia się do zwiększenia liczby miejsc pracy oraz poziomu inwestycji, jednocześnie środki te równoważą ujemne saldo bilansu handlowego. Są to jednak środki, które mogą być wycofywane przez inwestorów w przypadku pogorszenia się sytuacji finansowej kraju. Przykłady wielu krajów rozwijających się pokazują, że kapitał tego typu pogłębia destabilizację sytuacji w razie wystąpienia kryzysu finansowego. W analizowanym okresie wartości tej zmiennej rosły z 4,5% w 2000 r. do 43% w 2010 r. Wpływała więc ona na wzrost ryzyka wystąpienia kryzysu walutowego. W szczególności zawirowania na rynkach finansowych mogą się przyczynić do zwiększenia ryzyka z nią związanego.

Drugą zmienną powiązaną z ryzykiem wystąpienia kryzysu walutowego jest udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu krajowego Skarbu Państwa. Zmienna ta wyraża rolę, jaką odgrywają inwestorzy zagraniczni w finansowaniu większej części długu publicznego, czyli długu krajowego Skarbu Państwa. Jest to

¹¹ *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2008-2010*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2007, s. 24.

¹² *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2012-15*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2011.

¹³ J. Sulmicki, *Stabilność rynków finansowych a wejście Polski do strefy euro*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005, s. 197.

istotny parametr przy ocenie długu publicznego. Zagraniczni inwestorzy inwestują w Polsce w instrumenty finansujące dług publiczny, głównie w ramach inwestycji portfelowych. Oznacza to, że są to inwestycje bardzo płynne. W przypadku jakiegokolwiek zaniepokojenia stanem finansów publicznych są w stanie bardzo szybko wycofywać się z inwestycji. Taka sytuacja może się zaś przyczynić do zachwiania kursu złotego. Dlatego też znaczny wzrost udziału inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu krajowego Skarbu Państwa w latach 2000-2010 (z 6,7 do 25,3%) powoduje, że zmienna ta wpływała na wzrost ryzyka walutowego długu. W połączeniu z udziałem zadłużenia zagranicznego w długu Skarbu Państwa znacznie zwiększa to wrażliwość długu na zmiany kursów walut oraz uwrażliwia kurs walutowy na zawirowania na rynku długu.

Kolejnym analizowanym czynnikiem jest udział długu krótkoterminowego w długu zagranicznym Skarbu Państwa. Obserwując powyższe wartości, można zauważyć, że udział krótkoterminowego długu zagranicznego rośnie z 13,8% w 2000 r. do 27,5% w 2009 r. Stanowi to silny czynnik ryzyka, gdyż wiąże się ze wzrostem popytu Skarbu Państwa na waluty. Łącząc ten fakt z ujemnym bilansem handlowym sektora, można odczytywać rosnącą wartość tej zmiennej jako czynnik ryzyka wzrostu inflacyjności długu.

Ponadto uwzględniono również zmienną rezerwy walutowe kraju w procentach do średniomiesięcznych płatności za import towarów i usług w miesiącach. Poziom tej zmiennej spadał istotnie – o połowę – od 2002 r. do 2007 r. Spadek tego wskaźnika przekłada się jednoznacznie na wzrost ryzyka walutowego. Stąd też jest uzasadniona ujemna wartość ładunku czynnikowego tej zmiennej w modelu. Inwestorzy zagraniczni, nabywający polskie papiery wartościowe, oceniają Polskę według tego wskaźnika. W okresie dobrej koniunktury rynek walutowy funkcjonuje zwykle sprawnie i obniżanie poziomu rezerw jest stosunkowo bezpieczne. Jednak przykłady wielu krajów europejskich w 2008 r. i 2009 r. pokazały, że nagły spadek koniunktury może znacznie zwiększyć wymagania w odniesieniu do poziomu rezerw. Kraje, takie jak np.: Węgry czy Grecja, zwracały się do Międzynarodowego Funduszu Walutowego o pomoc w utrzymaniu wymiennalności walut. Dlatego też pogarszanie się tego wskaźnika należy oceniać jako czynnik zwiększający ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego.

5. Podsumowanie

Podsumowując, można stwierdzić, że przyjęta strategia finansowania długu ma silne przełożenie na parametry długu, a tym samym na ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego. Udział długu zagranicznego w całości zadłużenia systematycznie spadał, lecz pogorszenie koniunktury zmieniło tę tendencję. Dlatego też ogólna kwota zadłużenia denominowanego w walutach obcych jest wysoka i wyraźnie obciąża budżet. Przyjęta strategia zarządzania długiem pozwoliła w okresie szybkiego wzrostu poprawić strukturę długu dzięki wydłużaniu terminów zapadalności oraz zwiększe-

niu roli nisko oprocentowanych obligacji o stałym oprocentowaniu. Przede wszystkim jednak przedterminowy wykup „starego zadłużenia” przyczynił się do zmniejszenia kosztów jego obsługi. Jednocześnie jednak wzrost roli euro jako waluty, w której są nominowane zobowiązania, nie skutkował znaczącym spadkiem ryzyka, gdyż oczekiwane przystąpienie do strefy euro nie doszło do skutku. Zastosowane strategie (publikowane co roku) przyczyniają się więc do aktywnego i planowego kształtowania długu.

Wśród czynników zwiększających poziom ryzyka walutowego wymienić należy wzrost ryzyka niewypłacalności sektora finansowego. Jest to czynnik silnie związany z rosnącym poziomem długu oraz ze zbliżaniem się do maksymalnego, dopuszczalnego poziomu zadłużenia, co odbija się na ocenie Polski przez zagranicznych inwestorów. Ponadto należy wskazać rosnący udział zadłużenia krótkoterminowego w długu zagranicznym. W dużej mierze wynika to z refinansowania operacji wykupu tzw. starych długów i przekłada się na wzrost potrzeb walutowych rządu w najbliższych latach. Wzrósł również udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu długu krajowego. Kapitał ten jest bardzo płynny i podatny na wahania wynikające ze zmian nastrojów na rynkach finansowych. Stąd jego znaczący udział powoduje wzrost ryzyka wystąpienia zaburzeń na rynku walutowym. Warto także podkreślić spadający poziom rezerw walutowych w stosunku do średnich płatności za towary importowane. Czynnik poziomu rezerw nabiera obecnie większego znaczenia w związku z pogorszeniem koniunktury. Warto jeszcze wspomnieć o stosunkowo zrównoważonym poziomie zmienności kursu euro i dolara, co przekłada się na stabilną wartość zadłużenia zagranicznego. Niekorzystnie kształtuje się natomiast deficyt bilansu handlowego, który znacznie rośnie w okresach pogorszenia koniunktury.

Literatura

- Currency Crises in Emerging-Market Economies: Causes, Consequences and Policy Lessons*, red. M. Dąbrowski, CASE, Warsaw 2002.
- Gawrońska-Nowak B., *Niepewność na rynku walutowym. Teoretyczne podstawy*, Wydawnictwo Key-Text, Warszawa 2008.
- Gruszczyński M., *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Koronowski A., *Czynniki destabilizacji rynków walutowych*, Twigger, Warszawa 2003.
- Kotyński J., *Globalizacja finansowa a wzrost gospodarczy nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej*, [w:] *WGlobalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, red. T. Małecki, VisjaPress&IT, Warszawa 2007.
- Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Siwińska J., *Currency Crises and Fiscal Imbalances – The Transition Countries Perspectives*, CASE, Warsaw 2000.
- Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003-2005*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2001.

Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2004-2006, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2002.

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.

Sulmicki J., *Stabilność rynków finansowych a wejście Polski do strefy euro*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005.

Ustawa o finansach publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 r. (DzU 2009 nr 175, poz. 1240).

STRATEGIES OF FINANCING OF PUBLIC DEBT AND THE RISK OF CURRENCY CRISIS

Summary: Currency crisis becomes a real danger after the economic crisis from the years 2007-2009 and the debt crisis in euro zone. Public debt is one of the main factors of economic crisis. The aim of the paper is the analysis of Polish public debt structure and its influence on the risk of currency crisis in Poland.

Keywords: monetary crisis, public debt, public debt management.