



ZAGROŻENIA nadmiernego długu publicznego







Sławomir Dudek
Ludwik Kotecki
Monika Kurtek

ZAGROŻENIA **nadmiernego długu** **publicznego**

EDYCJA 2022

Institut Odpowiedzialnych Finansów
Warszawa 2022

Autorzy

Sławomir Dudek, Ludwik Kotecki, Monika Kurtek

Opracowanie graficzne i skład

Andrzej Łubniewski

© Centrum Myśli Strategicznych, 2022

ISBN 978-83-66843-12-7

Instytut Odpowiedzialnych Finansów

Misją i głównym celem Instytutu Odpowiedzialnych Finansów (IOF) jest dążenie do życia w świecie, w którym instytucje finansowe (prywatne i publiczne) służą podnoszeniu poziomu życia współczesnego społeczeństwa bez pomnażania zagrożeń dla przyszłych pokoleń. Naszym dążeniem jest informowanie, inspirowanie i promowanie standardów ograniczających nieodpowiedzialne zachowania oraz propagowanie zasad i reguł odpowiedzialnych finansów w sektorze bankowym, ubezpieczeniowym i inwestycyjnym oraz w sektorze publicznym. Raporty, analizy, publikacje oraz wydarzenia Instytutu znajdują się na stronie iof.org.pl

Fundacja Przyjazny Kraj, powołana w 2013 roku przez prywatnych fundatorów, jest organizacją pozarządową, która wśród celów statutowych ma prowadzenie badań i analiz dotyczących systemów regulacyjnych i ekonomicznych, promowanie wolności gospodarczej i rozwoju przedsiębiorczości, działalność edukacyjną, podejmowanie działań wspierających rozwój aktywności obywatelskiej i społecznej, wzrost efektywności działania instytucji państwowych i samorządowych. Raporty, analizy, publikacje oraz wydarzenia Fundacji znajdują się na stronie przyjaznykraj.pl



Wydanie niniejszej książki w wersji drukowanej sfinansował Instytut Finansów Publicznych

Sugerowane cytowanie raportu:

Dudek S., Kotecki L., Kurtek M. (2022). *Zagrożenia nadmiernego długu publicznego*. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów.

Opracowanie jest bezstronne i obiektywne, partner wydania, Fundacja Przyjazny Kraj, nie miał wpływu na jego tezy ani wymowę. Publikacja wyraża prywatne opinie autorów, a nie instytucji, w których pracują.



SPIS TREŚCI

1. Ludwik Kotecki	6
WSTĘP	
2. Sławomir Dudek	8
STAN FINANSÓW PUBLICZNYCH PRZED I PO COVID-19	
3. Monika Kurtek	30
WARUNKI MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE W I POŁOWIE 2022	
4. Ludwik Kotecki	42
WARUNKI STABILNOŚCI I ŹRÓDŁA ZMNIEJSZANIA DŁUGU PUBLICZNEGO	
5. Ludwik Kotecki	46
WYZWANIA DŁUGOOKRESOWE FINANSÓW PUBLICZNYCH W POLSCE	
6. Ludwik Kotecki	51
PODSUMOWANIE	





1. Wstęp

W 2021 roku udało się zredagować i opublikować w partnerstwie i ze wsparciem Fundacji Przyjazny Kraj pierwszy raport na temat zagrożeń nadmiernego długu publicznego¹, do czego przyczynili się Sławomir Dudek, Ludwik Kotecki i Paweł Wojciechowski.

Miał on na celu przedstawienie problematyki długu publicznego, czynników jego wzrostu i stabilności, ale również zagrożeń wynikających z nadmiernego poziomu zadłużenia, w końcu konsekwencji doprowadzenia do sytuacji, w której kontrola nad dynamiką długu zostaje utracona i dochodzi do kryzysu zadłużenia, szerzej kryzysu finansów publicznych. Odpowiedź na najważniejsze pytanie tego opracowania, a mianowicie do jakiego stopnia państwo może bezkarnie brnąć w dług, była niejednoznaczna, różna dla różnych krajów. Pokazano wiele aspektów długu publicznego, argumenty zwolenników zadłużania się przez państwa i argumenty ekspertów zalecających ostrożność, dynamikę kryzysów zadłużenia i dynamikę wychodzenia z sytuacji kryzysowych, kon-

¹ Dudek S., Kotecki L., Wojciechowski P. (2021). *Zagrożenia nadmiernego długu publicznego*. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów.



sekwencje wpadnięcia w spiralę zadłużenia i konsekwencje nieprzejrzystości finansów publicznych. W raporcie zawarto również wiele odniesień do sytuacji finansów publicznych w Polsce. Na końcu raportu przedstawiono rekomendacje działań na rzecz odpowiedzialnego podejścia do finansów publicznych.

Niestety wiele postawionych tam diagnoz i ostrzeżeń właśnie się materializuje. W poprzednim raporcie autorzy ostrzegali przed zadłużaniem się przy niskich stopach procentowych „... tu pojawia się pułapka: przymus rolowania, z którego nie da się łatwo i elastycznie zrezygnować (...) znaczące zadłużenie po niskim koszcie (...) postawi przyszłe rządy i pokolenia w przyszłości przed przymusem zrolowania tego długu, z wielką niewiadomą, dotyczącą kosztu rolowania (wyemitowania nowych obligacji z przeznaczeniem środków na wykup zapadających)”. Świat niskich stóp procentowych zniknął w mgnieniu oka i pułapka rolowania i emisji nowego długu po wysokim koszcie dzieje się obecnie. To przypomina „scenariusz kryzysu rumuńskiego”, który sygnalizowaliśmy już w poprzednim raporcie.

W roku 2022 postanowiliśmy, w nieco zmienionym składzie redakcyjnym (dziękujemy Pawłowi Wojciechowskiemu i jednocześnie witamy Monikę Kurtek w zespole autorskim), sprawdzić, na ile nasza analiza, spostrzeżenia i rekomendacje się sprawdziły i czy zostały zrealizowane. Stąd pomysł na edycję 2022 raportu. Nie powtarzamy jednak części teoretycznej czy definicyjnej poprzedniego raportu. Naszym celem jest uzupełnienie aktualizacyjne. Skupiamy się na sytuacji finansów publicznych w 2022 roku, ich perspektywach, sytuacji rynkowej w zakresie mającym wpływ na warunki finansowania wydatków publicznych emisją obligacji. Więcej uwagi poświęcamy wysokim kosztom obsługi długu i potencjalnym zagrożeniom realizacji „scenariusza rumuńskiego”. Czyli niewypłacalności rozumianej jako niemożność rynkowego finansowania potrzeb pożyczkowych sektora publicznego w warunkach relatywnie niskiej relacji długu do PKB, przy gwałtownym wzroście rentowności, co obserwujemy obecnie w Polsce. Pokazujemy też długookresowe wyzwania dla finansów publicznych, które trzeba nałożyć na wyzwania krótkookresowe. Ale przede wszystkim ostrzegamy. Czy jest przed czym, oceńcie Państwo sami. Z naszych analiz i wiedzy wynika, że niestety jest.

Życzymy wartościowej lektury!

2. Stan finansów publicznych przed i po COVID-19

UWAGI OGÓLNE

Przy ogólnej ocenie stanu finansów publicznych najczęściej analizowane są dwa mierniki charakteryzujące ich sytuację. Po pierwsze, jest to wynik przepływów finansowych, czyli różnica wydatków i dochodów: kiedy wydajemy za dużo, mamy deficyt budżetowy, w sytuacji odwrotnej – nadwyżkę budżetową. Po drugie, miernikiem jest stan zadłużenia, tj. dług sektora finansów publicznych. Stan zaciągniętych kredytów i wyemitowanych obligacji w celu finansowania obecnego i przeszłych deficytów. Deficyt zwiększa zadłużenie, nadwyżka pozwala na redukcję stanu zadłużenia. Deficyt budżetowy to w uproszczeniu nowy dług.

Oba te mierniki mogą być wyrażone nominalnie w pieniądzu lub relatywnie, jako procent Produktu Krajowego Brutto (PKB). Oczywiście są to dwa duże agregaty. Stan finansów powinien być równolegle także analizowany w sposób bardziej szczegółowy. Ważne jest przy tym, szczególnie w Polsce, gdzie często jest to celowo lub w sposób niezamierzony mylone, precyzyjne określenie zakresu podmiotowego tych mierników: czy obejmują one cały sektor finansów publicznych, wszystkie podmioty i jednostki realizujące zadania publiczne, czy tylko jego część. W Polsce publiczna dyskusja nad tzw. budżetem skoncentrowana jest na parametrach finansowych tzw. budżetu państwa. Przeciętnemu odbiorcy może się wydawać, że „budżet państwa” to całe finanse państwa, jednak tak nie jest. Co więcej, budżet państwa w coraz mniejszym stopniu odzwierciedla stan finansów publicznych ogółem, co wynika z różnych działań skutkujących coraz mniejszą przejrzystością zmian ich kondycji.

„Budżet państwa” to tylko podmioty centralne, głównie ministerstwa, które realizują bardzo istotne funkcje publiczne, jednak nie wyczerpują całego sektora finansów państwa. Sam budżet centralny nie obejmuje bowiem m.in. jednostek samorządu terytorialnego, funduszu zdrowia, funduszu ubezpieczeń społecznych i wielu innych elementów sektora finansów publicznych. Ale w ostatnich latach „budżet państwa” nie obejmuje nawet wszystkich podmiotów „centralnych”. Co więcej,

w ostatnich latach utworzonych zostało kilka jednostek i funduszy, dysponujących miliardami złotych, również nie ujmowanych w budżecie państwa i znajdujących się tym samym poza kontrolą parlamentu (por. wykres 18 na stronie 26).

Wprawdzie do pakietu dokumentów budżetowych przesyłanych do Sejmu dołączane są informacje o wyniku sektora finansów publicznych w rozumieniu ustawy o finansach publicznych, ale jest to informacja dodatkowa, umieszczona nie bezpośrednio w ustawie budżetowej, lecz w jej uzasadnieniu. Ponadto krajowa definicja sektora finansów publicznych nie uwzględnia wielu jednostek realizujących zadania publiczne, m.in. funduszu drogowego, kolejowego czy ostatnio funduszy stworzonych w celu finansowania tarcz antykryzysowych (obsługiwanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego i Polski Fundusz Rozwoju). Ponieważ ustawa budżetowa nie jest właściwym planem finansowym państwa, a ustawa o finansach publicznych i polska metodologia statystyki budżetowej daje przestrzeń do tzw. kreatywnej księgowości, lepszym punktem odniesienia do oceny stanu finansów państwa jest metodologia unijna. Dlatego w analizach ekonomicznych należy się posługiwać deficytem i długiem według metodologii publikowanej przez Eurostat, znanej jako ESA 2010². Mierniki według metodologii unijnej pokazują najszerszy, pełny i prawdziwy obraz finansów publicznych. Niestety, mierniki te są publikowane z dużym opóźnieniem w stosunku do okresu, którego dotyczą, i w Polsce nie są przedmiotem debaty w parlamencie, przestrzeni publicznej (np. w mediach) czy też kontroli NIK.

FINANSE PUBLICZNE PRZED KRYZYSEM COVID-19

Globalny kryzys finansowy skutkowało pogorszeniem stanu finansów publicznych w Polsce, deficyt zwiększył się do ponad 7% w 2009-2010. Polska, podobnie jak inne kraje Unii Europejskiej, została objęta procedurą nadmiernego deficytu³ (EDP). Ta procedura została wobec Polski zdjęta dopiero w 2015 roku,

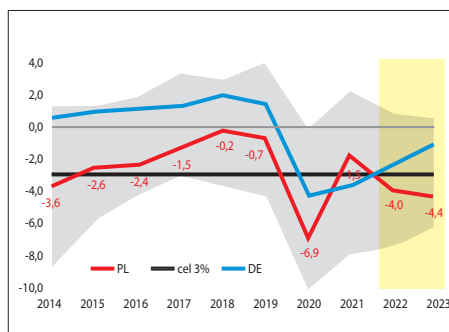
² Europejski system rachunków narodowych i regionalnych (ESA 2010) to najnowsze ramy rachunkowości UE, umożliwiające systematyczny i szczegółowy opis gospodarki. ESA 2010 został opublikowany w Dzienniku Urzędowym 26 czerwca 2013 r. i wdrożony we wrześniu 2014 r. Od tej daty przekazywanie danych z państw członkowskich do Eurostatu odbywa się zgodnie z zasadami ESA 2010.

³ Procedura nadmiernego deficytu, ang. excessive deficit procedure (EDP), to najważniejszy instrument koordynacji polityki budżetowej w UE w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu (w jej części korekcyjnej). Jest to procedura postępowania w przypadku przekroczenia przez państwo członkowskie Unii Europejskiej określonych kryteriów dyscypliny budżetowej. Procedura określona została w art. 126 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej i w Protokole nr 12 do tego Traktatu.

Stan finansów publicznych przed i po COVID-19

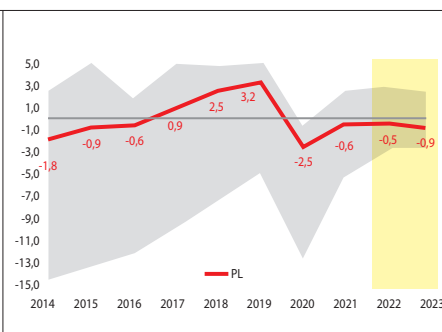
kiedy Polska zredukowała deficyt poniżej 3% PKB. Jednak Niemcy już wtedy notowały nadwyżkę, a w całej UE deficyt był mniejszy niż 2%. Od zdjęcia procedury EDP w Polsce proces zmniejszania się relacji do PKB deficytu całego sektora finansów publicznych był kontynuowany (por. wykres 1). W 2018 roku zmniejszył on się nawet do ok. 0,2% i do 0,7% w 2019 roku, do poziomu średniego w całej UE. Zmniejszanie się tej relacji było wynikiem z jednej strony dynamicznie rosnących dochodów publicznych, jak również efektem statystycznym wynikającym z rosnącego PKB (w mianowniku tej relacji).

Wykres 1.
Deficyt nominalny sektora finansów publicznych wg metodologii ESA (% PKB)



Źródło: KE, AMECO; szare pole min-max w krajach UE, żółte pole prognoza KE, DE – Niemcy, PL – Polska, 3% – kryterium deficytu

Wykres 2.
Koniunktura gospodarcza – odchylenie PKB od potencjału gospodarki („+” powyżej potencjału, „-” poniżej potencjału)



Źródło: KE, AMECO; szare pole min-max w krajach UE, żółte pole prognoza KE.

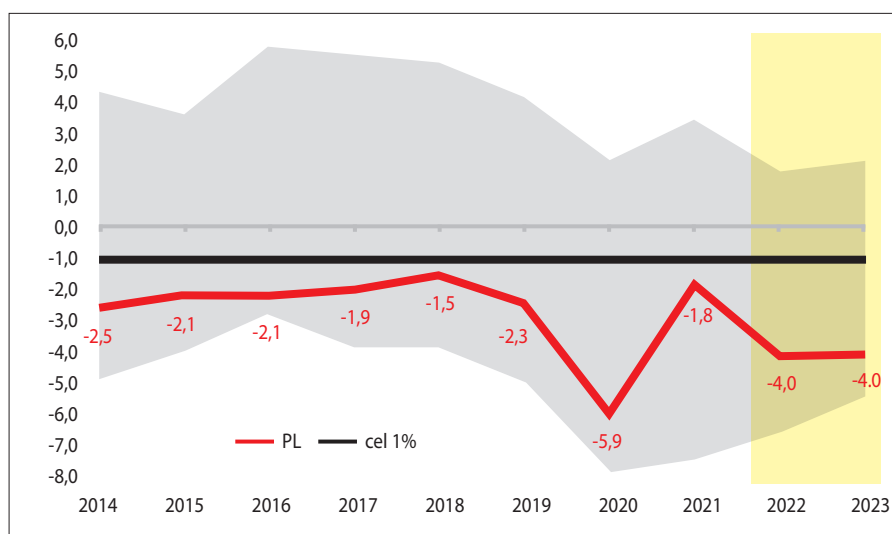
Należy jednak zauważyć, że w latach 2016–2019 w Polsce bardzo dynamicznie poprawiała się koniunktura gospodarcza: w 2019 roku PKB był już ok. 3,2% powyżej swojego potencjału⁴, i można zdecydowanie stwierdzić, że nasza gospodarka była „przegrzana” (por. wykres 2), co ujawniło się na początku 2020 roku w rosnącej inflacji i niedoborach na rynku pracy. Poprawa koniunktury była związana również z dobrą koniunkturą w Unii Europejskiej, u naszych głównych partnerów handlowych (również ich gospodarki rozwijały się powyżej swojego potencjalnego poziomu, choć było to tylko ok. 1,5% powyżej).

⁴ Komisja Europejska, wiosenna prognoza z 2022 roku

Przed kryzysem finansowym w 2008 roku notowaliśmy wysokie wzrosty PKB, w niektórych kwartałach przekraczały nawet 7% r/r, ale szybko zwiększały się też moce produkcyjne, a na rynku pracy nie ujawniały się jeszcze negatywne trendy demograficzne. W rezultacie produkcja przekraczała potencjał o 2,7%, co oznacza, że w 2019 roku skala „przegrzania” gospodarki była wyższa niż przed kryzysem 2008 roku. Warunki makroekonomiczne były więc zupełnie inne i przy ocenie finansów publicznych nie można od tego abstrahować.

Po raz pierwszy od 20 lat, bardzo dobra koniunktura gospodarcza w tak dużym stopniu umożliwiła poprawę stanu podstawowych wskaźników długu i deficytu. Ale jeżeli spojrzymy na deficyt oczyszczony z efektów bardzo dobrej koniunktury gospodarczej, oczyszczony z dochodów jednorazowych, które nie powtórzą się w przyszłości, czyli deficyt pokazujący, na ile trwałe wydatki publiczne mają pokrycie w trwałych dochodach publicznych, to sytuacja nie wyglądała już tak dobrze (por. wykres 3). Taki deficyt jest obliczany przez Komisję Europejską, nazywa się go „trwałym” deficytem lub bardziej formalnie „deficytem strukturalnym”.

Wykres 3.
Deficyt strukturalny (% PKB)

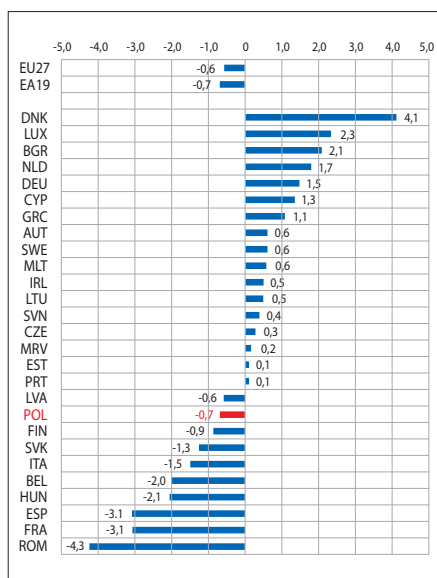


Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO; szare pole min-max w krajach UE, żółte pole prognoza KE. PL – Polska, cel – 1% –średniookresowy cel budżetowy

Stan finansów publicznych przed i po COVID-19

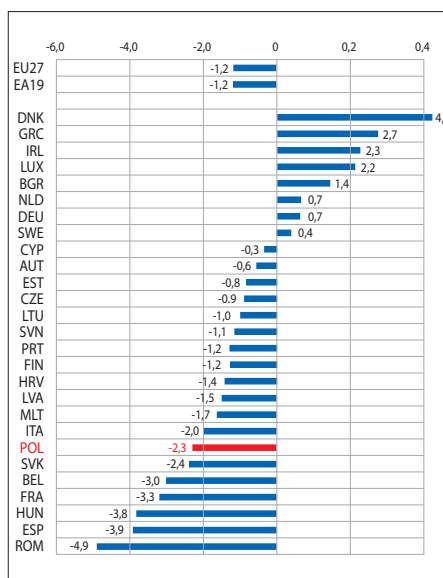
Deficyt strukturalny w Polsce w ostatnich latach przed kryzysem COVID-19 nie zmniejszał się istotnie, pozostał na poziomie ok. 2% PKB, w 2018 roku uległ zmniejszeniu do ok. 1,5% PKB, jednak w 2019 roku uległ pogłębieniu do 2,3%, podczas gdy w UE wynosił nieco ponad 1%. Widać więc, że stan finansów publicznych strukturalnie nie ulegał poprawie, a w roku przed kryzysem COVID-19 uległ pogorszeniu. Warto również nadmienić, że deficyt strukturalny w Polsce w 2019 roku był dwukrotnie wyższy od średniookresowego celu budżetowego (MTO)⁵, który wynosi dla Polski 1% PKB.

Wykres 4.
Deficyt sektora finansów publicznych w UE w 2019 roku (% PKB)



Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

Wykres 5.
Deficyt strukturalny sektora finansów publicznych w UE w 2019 roku (% PKB)



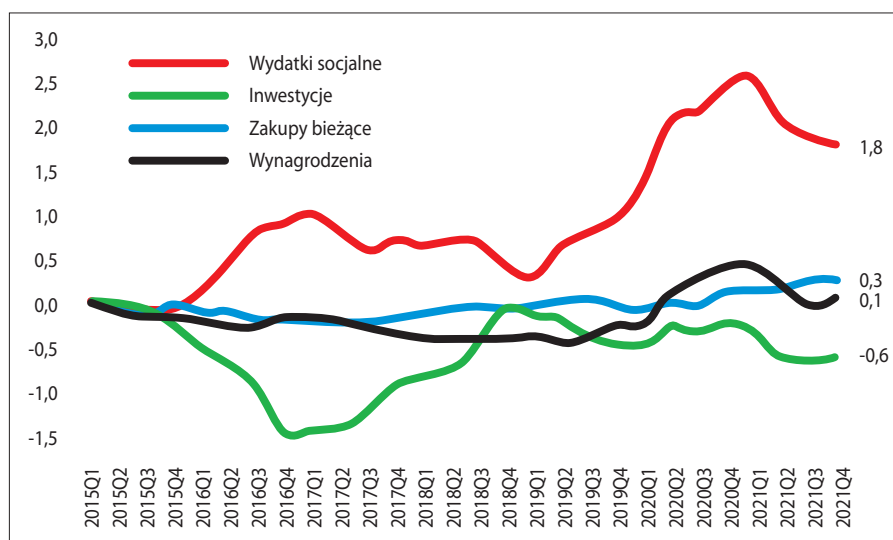
Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

⁵ MTO (*medium term objective*) – średniookresowy cel budżetowy dla trwałego (strukturalnego) deficytu. Każdy kraj w UE na podstawie zaleceń KE przyjmuje cel dla tego deficytu. Dla Polski wynosi on -1% PKB. Oznacza to, że deficyt rzeczywisty powinien w okresach dobrej koniunktury być niższy niż 1% (nawet powinna notowana być nadwyżka w finansach publicznych), a w okresach złej koniunktury może być wyższy niż 1%. Cel ten jest tak dobrany, aby minimalizować m.in. ryzyko przekroczenia przez deficyt 3%, czyli kryterium fiskalnego (obok 60% dla relacji długu publicznego do PKB) z Maastricht.

Co więcej, porównanie z innymi krajami nawet deficytu nominalnego w 2019 roku pokazuje, że byliśmy pod względem braku równowagi finansów publicznych w ogonie Unii Europejskiej (por. wykres 4) – nasz deficyt był dziewiąty najwyższy, jednak aż 17 krajów w 2019 roku zanotowało nadwyżkę, mimo że koniunktura gospodarcza w tych krajach była relatywnie gorsza niż w Polsce. A jak porównamy deficyt strukturalny to okazuje się, że byliśmy w pierwszej, najgorszej siódemce spośród krajów UE (por. wykres 5).

Wykres 6.

Zmiana relacji wydatków publicznych do PKB
(pp. PKB – zmiana narastająco od I kw. 2015 roku)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie EUROSTAT

Ponadto, bardzo niekorzystnie w kontekście rozwoju gospodarczego zmieniała się struktura wydatków publicznych. Na skutek nowych programów socjalnych (m.in. 500+, 300+, „13”, „14”, istotnie wzrosły wydatki socjalne w relacji do PKB. Na koniec 2021 roku relacja wydatków socjalnych była większa o 1,8 pp. PKB (ponad 47 mld zł) niż na początku 2015 roku, kiedy zdjęto z Polski procedurę nadmiernego deficytu EDP. Wydatki socjalne wypierały inwestycje publiczne, w analogicznym okresie relacja inwestycji publicznych do PKB spadła o 0,6 pp. PKB. Na koniec 2021 roku

Stan finansów publicznych przed i po COVID-19

relacja inwestycji publicznych do PKB wyniosła 4,1%, podczas gdy w Estonii czy na Węgrzech ok. 5,8%. Polska w 2011 roku notowała nawet 6% PKB. Wydatki socjalne zabierają też przestrzeń w wydatkach, która mogłaby zostać wykorzystana na poprawę jakości usług publicznych (por. wykres 6).

Jeżeli spojrzymy na dług sektora finansów publicznych w ujęciu europejskim i porównamy go do długu krajów Unii Europejskiej, to rzeczywiście w relacji do PKB w 2019 roku plasowaliśmy się na 11 pozycji z najniższą relacją długu do PKB: w 2019 roku wyniosła ona w Polsce ok. 46% PKB, podczas gdy na przykład we Francji 97,4%, a w Niemczech 58,9%. Jest jednak dziesięć krajów w UE z niższą relacją, przy średniej ok. 63%. Jeżeli jednak nie uwzględnimy w tej relacji najbardziej zadłużonych krajów południa Europy (Portugalia, Włochy, Grecja i Hiszpania), czyli tych, które doświadczyły kryzysów zadłużenia po 2010 roku, to wynosiła ona w 2019 roku ok. 51% PKB, czyli tylko o 5 pp. więcej niż w Polsce.

Wśród krajów spoza strefy euro nie wypadamy tak dobrze, wyższy dług od nas miały tylko Węgry i Chorwacja. Wśród krajów postsocjalistycznych spoza strefy euro niższy dług publiczny od Polski zanotowały: Bułgaria (20%), Czechy (30%) i Rumunia (35%). Rumunia jest przykładem kraju, który mimo niskiej relacji długu ma najwyższe koszty obsługi długu w całej UE (średnie koszty w relacji do stanu zadłużenia wynoszą 3,5%). W tym kraju wysokie koszty obsługi długu wynikają m.in. z trwałego (strukturalnego) deficytu (opisaliśmy to pojęcie wcześniej z niepokojącymi danymi w kontekście Polski), który w 2019 roku był najwyższy w UE, a wynikał z hojnych populistycznych wydatków niemających pokrycia w trwałych dochodach.

„Scenariusz rumuński”

Rumunia jest przykładem kraju, w którym zrealizował się scenariusz, który potencjalnie w relatywnie niedługim czasie może grozić polskim finansom publicznym. Mimo bardzo niskiej relacji długu do PKB (ok. 30% PKB) po wybuchu globalnego kryzysu finansowego (w 2008 roku) doszło tam do „przesilenia fiskalnego”. Równocześnie kraj notował wysoki

deficyt salda obrotów bieżących. Można mówić więc o tzw. bliźniaczych deficytach.

Rentowności obligacji rządowych gwałtownie wzrosły do około 11-12%, kraj ten nie był w stanie emitować długu po rozsądnych rentownościach na rynku krajowym i zmuszony był zwrócić się o pomoc do Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) i Komisji Europejskiej, podobnie jak Grecja czy Węgry.

Od 2009 roku wdrożono pierwsze programy naprawcze. Rumunia, nie będąc w stanie emitować obligacji na rynku krajowym musiała też podwoić zadłużenie zagraniczne. W lutym 2011 roku zwrócono się o kontynuację wspólnego zapobiegawczego programu pomocy finansowej UE/MFW w celu wsparcia wzrostu gospodarczego, reform strukturalnych, przy jednoczesnej poprawie stabilności budżetowej i konsolidacji stabilności finansowej. Trzeci unijny program pomocy został formalnie uzgodniony w październiku 2013 roku i wygaś w wrześniu 2015 roku. Był on realizowany równoległe z promesą kredytową MFW. Podobnie jak w przypadku programu na lata 2011-13, program na lata 2013-15 był traktowany jako zapobiegawczy.

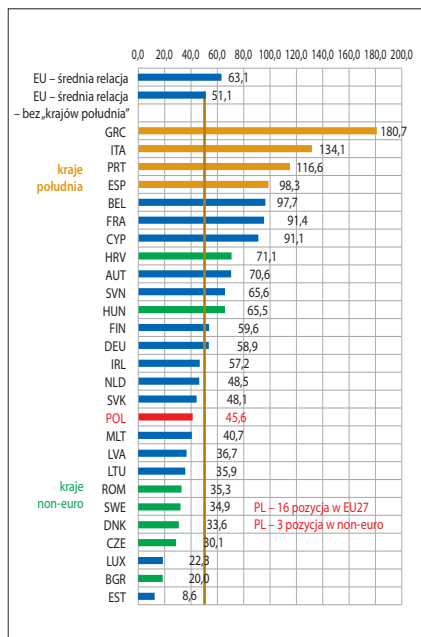
Obecnie w Polsce mamy (niestety) wiele analogii i podobnych tendencji. Mamy nasycony rynek krajowy obligacji, skokowy wzrost rentowności (o których piszemy w dalszej części raportu) i emitowanie w większej skali długu zagranicznego.

Kraje strefy euro, nawet mimo wysokiego nominalnie i w relacji do PKB długu, płacą niższe odsetki. Polska pod względem kosztów obsługi była w pierwszej piątce w UE, w 2019 roku średni koszt wynosił 3%⁶, za Rumunią, Węgrami, Maltą i Chorwacją. W Grecji wynosiły one 1,6%, a w Niemczech 1,3%, mimo że te kraje mają wyższy dług niż Polska.

⁶ Średni implikowany (wyliczony) koszt obsługi długu to relacja łącznych kosztów obsługi długu w danym roku do poziomu długu na początku roku.

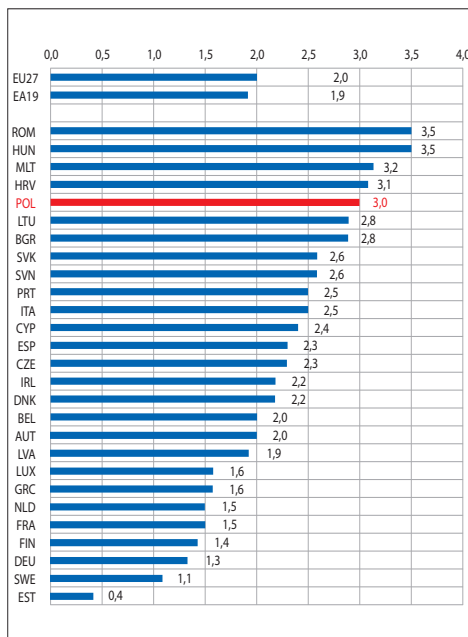
Stan finansów publicznych przed i po COVID-19

Wykres 7.
Dług sektora finansów publicznych w UE w 2019 roku (% PKB)



Źródło: KE, EUROSTAT, kraje południa: Portugalia, Włochy, Grecja i Hiszpania, EU – Unia Europejska

Wykres 8.
Średnie koszty obsługi długu publicznego w UE w 2019 roku (% długu)

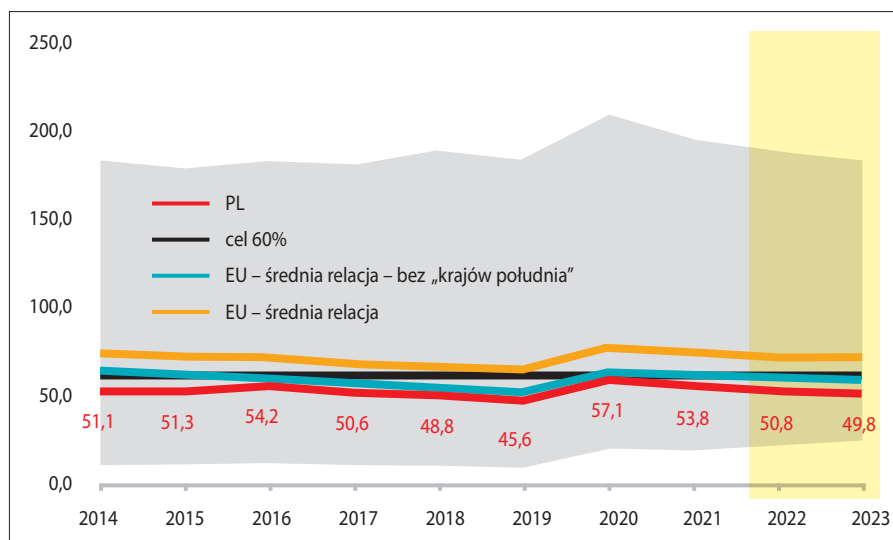


Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

W 2016 roku, za sprawą nowych pakietów socjalnych, relacja wzrosła jednorazowo z 51% do 54%, potem był obserwowany trend spadkowy do ok. 46% w 2019 roku. Mimo ekstremalnie dobrej koniunktury gospodarczej redukcja relacji długu publicznego do PKB w Polsce nie była imponująca. Nasza pozycja w UE w tym zakresie nie uległa zmianie.

W Polsce malały również średnie koszty obsługi długu: z 3,6% w 2015 roku do 3% w 2019 roku. Był to trend widoczny w całej UE (por. wykres 8), a skala spadku w Polsce była podobna do średniej unijnej.

Wykres 9.
Relacja długu do PKB w wybranych krajach UE (% PKB)



Źródło: KE, AMECO; szare pole min-max w krajach UE, żółte pole prognoza KE, EU – Unia Europejska.

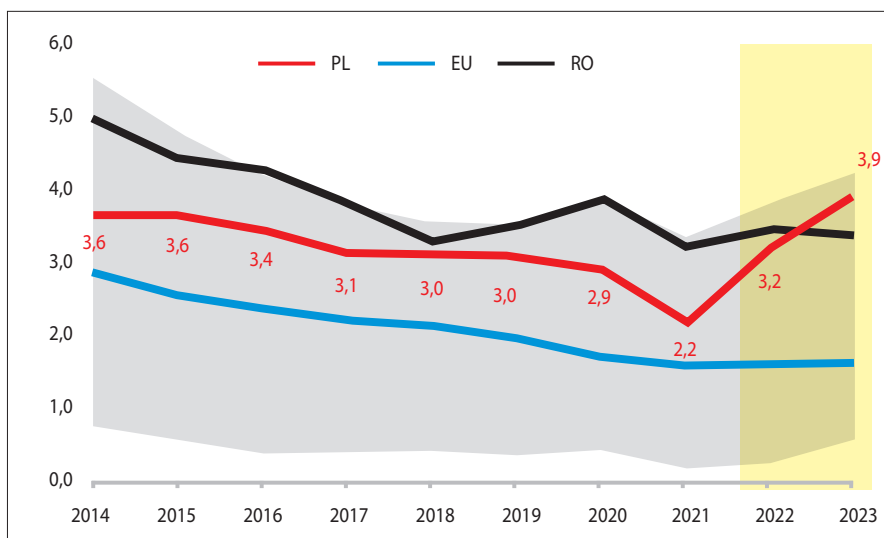
Podsumowując tę część, głównie dzięki istniejącym regułom fiskalnym, w szczególności Stabilizującej Regule Wydatkowej (SRW), przed kryzysem relacja długu do PKB pozostawała na umiarkowanym poziomie w porównaniu ze średnią w krajach UE. Jednak wiele krajów miało lepszą sytuację fiskalną.

Z perspektywy deficytu strukturalnego Polska nie była dobrze przygotowana przed kryzysem pandemicznym. **Podkreśla to również Komisja Europejska w swoim ostatnim raporcie nt. Polski**⁷: „Można było lepiej przygotować finanse publiczne na pandemię ... podczas gdy większość państw UE generowała przed pandemią nadwyżki budżetowe, Polska odnotowywała deficyty budżetowe ...”.

W konsekwencji znaleźliśmy się wśród trzech najgorszych krajów (Węgry, Rumunia, Polska), jeżeli chodzi o strukturalny stan finansów publicznych. Gdyby nie kryzys COVID-19, wobec Polski wszczęto by procedurę SDP (ang. *significant*

⁷ Sprawozdanie krajowe 2022 – Polska, SWD(2022) 622 final, Komisja Europejska 2022.

Wykres 10.
Średnie (implikowane) koszty obsługi długu w UE



Źródło: KE, AMECO; szare pole min-max w krajach UE, żółte pole prognoza KE, EU – Unia Europejska, RO – Rumunia.

deviation procedure), tj. procedurę nadmiernych odchyień. W ramach tej procedury KE bada, czy kraje nie biorą na barki finansów publicznych zbyt wiele wydatków niepokrytych trwałymi dochodami⁸.

Kryzys i pakiety antykryzysowe przykryły więc umowną „COVID-ową mgłą” sytuację finansów publicznych w latach 2020–2022. Zakumulowane problemy strukturalne jednak nie znikną, lecz objawią się ze zdwojoną siłą. Do tego może dochodzić mała wiarygodność ekonomiczna w kontekście procedury praworządności, pogłębiający się kryzys demograficzny i wyścig populistycznych obietnic zgłaszanych już z niemal każdej strony sceny politycznej. Pierwszym krokiem w rozkręcaniu spirali populizmu było niemal jednogłośnie przyjęcie przez Sejm 14. emerytury – bardzo niekorzystnego rozwiązania psującego polski zbilansowany „system zdefiniowanej składki emerytalnej”.

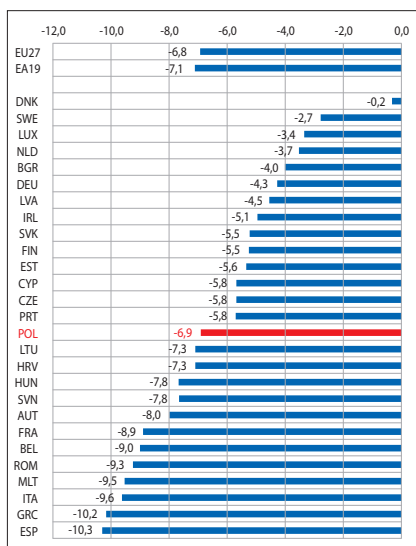
⁸ Szerzej to opisano w poprzedniej edycji raportu o zadłużeniu, Ramka, s. 25, Dudek S., Kotecki L., Wojciechowski P. (2021). Zagrożenia nadmiernego długu publicznego. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów.

FINANSE PUBLICZNE W 2020 I 2021 ROKU WRAZ Z PROGNOZĄ NA LATA 2022 I 2023

Na wstępie należy zaznaczyć, że ocena stanu finansów publicznych w latach 2020-2021, w kontekście tendencji na przyszłość, jest bardzo trudna. Mamy tu do czynienia z efektem „mgły COVID-owej”. Wszystkie kraje wdrożyły nadzwyczajne instrumenty po stronie polityki fiskalnej i pieniężnej. Mieliśmy silną recesję, choć mniejszą niż pierwotnie zakładano. W polityce fiskalnej masowe transfery nosiły znamiona tzw. „helicopter money”, czyli umownego „zrzucania pieniędzy z helikoptera”, finansowanych pośrednio emisją „pustego pieniądza” przez banki centralne, które umożliwiały to skupując obligacje rządowe lub gwarantowane przez Skarb Państwa. Komisja Europejska zastosowała „klauzule wyjścia” w regułach fiskalnych. Komisja Europejska i inne instytucje międzynarodowe nie publikowały pogłębionych analiz sytuacji fiskalnej dla poszczególnych krajów. Rynki finansowe również z perspektywy krótkookresowej oceniały finanse publiczne. Można powiedzieć, że patrzono na stan finansów publicznych w poszczególnych krajach przez „mgłę”. Polska również naśladowała podejście w polityce gospodarczej rozwiniętych i bogatych krajów zachodnich, jednak w bardzo dużej skali. Skup obligacji przez NBP wyniósł ponad 144 mld zł, a odbywał się w znacznym stopniu w kręgu instytucji państwowych i banków z udziałem Skarbu Państwa. Towarzyszyła temu ogromna nieprzejrzystość finansów publicznych. Niestety, 2021 rok i początek 2022 roku, w połączeniu z wojną w Ukrainie, ujawniają negatywne skutki uboczne tej polityki w postaci bardzo wysokiej inflacji i skokowego wzrostu rentowności polskich obligacji. Kolejne lata pokażą, czy zastosowane „lekarstwo” nie było gorsze od choroby.

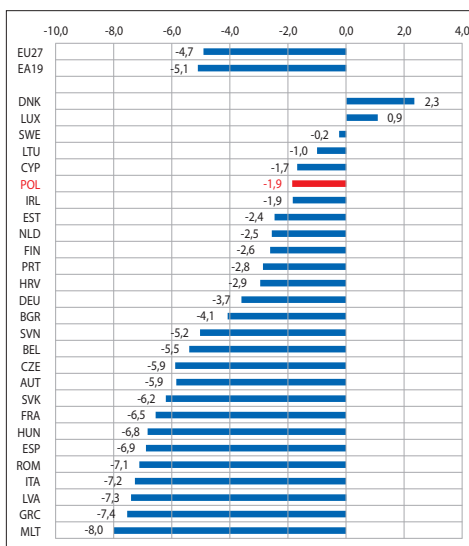
W Polsce, podobnie jak na całym świecie, pandemia i kryzys gospodarczy wymusiły zwiększenie deficytu finansów publicznych w 2020 roku, a w konsekwencji zadłużenia. Jednak skutki kryzysu okazały się mniejsze, niż pierwotnie zakładano, i ostatecznie deficyt w 2020 roku wyniósł 6,9% PKB, podczas gdy KE prognozowała deficyt w wysokości ok. 8,8% PKB (a rząd pierwotnie zakładał nawet 12% PKB). Według szacunków rządu koszty pomocy antycovidowej wyniosły ok. 4,4% PKB w 2020 roku, czyli 60% deficytu. Nierównowaga budżetowa ostatecznie była mniejsza niż pierwotnie prognozowano w całej UE (por. wykres 11). Pod tym względem Polska plasuje się nieco poniżej środka stawki, na 15. miejscu w UE.

Wykres 11.
Deficyt nominalny
sektora finansów publicznych
w UE w 2020 roku (% PKB)



Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

Wykres 12.
Deficyt nominalny
sektora finansów publicznych
w UE w 2021 roku (% PKB)

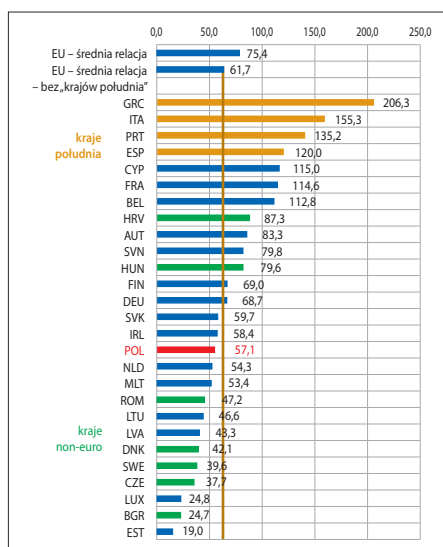


Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

Na rok 2021 rząd założył w ustawie budżetowej 6% PKB deficytu, Komisja Europejska prognozowała ok. 4%. W ostateczności deficyt wyniósł 1,9% PKB, co było rezultatem wyższych dochodów i niższych wydatków niż pierwotnie zakładano. Oczywiście jest to pozytywne, że deficyt finansów publicznych jest lepszy niż pierwotnie zakładano. Jednak musimy mieć na uwadze, że rok 2021 to odbicie od dna po kryzysie (w 2020 roku PKB spadł o 2,2 proc.), to realizacja odroczonego popytu, to odbudowa zapasów w firmach i kumulowanie zapasów w obawie przed wzrostem cen i dostępnością, to duże zyski firm wynikające z odbicia, wzrostu cen. Ta sytuacja jest nie od utrzymania w kolejnych latach. Będzie wręcz przeciwnie, czeka nas wyraźne spowolnienie gospodarcze. Na podstawie tych wyników nie można wnioskować o przyszłych tendencjach w finansach publicznych. Na to nakłada się skokowy wzrost inflacji, który czasowo podkręcił dochody budżetu, ale nie wpłynął jeszcze na wydatki, które

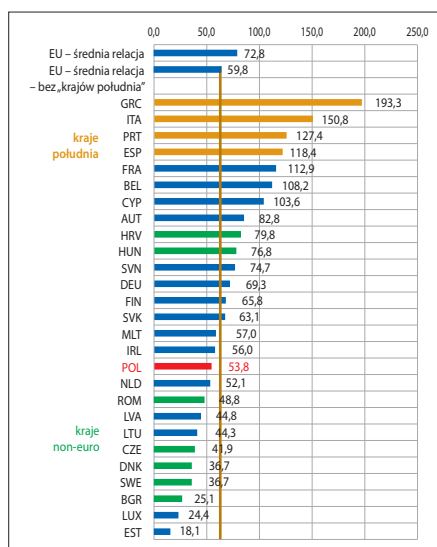
w krótkim okresie są nominalnie, relatywnie sztywne. Formuły indeksacyjne i presja polityczna, spowodują, że wydatki będą rosły dużo szybciej. A do tego mamy rok wyborczy 2023.

Wykres 13.
Dług sektora finansów publicznych w 2020 roku (% PKB)



Źródło: KE, AMECO, kraje południa: Portugalia, Włochy, Grecja i Hiszpania, EU – Unia Europejska

Wykres 14.
Dług sektora finansów publicznych w 2021 roku (% PKB)



Źródło: KE, AMECO, kraje południa: Portugalia, Włochy, Grecja i Hiszpania, EU – Unia Europejska

Niższy okazał się również dług (por. wykres 14). Rząd w pierwotnych prognozach zakładał nawet, że relacja długu do PKB przebiję 60% w 2020 i 2021 roku. Komisja Europejska na te lata prognozowała jesienią 2020 roku odpowiednio 56,6% i 57,3%. Ostatecznie na koniec 2021 roku dług wyniósł w Polsce 53,8% PKB, czyli relacja była niższa niż prognozowano o 3,5 pp. Spadła też w porównaniu do 2020 roku o 3,3 pp. Przy czym spadek relacji wynika głównie z efektu mianownika, tj. wyższego nominalnego PKB. Jesienią 2020 roku Komisja Europejska prognozowała na koniec 2021 roku wartość długu w kwocie nawet mniejszej niż ostateczne wykonanie, tj. 1 375 mld zł, przy realizacji na poziomie 1 410 mld zł. **Przy PKB prognozowanym jesienią 2020 roku przez KE relacja**

długu do PKB na koniec 2021 roku wyniosłaby 58,7%, czyli efekt wyższego nominalnego PKB dał aż 5 pp. PKB. O ile „wyrastanie z długu” wynikające z długookresowego, realnego wzrostu gospodarczego przy stabilnej inflacji jest zjawiskiem pozytywnym, to „wyrastanie z długu” wynikające ze wzrostu PKB w warunkach odbicia i przegrzania koniunktury, z podwyższonej inflacji może być krótkotrwałe i pozorne. Nie uwzględnia średnioterminowych, negatywnych efektów wysokiej inflacji na gospodarkę i w rezultacie na finanse publiczne. Ponadto po drugiej stronie wysokiej inflacji są gospodarstwa domowe, jest utrata wartości oszczędności i wiele innych niekorzystnych skutków. Spadek relacji długu do PKB wynikający z wysokiej inflacji to nic innego jak finansowanie długu ukrytym podatkiem w postaci inflacji. Jeżeli chodzi o naszą pozycję w zakresie długu w Unii Europejskiej, nic się nie zmieniło. Pozytywne jest to, że nadal jesteśmy wśród krajów z relatywnie niską relacją długu do PKB. Choć jest 10 krajów, które są lepsze w tym zakresie od Polski. Jeżeli spojrzymy na kraje niebędące w strefie euro, to nie wypadamy już tak dobrze: mamy trzeci najwyższy dług publiczny w relacji do PKB, przed nami Węgry i Chorwacja.

W latach 2020–2021 kontynuowany był trend obniżania się średnich kosztów obsługi długu. Jednak nie było to efektem działań rynkowych, a wynikało z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej i skupu obligacji przez banki centralne. Polska nadal pozostała w grupie krajów o najwyższym średnim koszcie długu. W 2020 roku awansowaliśmy na 4 najgorsze miejsce w EU ze średnim kosztem 2,9%, w roku 2021 byliśmy na 6 miejscu z kosztem 2,2%. Mimo że należymy do krajów z niższą relacją długu niż średnia relacja to koszty obsługi długu są wielokrotnie wyższe od czołówki w Unii Europejskiej i od średniej europejskiej.

Poziom długu w Polsce w relacji do PKB nie jest więc obecnie istotnym problemem. Ogromnym zagrożeniem jest wysoki deficyt strukturalny, który biorąc pod uwagę pułapkę populizmu i wyścig na obietnice na scenie politycznej będzie utrzymywał się na wysokim poziomie. Kolejnym zagrożeniem są wysokie rentowności obligacji. Polska nie może sobie pozwolić na dług w skali krajów będących w strefie euro, ponieważ nasze rentowności są dużo wyższe. Problemem jest ogromna nieprzejrzystość finansów publicznych i bardzo słaba, w porównaniu do lat wcześniejszych, pozycja ministra finansów, kiedy był on w rządzie regularnie w randze wicepremiera, co w swoim wywiadzie przyznał szczerze poprzedni minister finansów⁹.

Problem nieprzejrzystości finansów publicznych zauważyła Najwyższa Izba Kontroli w ocenie realizacji Ustawy budżetowej za 2020 rok¹⁰. We wnioskach „(...) wskazuje (...) na potrzebę zwiększenia przejrzystości finansów publicznych przez zahamowanie wzrostu liczby pozabudżetowych jednostek w sektorze rządowym. Co do zasady zadania tego sektora powinny być finansowane bezpośrednio z budżetu państwa”. **Dostrzegła to też Komisja Europejska. We właśnie co opublikowanej ocenie¹¹ stwierdzono, że o ile „trwają inicjatywy mające na celu zwiększenie efektywności wydatków, (...) istnieją obawy dotyczące przejrzystości. (...) władze uniknęły na pozór przekroczenia konstytucyjnej reguły fiskalnej dotyczącej zadłużenia (...). To z kolei ograniczyło kontrolę parlamentarną nad wydatkami oraz dostęp publiczny do aktualnych informacji o wydatkach publicznych.”** Komisja Europejska w najważniejszych rekomendacjach na pierwszym miejscu wymienia zwiększenie efektywności wydatków publicznych i przejrzystości finansów publicznych. W rezultacie Krajowy Plan Odbudowy (KPO), jako tzw. kamień milowy, zawiera postulat istotnej reformy ram fiskalnych (reformacja A1.1). W obecnej, zaakceptowanej przez Komisję Europejską, wersji KPO, w celu reformy stwierdzono: „Nadrzędnym celem reformy jest zwiększenie przejrzystości i efektywności wydatków publicznych”¹². Dotychczasowe działania rządu idą jednak w przeciwnym kierunku, co stanowi ryzyko dla spełnienia kamieni milowych w zakresie tej reformy. Dalsze pogłębianie nieprzejrzystości finansów publicznych wstrzyma płatności z KPO.

Początek 2022 roku ujawnił problemy finansów publicznych w Polsce, te uwarunkowania opisujemy w rozdziale III. Najnowsze prognozy Komisji Europejskiej pokazują, że w latach 2022-2023 deficyt strukturalny wzrośnie do poziomu dwukrotnie wyższego niż przed kryzysem związanym z COVID-19, do 4% PKB (por. wykres 5). A musimy mieć na uwadze, że zbliżają się wybory w 2023 roku. Prognoza Komisji Europejskiej nie uwzględnia utrzymania 14. emerytury w roku

⁹ Mówił o tym po odejściu ze stanowiska jeden z ministrów finansów ostatnich lat, Tadeusz Kościński, przyznając, że musiał wykonywać polecenia polityczne niezależnie od tego czy są one dobre czy złe dla systemu finansów publicznych systemu podatkowego (Tadeusz Kościński: *Lepiej, że poleciał minister niż premier*, Rzeczpospolita, 20 lutego 2022 roku).

¹⁰ Analiza wykonania budżetu państwa i założeń polityki pieniężnej w 2020 roku, NIK, 2021

¹¹ Sprawozdanie krajowe 2022 – Polska, SWD(2022) 622 final, Komisja Europejska 2022.

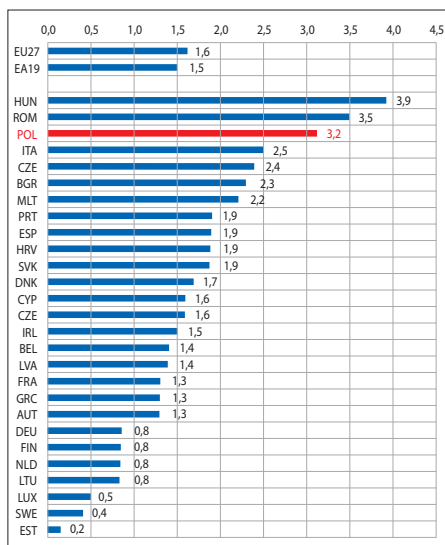
¹² SWD(2022) 161 final, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Analysis of the recovery and resilience plan of Poland. Accompanying the document Proposal for a COUNCIL IMPLEMENTING DECISION on the approval of the assessment of the recovery and resilience plan for Poland {COM(2022) 268 final}.

Stan finansów publicznych przed i po COVID-19

2023, nie zakłada przedłużenia tarczy inflacyjnej, a do tego w debacie politycznej pojawiają się bardzo kosztowne propozycje wzrostu wynagrodzeń w sferze budżetowej. W spekulacjach medialnych przewijają się nawet zapowiedzi 15. emerytury czy zwiększenia świadczenia 500 plus o 40% – do 700 zł. Koszt tych propozycji to dodatkowe 50-100 mld zł. Wówczas deficyt strukturalny mógłby wzrosnąć nawet do 7%. Pułapka populizmu, przy silnym konflikcie politycznym, jest ogromnym zagrożeniem dla finansów publicznych.

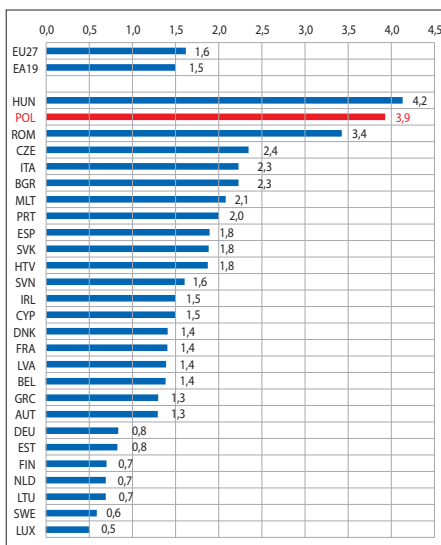
Kolejnym zagrożeniem jest skokowy wzrost rentowności obligacji, przekraczający już chwilowo 8%. Aktualne prognozy rządowe wskazują, że w tym roku koszty obsługi długu wzrosną o 70%, a na koniec przyszłego roku ulegną po-

Wykres 15.
Średnie koszty obsługi długu
w 2022 roku (% długu z początku roku)



Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

Wykres 16.
Średnie koszty obsługi długu
w 2023 roku (% długu z początku roku)

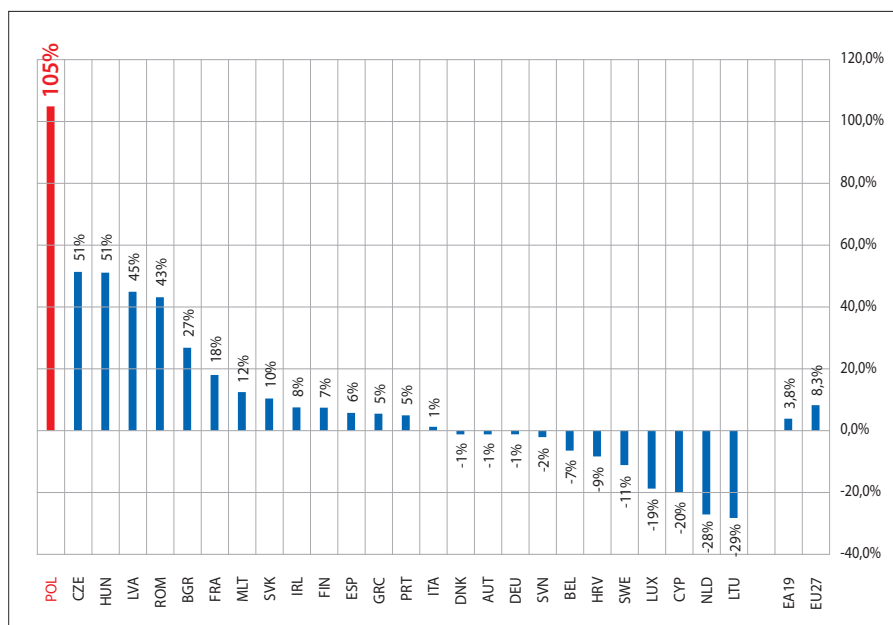


Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

dwojeniu (por. wykres 17). Komisja Europejska w swoich prognozach również pokazuje gwałtowny wzrost przeciętnych kosztów obsługi długu (por. wykresy 10, 15, 16). Przegonimy Rumunię, a w 2023 roku według prognoz Komisji Euro-

pejskiej średnie koszty obsługi długu w Polsce będą drugie najwyższe w całej Unii Europejskiej: przed nami tylko Węgry. Wysokie koszty obsługi długu zwiększą deficyt finansów publicznych o dodatkowy 1% PKB.

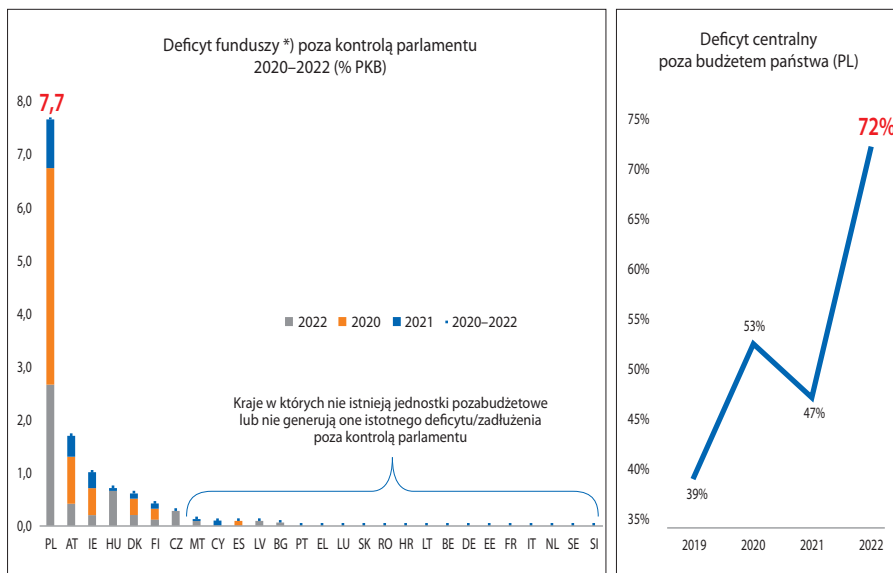
Wykres 17.
Wydatki na koszty obsługi długu – zmiana w latach 2023/2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO; EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska.

Polska jest na pierwszym miejscu wśród wszystkich krajów Unii z najbardziej nieprzejrzystymi finansami, w kontekście kontroli parlamentarnej. Łącznie w latach 2020–22 prawie 8 pp. rocznego PKB, to deficyt nie ujęty w budżecie państwa, a wliczany do deficytu sektora centralnego, czyli będący pod kontrolą rządu. W galopującym tempie generowany jest deficyt poza kontrolą procesu budżetowego, a więc poza kontrolą parlamentu i poza kontrolą demokratyczną. Według planów w roku 2022, deficyt nie zaliczany do budżetu państwa będzie stanowił prawie 3/4 prawdziwego deficytu sektora centralnego.

Wykres 18.
Skala deficytu sektora centralnego poza definicją „budżet państwa”

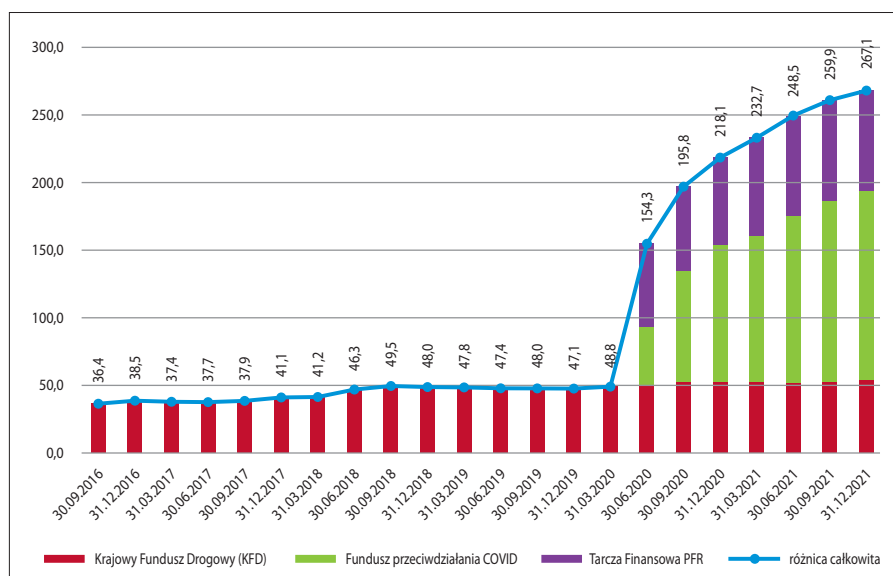


Źródło: notyfikacja fiskalna EU EDP (EUROSTAT)

To pokazuje olbrzymią skalę omijania reguł, skalę nieprzejrzystości finansów publicznych, skalę księgowej kreatywności, której nie uzasadnia przeciwdziałanie skutkom COVID-19. Dla porównania, w 16 krajach UE nie ma sytuacji zanizenia deficytu będącego pod kontrolą parlamentu. Poza kontrolą parlamentarną są głównie fundusze BGK oraz programy publiczne realizowane przez PFR. Od kilku lat masowo są tworzone państwowe fundusze celowe, będące elementem krajowego sektora finansów publicznych, ale nie są one częścią budżetu państwa, który jest przedmiotem debaty publicznej i podstawą abstrakcyjnego rządu.

Na koniec 2021 roku zadłużenie finansujące wydatki, które są poza kontrolą parlamentu w funduszach przy BGK i PFR wyniosło już ponad 276 mld zł, a założenia wskazują, że w tym roku wzrośnie do 350 mld zł, a na koniec 2025 roku do ponad 410 mld zł.

Wykres 19.
Różnice pomiędzy PDP a długiem EDP



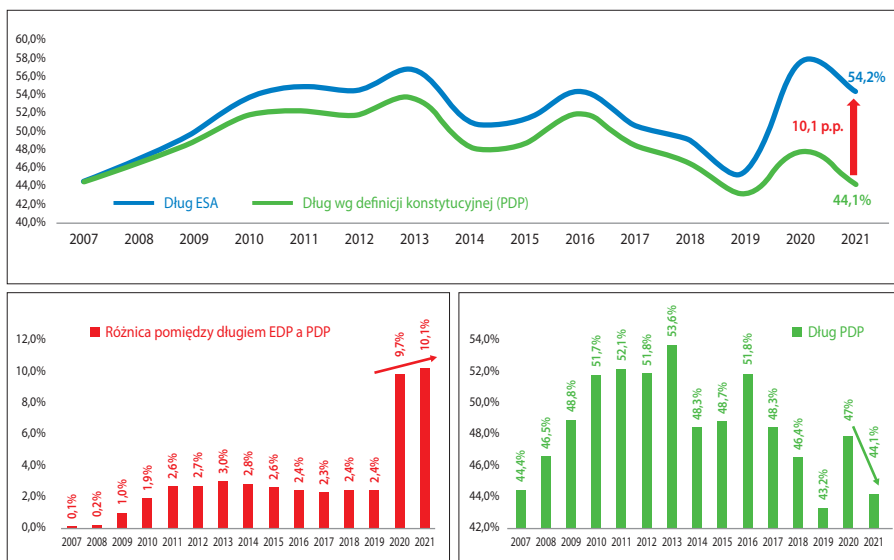
Uwaga: PDP – państwowy dług publiczny (metodologia krajów), EDP – dług obliczony według metodologii unijnej (ESA 2010), na potrzeby procedury nadmiernego deficytu (excessive deficit procedure).

Źródło: Ministerstwo Finansów.

O ile łączna relacja długu spada w relacji do PKB, to rośnie udział długu finansującego wydatki poza kontrolą parlamentu. W 2020 roku to zadłużenie wynosiło 9,7% PKB, a w 2021 roku wzrosło do 10,1%. Równolegle maleje relacja długu oficjalnego według definicji konstytucyjnej. Trudno jest uzasadnić, przy malejącej relacji długu według definicji konstytucyjnej, czyli tej, która jest stosowana przy ocenie progów zadłużenia, o których mowa w ustawie o finansach publicznych, dlaczego rośnie dług finansujący wydatki poza kontrolą parlamentu. Jaki jest cel wprowadzania tego długu poza kontrolę demokratyczną?

Oprócz wypychania zadłużenia do podmiotów nie zaliczanych do krajowej definicji długu, stosowane są kreatywne sztuczki księgowo w przypadku obligacji skarbowych. Proceder ten polega na masowym rozdawaniu tych obligacji różnego rodzaju podmiotom. Dzięki temu te transakcje nie są ujmowane jako dotacja w budżecie państwa, czyli jako wydatek. Ta operacja zaniża więc wy-

Wykres 20.
Różnica pomiędzy długiem EDP a PDP (%PKB)

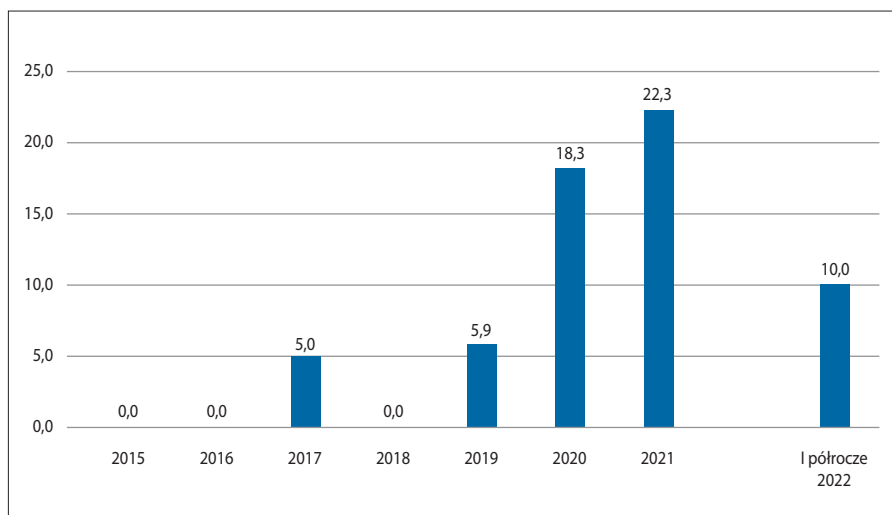


Uwaga: PDP – państwowy dług publiczny (metodologia krajów), EDP – dług obliczony według metodologii unijnej (ESA 2010), na potrzeby procedury nadmiernego deficytu (excessive deficit procedure).

Źródło: Ministerstwo Finansów.

nik budżetu państwa oraz w przypadku, kiedy obligacje są przekazywane do podmiotów nie objętych regułą wydatkową SRW pomagają w omijaniu reguły wydatkowej. Przykładem jest przekazywanie obligacji do mediów publicznych w ramach rzekomej rekompensaty niskich przychodów z abonamentu radiowo-telewizyjnego. Sytuacja jest kuriozalna: poszczególne podmioty mediów publicznych, na przykład rozgłośnia radiowa, dostają od Skarbu Państwa pewną pulę obligacji skarbowych, instytucje te muszą założyć rachunki maklerskie do obsługi tych obligacji, muszą ponosić dodatkowe koszty z tym związane, obligacje te są następnie spieniężane (sprzedawane), a środki z tej sprzedaży wydatkowane są na cele statutowe tych podmiotów. W przeszłości te operacje dokonywane były za pomocą normalnej dotacji budżetowej. Liczba podmiotów otrzymujących ukrytą dotację w tej postaci rośnie w lawinowym tempie. Obligacje zamiast dotacji dostają między innymi uczelnie wyższe, Polska Żegluga Bałtycka, Krajowy Instytut Mediów, Centralny Port Komunikacyjny, a ostatnio kopalnie.

Wykres 21.
Kwota obligacji skarbowych przekazywanych z budżetu państwa
zamiast dotacji (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Najwyższa Izba Kontroli.

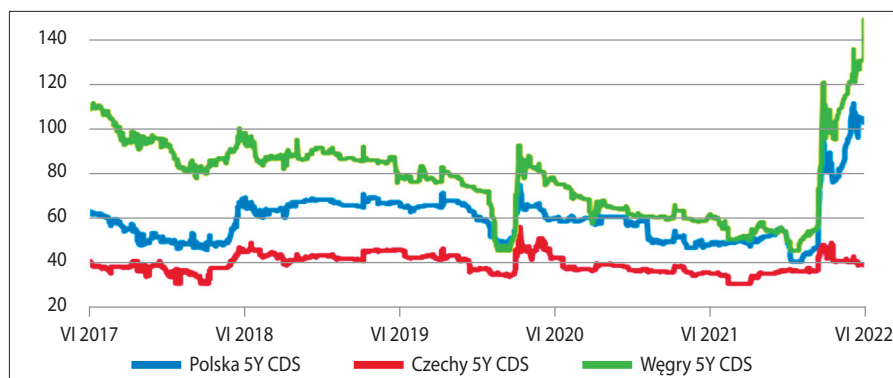
Ten proceder kompletnie zniekształca obraz finansów publicznych, nawet ten w węższym ujęciu metodologii krajowej. Następuje dezintegracja wskaźnika deficytu budżetowego i długu skarbu państwa. Ponadto takie postępowanie generuje dodatkowe koszty dla podmiotów otrzymujących obligacje, generuje dodatkowe koszty zarządzania długiem po stronie Ministerstwa Finansów, gdyż ministerstwo musi te emisje rozkładać na różne rodzaje instrumentów, tak aby nie zakłócić funkcjonowania rynku, bo przecież te podmioty prawie od razu pozbywają się tych obligacji. Jest to sytuacja niespotykana nigdzie na świecie, a skala tego procederu jest już ogromna i rosnąca. W roku 2020 skala tych operacji wyniosła 18,3 miliarda złotych, w 2021 roku było to już 22,3 miliarda złotych, w pierwszej połowie 2022 roku emisje wynoszą prawie 10 miliardów złotych.

3. Warunki makroekonomiczne i rynkowe w I połowie 2022

W pierwszej połowie 2022 roku, a zwłaszcza w pierwszym kwartale, nastąpiły istotne zmiany w otoczeniu makroekonomicznym i rynkowym Polski, ważne zarówno z punktu widzenia obsługi istniejącego już długu publicznego, jak i jego kolejnych emisji. I choć otoczenie to ulegało zmianom już wcześniej, w związku z wybuchem pandemii COVID-19 w marcu 2020 roku, to jednak właśnie w pierwszym kwartale 2022 roku nastąpił zauważalny wzrost notowań CDS-ów (*Credit Default Swap*¹³) dla Polski, wyraźnie większy niż po wybuchu pandemii koronawirusa. Wzrost CDS-ów dotyczył także innych krajów, w tym krajów naszego regionu, niemniej jednak Polska negatywnie odróżniała się np. od Czech, pozostając jednocześnie „w koszyku” z Węgrami (por. wykres 22). Kluczowym wydarzeniem, które doprowadziło do wzrostu obaw rynków finansowych o wypłacalność poszczególnych państw, była agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie, rozpoczęta 24 lutego. Niestety, kolejnym momentem wzrostu CDS-ów dla Polski, tym razem już powyżej 100 pkt. bazowych, była połowa maja br. O ile na Węgrzech wzrost CDS-ów także nastąpił, i był nawet silniejszy niż w Polsce, o tyle w Czechach zjawisko to w ogóle nie wystąpiło. Należy przy tym zaznaczyć, że najwyższe w historii wartości CDS-ów dla Polski (chwilowo ponad 360 punktów bazowych w przypadku 5-letniego instrumentu dolarowego), odzwierciedlające największe obawy rynków co do wypłacalności kraju, zanotowano na początku 2009 roku, po wybuchu kryzysu finansowego w USA we wrześniu 2008 roku, a następnie w 2011 roku, kiedy to z kryzysem zadłużenia borykała się Europa (por. wykres 23). Zjawisko to miało wówczas jednak wymiar globalny. Od 2013 roku panował względny spokój. Zauważalne jest natomiast pogorszenie sentymentu wobec Polski i Węgier w ostatnim czasie, gdzie wyraźnie „odstajemy” od wspomnianych wyżej Czech, których wartości CDS-ów – nota bene – nie różnią się bardzo istotnie od wartości dla Niemiec.

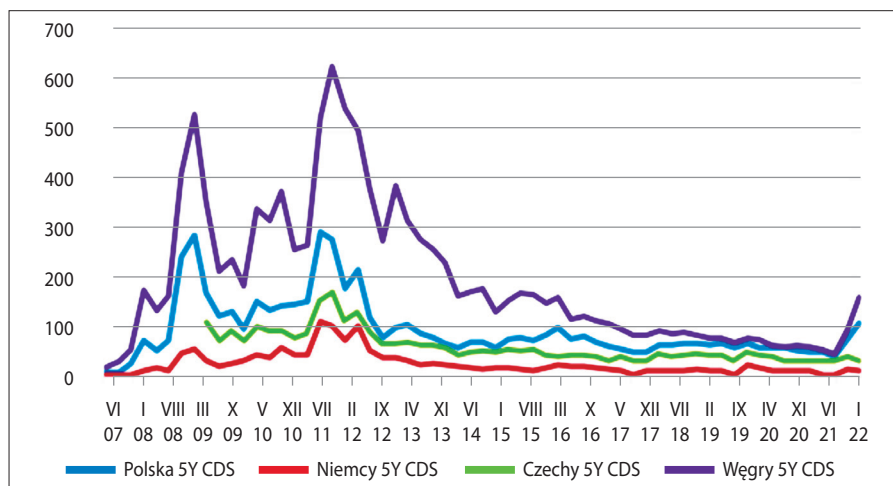
¹³ CDS (Credit Default Swap; swap ryzyka kredytowego) - umowa, instrument pochodny, który w założeniu ma zabezpieczać ryzyko niewywiązania się ze spłaty zadłużenia. Pożyczkodawca, będący stroną umowy, płaci drugiej stronie umowy określoną kwotę w zamian za zobowiązanie do pokrycia zadłużenia pożyczkobiorcy w momencie, gdyby stał się niewypłacalny.

Wykres 22.
CDS dla Polski, Węgier, i Czech (5-letni USD)



Źródło: assetmacro.com; worldgovernmentbonds.com; bazy własne

Wykres 23.
CDS dla Polski, Węgier, Czech i Niemiec (5-letni USD)
w okresie kryzysów 2008 i 2011 roku



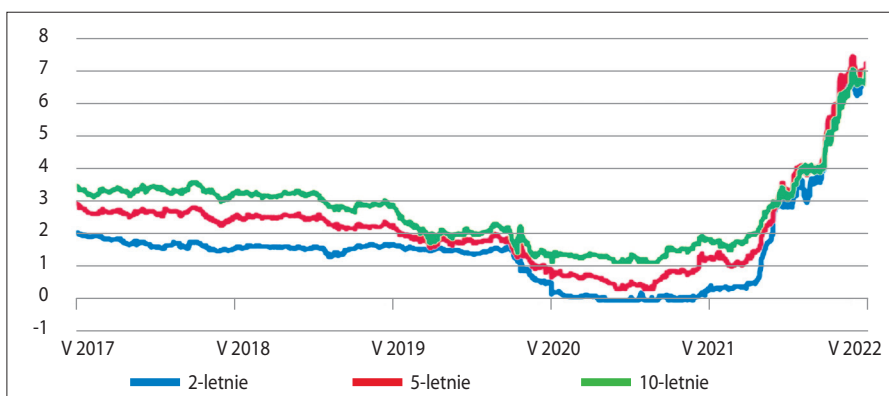
Źródło: assetmacro.com; worldgovernmentbonds.com; bazy własne

Skoordynowana, zdecydowana reakcja państw Zachodu na rosyjski atak, w postaci sankcji gospodarczych i finansowych, nakładanych w szybkim tempie na Moskwę, uderzyła w rosyjską gospodarkę, co było jej głównym celem, ale jednocze-

Warunki makroekonomiczne i rynkowe w I połowie 2022

śnie spowodowała szereg konsekwencji dla całej gospodarki globalnej. Z punktu widzenia Polski bezpośrednią konsekwencją było przyspieszenie wzrostu cen (inflacja), osłabienie złotego oraz wzrost oczekiwań rynkowych dotyczących większych i szybszych podwyżek stóp procentowych NBP, których cykl rozpoczęty został w październiku 2021 roku. W ślad za rosnącymi oczekiwaniami rynkowymi dotyczącymi poziomu stóp procentowych NBP, silnie rosły rentowności polskich obligacji rządowych (por. wykres 24). Jednocześnie pojawiła się perspektywa wyraźnego spowolnienia gospodarczego.

Wykres 24.
Rentowności 2-, 5- i 10-letnich polskich obligacji rządowych



Źródło: investing.com, stooq.pl, bazy własne

INFLACJA

Pierwszy kwartał 2022 roku to przyspieszenie wskaźnika inflacji konsumenckiej (CPI) do średnio 9.7% r/r, a drugi kwartał to jego odczyty na poziomie już dwucyfrowym. Inflacja zaczęła nabierać wyraźnego rozpędu w drugiej połowie 2021 roku, po tym jak istotnie poluzowano pandemiczne obostrzenia i restrykcje, co pozwoliło wielu zamkniętym sektorom (w tym usługowemu) na powrót do zwiększonej aktywności. W czwartym kwartale 2021 roku inflacja osiągnęła średnio 7.9% r/r i byłby to zapewne odczyt jeszcze wyższy, gdyby nie zaaplikowane w drugiej połowie grudnia 2021 roku pierwsze rządowe rozwiązania wprowadzone tzw. tarczą antyinflacyjną 1.0. Niemniej jednak to wybuch wojny w Ukra-

inie spowodował, że w marcu 2022 roku wskaźnik CPI osiągnął, po raz pierwszy od 22 lat, dwucyfrowy poziom i wyniósł 11.0% r/r. Stało się to pomimo ogłoszonej w styczniu 2022 roku tzw. tarczy antyinflacyjnej 2.0, ponownie obniżającej ceny w kilku kategoriach (Tabela 1). Wybuch wojny spowodował bowiem gwałtowny wzrost cen ropy naftowej i gazu na świecie, ale także innych surowców energetycznych (w tym węgla). W Polsce miało to natychmiastowe przełożenie na wzrosty cen paliw na stacjach, które poszybowały do nieobserwowanych wcześniej poziomów. W marcu 2022 roku, według danych GUS, ceny paliw wzrosły w stosunku do lutego o 28.1%, a w stosunku do marca 2021 roku o 33.5%. Wojna w Ukrainie i sankcje nakładane na Rosję to także gwałtowny wzrost cen zbóż, a w ślad za tym cen żywności. Ostatni miesiąc pierwszego kwartału 2022 roku wyraźnie pokazał, że wojna bardzo szybko odbija się na tej kategorii: wzrost cen żywności przebił jakiegokolwiek sezonowe trendy o tej porze roku, podbijając CPI o 6 pkt. proc. Obniżki cen części artykułów spożywczych, wprowadzonych od 1 lutego 2022 roku tzw. tarczą antyinflacyjną 2.0, już w marcu zostały „zniwelowane” przez globalne wzrosty cen surowców rolnych i żywności. W drugim kwartale 2022 roku kontynuowane były trendy z pierwszego kwartału, tj. przyspieszały nadal ceny żywności, ceny paliw, a inflacja pięła się na coraz wyższe dwucyfrowe i niewidziane od ćwierćwiecza poziomy, osiągając w maju poziom 13,9%.

Tabela 1.
Tarcze Antyinflacyjne

<p>Rozwiązania Tarczy Antyinflacyjnej 1.0:</p> <ul style="list-style-type: none"> • obniżka VAT na energię elektryczną z 23% na 5% • obniżka VAT na gaz ziemny z 23% do 8% • obniżka VAT na tak zwane ciepło systemowe (ogrzewanie z kaloryferów) z 23% do 8% • obniżka akcyzy na paliwa silnikowe i energię elektryczną • zwolnienie z akcyzy energii elektrycznej dla gospodarstw domowych • wyłączenie sprzedaży paliw silnikowych z podatku detalicznego 	<p>Rozwiązania Tarczy Antyinflacyjnej 2.0:</p> <ul style="list-style-type: none"> • obniżenie podatku VAT z 23% do 8% na paliwa • przedłużenie 5% stawki VAT na prąd • obniżenie stawki VAT na ciepło do 5% • wprowadzenie zerowej stawki VAT na nawozy i inne wybrane środki wykorzystywane w produkcji rolniczej • wprowadzenie zerowej stawki VAT na gaz ziemny • wprowadzenie zerowej stawki VAT dla podstawowych produktów żywnościowych, objętych obecnie stawką 5%
---	--

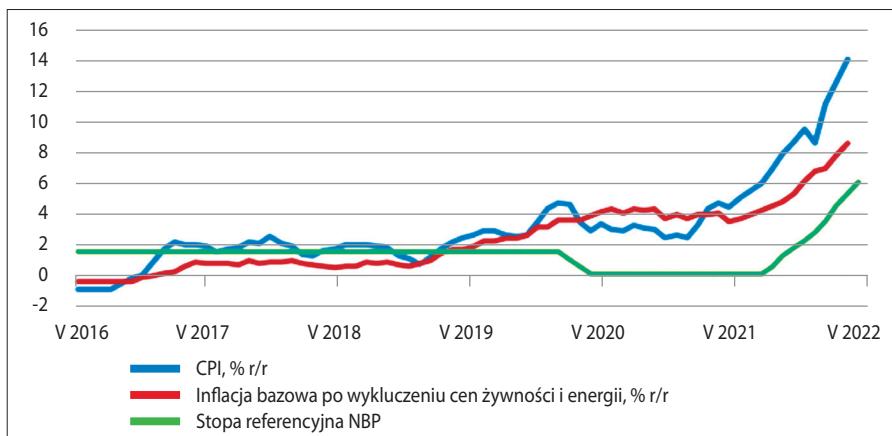
Źródło: Ministerstwo Finansów

Warunki makroekonomiczne i rynkowe w I połowie 2022

Trzeba przy tym podkreślić, że polska gospodarka z podwyższonym poziomem inflacji miała do czynienia jeszcze zanim wybuchła wojna w Ukrainie i nawet zanim rozpoczęła się pandemia COVID-19. Wskaźnik CPI już w okresie styczeń – marzec 2020 r. sięgał blisko 5,0% r/r. Przyspieszała także inflacja bazowa po wykluczeniu cen żywności i energii, która na koniec pierwszego kwartału 2020 roku sięgnęła 3,6% r/r. Na koniec pierwszego kwartału 2022 roku wskaźnik ten znalazł się w okolicach 7,0% r/r (inflacja bazowa odpowiadała zatem za lwią część inflacji ogółem), a w drugim kwartale przekroczył 8,0%r/r, co wskazuje, że nie tylko czynniki podażowe stały za przyspieszeniem cen, ale także czynniki popytowe (por. wykres 25). Takie postrzeganie inflacji utwierdzało rynki finansowe w przekonaniu, że Rada Polityki Pieniężnej będzie musiała sięgnąć po szybsze i większe podwyżki stóp procentowych niż spodziewano się przed wybuchem wojny w Ukrainie.

Wykres 25.

Wskaźnik CPI i inflacji bazowej po wykluczeniu cen żywności i energii, oraz stopa referencyjna NBP



Źródło: GUS, NBP, bazy własne

KURS WALUTOWY

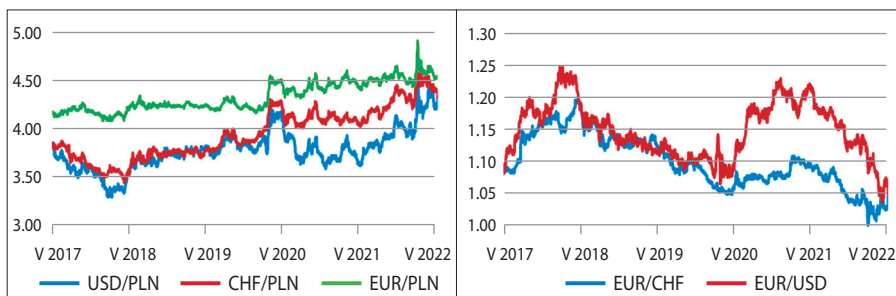
Napaść Rosji na Ukrainę w lutym 2022 r. spowodowała duże perturbacje na rynkach walutowych. Osłabiały się waluty rynków wschodzących i rozwijających się, zyskiwały zaś na wartości waluty powszechnie uznawane za „bezpieczne”, tj. amerykański USD oraz szwajcarski CHF (tzw. *safe haven*). Polski złoty znalazł się

w grupie walut silnie tracących na wartości, a gwałtowne osłabienie notowane było wobec koszyka wszystkich głównych walut (por. wykres 26). Szczyt swojej słabości polska waluta osiągnęła w pierwszych dniach marca, kiedy to za 1 EUR trzeba było płacić około 5.00 PLN, a za 1 USD około 4.60 PLN. Gwałtowne osłabianie się złotego skłoniło NBP do bezpośrednich interwencji na rynku walutowym, które powodowały jednak tylko krótkotrwałe powroty do mocniejszych notowań PLN. Takich interwencji zostało przeprowadzonych przez NBP trzy (w dniach 1, 2 i 4 marca), o czym bank centralny informował uczestników rynku w komunikatach, przy czym nie wiadomo nic o skali tych interwencji¹⁴. Do akcji przystąpiło także Ministerstwo Finansów, które 2 marca poinformowało, że „środki walutowe znajdujące się w jego dyspozycji będą wymieniane przede wszystkim na rynku walutowym w odpowiedniej skali”, a „wymiana tych środków w NBP będzie miała charakter uzupełniający”. Choć działania NBP przynosiły krótkotrwałe efekty, to jednak zaznaczenie obecności banku centralnego w zaistniałej sytuacji nie było zupełnie pozbawione sensu. To, co mogło jednak wprowadzać pewną dezorientację na rynkach finansowych, to fakt, że w miesiącach poprzedzających wybuch wojny w Ukrainie NBP dawał do zrozumienia, że preferuje słabszego złotego, a w grudniu 2020 roku wręcz dokonywane były interwencje w celu osłabiania PLN. Na koniec pierwszego kwartału 2022 roku złoty zyskał nieco na wartości (za 1 EUR w końcu marca trzeba było płacić około 4.65 PLN, za 1 USD 4.20 PLN, a za 1 CHF 4.55 PLN), niemniej jednak uwzględniając fakt podwyżek stóp procentowych w samym tylko styczniu, lutym i marcu o 175 pkt. bazowych, poziom ten powinien być zdecydowanie mocniejszy. Takie zachowania inwestorów wynikały z mniejszego zainteresowania polskimi aktywami i ich przeorientowania na aktywa uznawane jako pewniejsze i bezpieczniejsze, jak chociażby amerykański USD czy szwajcarski CHF. Były to jednocześnie kolejne niesprzyjające polskiemu długowi okoliczności. W kwietniu, maju i czerwcu podwyżki stóp procentowych były kontynuowane przez bank centralny, oczekiwane są przez rynek kolejne podwyżki, jednak sytuacja polskiej waluty nie zmieniła się znacząco. Inwestorzy z niepokojem przyglądali się trudnym negocjacom Polski i UE dotyczącym KPO, a ponadto w warunkach przedłużającej się wojny w Ukrainie oraz wprowadzanych kolejnych twardych lockdownów pandemicznych w Chinach, rosły obawy o globalne spowolnienie gospodarcze. Zaniepokojenie rynków finansowych wywołały także zapowiedzi obniżek stóp przez NBP w końcu 2023 roku.

¹⁴ Oficjalne komunikaty NBP opublikowane 1, 2 i 4 marca 2022 r. brzmiały:
„W dniu dzisiejszym NBP dokonał sprzedaży pewnej ilości walut obcych za złote”

Wykres 26.

Kurs złotego wobec EUR, USD i CHF oraz kurs EUR wobec USD i CHF



Źródło: investing.com, stooq.pl, bazy własne

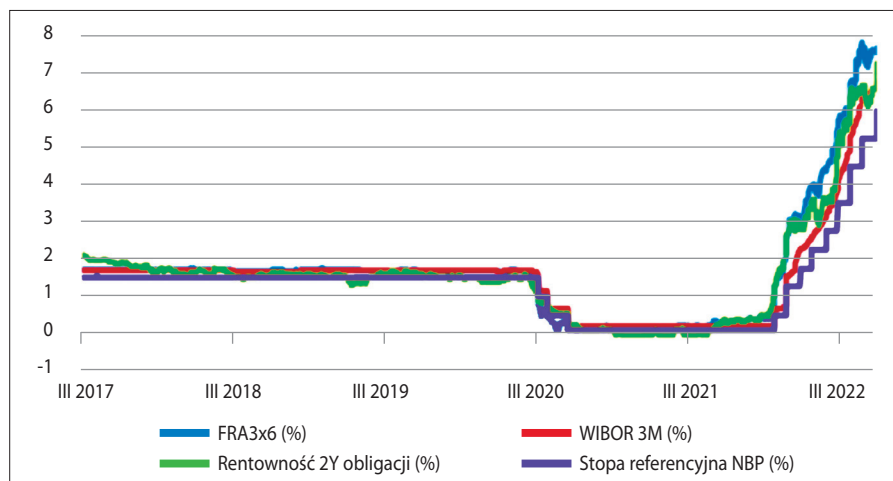
STOPY PROCENTOWE

Cykl podwyżek stóp procentowych w Polsce rozpoczął się w październiku 2021 roku. Był to zaskakujący dla rynków finansowych ruch, zwłaszcza w kontekście wcześniejszych kilkumiesięcznych zapewnień po stronie Rady Polityki Pieniężnej, że inflacja znajduje się pod kontrolą i jest przejściowa. Od października do grudnia 2021 roku stopa referencyjna NBP wzrosła o 165 pkt. bazowych (z 0,10% do 1,75%), a w pierwszym kwartale 2022 roku wzrosła o kolejnych 250 pkt. bazowych (do 3,50% w marcu). W kwietniu, maju i czerwcu Rada zdecydowała się na dalsze podwyżki stóp, łącznie o kolejne 250 pkt. bazowych (referencyjna wzrosła do 6,00%). Rosnąca presja inflacyjna w Polsce, ale także obserwacja bliższego (podwyżki stóp procentowych od czerwca 2021 roku w Czechach i na Węgrzech) i dalszego otoczenia (m.in. zapowiedzi rozpoczęcia cyklu podwyżek w USA), skłaniały rynki finansowe do rewizji w górę oczekiwań co do poziomu stóp procentowych w Polsce. Oczekiwania te odzwierciedlały przede wszystkim rosnące kontrakty FRA (*Forward Rate Agreement*), w ślad za nimi odbiegający coraz mocniej od stopy referencyjnej poziom stopy WIBOR¹⁵, a także rosnące

¹⁵ OWIBOR (Warsaw Interbank Offered Rate) – wskaźnik referencyjny stopy procentowej w rozumieniu rozporządzenia BMR. Wskaźnik jest opracowywany i publikowany przez administratora, tj. GPW Benchmark S.A. WIBOR odzwierciedla poziom stopy procentowej, po jakiej banki uczestniczące w panelu mogłyby składać depozyty na określone terminy fixingowe w innych bankach, nie tylko tych uczestniczących w panelu, ale również tych, które spełniają kryteria uczestnictwa w panelu. WIBOR jest wykorzystywany powszechnie do obliczania odsetek w umowach kredytowych, ale także znajduje zastosowanie w przypadku wielu innych instrumentów finansowych.

rentowności obligacji skarbowych (por. wykres 27). Wybuch wojny w Ukrainie, a wraz z nią gwałtowny wzrost cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych, jeszcze bardziej wzmocnił oczekiwania rynkowe co do podwyżek stóp procentowych, windując rentowności skarbowych papierów wartościowych (SPW) do niewidzianych od lat poziomów. Dodatkowo amerykański Fed rzeczywiście rozpoczął podwyżki stóp (w marcu 2022 roku), a EBC najpierw zaczął sygnalizować taki ruch w trzecim kwartale tego roku, a następnie w czerwcu zapowiedział pierwszą podwyżkę stóp w lipcu (o 25 pkt. bazowych) i kontynuację jesienią. Na koniec marca rentowność dwuletnich obligacji wynosiła 5.49%, 5-letnich 5.58%, a 10-letnich 5.19%. Na koniec maja było to już poziomy odpowiednio: 6.60%, 6.93% i 6.59%. Natomiast po zapowiedziach EBC (10 czerwca br.) dotyczących pierwszej podwyżki stóp w lipcu, rentowności polskich papierów sięgnęły odpowiednio: 7.29%, 7.39% i 7.16%. Tak gwałtowny wzrost rentowności (i tym samym spadek cen SPW) jest niewątpliwie sytuacją bardzo niekorzystną z punktu widzenia rynku długu publicznego. W bardzo krótkim czasie bowiem znacząco wzrósł koszt emisji nowych obligacji.

Wykres 27.
WIBOR 3M, kontrakty FRA 3x6, rentowność 2-letniej obligacji
i stopa referencyjna NBP



Źródło: NBP, patria.cz; investing.com, stooq.pl, bazy własne

WYZWANIA KRÓTKOOKRESOWE ZWIĄZANE Z DALSZYM WZROSTEM DŁUGU PUBLICZNEGO

Napaść Rosji na Ukrainę w lutym 2022 roku spowodowała natychmiastowe skutki dla gospodarki, które opisano wyżej, ale będzie też mieć skutki długookresowe. Poza rewizją w górę prognoz dotyczących inflacji, w kierunku przeciwnym zrewidowane zostały prognozy tempa wzrostu gospodarczego. Spowolnienie gospodarcze, które nieuchronnie czeka Polskę, oznacza mniejsze dochody budżetu państwa, a jednocześnie pojawiła się potrzeba istotnego zwiększenia wydatków. Już przed wybuchem wojny w Ukrainie ogłoszone zostały tarcze antyinflacyjne, a po wybuchu wojny – kolejne programy i związane z nimi wydatki, których łączny koszt można szacować na ponad 100 mld zł, a które nie zostały uwzględnione w projekcie budżetu państwa na 2022 roku (tabela 2). To, siłą rzeczy, przełoży się na powiększenie deficytu finansów publicznych, który i bez ogłoszonych nowych programów wzrósłby w związku z pogorszeniem koniunktury, a to oznacza kolejne emisje długu publicznego. Problem polega na tym, że warunki zaciągania długu już mocno się pogorszyły, a w świetle oczekiwanych dalszych podwyżek stóp procentowych, również zagranicą, mogą być jeszcze mniej korzystne.

Tabela 2.
Nowe programy rządowe

Programy:	Koszt (w zł):
<ul style="list-style-type: none">• Tarcza antyinflacyjna 1.0• Tarcza antyinflacyjna 2.0• Fundusz zbrojeniowy (wzrost wydatków do 3% PKB)• Zmiany w Polskim Ładzie• Pomoc dla uchodźców• Tarcza antyputinowska• 14.emerytura	<ul style="list-style-type: none">• 10 mld*• 15-20 mld**• 30 mld• 15-17 mld• 8 mld ***• 5 mld• 11 mld

Źródło: informacje rządowe i szacunki własne

* koszt do 31 maja 2022 roku

** przy założeniu obowiązywania do 31 lipca 2022 roku

*** koszt trudny do oszacowania, ale należy raczej zakładać kwotę wyższą niż 8 mld

Tak duże ponadplanowe wydatki będą musiały prawdopodobnie skutkować nowelizacją budżetu państwa, w ramach której zwiększone zostaną m.in. potrzeby pożyczkowe. W ustawie budżetowej na 2022 rok zostały one zaplanowane w wy-

sokości 212,2 mld zł (potrzeby brutto, tj. łącznie z wykupem zapadających obligacji), na koniec marca stopień ich sfinansowania wynosił 61%, a po maju było to około 76%. Przy czym co najmniej 40% potrzeb pożyczkowych prefinansowane zostało w roku ubiegłym, a na koniec stycznia 2022 roku było to 51%. Z punktu widzenia emisji, które jeszcze „pozostały”, a tym bardziej z punktu widzenia tych, które będą musiały zostać „dokończone”, pojawiają się przynajmniej dwa problemy: gdzie zostaną znaleźni chętni na obligacje i jak wysokie koszty emisji będzie trzeba ponieść? Od wybuchu wojny inwestorzy żądają coraz wyższych premii za ryzyko, co prowadzi do systematycznego wzrostu rentowności SPW. Nabywcami dużych pakietów obligacji były do tej pory krajowe instytucje finansowe, w tym TFI i banki, ale te pierwsze od kilku miesięcy borykają się z problemem umorzeń, a te ostatnie, po okresie tarcz antykryzysowych w latach 2020-2021 i również emitowanymi pod nie obligacjami, mają mocno ograniczone możliwości nabywcze. W ostatnim czasie możliwości nabywania SPW przez banki zmniejszyła dodatkowo podwyżka stopy rezerwy obowiązkowej z lutego 2022 roku, do przedpandemicznego poziomu 3,50% (z 2,00%), która zaczęła obowiązywać 31 marca, a która wymusza na bankach odprowadzanie większych funduszy do banku centralnego. Sektor bankowy czekał ponadto nowe, nieoczekiwane potężne koszty i wyzwania, tj. wakacje kredytowe (od 1 sierpnia br.) oraz zmiana stawek WIBOR od 1 stycznia 2023 roku. Teoretycznie miejsce na nowe obligacje, tak jak to było w po wybuchu pandemii w 2020 roku, mógłby „tworzyć” w instytucjach finansowych NBP, uruchamiając ponownie program odkupu aktywów. Ale taką drogą tym razem pójść się nie da. NBP rozpoczynając cykl zacieśniania polityki monetarnej nie mógł i nie może kontynuować programu operacji out-right i ostatnia aukcja została przez NBP przeprowadzona w listopadzie 2021 roku. W okresie od marca 2020 roku NBP przeprowadził na rynku wtórnym, w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku, łącznie 29 operacji zakupu skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa. Do 17 listopada 2021 roku NBP skupił w sumie papiery o wartości nominalnej 144,03 mld zł (tabela 3). Na taką więc skalę wykreowane zostało wtedy miejsce na emisje dodatkowego długu (monetyzacja długu). Teraz sytuacja jest znacznie bardziej skomplikowana, a warunki znacznie trudniejsze. Ponowne uruchomienie skupu obligacji przez bank centralny, w fazie ostrego zaostrzenia polityki pieniężnej, odebrane zostałyby bowiem przez rynki finansowe jako sprzeczne z jego mandatem obniżania inflacji i zapewne mocno nadwyrężyłyby wiarygodność prowadzonej polityki monetarnej.

Tabela 3.
Dane dotyczące skupu NBP od początku trwania programu (w mln zł)

	Popyt	Zakup NBP
Suma	194333,2	144026,8
- skarbowe	114470,4	82114,2
- nieskarbowe	79862,8	61912,6
w tym:		
- PFR	22790,0	19803,0
- BGK	57072,8	42109,6

Źródło: nbp.pl, obliczenia własne

Sytuację komplikuje także to, co dzieje się globalnie w polityce monetarnej. Rozpoczęte w marcu 2022 roku podwyżki stóp procentowych przez amerykański Fed windują rentowności amerykańskich obligacji (ang. treasuries), a zapowiedziane wycofanie się ze skupu aktywów przez EBC do końca trzeciego kwartału 2022 roku i zapowiedziana pierwsza podwyżka stóp w lipcu br., pchają w górę rentowności obligacji państw strefy euro. Od początku br. rentowności w większości krajów na świecie, na przykładzie obligacji 10-letnich, mocno wzrosły, w tym w ramach Unii Europejskiej o średnio o 200 pkt. bazowych (tabela 4). W Polsce ten wzrost jest jednak ponadprzeciętny i największy spośród wszystkich krajów, w tym Węgier, Rumunii czy krajów PIIGS¹⁶, i wynosi powyżej 350 pkt. bazowych. To, co dzieje się na rynkach zagranicznych, wpływa pośrednio także na rynek polski, choć to oczywiście indywidualne postrzeganie kraju ma znaczenie największe.

Tabela 4. Wzrosty rentowności 10-letnich obligacji rządowych od początku 2022 roku do 10.06.2022 roku (pkt. bazowe)

Kraj	Zmiana YTD	Kraj	Zmiana YTD
Japonia	19.1	Izrael	195.9
Szwajcaria	124.5	Włochy	258.5
Niemcy	169.7	Singapur	129.9

¹⁶ Portugalia, Włochy, Irlandia, Grecja, Hiszpania – od *Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain*

Warunki makroekonomiczne i rynkowe w I połowie 2022

Holandia	187.8	Kanada	192.1
Dania	176.3	USA	164.5
Finlandia	196.4	Norwegia	135.6
Francja	190.0	Grecja	307.2
Austria	198.1	Australia	201.0
Belgia	198.8	Nowa Zelandia	154.7
Irlandia	193.2	Czechy	237.1
Szwecja	163.2	Polska	350.7
Hiszpania	220.7	Węgry	323.3
Portugalia	231.8	Rumunia	324.5
Wielka Brytania	147.9	Słowacja	225.1

Źródło: investing.com, stooq.pl, bazy własne, obliczenia własne

Poza problemem nabywców długu i wysokich kosztów jego emisji, pojawia się jeszcze jeden problem: przekroczenia limitów zadłużenia. O ile w statystyce unijnej przekroczenie progu 60% długu w relacji do PKB nie jest traktowane jako „przestępstwo” (w strefie euro kilka krajów, z Grecją na czele, przekracza nawet 200% PKB), o tyle stanowi to bardzo poważny problem w statystyce krajowej. Przekroczenie zapisanego w Konstytucji limitu wiąże się z surowymi konsekwencjami, które doprowadziłyby nie tylko do ogromnych napięć w samych finansach publicznych i gospodarce, ale także podważyłyby wiarygodność finansową państwa. To dlatego m.in. proponuje się wyłączenie z limitu zadłużenia wydatków zbrojeniowych, których skala i finansowanie poprzez emisję długu spowodowałyby szybkie dotarcie i przekroczenie tegoż limitu. Sięganie po zmiany limitów czy innych reguł, w sytuacji, kiedy można szukać oszczędności w innych obszarach finansów publicznych, a przede wszystkim należałoby ograniczyć wydatki w ramach polityki fiskalnej w warunkach jednoczesnego zacieśniania polityki monetarnej, może zostać ostatecznie potraktowane przez uczestników rynków finansowych jako krok zbyt daleko idący i doprowadzić tym samym do jeszcze większych kosztów pozyskania finansowania na rynkach. To byłaby już prawdopodobnie prosta droga do kryzysu zadłużenia i kryzysu całych finansów publicznych.

4. Warunki stabilności i źródła zmniejszania długu publicznego

Szukając sposobów zmniejszania wysokiego (nadmiernego) poziomu długu trzeba zacząć od przypomnienia definicji i warunków bezpiecznego poziomu długu publicznego. Poziom długu publicznego jest uważany za bezpieczny, jeśli można oczekiwać, że rząd może go zmniejszyć lub przynajmniej ustabilizować w większości okoliczności – w tym trwale, uporczywie niekorzystnych – wykorzystując politykę fiskalną, nie uciekając się do niewypłacalności, restrukturyzacji długu czy podwyższonej inflacji (podatku inflacyjnego).

Pojęcie granicy bezpiecznego poziomu długu publicznego opiera się więc na trzech podstawowych elementach: wymogu zachowania wypłacalności rządu z wysokim stopniem zaufania; wymogu, aby powrót do niższych poziomów długu publicznego wiązał się z wykonalną politycznie, społecznie i ekonomicznie ścieżką polityki fiskalnej; fakcie, że wzrost gospodarczy, stopy procentowe, kurs walutowy, a także sam budżet podlegają wstrząsom, które są często skorelowane i trwałe. Razem wzięte pierwsze dwa elementy (wypłacalność z wysokim stopniem zaufania oraz odpowiednia, czyli zrównoważona polityka fiskalna), tworzą standardową definicję zdolności obsługi długu publicznego, podczas gdy trzeci, dotyczący skorelowanych wstrząsów, podkreśla znaczenie zachowania kontroli nad dynamiką długu publicznego, nawet w niesprzyjających warunkach.

Do najważniejszych czynników warunkujących wypłacalność rządów i stabilność prowadzonej polityki budżetowej oraz zaufania do niej inwestujących w obligacje skarbowe emitowane w celu pokrycia potrzeb pożyczkowych, należą:

- osiągnięcia rządu w przeszłości w zakresie redukcji deficytu budżetowego (*good track record*);
- wielkość i wzrost skonsolidowanego deficytu budżetowego w relacji do PKB oraz wielkość zapotrzebowania sektora publicznego na środki pożyczkowe w relacji do PKB;

- znaczenie rachunków instytucji rządowych innych niż centralne, takich jak rachunki pozabudżetowe, fundusze pozabudżetowe, system zabezpieczenia społecznego, kondycja przedsiębiorstw państwowych, itd.;
- czy podstawowa przyczyna nierównowagi budżetowej leży po stronie dochodów, czy wydatków, czy też obu;
- struktura dochodów: podatki bezpośrednie i pośrednie, inne potencjalne źródła przychodów, w tym pozabudżetowe;
- stopień skomplikowania systemu podatkowego i jego podatność na szoki makroekonomiczne, powodująca duże wahania dochodów podatkowych; generalna stabilność dochodów budżetowych;
- struktura wydatków: wydatki bieżące i kapitałowe, a ramach każdej kategorii – potencjalne źródła cięć i ich wpływ na efektywność, sprawiedliwość i jakość usług publicznych, koszty wynagrodzeń, dotacje, wydatki bieżące oraz wydatki kapitałowe;
- wpływ zaciągania długu publicznego na inwestycje prywatne, na sektor finansowy i system bankowy (utrzymywanie przez banki dużego zasobu obligacji rządowych);
- inne metody finansowania deficytu budżetowego: monetyzacja emisji długu publicznego, podatek inflacyjny, sprzedaż majątku państwowego.

Wszystkie powyżej wymienione uwarunkowania mogą mieć znaczenie dla oceny polityki fiskalnej i jej stabilności, a w efekcie dla wymaganej przez inwestorów rentowności skarbowych papierów wartościowych, w ostateczności zaś do gwałtownego wzrostu ryzyka destabilizacji finansów publicznych. W obecnej sytuacji wysokiej inflacji w Polsce warto zatrzymać się nad znaczeniem monetyzacji długu publicznego i podatku inflacyjnego.

Monetyzacja długu publicznego (deficytu budżetowego) to popularna w ostatnich latach (szczególnie 2020–2021) wersja emisji pieniądza przez bank centralny. Polega ona na kreacji bazy monetarnej. Może to być przeprowadzone w sposób bezpośredni, jeśli bank centralny pożycza pieniądze Ministerstwu Finansów. W takiej sytuacji na rachunku rządu zapisywana jest nowo wykreowana baza monetarna. Po wykorzystaniu tego zasobu przez rząd podmioty sprzedające dobra i usługi rządowi deponują otrzymany pieniądź na swoich rachunkach bankowych. Tym sposobem baza monetarna wchodzi do systemu banków komercyjnych. Kreacja

Warunki stabilności i źródła zmniejszania długu publicznego

bazy monetarnej może być także przeprowadzona pośrednio – wówczas bank centralny może skupować skarbowe papiery wartościowe na rynku wtórnym lub prowadzić operacje redyskonta. Ostatecznym skutkiem zakupu długu przez bank centralny jest umożliwienie utrzymywania deficytu finansów publicznych przez rząd, który to deficyt jest finansowany przez wzrost podaży pieniądza w gospodarce. Monetyzacja długu zazwyczaj prowadzi do inflacji. Z monetyzacją długu publicznego mieliśmy do czynienia w Polsce w latach 2020–2021. Tym sposobem rząd może finansować swoje zakupy tzw. podatkiem inflacyjnym.

Wyższa inflacja bowiem to zysk dla rządu (przynajmniej w krótkim okresie), ponieważ do budżetu państwa wpływa więcej dochodów (w szczególności z podatków pośrednich – wyższa o 1 pkt. proc. inflacja zwiększa dochody budżetu państwa o ok. 3,2 mld zł), a rząd wypłaca świadczenia, które są realnie coraz mniej warte (ich siła nabywcza się obniża w tempie wzrostu inflacji). Jednocześnie dług publiczny się obniża – inflacja zmniejsza realny majątek osób, które posiadają oszczędności i inne aktywa o stałej nominalnej stopie zwrotu, takie jak obligacje skarbowe. Jeśli jednak inflacja zaczyna wpływać na (wyższe) oczekiwania inflacyjne cena aktywów, poprzez wymaganą wyższą stopę zwrotu (rentowność) zaczyna uwzględniać inflację, dzięki czemu realna stopa zwrotu z aktywów zostaje zachowana. Jednak posiadacze istniejącego długu odczuwają nieoczekiwaną utratę realnej wartości w przypadku niespodziewanej inflacji. Oszczędzający i inwestorzy nie mogą być co roku wielokrotnie „oszukiwani” przez niespodziewaną inflację, więc inflacja nie może być narzędziem długoterminowej polityki fiskalnej. Wyższa inflacja wpływa także, poprzez nominalny, wyższy dzięki inflacji, wzrost PKB, na relację długu publicznego do PKB. Ten efekt występuje także jedynie w krótkim okresie, po którym oczekiwana wyższa stopa zwrotu (rentowność), odzwierciedlająca inflację, zaczyna go niwelować. Normalnym sposobem zmniejszania długu publicznego jest jego nominalne obniżanie (dzięki generowaniu nadwyżek budżetowych) lub co najmniej jego wzrost trwale niższy niż wzrost gospodarczy (co obniża relację długu publicznego do PKB) i niedopuszczanie do sytuacji braku zaufania do polityki fiskalnej rządu i konieczności przeprowadzania gwałtownych dostosowań w polityce fiskalnej i budżetowej (podwyżek podatków i cięć wydatków).

Warto na koniec omówić krótko źródła potencjalnych interakcji pomiędzy długiem publicznym a procesami inflacyjnymi.

Pierwszą kwestią jest monetyzacja długu poprzez oddziaływanie zadłużenia państwa na poziom agregatów pieniężnych, o którym już była mowa powyżej.

Drugim 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 prawdopodobny jest 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 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, gdyby rząd znalazł się w obliczu potencjalnego bankructwa, konieczna byłaby znaczna podwyżka podatków.

Kolejnym potencjalnym oddziaływaniem długu publicznego na inflację jest wpływ ryzyka walutowego związany z poziomem zadłużenia publicznego i udziałem inwestorów zagranicznych w zakupie krajowych obligacji. 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). 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. Dlatego też wiele banków preferuje sektor finansów publicznych jako kredytobiorcę lub lokuje wolne środki finansowe w instrumentach dłużnych tego sektora z innych powodów (w Polsce obniżenie podstawy opodatkowania podatkiem bankowym), a tym samym ogranicza akcję kredytową dla przedsiębiorstw.

5. Wyzwania długookresowe finansów publicznych w Polsce

A. DEMOGRAFIA (STARZENIE SIĘ SPOŁECZEŃSTWA)

Na długookresową stabilność finansów publicznych największy wpływ mają zmiany demograficzne. Zgodnie z projekcją Komisji Europejskiej z 2021 roku zawartą w raporcie o przewidywanych do 2070 roku skutkach starzenia się ludności (Ageing Report 2021) całkowite wydatki związane z wiekiem wzrosną z 20,1% PKB do 24,1% PKB w 2060 roku (i pozostaną na tym poziomie do końca prognozy, tj. 2070 roku). Główną determinantą wzrostu tych wydatków są wydatki na opiekę zdrowotną i długoterminową. W prognozie zostało uwzględnione stopniowe zwiększanie nakładów na ochronę zdrowia do 2024 roku do osiągnięcia poziomu 6% PKB. Jednak już po zakończeniu prac nad prognozami dotyczącymi opieki zdrowotnej do tego raportu weszła w życie ustawa z dnia 11 sierpnia 2021 roku o zmianie ustawy o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1773). Zakłada ona stopniowe zwiększanie nakładów na ochronę zdrowia do 2027 roku aż do osiągnięcia poziomu 7% PKB.

Po drugie, projekcja przyjmuje założenie o braku zmian w systemie emerytalnym, w szczególności o braku zmian systemu waloryzacji świadczeń emerytalnych i rentowych. Skutkiem tego rodzaju założenia jest znaczący (o ok. 54%) spadek stopy zastąpienia (ang. replacement rate)¹⁷, jak i spadek (o ok. 48%) relacji średniej emerytury do średniego wynagrodzenia w gospodarce (ang. benefit ratio). To oznacza największe w UE obniżenie dochodów emerytów i rencistów w perspektywie około 30 lat. Należy więc w rzeczywistości założyć bardzo dużą presję polityczną i społeczną na zmianę systemu emerytalnego na bardziej korzystny dla świadczeniobiorców (i pewnie powrót do dyskusji o wydłużeniu wieku emerytalnego), z negatywnymi konsekwencjami dla finansów publicznych i ich stabilności.

¹⁷ Relacja wysokości średniej emerytury osób przechodzących na emeryturę w danym roku w stosunku do średniej płacy (w całej gospodarce).

Oprócz wydatków na emerytury i renty oraz na zdrowie Polaków, ze zmianami demograficznymi wiązać się także publiczne wydatki na opiekę długookresową (ang. *long-term care*). One także co najmniej będą się musiały podwoić w perspektywie 20-30 lat.

Zmiany te będą odbywały się w warunkach oczekiwanego utrzymania się obserwowanego w ostatnich latach zjawiska starzenia się ludności, które ma źródła w wydłużaniu się oczekiwanej długości życia, niskiej dzietności (ujemny przyrost naturalny) oraz obecnej strukturze wiekowej ludności¹⁸. W efekcie pogorszeniu ulegnie współczynnik obciążenia demograficznego, czyli relacja między liczbą ludności w wieku poprodukcyjnym (65 lat i więcej) wobec liczby ludności w wieku produkcyjnym (czyli 20–64 lat) wyrażona w procentach. Zgodnie z prognoząmi AWG, współczynnik ten wzrośnie z 29% w 2019 roku do 67,8% w 2070 roku!

Tabela 5.
Wydatki publiczne związane ze zmianami demograficznymi

% PKB	2019	2030	2040	2050	2060	2070
Całkowite wydatki						
W tym związane z wiekiem	20,1	22,2	22,2	23,0	24,1	24,1
Wydatki na świadczenia emerytalno-rentowe	10,6	11,0	10,5	10,7	10,8	10,5
Wydatki na świadczenia emerytalno-rentowe z ubezpieczeń społecznych, z tego:	10,6	11,0	10,5	10,7	10,8	10,5
– emerytury i wcześniejsze emerytury	9,7	10,2	9,7	10,0	10,2	9,9
– pozostałe świadczenia (renty z tytułu niezdolności do pracy i renty rodzinne)	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6
Opieka zdrowotna	4,9	6,3	6,7	7,0	7,4	7,4
Opieka długookresowa	0,8	1,1	1,5	1,7	2,1	2,4
Wydatki na edukację	3,8	3,8	3,5	3,6	3,8	3,8

Źródło: Program konwergencji. Aktualizacja 2022

Dodatkowym czynnikiem nie uwzględnionym w powyższych szacunkach wydatków związanych z pogarszającą się sytuacją demograficzną w Polsce, jest napływ uchodźców z Ukrainy. Wiadomo, że w Polsce może przebywać średnio co najmniej

¹⁸ Zgodnie z prognozą demograficzną EUROSTAT-u z 2019 roku, do 2070 roku poziom ludności w Polsce obniży się o ponad 7 milionów ludzi. To oznacza, że przy niezmiennym poziomie długu publicznego ogółem, dług per capita wzrośnie o około 20% (tylko z tytułu zmiany liczby ludności).

1,5-1,6 mln Ukraińców, głównie kobiet i dzieci, jednak nie wiadomo jaki będzie długookresowy skutek tego napływu dla polskiego rynku pracy i finansów publicznych (edukacja, opieka zdrowotna, opieka socjalna, itd.). Będzie to przede wszystkim zależało od tego czy osoby te zostaną w Polsce po zakończeniu wojny w Ukrainie.

B. TRANSFORMACJA ENERGETYCZNO-KLIMATYCZNA

Polska gospodarka pozostaje mocno uzależniona od węgla i staje się to dla niej rosnącym obciążeniem. Koniec gospodarki opartej na węglu jest nieuchronny z wielu powodów, m.in. rosnących kosztów jego pozyskania i wykorzystywania, ryzyk wynikających z uzależnienia od importowanego (głównie do tej pory z Rosji), trudności w sfinansowaniu i utrzymaniu infrastruktury wytwórczej, negatywnego wpływu na klimat i rosnących kosztów emisji CO₂ i ryzyk środowiskowych związanych z wydobyciem węgla. Polska zgodziła się na cel neutralności klimatycznej dla całej UE. W tym kontekście – w średnim okresie – istotny jest cel pośredni: 55% redukcja emisji przez UE do 2030 roku. Oznacza to, że do tego roku Polska powinna wnieść swój wkład redukcyjny o ok. 43-51% względem 1990 roku.

Wyzwania stojące przed Polską w tym obszarze są zatem duże. Transformacja energetyczna będzie kształtować istotne zmiany struktury produkcji, konsumpcji i zatrudnienia. Jednocześnie, dobrze skonstruowane zmiany transformacyjne mogą stać się w kolejnych latach pozytywnym impulsem dla gospodarki. Modernizacja infrastruktury to impuls inwestycyjny, obniżenie kosztów energii to potencjalnie źródło przewagi konkurencyjnej (i jej szybka utrata w scenariuszu przeciwnym), przyjazne środowisku produkty i usługi to okazja do zagospodarowywania nisz na krajowym i europejskim rynku, nowe kompetencje to szansa na lepiej wynagradzaną pracę. itd. Dodatkowym impulsem transformacyjnym powinna stać się obecna sytuacja w Ukrainie i sankcje nałożone na Rosję.

Z wysokim uzależnieniem od węgla gospodarki oraz materiało- i energochłonnością produkcji, Polska jest największym w UE krajem wymagającym zasadniczej transformacji energetycznej w ciągu najbliższej dekady, która oczywiście musi kosztować. Potencjalnie nie pozostanie to bez wpływu na finanse publiczne.

Z drugiej strony Polska ma szansę stać się największym beneficjentem wsparcia na transformację energetyczną, jeśli liczyć budżet UE i pieniądze z mechanizmów

powiązanych z ETS (europejski system handlu emisjami). Aby kraje o trudnej pozycji startowej były zmotywowane do transformacji, a ich obywatele nie musieli ponosić nadmiernych kosztów zmian, kieruje się środki spójnościowe i uruchamia mechanizmy solidarnościowe w EU ETS. Jednak trzeba je umieć szybko i efektywnie wykorzystać. Tymczasem Polska ma warunkowy problem w dostępie do jednego z większych i już dostępnych źródeł jakim jest Instrument Odbudowy i Odporności (Recovery and Resilience Facility, RRF), wydatkowany przez Krajowy Plan Odbudowy (KPO)¹⁹.

Szacunki kosztów transformacji energetycznej w Polsce bardzo się różnią. Komisja Europejska estymuje, że w nadchodzącej dekadzie koszt dla Polski wyniesie 240 mld euro²⁰. „Polityka energetyczna Polski do 2040 roku” w 2019 roku prognozowała nakłady rządu 335 mld euro do 2040 roku, z czego niemal 58 mld euro do 2030 roku. KOBIZE-CAKE wskazuje na inwestycje w energetyce (z wyłączeniem m.in. sieci przesyłowych) na poziomie ok. 295 mld euro do 2050 roku²¹. Rzeczywistą skalę inwestycji trudno precyzyjnie oszacować – przede wszystkim z uwagi na brak lub niedojrzałość odpowiednich technologii, obecność efektów drugiej rundy inwestycji przedsiębiorstw i zmian zachowań gospodarstw domowych (konsumentów), a także efektów związanych z wojną w Ukrainie. Ponadto istotna jest ścieżka transformacji, którą Polska wybierze – a to nadal nie jest jasne. Koszty pomiędzy scenariuszami znacząco się mogą różnić, w zależności od zakładanego tempa zmian i sposobu zarządzania transformacją. Tak czy inaczej są to kwoty ogromne.

Pieniądze z budżetu UE i mechanizmu EU ETS mogłyby pokryć istotną część początkowych nakładów inwestycyjnych transformacji energetycznej. Realizacja Europejskiego Zielonego Ładu zależy oczywiście od zwiększenia wkładu sektora prywatnego w finansowanie wydatków związanych ze środowiskiem i klimatem. Jednak w najtrudniejszych obszarach, wrażliwych społecznie czy

¹⁹ W ramach Instrumentu Odbudowy i Odporności Polska do pozyskania Polska ma 58,1 mld euro (23,9 mld w dotacjach bez wkładu własnego i 34,2 mld w niskooprocentowanej pożyczce).

Pieniądze należy wydać do 2026 roku, a Polska ma już roczne opóźnienie w dostępie do tych środków związane z opóźnieniem akceptacji Krajowego Planu Odbudowy przez KE.

²⁰ <https://www.funduszeuropejskie.gov.pl/strony/o-funduszach/fundusze-na-lata-2021-2027/aktualnosci/fundusz-sprawiedliwej-transformacji-do-ktorych-regionow-trafi-wsparcie/>

²¹ https://climatecake.ios.edu.pl/wp-content/uploads/2021/07/CAKE_Map-a-drogowa-net-zero-dla-PL.pdf

gospodarczo, potrzebne będzie wsparcie publiczne. Bez środków europejskich oznaczałoby ono znaczący wpływ na wzrost długu publicznego. Niepotrzebne spory pomiędzy rządem polskim a Brukselą, opóźniające wypłaty środków unijnych, nie służą zatem interesowi publicznemu.

C. SKUTKI WOJNY W UKRAINIE

Inwazja Rosji na Ukrainę i jej konsekwencje dla polskiej gospodarki stanowią kolejne wyzwanie dla stabilności finansów publicznych w nadchodzących miesiącach i kwartałach, a może i latach. Sytuacja za wschodnią granicą wymaga zwiększonych wydatków publicznych w obszarze pomocy dla Ukrainy oraz przybywających do Polski uchodźców. Ponadto w obliczu narastających napięć geopolitycznych zwiększone zostaną wydatki na obronę. Czynniki te przyczynią się do zwiększonej presji na stabilność fiskalną Polski.

W tym kontekście najważniejszym elementem są wydatki na obronę. Projekt ustawy o obronie Ojczyzny w wersji przyjętej przez rząd zakładał przyspieszenie planowanego wzrostu nakładów na armię do 2,3% w roku 2023 i do 2,5% w roku 2024 i latach następnych (wobec 2,2% PKB w br.). Jednak w trakcie prac sejmowych, zwiększono planowane nakłady na rok przyszły do 3% PKB²². Jest to de facto dolny limit – co najmniej 3% PKB. Warto w tym miejscu wspomnieć o bardzo niebezpiecznym pomysle wyłączenia wydatków na obronę (finansowanie potrzeb obronnych) z konstytucyjnego limitu zadłużenia. Jest to de facto ucieczka od kluczowej publicznej debaty o priorytetach polityki państwa, pogłębiając jednocześnie problemy z przejrzystością finansów publicznych. Co z ochroną zdrowia? Co z edukacją? Co z bezpieczeństwem publicznym? Przykłady te pokazują błąd logiczny przeciwstawiania priorytetów wydatkowych stabilności finansów publicznych. Bezpieczeństwo finansów publicznych jest ograniczeniem dla decyzji wydatkowych, a nie jednym z priorytetów. Gdy rząd nie może zaspokajać potrzeb, będąc „odcięty” od finansowania, dyskusje o priorytetach stają się jałowe. Nie ma dobrej polityki bezpieczeństwa, nie ma dobrej edukacji, nie ma zabezpieczenia społecznego bez wiarygodności finansowej państwa. Tym samym decyzje o priorytetach wydatkowych państwa muszą się toczyć wewnątrz ram bezpiecznych finansów publicznych, a nie z nimi konkurować²³.

²² Ustawa z dnia 11 marca 2022 roku o obronie Ojczyzny

²³ Mateusz Szczurek, *Dług specjalnego zarachowania?* Dziennik Gazeta Prawna, 13.04.2022

6. Podsumowanie

Zagrożenia nadmiernego długu publicznego, o których pisaliśmy rok temu, w pierwszym raporcie dotyczącym tego zagadnienia, nie przestały być ważne. Wręcz przeciwnie, obraz sytuacji finansów publicznych, jaki się wyłania z obecnej analizy przedstawionej w rozdziale II i III, powinien zapalać pomarańczowe światło ostrzegawcze. Opisany powyżej krótko, ale znany szerzej z literatury ekonomicznej przykład Rumunii, która nawet z relatywnie niskim długiem publicznym, w okresie napięć rynkowych, zmuszona była prosić o pomoc MFW i KE, powinien dawać do myślenia. Przestroga przed tzw. ścieżką rumuńską jest bardzo ważna i przemawia do wyobraźni. Świat niskich stóp procentowych, który miał zdaniem wielu ekonomistów trwać kilkanaście lat, skończył się niespodziewanie szybko. I raczej szybko nie wróci. Zawieszenie i demontaż reguł fiskalnych, które miało być „lekarstwem” na COVID-19 i odbudowę popandemiczną, uzasadnione w 2020 roku, ale przedłużane po raz kolejny (na rok 2021 i 2022), może okazać się gorsze od choroby, bo pozwala na nadmierne wydawanie pieniędzy publicznych. Pułapka populizmu przy silnym konflikcie politycznym jest ogromnym zagrożeniem dla finansów publicznych. A z taką sytuacją należy się liczyć w roku bieżącym (czeka nas prawdopodobnie nowelizacja budżetu na rok 2022) i jeszcze bardziej w 2023 roku – roku podwójnie wyborczym (wybory parlamentarne i prawdopodobnie wybory samorządowe).

Polska w ostatnich latach naśladowała podejście w polityce gospodarczej rozwiniętych i bogatych krajów zachodnich, jednak w bardzo nieprzejrzysty sposób i w dużej skali, wcale nieproporcjonalnej do naszego poziomu rozwoju czy wiarygodności kredytowej (finansowej). Mimo że Polska należy do krajów z niższą relacją długu do PKB niż średnia w UE, to koszty obsługi długu są wielokrotnie wyższe od czołówki w Unii Europejskiej i od średniej europejskiej. Wysokie koszty obsługi długu zwiększą w kolejnych latach deficyt finansów publicznych o dodatkowy 1% PKB.

Budżet państwa korzysta z wysokiej inflacji. Jego dochody rosną tak szybko jak ceny, które płacimy za towary i usługi w sklepach. „Wyrastanie z długu” wynikające ze stabilnego, długookresowego, realnego wzrostu gospodarczego przy stabilnej inflacji jest zjawiskiem pozytywnym. Ale „wyrastanie z długu” wynikające z krótkookresowego wzrostu PKB, ze znacząco podwyższonej inflacji może być jedynie pozorne. Nie uwzględnia średnioterminowych, ne-

Podsumowanie

gatywnych efektów wysokiej inflacji na gospodarkę i w rezultacie na finanse publiczne. Ponadto, po drugiej stronie wysokiej inflacji są gospodarstwa domowe, jest utrata wartości oszczędności i wiele innych niekorzystnych skutków. Spadek relacji długu do PKB wynikający z wysokiej inflacji to nic innego jak finansowanie długu ukrytym podatkiem inflacyjnym.

Wiarygodności finansowej i kredytowej nie służy gwałtowny wzrost nieprzejrzystości finansów publicznych. Według planów rządu w 2022 roku, deficyt nie zaliczany do budżetu państwa (a więc poza kontrolą parlamentarną i regularną sprawozdawczością) będzie stanowił prawie 3/4 prawdziwego deficytu sektora centralnego. Na koniec 2021 roku zadłużenie finansujące wydatki, które są poza kontrolą parlamentu w funduszach przy BGK i PFR wyniosło już ponad 276 mld zł, a plany wskazują, że w tym roku wzrośnie do ok. 350 mld zł, a w horyzoncie kilku lat do prawie 410 mld zł.

II połowa 2021 roku i początek 2022 roku, w połączeniu z wojną w Ukrainie, ujawniły negatywne skutki uboczne tak prowadzonej polityki w postaci bardzo wysokiej inflacji i skokowego wzrostu rentowności polskich obligacji. W pierwszym kwartale 2022 roku nastąpił zauważalny wzrost notowań CDS-ów dla Polski, wyraźnie większy niż po wybuchu pandemii koronawirusa, świadczący o wzroście obaw rynków finansowych dotyczących obsługi zadłużenia kraju. Wzrost CDS-ów dotyczył także innych krajów, w tym krajów naszego regionu, niemniej jednak Polska negatywnie odróżniała się np. od Czech. Oczywiście kluczowym wydarzeniem, które doprowadziło do wzrostu obaw rynków finansowych o wypłacalność poszczególnych państw, była agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie, rozpoczęta 24 lutego. Kolejnym momentem wzrostu CDS-ów dla Polski, tym razem powyżej 100 pkt. bazowych, była jednak połowa maja i przypuszczalnie było to powiązane ze zbyt małym (w ocenie rynków finansowych) popytem na polskie papiery skarbowe. W Czechach zjawisko to nie wystąpiło. To kolejny sygnał ostrzegawczy, że jakiś zły scenariusz dla Polski zaczyna się powoli realizować i należy niezwłocznie uspokoić inwestorów działaniami zwiększającymi wiarygodność polskich finansów, a na pewno nie prowokować kryzysu działaniami ją zmniejszającymi.

Kolejnym problemem wymagającym zdecydowanej reakcji polityki gospodarczej jest przyspieszająca inflacja. Także inflacja bazowa, miara zmiany cen po wykluczeniu cen żywności i energii, która na koniec pierwszego kwar-

tału 2020 roku sięgnęła 3,6% r/r. Na koniec pierwszego kwartału 2022 roku wskaźnik ten znalazł się w okolicach 7,0% r/r (inflacja bazowa odpowiadała zatem za lwią część inflacji ogółem), a w maju przekroczył 8,0% r/r, co wskazuje, że nie tylko czynniki podażowe stały za przyspieszeniem cen, ale także czynniki popytowe. Tymczasem polska polityka fiskalna de facto zwiększa presję popytową, niwelując skutki zaostrzenia polityki monetarnej (podwyżki stóp procentowych). Już przed wybuchem wojny w Ukrainie ogłoszone zostały tarcze antyinflacyjne, a po wybuchu wojny – kolejne programy i związane z nimi wydatki, których łączny koszt można szacować na ponad 100 mld zł, a które nie zostały uwzględnione w projekcie budżetu państwa na rok 2022 (stąd zaistnieje prawdopodobnie konieczność nowelizacji budżetu na rok 2022). Spowolnienie gospodarcze, które nieuchronnie czeka Polskę, oznacza mniejsze dochody budżetu państwa, a jednocześnie pojawi się potrzeba istotnego zwiększenia wydatków, w tym wydatków o charakterze antycyklicznym, o charakterze osłonowym przed dramatycznie wysokim wzrostem cen nośników energii (w tym ochrona przed ubóstwem energetycznym), czy wydatków na unowocześnienie polskiej armii (co najmniej 3% PKB). Nie wspominając o wyzwaniach długookresowych finansów publicznych w Polsce, które przedstawiono w rozdziale IV, a które będą „coraz bardziej krótkookresowe” w najbliższych latach. To oznacza kolejne emisje długu publicznego, na które po pierwsze nie stworzono miejsca w okresie dobrej koniunktury, a po drugie, za które zapłacimy jeszcze większym wzrostem rentowności i tym samym deficytu. Ponowne uruchomienie skupu obligacji przez bank centralny, w fazie ostrego zaostrzenia polityki pieniężnej, odebrane zostałyby bowiem przez rynki finansowe jako sprzeczne z jego mandatem obniżania inflacji i zapewne mocno nadwyrężyłyby wiarygodność prowadzonej polityki monetarnej, ale i fiskalnej, wskazując, że państwo w normalnych czasach nie jest w stanie sfinansować swoich rosnących potrzeb pożyczkowych.

Jest jeszcze czas, choć bez wątpliwości nie ma go zbyt dużo²⁴, by przedstawić wiarygodny i kompleksowy plan naprawy finansów publicznych: strona

²⁴ W pierwszym raporcie w 2021 roku pisaliśmy: „Dezagregacja (rozbicie) roku poprzedzającego zawieszenie obsługi zobowiązań obligacyjnych, w 15 przypadkach takiego zawieszenia przez rządy, na miesiące, pokazuje, że pierwsze poważne sygnały o zmianie „sentymenu” inwestorów pojawiają się ok. 6 miesięcy przed niewypłacalnością i rosną w miarę zbliżania się do niewypłacalności. Jednak wzrosty nie są istotne aż do dwóch miesięcy przed niewypłacalnością. W związku z tym nawet krańcowe stopy procentowe nie dają dużo czasu na podjęcie działań naprawczych.” (Dudek S., Kotecki L., Wojciechowski P. (2021). *Zagrożenia nadmiernego długu publicznego*. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów.)



Podsumowanie

dochodowa (w tym proste podatki), wydatkowa (eliminacja nieefektywnych wydatków), finanse samorządowe (ustabilizowanie sytuacji finansowej jednostek samorządu terytorialnego), wiarygodna, obniżająca się ścieżka deficytu i długu, przywrócenie przejrzystości finansów publicznych, pokazanie sposobu realizacji budżetowych kamieni milowych KPO. Nie można czekać aż trzeba będzie to robić pod dyktando inwestorów działających na rynku polskich obligacji czy instytucji zagranicznych (np. Międzynarodowego Funduszu Walutowego czy Komisji Europejskiej).

