

Unijna ocena zadłużenia krótko-, średnio-, i długookresowego dla Polski

Kluczowe informacje

- Polska posiadała zrównoważone finanse w krótkim, średnim i długim okresie 2 lata temu,
- Pogorszenie nastąpiło rok temu w wymiarze długoterminowym,
- W najnowszym raporcie pogorszenie widać też w średnim okresie,
- Wskaźnik S0 (analiza zrównoważenia zadłużenia i ryzyko krótkookresowego) dla polski są niskie,
- Ryzyko średnio i długo okresowe mierzone przez wskaźniki DSA, S1 i S2 zostało określone jako średnie,
- Polska charakteryzuje się brakiem wysokiego ryzyka w każdym z okresów,
- Polska powinna czerpać wzór z Danii, Estonii, Łotwy, Litwy i Szwecji ponieważ te kraje charakteryzują się zrównoważeniem w każdym horyzoncie,
- Wskaźnik S0 określa napięcia fiskalne w danym roku (np. Prośba o finansowanie, bankructwo bezpośrednie/pośrednie, utrata zaufania)
- W przypadku zeszłego roku Polska zaliczała się do jednego z sześciu krajów z największą wartością S0 (ryzyka krótkoterminowego)
- Słabością S0 jest pominięcie rocznej częstotliwości komponentów wskaźnika oraz zmiennych jakościowych.
- Kluczową rolę w ocenie polityki fiskalnej odgrywa wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych.
- Polska w 2022 r. Nie miała problemu z płynnością krótko i średniookresową na co złożył się niski wolumen zapadającego długu.
- Prognozy na 2023- 24 rok wypadają korzystnie dla Polski.
- 5 zmiennych świadczących o konkurencyjności finansowej Polski Przekroczyło progi ostrzegawcze. Zmienne te to: nachylenie krzywej rentowności długu, PKB na osobę wg. Parytetu siły nabywczej, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, oszczędności netto gospodarstw domowych oraz nominalne jednostkowe koszty pracy.
- Mimo przekroczenia progów przez 5 zmiennych, średnia ważona ze wszystkich razem (25) okazała się korzystna dla Polski.
- W średnim okresie badania stabilności służą zmienne deterministyczne i stochastyczne (DSA)
- Ocenia się docelowy poziom długu, rok, oraz przestrzeń konsolidacji fiskalnej.

- Spełnienie założeń wskaźników prowadzi do wzrostu długu publicznego z 51,3% w 2022 do 69% PKB w 2033, implikuje to destabilizację finansów publicznych w średnim okresie.
- Biorąc pod uwagę projekcje stochastyczne KE można wysnuć wniosek o niskim średniookresowym ryzyku dla Polski.
- Mediana długu w 2027 wyniesie 60% PKB.
- Polska jest w grupie państw z potrzebami pożyczkowymi poniżej średniej. (W latach 2022-2023 ok. 10%)
- Wnioski płynące z DSA powinny stanowić ostrzeżenie.
- Wskaźniki długookresowe (S1 i S2) uwzględniają czynniki demograficzne.
- S1 pokazuje dostosowanie fiskalne aby dług utrzymał się na poziomie 60%
- Polsce z wyjątkiem jednego roku analizując okres od 1980r. Nie udało się spełnić tych wymagań.
- Średnia S1 dla UE jest zbliżona do Polski ale różni się strukturą.
- S2 pokazuje presję na budżet wynikającą ze starzenia się społeczeństwa.
- Wskaźnik S2 dla Polski wskazuje na średnie ryzyko.
- Ogólne ryzyko długookresowe zostało określone przez KE dla Polski jako średnie.
- Polska jest w gronie państw z średnimi wynikami.

Raport Komisji Europejskiej Debt Sustainability Monitor 2022 (DSM 2022) dotyczy oceny ryzyka związanego z polityką fiskalną i zadłużeniem publicznym w państwach Unii Europejskiej na różnych horyzontach czasowych. W przypadku Polski, raport sygnalizuje rosnące ryzyko w długim i średnim okresie. Ocenia się, że sytuacja finansów publicznych Polski jest stabilna tylko w krótkim okresie.

Raport opiera się na różnych wskaźnikach, takich jak wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych, potrzeby pożyczkowe, krzywa rentowności długu i inne. W przypadku wskaźnika S0, który mierzy ryzyko w krótkim okresie, Polska uzyskała niską wartość, wskazującą na niskie ryzyko. Jednak inne wskaźniki ukształtowały się na poziomie średniego ryzyka, co skutkuje oceną średniego ryzyka w średnim i długim okresie.

Raport wskazuje również, że pięć państw członkowskich UE - Dania, Estonia, Łotwa, Litwa i Szwecja - ma zrównoważone finanse publiczne na wszystkich horyzontach czasowych i stanowiłyby one wzór dla Polski.

Należy jednak pamiętać, że raport przedstawia tylko ocenę ryzyka i sytuacji finansów publicznych na podstawie dostępnych danych. Sytuacja może się zmieniać w zależności od różnych czynników ekonomicznych i politycznych.

Dominik Korniluk, 24.04.2023

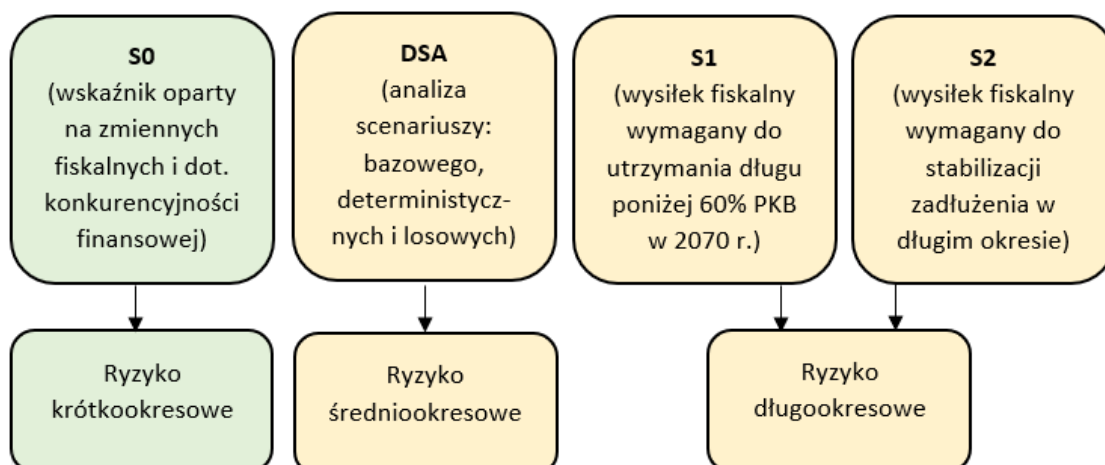
Polski dług publiczny na coraz bardziej ryzykownej ścieżce

Podsumowanie raportu Komisji Europejskiej Debt Sustainability Monitor 2022

Stabilność finansów publicznych państw Unii Europejskiej podlega corocznej ocenie Komisji Europejskiej (KE). Jeszcze dwa lata temu Polska mogła chwalić się zrównoważonymi finansami zarówno w krótkim, średnim i długim horyzoncie czasowym, o czym świadczyły świecące się na zielono kontrolki w raporcie KE. Rok temu nastąpiło pogorszenie w wymiarze długookresowym. W najnowszym raporcie KE zapala kolejne żółte ostrzegawcze światło, oceniając ryzyko nie tylko w długim, ale też średnim okresie. W niniejszym opracowaniu wyjaśniamy, z czego wynika taka ocena polskich finansów publicznych.

Opublikowany 14 kwietnia 2023 raport Komisji Europejskiej Debt Sustainability Monitor 2022¹ (DSM 2022) koncentruje się na badaniu ryzyka towarzyszącego polityce fiskalnej (inaczej mówiąc: finansom publicznym, zadłużeniu publicznemu) stojących przed państwami Unii Europejskiej w okresie: krótkim, średnim i długim. Tej ocenie służą odpowiednio wskaźnik S0, analiza zrównoważenia zadłużenia (ang. debt sustainability analysis, DSA) oraz wskaźniki S1 i S2. Niniejsze podsumowanie dotyczy Polski, dla której ryzyko wynikające z S0 zostało określone jako niskie (obrazuje to kolor zielony). W konsekwencji ryzyko destabilizacji finansów publicznych naszego państwa w krótkim okresie jest niskie. Pozostałe miary ukształtowały się na poziomie średniego ryzyka, a w ślad za tym ryzyko średnio- i długookresowe Polski zostało ocenione jako średnie. Podsumowując, nasz kraj charakteryzuje się brakiem wysokiego ryzyka w żadnym z horyzontów czasowych. To z jednej strony dobrze, ponieważ aż 13 państw UE wykazuje, oznaczone kolorem czerwonym, wysokie ryzyko średnio- i/lub długookresowe. Ale z drugiej strony, finanse publiczne pięciu krajów członkowskich: Danii, Estonii, Łotwy, Litwy i Szwecji są zrównoważone w każdym horyzoncie czasowym (patrz tabela poniżej). To z nich Polska powinna czerpać wzór.

Niniejsze opracowanie składa się z pięciu rozdziałów – trzech poświęconych ocenie ryzyka w krótkim, średnim i długim okresie oraz jednemu poświęconemu dodatkowym czynnikom ryzyka. Na końcu został zamieszczony krótki aneks metodyczny.



¹ https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/debt-sustainability-monitor-2022_en

Ryzyka finansów publicznych państw UE dla różnych horyzontów czasowych za 2022 r. (w przypadku zmian względem poprzedniej edycji raportu w nawiasach podano poziomy za 2021 r.)

	Overall SHORT-TERM risk category	Overall MEDIUM-TERM risk category	Overall LONG-TERM risk category
BE	LOW	HIGH	HIGH
BG	LOW	LOW (MEDIUM)	MEDIUM
CZ	LOW	MEDIUM	MEDIUM (HIGH)
DK	LOW	LOW	LOW
DE	LOW	MEDIUM	MEDIUM
EE	LOW	LOW	LOW
IE	LOW	LOW	MEDIUM
EL	LOW (HIGH)	HIGH	LOW (MEDIUM)
ES	LOW	HIGH	MEDIUM (HIGH)
FR	LOW	HIGH	MEDIUM
HR	LOW	HIGH	MEDIUM
IT	LOW	HIGH	MEDIUM (HIGH)
CY	LOW (HIGH)	MEDIUM	LOW
LV	LOW	LOW	LOW
LT	LOW	LOW	LOW
LU	LOW	LOW	HIGH
HU	LOW	HIGH (MEDIUM)	HIGH
MT	LOW	MEDIUM (HIGH)	HIGH
NL	LOW	MEDIUM	HIGH (MEDIUM)
AT	LOW	MEDIUM	MEDIUM
PL	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM
PT	LOW	HIGH	LOW (MEDIUM)
RO	LOW	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM
SI	LOW	MEDIUM (HIGH)	HIGH
SK	LOW	HIGH	HIGH
FI	LOW	MEDIUM	MEDIUM
SE	LOW	LOW	LOW

Źródło: Komisja Europejska, Debt Sustainability Monitor 2022, s.18

1. Ryzyko w krótkim okresie. S0

Wskaźnik S0 pozwala na wczesne wychwycenie napięć fiskalnych, które mogą zmaterializować się w nadchodzącym roku. Do tych ryzykownych zdarzeń zaliczają się: oficjalna prośba o duże finansowanie potrzeb pożyczkowych, utrata zaufania ze strony rynków finansowych, a nawet bankructwo bezpośrednie lub pośrednie (formalnie dług jest spłacany, ale w warunkach na tyle wysokiej inflacji, że czyni ona zwracane kwoty w praktyce bezwartościowymi).

Miara S0 opiera się na 25 zmiennych z obszarów: polityki fiskalnej i konkurencyjności finansowej. Każdej zmiennej towarzyszy próg ostrzegawczy – określony na takim poziomie, aby maksymalizował zdolność sygnalizowania, czyli minimalizował przegapione kryzysy i fałszywe alarmy. S0 stanowi średnią ważoną 25 ww. komponentów, przy czym wagi przyporządkowane komponentom zależą od ich zdolności sygnalizowania. Do słabości tego wskaźnika należy roczna częstotliwość komponentów i pominięcie czynników o charakterze jakościowym. Zdaniem KE, ogólna sytuacja wygląda korzystniej niż rok temu, ponieważ poprawie uległy zmienne fiskalne, natomiast zmienne opisujące konkurencyjność finansową pozostały na poziomach zbliżonych do 2021 r.

S0 dla Polski ukształtowało się na poziomie 0,32, świadczącym o niskim ryzyku. Zresztą niskie ryzyko charakteryzuje wszystkie państwa UE, dlatego w porównaniach warto skupić się na wartościach liczbowych S0. Wskaźnik ten przyjął wyższą, a więc gorszą od naszego państwa wartość tylko w sześciu państwach UE, co oznacza zwrot o prawie 180 stopni względem zeszłorocznego raportu Fiscal Sustainability Report² (FSR 2021), kiedy Polska pod kątem ryzyka krótkookresowego zaliczała się do grona czołowych czterech krajów.

Warto w tym miejscu opisać najważniejsze zmienne, o których mowa w tym i następujących rozdziałach. Kluczową rolę w ocenie polityki fiskalnej danego państwa odgrywa wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych (ang. general government, GG). Wynik to różnica między dochodami a wydatkami w danym roku. Rzadko bywa ona dodatnia, wtedy zwie się ją nadwyżką; częściej bywa ujemna, czyli stanowi deficyt. Metodyka obliczania takiego wyniku jest jednolita dla wszystkich państw UE, nad czym pieczę sprawuje unijny Eurostat, dzięki czemu wynik służy obiektywnym porównaniom międzynarodowym. Podkreślmy, że budżet państwa stanowi tylko część sektora instytucji rządowych i samorządowych, dlatego ocena polityki fiskalnej tylko na podstawie wyniku budżetowego byłaby niepełna i tym bardziej zaburzona, im więcej wydatków zostanie sklasyfikowanych poza budżetem.

Często zamiast badać zwykły wynik, rozpatruje się pierwotny wynik strukturalny. Pierwotny – czyli po odjęciu wydatków na obsługę zadłużenia. Strukturalny – czyli po oczyszczeniu z wahań cyklicznych i działań jednorazowych. Tak zdefiniowany wynik lepiej odzwierciedla faktyczne nastawienie decydentów w odniesieniu do polityki fiskalnej, ponieważ abstrahuje od czynników niezależnych od polityki w krótkim okresie.

W przypadku Polski, progi ostrzegawcze zostały przekroczone przez dwa komponenty S0 z obszaru polityki fiskalnej: wynik pierwotny (-3,1% PKB wobec progę 0,2%) oraz wynik skorygowany cyklicznie (-5,3% PKB wobec -2,5%). Progów nie przekroczyły, a nawet się do nich nie zbliżyły pozostałe zmienne fiskalne, które dotyczą: innych miar wyniku lub zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych, różnicy między nominalną stopą procentową a nominalnym tempem wzrostu PKB („r-g”), zmiany w wydatkach rządowych, czy krótkookresowych potrzeb pożyczkowych. Prawie identycznie sytuacja przedstawiała się w FSR 2021.

Wspomniane krótkookresowe potrzeby pożyczkowe brutto, spośród wszystkich wskaźników z obszaru polityki fiskalnej, użytych do budowy miary S0, mają największą siłę przewidywania

² https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/fiscal-sustainability-report-2021_en

krzysowych wydarzeń ze sfery finansów publicznych. W 2020 r., szczytowym okresie pandemii, potrzeby te silnie, choć tymczasowo, wzrosły we wszystkich państwach UE. Rządy zadłużyły się bowiem, aby złagodzić efekty recesji, a w szczególności dostarczyć wsparcia m.in. przedsiębiorstwom nie mogącym prowadzić działalności z powodu lockdownów. Polska nie była wyjątkiem, jednak jej potrzeby plasowały się w ostatnich latach zdecydowanie poniżej średniej unijnej. Innymi słowy Polska nie miała problemów z płynnością krótko- i średniookresową. W 2022 r. złożył się na to relatywnie niski wolumen zapadającego długu (4,9% PKB wobec średniej UE 13,7% PKB) i umiarkowany deficyt (4,8% PKB wobec średniej UE 3,4% PKB). Prognozy dla naszego kraju na lata 2023-24 są nadal dość optymistyczne, tzn. potrzeby wysokości 10-11% PKB pozostawałyby znacząco poniżej unijnej średniej, ok. 17% PKB. Warto zastrzec, że omawiana tutaj kategoria nie jest raportowana w wystandaryzowany sposób do Eurostatu, dlatego jej kalkulacja wymagała przez KE sięgnięcia do różnych źródeł danych. Do jej obliczeń można zaliczać różne instrumenty finansowe, zatem porównania międzynarodowe wymagają w tym aspekcie szczególnie ostrożnego podejścia.

Z kolei na liście zmiennych świadczących o konkurencyjności finansowej Polski, znajduje się pięć, które przekroczyły progi ostrzegawcze. Pierwsza z nich to nachylenie krzywej rentowności długu. Zazwyczaj jest ono dodatnie, ponieważ oprocentowanie obligacji o dłuższym okresie zapadalności najczęściej przewyższa oprocentowanie obligacji krótkoterminowych. Dzieje się tak, ponieważ inwestorom przysługuje premia za ryzyko wzrostu inflacji lub niewypłacalności emitenta, które to ryzyko rośnie wraz z czasem pozostałym do wykupu obligacji. Czasem jednak zdarza się, że krzywa rentowności odwraca się, a nachylenie staje się ujemne. To sygnał, że inwestorzy oczekują w przyszłości niższych stóp procentowych, będących remedium banku centralnego na recesję. Spodziewane pogorszenie koniunktury gospodarczej oczywiście negatywnie wpływa na finanse publiczne. Podsumowując, ujemne nachylenie alarmuje o ryzyku pogorszenia stanu budżetu. Co prawda, nachylenie krzywej rentowności Polski wynosiło 0,1 pkt. proc., a więc pozostawało minimalnie dodatnie, ale ukształtowało się poniżej 0,6 pkt. proc., czyli wartości progowej użytej w budowie wskaźnika S0.

Drugą zmienną, która przekroczył próg ostrzegawczy, był PKB na osobę według parytetu siły nabywczej (53,6 tys. USD wobec 72,7 tys.), wskaźnik dzielący państwa na biedniejsze i bogatsze. Naszemu państwu trudno byłoby szybko osiągnąć poziom powyżej progu bezpieczeństwa, gdyż wymagałoby to zrównania z poziomem życia we Francji.

Po trzecie, próg przekroczyła międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, czyli bilans aktywów i pasywów zagranicznych (-39,5% PKB względem -19,8%). Mimo że Polska przekracza ten próg od wielu lat, to Komisja Europejska, w innych raportach niż omawiany tutaj, nie ocenia tego negatywnie z uwagi na korzystną strukturę tej miary – istotną część pasywów zagranicznych stanowią inwestycje bezpośrednie – zasadniczo korzystne dla gospodarki (NBP, Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2021 r.³).

Zbyt niskie w Polsce okazały się z kolei oszczędności netto gospodarstw domowych – 0,4% PKB względem bezpiecznego poziomu 2,6% PKB. Oszczędności te stanowią różnicę między dochodami do dyspozycji gospodarstw domowych a ich wydatkami konsumpcyjnymi. Im poziom oszczędności

³ <https://ssl.nbp.pl/statystyka/dwn/iip2021.pdf>

wyższy, tym większe źródło kapitału wykorzystywanego do inwestycji w danym kraju. Ponadto można zakładać, że w razie kryzysu w finansach publicznych, rządowi łatwiej będzie walczyć z nim, podnosząc podatki lub zmniejszając transfery socjalne gospodarstwom, które uprzednio zgromadziły większe oszczędności.

Po piąte, podobnie jak u zdecydowanej większości państw UE, nastąpił szybki wzrost nominalnych jednostkowych kosztów pracy wyrażonych w % produktywności (9,9 p.p. względem 7,0 p.p.). Świadczy to (miara pochodzi z 2021 r.) o zwiększonej sile negocjacyjnej pracownika w porównaniu z pracodawcą i mimo pewnych pozytywnych aspektów, może prowadzić do obniżenia konkurencyjności gospodarki (wzrost wynagrodzeń wymusza zwiększenie cen dóbr, a to utrudnia ich eksport). Pozostałe zmienne, dotyczące m.in. handlu z zagranicą, czy udziału sektora budownictwa w gospodarce, ukształtowały się w bezpiecznych rejonach.

Ostatecznie, mimo że pięć składowych wskaźnika S0 przekroczyło wartości progowe, to średnia ważona ze wszystkich komponentów okazała się na tyle korzystna dla polskiej polityki fiskalnej, że Komisja Europejska „zapaliła zielone światło”. Niestety mniej optymistyczne spostrzeżenia znajdują się w kolejnym rozdziale.

2. Ryzyko w średnim okresie

2.1 Projekcje deterministyczne DSA

Badaniu stabilności finansów publicznych w średnim okresie służą projekcje deterministyczne i stochastyczne, czyli tzw. debt sustainability analysis – DSA. W projekcji deterministycznej ocenia się docelowy poziom długu; rok, w którym dług przyjmuje wartość szczytową oraz tzw. przestrzeń konsolidacji fiskalnej. Przestrzeń ta wskazuje, jak często obserwowano bardziej restrykcyjną politykę fiskalną w przeszłości w danym państwie. Za jej pomocą próbuje się udzielić odpowiedzi na pytanie, czy zakładane dostosowanie jest realne. Sztuką jest realizować dwa cele: zachować przestrzeń, czyli nie prowadzić nadmiernie wymagającej polityki fiskalnej, a jednocześnie wystarczająco zredukować zadłużenie.

Podstawowym scenariuszem jest brak zmian w polityce do 2033 r., którego założenia są następujące:

- realna dynamika PKB: pochodzi z prognoz KE do 2024, następnie z prognoz Komitetu Polityki Gospodarczej (Economic Policy Committee, EPC) i unijnej Grupy Roboczej ds. Luki Produktowej (OGWG), uwzględniających m.in. pozytywny wpływ inwestycji NextGenerationEU (NGEU);
- inflacja (deflator PKB): w przypadku Polski inflacja zbiega do rynkowej prognozy dla strefy euro z 2032 r. skorygowanej o połowę odchylenia między inflacją Polski i strefy euro w 2024 r., później zachodzi konwergencja do poziomu docelowego 2,5% w 2052 r., a następnie inflacja pozostaje stała;
- wynik pierwotny: brak zmian w polityce fiskalnej – prognozy po 2024 r. utrzymują się na stałym poziomie (czyli należy ten scenariusz traktować jako benchmark, a nie realistyczną prognozę, m.in. dlatego, że dla wielu państw ten docelowy wynik pierwotny nie byłby bardzo ambitny, biorąc pod uwagę dane historyczne); na to nakładany jest efekt starzenia się społeczeństwa oraz dochody państwa z aktywów finansowych i niefinansowych;

- komponent cykliczny: iloczyn pół-elastyczności budżetowych oraz luki produktowej (czyli różnicy między PKB faktycznym a potencjalnym – pochodzącym z długookresowego trendu), która zbiega do zera w ciągu trzech lat od ostatniego roku prognozy;
- brak składników jednorazowych i tymczasowych po 2024 r.;
- długookresowe stopy procentowe: zbiegają liniowo przed 2032 r. do rynkowych 10-letnich stóp nominalnych, następnie do 4,5% (cel Rady Polityki Pieniężnej 2,5% plus realna stopa procentowa w wysokości 2%) przed 2052 r. i następnie pozostają stałe;
- krótkookresowe stopy procentowe: zbiegają liniowo przed 2032 r. do nominalnych stóp rynkowych, następnie prawdopodobnie (nie zostało to określone jednoznacznie) do 2,25% przed 2052 r.;
- koszt obsługi zadłużenia: zależy od projekcji poziomu długu, założonych rynkowych stóp procentowych, struktury zapadalności długu i prognozowanych potrzeb pożyczkowych;
- kurs walutowy: zgodny z prognozami KE do 2024 r., następnie stały.

Powyższe założenia prowadzą do wzrostu długu publicznego z 51,3% w 2022 r. do 69,0% PKB w 2033 r., co implikuje średnie ryzyko destabilizacji finansów publicznych (próg KE to 60% PKB). Zdumiewa fakt, że jeszcze zgodnie z FSR 2021 dług spadał w 2032 r. do 48,3%, a w DSM 2022 – już rośnie do 66,8%! Dla porównania, według ww. scenariusza, zadłużenie około połowy państw w 2033 r. będzie niższe lub bliskie poziomowi z 2022 r. Tymczasem szczyt zadłużenia Polski przypadłby na 2033 r., a ponieważ zawierałby się w horyzoncie prognozy 2022-2032, to ten parametr wiązałby się z wysokim ryzykiem. Przestrzeń konsolidacji fiskalnej wyniosłaby 78%, co interpretuje się tak, że wymagany wysiłek fiskalny należałby do najmniej ambitnych 22% konsolidacji obserwowanych w przeszłości. To mniej niż progowe 50% (historyczna mediana), co oznacza niskie ryzyko. Podsumowując, trzy kryteria wskazują na różny poziom ryzyka, a ostatecznie – średni.

Oprócz scenariusza bazowego raport opisuje trzy dodatkowe scenariusze polityki fiskalnej oraz dwa scenariusze stress-testów. Wszystkie te dodatkowe scenariusze implikują ten sam wzorzec ryzyka (średni dla poziomu długu w 2032 r., wysoki dla roku szczytowego zadłużenia i niski dla przestrzeni konsolidacji fiskalnej, a także średni dla podsumowania scenariusza), tak jak w scenariuszu bazowym. Ponadto, w każdym z rozważanych wariantów, dług osiągnąłby szczytową wysokość w 2033 r. Jak więc widać, według prognoz KE Polska będzie prowadziła luźną politykę skutkującą mniej zrównoważonymi finansami publicznymi. Szczegóły trzech wyżej wymienionych scenariuszy polityki fiskalnej prezentują się następująco:

a) Scenariusz historycznego pierwotnego wyniku strukturalnego

Po 2024 r. pierwotny wynik strukturalny zbiega w 2028 r. do swojej wieloletniej średniej (z lat 2007-2021). W prawie wszystkich państwach ten scenariusz oznacza poprawę wyniku między 2024 a 2028 rokiem. Polska należy do ośmiu państw, w których następuje poluzowanie polityki fiskalnej. Co prawda różnica między wynikami sektora GG w 2024 i 2028 r. nie jest duża, ale zadłużenie między rozpatrywanym w raporcie rokiem 2033 a 2022 rośnie najsilniej w całej UE, do 73,4% PKB. Przestrzeń fiskalna wyniosłaby 86%.

b) Scenariusz niskiego pierwotnego wyniku strukturalnego

Wynik ulega tylko połowie poprawy lub o połowie większemu pogorszeniu prognozowanemu na lata 2023-2024. Ponieważ w Polsce to pogorszenie ma być spore, to jego połowa także byłaby istotna.

Dług w 2033 r. wzrósłby aż do 80,6% PKB. Większe poluzowanie fiskalne notowano by tylko w 10% przypadków w historii (przestrzeń równa 90%).

c) Dodatkowy scenariusz programów stabilności i konwergencji

Scenariusz ten traktuje się pomocniczo, nie jest uwzględniany w końcowej klasyfikacji autorstwa KE. Wynik jest prognozowany przez KE tylko na 2023 r., zaś na lata 2024-2025 kształtuje się na poziomach założonych przez rząd w wieloletnich planach finansowych (programach stabilności lub konwergencji⁴). Po 2025 r. wynik pozostaje stały wyjąwszy koszty starzenia się społeczeństwa. Uwzględnia się tutaj wszystkie zapowiedziane przez rząd działania, w tym nieuchwalone przez parlament. W przypadku Polski, w 2033 r. dług osiągnąłby 56,2% PKB.

Dwa scenariusze stress-testów zostały opisane w podpunktach d) i e).

d) Niekorzystny scenariusz „r-g”

W projekcji bazowej na lata 2023-2033, we wszystkich państwach UE różnice „r-g” były ujemne i kształtowały się na niskich poziomach (w porównaniu z okresem 2001-2021). Taki stan rzeczy ułatwiałby tzw. „wyrastanie z długu” polegające na szybszym wzroście PKB stanowiącym bazę dochodów publicznych niż koszt obsługi wyemitowanego długu.

Jednak Polska należy do grona czterech państw, w których prognozuje się „r-g” mniej korzystne niż średnia historyczna. Co więcej, niniejszy scenariusz zakłada wzrost „r-g” o 1 punkt procentowy, co stopniowo, wraz z emisją kolejnych serii obligacji, przekładałoby się na dalsze zwiększenie kosztów obsługi długu. Rezultaty scenariusza o niniejszych założeniach nie odbiegają znacząco od deterministycznej projekcji historycznego wyniku. Dług w 2033 r. wzrósłby do 74,5% PKB, a przestrzeń konsolidacji fiskalnej opiewałaby na 78%.

e) Scenariusz kryzysu finansowego

Scenariusz zakłada, że w 2023 r. następuje tymczasowy wzrost stopy procentowej o 1 p.p. w porównaniu ze scenariuszem bazowym z owego roku. Ponadto, dodana jest premia za ryzyko niewypłacalności państw z zadłużeniem powyżej 90% PKB, uzależniona od odchylenia od progu 90%, do których to państw nie zalicza się oczywiście Polska. Pomimo, że napięcia na rynkach finansowych trwają w tym wariantcie jeden rok, mają one wpływ na koszty obsługi długu w dłuższym okresie. Jednak silny wzrost zadłużenia można zaobserwować przy tych założeniach tylko dla państw, którym dodano premię za ryzyko. Zgodnie z tym scenariuszem dług w 2033 r. wyniósłby 69,5% PKB, natomiast przestrzeń konsolidacji fiskalnej – 78%.

2.2 Projekcje stochastyczne DSA

Projekcje stochastyczne (inaczej mówiąc losowe) różnią się od projekcji deterministycznych tym, że ich wynikiem jest rozkład prawdopodobieństwa ścieżek długu, a nie tylko pojedynczy szereg czasowy. Powstają w ten sposób, że bazowe ścieżki analizowanych kategorii makroekonomicznych modyfikuje się za pomocą licznych impulsów oddziaływających na wynik sektora GG, wzrost PKB, stopy procentowe i kurs walutowy. Takie scenariusze zawierające element losowy kalibruje się, wzięwszy

⁴ <https://www.gov.pl/web/finanse/wieloletni-plan-finansowy-panstwa>

pod uwagę uwarunkowania poszczególnych państw, tzn. historyczną zmienność i korelację badanych kategorii.

Z projekcji stochastycznych KE wysuwa wnioski o niskim ryzyku średniookresowym Polski. W efekcie wygenerowania dwóch tysięcy różnych symulacji dla Polski, mediana długu w 2027 r. osiągnie wysokość nieco poniżej 60% PKB, czyli z takim samym prawdopodobieństwem, 50%, dług byłby wyższy lub niższy. Prawdopodobieństwo wzrostu długu w 2027 r. względem 2022 r. wynosi 79%, czyli trochę (żółta, a nie czerwona kontrolka) powyżej przyjętego progu 70%. Różnica zaś między 90 a 10 percentylem (czyli między „prawie najwyższym przewidywanym” a „prawie najniższym”) w 2027 r., osiąga 20,4 pkt. proc. i zalicza się do 1/3 najniższych rozpiętości w UE. Rezultat ten świadczy o stosunkowo małej niepewności prognozy dla Polski, co częściowo wskazuje na stabilność finansów publicznych. Naturalnie korzystniej wyglądałaby stabilność przy niższej wartości oczekiwanej zadłużenia.

2.3 Potrzeby pożyczkowe

Prognozy i symulacje modelowe S1 i DSA zostały uzupełnione przez KE o analizę ważnej zmiennej – potrzeb pożyczkowych. Miara średniookresowych potrzeb pożyczkowych brutto wskazuje na zależność danego państwa od rynków finansowych. W UE szczyt potrzeb pożyczkowych przypadł na rok 2020, w którym zmagano się z kryzysem wywołanym przez pandemię. Duża część potrzeb wynikała wówczas z konieczności sfinansowania deficytu pierwotnego. Wraz z wygaśnięciem pandemii potrzeby zmalały i w momencie opracowania raportu w państwach UE wynikały głównie z konieczności rolowania dotychczasowego długu, a wedle bazowych prognoz KE na lata 2023-2033 ustabilizują się one w okolicy 17% PKB. Polska znalazła się w grupie państw o potrzebach pożyczkowych poniżej przeciętnej, średnio w latach 2023-2033 powinny ukształtować się one ok. 10% PKB. Tym niemniej, to spory skok w porównaniu z FSR 2021, w którym przewidywano niższy docelowy poziom – ok. 5% PKB).

2.4 Ogólne ryzyko średniookresowe

Wnioski płynące z analizy DSA powinny stanowić dla Polski ostrzeżenie. Ogólne ryzyko średniookresowe destabilizacji finansów publicznych jest bowiem średnie, ponieważ takie ryzyko przypisano wszystkim scenariuszom z wyjątkiem korzystnie ocenionych projekcji stochastycznych. Niestety, obserwujemy zatem pogorszenie względem FSR 2021. Konkluzje z następnego rozdziału również nie przedstawiają się zbyt optymistycznie.

3. Ryzyko w długim okresie

Począwszy od DSM 2022 ocena ryzyka długookresowego dokonywana jest przez pryzmat wskaźnika S1, którego sposób obliczania uległ istotnej modyfikacji, oraz S2. Oba opisywane w tym rozdziale wskaźniki uwzględniają koszty starzenia się społeczeństwa, które w większości państw UE wzrosną przy założeniu niezmienionej polityki z powodu wydłużenia się średniej oczekiwanej długości życia i niskich współczynników dzietności. Przewiduje się więc, że większy odsetek społeczeństwa będzie pobierał emerytury, renty, korzystał z opieki zdrowotnej i senioralnej. Zarazem odsetek osób pracujących zmaleje. W konsekwencji system zabezpieczenia zostanie poddany silnej presji, a opisywany tu raport ma na celu lepsze przygotowanie się na taką sytuację.

3.1 S1

Wskaźnik S1 pokazuje dostosowanie fiskalne (skumulowany wzrost pierwotnego wyniku strukturalnego sektora GG) wymagane, aby dług w relacji do PKB ukształtował się na pułapie 60% w 2070 r. Zakłada się, że ten wysiłek fiskalny będzie poniesiony w 2024 r. i następnie pierwotny wynik strukturalny pozostanie stały z wyjątkiem uwzględnienia kosztów starzenia się społeczeństwa. Według KE, z wysokim ryzykiem wiąże się wysiłek przekraczający 6 p.p. PKB; ze średnim, gdy wysiłek mieści się w przedziale 2-6 p.p. PKB; a z niskim, gdy wymagany wysiłek nie przekracza 2 p.p. PKB.

S1 wyniósł dla Polski 2,8 p.p. PKB, co świadczy o średnim ryzyku stojącym przed Polską w średnim okresie. Jeszcze rok, w FSR 2021, to ryzyko oceniono jako niskie. Jako, że prognoza strukturalnego deficytu pierwotnego Polski na rok 2024 r. opiewała na 1,4% PKB, to S1 implikuje poprawę w celu osiągnięcia nadwyżki 1,4% PKB.

KE zbadła, czy takie wymagane dostosowania są realistyczne, biorąc pod uwagę możliwie długą historię poszczególnych państw (sięgającą u części z nich aż do 1980 r.). Z tej analizy płyną pesymistyczne wnioski. Polsce prawie nigdy nie udało się dokonać takiego dostosowania (z wyjątkiem jednego roku). W celu uniknięcia takiej „terapii szokowej”, która mogłaby skutkować nagłym spowolnieniem koniunktury, niezbędne dostosowanie musiałyby więc zostać rozłożone na kilka lat.

S1 stanowi sumę trzech składników: (a) dostosowania koniecznego do ustabilizowania długu na stałym poziomie, (b) dostosowania koniecznego do obniżenia docelowego poziomu długu do 60% PKB oraz (c) składnika odpowiedzialnego za koszty starzenia się społeczeństwa. Najistotniejszy w kontekście naszego państwa jest wymóg (a) opiewający na 2,0 p.p. oraz (c) – 0,9 p.p. Warto nadmienić, że na koszty starzenia się polskiego społeczeństwa wpływ będą miały przede wszystkim zwiększone wydatki na opiekę zdrowotną (0,8 p.p. PKB) i senioralną (0,7 p.p.). Zostaną one tylko częściowo skompensowane oszczędnościami wynikającymi z systemu emerytalnego (-0,6 p.p.) i edukacji (-0,1 p.p.). Nie ma natomiast znaczenia wymóg (b), gdyż już obecnie dług Polski nie przekracza 60% PKB.

Średnia wskaźnika S1 dla UE jest bardzo zbliżona do Polski i wynosi 2,6 p.p. PKB, ale różni się strukturą – wielkości trzech komponentów są do siebie dość zbliżone. Występuje również silne zróżnicowanie między państwami – od -1,8 p.p. w Szwecji do 8,5 p.p. na Słowacji.

Rezultat S1 zależy od kilku założeń, których wpływ KE postanowiła przetestować, tzn. sprawdzić, co by się stało po ich modyfikacji. Pod wpływem wszystkich tych scenariuszy S1 Polski uległby zwiększeniu, ale poziom ryzyka pozostałby średni. Po pierwsze, kontynuacja rosnących trendów w wydatkach na opiekę zdrowotną (m.in. z powodu postępu technologicznego) oraz zbiegnięcie do poziomu unijnego wydatków na politykę senioralną zwiększyłyby S1 aż do 5,0 p.p. Scenariusz alternatywny nr 2, ograniczenie rocznego wzrostu produktywności do 0,8%, miałby relatywnie słaby wpływ na wszystkie państwa. Dotyczy to też naszego państwa, w przypadku którego nastąpiłby wzrost S1 do 3,1 p.p. Zgodnie z trzecim scenariuszem, pierwotny wynik strukturalny w 2023 r. przyjąłby średnią wartość historyczną z lat 2007-2021, a nie prognozowaną. W przypadku Polski byłby to gorszy wynik (wyższy deficyt), co wymuszałoby silniejsze zacieśnienie (S1 równe 3,8 p.p.). Czwarty,

ostatni scenariusz testujący założenia, przewiduje pogorszenie różnicy „r-g” o 1 p.p. Skutkowałoby zwiększeniem S1 do 3,2 p.p.

3.2 S2

S2 to drugi wskaźnik, na którym opiera się ocena ryzyka w długim okresie. Pokazuje on wzrost pierwotnego wyniku strukturalnego sektora GG w 2024 r. potrzebny, aby ustabilizować wskaźnik zadłużenia w niekończonym horyzoncie czasowym. S2 odzwierciedla presję na budżet wynikającą ze starzenia się społeczeństwa i wysokiego początkowego pierwotnego deficytu strukturalnego.

Wskaźnik S2 dla Polski wyniósł 3,7 p.p., co świadczy o średnim ryzyku, ponieważ liczba ta znajduje się w środkowym przedziale 2-6 p.p., a poziomy ryzyka są przypisane do identycznych przedziałów, co dla S1. Wysiłek oznacza zamianę prognozowanego na 2024 r. strukturalnego deficytu pierwotnego w wysokości 1,4% PKB na nadwyżkę 2,3% PKB. Polska nigdy jednak takiego poziomu nie osiągnęła w swojej historii, trudno więc ocenić jego realność. Nasz kraj wcale nie wyróżnia się spośród innych państw. Na osiem innych krajów także czekają wyzwania, przed którymi zmierzają się po raz pierwszy. W FSR 2021, S2 kształtowało się na bardzo podobnym poziomie, 3,5 p.p.

Dostosowanie o 3,7 p.p. można zdekomponować na wynikające z aktualnego poziomu deficytu (2,1 p.p.) oraz kosztów starzenia się społeczeństwa (1,6 p.p.). Na ww. koszty składa się przyrost kosztów opieki zdrowotnej o 1,2 p.p. i opieki senioralnej – również o 1,2 p.p. (obie kategorie powyżej średniej unijnej) oraz, ułatwiający wysiłek stabilizacji zadłużenia, ubytek kosztów emerytalnych o 0,7 p.p.

Generalnie przeciętnie w UE wskaźnik S2 wyniósł 2,7 p.p., ale na uwagę zwraca, jeszcze większe niż w odniesieniu do S1, zróżnicowanie pomiędzy państwami (o -2,1 p.p. w Portugalii do 11,3 p.p. na Słowacji).

Podobnie, jak S1, tak i wskaźnik S2 został poddany przez KE tym samym czterem testom wrażliwości na zmienione założenia, opisanym w rozdziale 3.2. Pierwszy test opierał się na rosnących wydatkach na opiekę zdrowotną i senioralną. Wpływ tego ryzyka wymusiłby bardzo mocne dostosowanie o 8,0 p.p., co nakazuje KE zapalić czerwoną lampkę. Los ten Polska dzieli jednak z dwunastoma państwami UE, co sugeruje, że scenariusz ów jest najbardziej wymagający. Drugi scenariusz, niższej dynamiki produktywności, wywarłby na Polskę umiarkowany wpływ, bliski neutralnemu, S1 wyniósłby 3,7 p.p. Zgodnie z trzecim testem, polegającym na zmianie pierwotnego wyniku strukturalnego z prognozowanego na średnią historyczną, Polska musiałaby poprawić strukturalny wynik pierwotny o 4,4 p.p. Z kolei scenariusz czwarty, zakładający pogorszenie różnicy „r-g”, zmieniłby wysokość S2 zaledwie o 0,1 p.p. w porównaniu z wartością bazową.

3.3 Ogólne ryzyko długookresowe

Wydając werdykt na temat ryzyka długookresowego, KE wykazuje awersję do ryzyka, ponieważ za wynik ogólny przyjmuje poziom bardziej ryzykowny spośród implikowanego przez S1 i S2. Od tej zasady jest jeden wyjątek: jeśli S1 wskazuje na wysokie ryzyko, a S2 – na niskie, to ogólne ryzyko wg KE jest średnie. Tak jak w poprzednim raporcie, ogólne ryzyko długookresowe Polski zostało ocenione jako średnie.

Polska należy do najliczniejszej grupy średniaków, razem z Austrią, Bułgarią, Chorwacją, Czechami, Irlandią, Finlandią, Francją, Hiszpanią, Rumunią i Włochami, a także, o dziwo, Niemcami, które cieszyły się w ostatnich dekadach opinią państwa prowadzącego restrykcyjną politykę fiskalną i korzystającego z niskiego oprocentowania rządowych obligacji. Wszak rentowności 10-letnich obligacji Polski w listopadzie 2022 były o 5,17 p.p. wyższe niż niemieckich – to po Węgrzech i Rumunii największy spread spośród państw UE. Polska nie została więc zaliczona do elitarnego grona państw o niskim ogólnym ryzyku długookresowym: Danii, Estonii, Łotwy, Litwy i Szwecji (ta piątka utrzymała swój poziom ryzyka z FSR 2021) oraz Cypru, Portugalii i Grecji⁵, co brzmi dość zdumiewająco i świadczy o tym, że kraje te najgorsze lata kryzysu mają za sobą.

4. Dodatkowe czynniki ryzyka

Dotychczas omawiane podejście KE do oceny ryzyka, zwłaszcza średnio- i długookresowego cechowało się wysokim stopniem sformalizowania. Modele uwzględniające tylko główne zmienne makroekonomiczne i fiskalne mogłyby jednak niesłusznie odciągnąć uwagę od specyficznych zmiennych, które też mają potencjał sygnalizowania (nie)zrównoważenia finansów publicznych. Dlatego KE postanowiła uzupełnić prognozy i symulacje modelowe o podejście prostsze i mniej abstrakcyjne. Analizie poddano wartości wybranych zmiennych związanych z zadłużeniem. Podobne podejście zostało zastosowane w konstrukcji wskaźnika SO (patrz rozdział 1). Różnica polega na tym, że w niniejszym rozdziale opisywane zmienne mogą odzwierciedlać także ryzyka średnio- i długookresowe.

Pierwsze cztery zmienne dotyczą bezpośrednio długu publicznego. Udział szybko zapadającego zadłużenia w całym długu Polski wyniósł 1,2%. Stanowi to trzeci najmniejszy odsetek z państw UE, co pokazuje, że pod tym kątem nie ma powodów do niepokoju. Udział długu Polski w posiadaniu nierezydentów, 33,1%, należy do umiarkowanych wartości, a zdaniem KE sygnalizuje ryzyko między niskim a średnim. Odsetek długu emitowanego w walucie obcej, 22,7%, także świadczy o niskim ryzyku. Miareę tę trudno porównywać z krajami strefy euro, ponieważ tam przeważnie jest bliska bądź równa zero. Trzy państwa: Rumunia, Chorwacja i Bułgaria wyemitowały ponad połowę długu w walucie obcej i to one odznaczają się wysokim ryzykiem.

Najostrzejszy sygnał alarmowy generuje czwarta zmienna. Średni okres zapadalności polskiego długu to bowiem zaledwie 4,4 lat. Uwaga, to najkrótszy okres z całej UE, której średnia wynosi 8,5 lat. Krótki okres zapadalności wymusza częste emisje nowych obligacji w celu spłacenia starych, a takiego emitenta charakteryzuje wrażliwość na wahania rynków finansowych. Paradoksalnie może mieć to nie tylko złe, ale też dobre strony. Jeśli założyć, że w Polsce inflacja, wraz z nią stopy procentowe w ciągu kilku lat obniżą się, to dzięki szybkiej zapadalności koszty obsługi długu również będą mogły szybciej spaść. Nie zmienia to faktu, że krótki okres zapadalności stanowi ryzyko utraty płynności szczególnie w sytuacjach kryzysowych.

KE wzięła również pod lupę zobowiązania niedłużne, takie jak kredyty i zaliczki handlowe – krótkoterminowe zobowiązania rządu z tytułu transakcji produktami i usługami. W Polsce wynoszą one ok. kilkanaście % - to podobny rząd wielkości, co zobowiązania niedłużne innych państw, więc nie

⁵ Wyjaśnienie, dlaczego długookresowe ryzyko finansów publicznych Grecji KE ocenia jako niższe niż Niemiec wykracza poza zakres niniejszego opracowania. Zainteresowanych odsyłamy do omawianego raportu.

wpływają na ogólną ocenę finansów publicznych. Z kolei bezpośrednie (explicite) zobowiązania warunkowe – gwarancje rządowe w odniesieniu do sektora finansowego i partnerstwa publiczno-prywatnego są w przypadku Polski niskie, gdyż wynoszą ok. 3% PKB.

W DSM 2022, za pomocą modelu SYMBOL, przebadano również potencjalny wpływ kryzysu sektora bankowego na zobowiązania warunkowe. O tym, jak ważny to temat, świadczyły gorąco komentowane w mediach kłopoty amerykańskich (First Republic, Silicon Valley Bank) i europejskich (Credit Suisse) banków. W Polsce wystąpił jeden czynnik wysoce ryzykowny: udział pożyczek przeterminowanych – 4,3%. Ponadto jeden czynnik został określony jako średnio ryzykowny – pożyczki przeterminowane zostały pokryte odpisami na oczekiwane straty w 53,9%. Im ten wskaźnik jest wyższy, tym bezpieczniej, ponieważ świadczy o tym, że bank zabezpieczył więcej kapitału na już rozpoznane straty, które zmaterializują się w przyszłości. W porównaniu z innymi państwami UE wpływ kryzysu polskich banków na polskie finanse publiczne byłby umiarkowany. Należy zastrzec, że inne założenia modelu mogłyby doprowadzić do innych wniosków, ale dogłębne ujęcie tematu wykracza poza zakres niniejszego opracowania. W kontekście Polski warto też zauważyć, że we wrześniu 2022 r. nastąpiło tzw. resolution Getin Noble Banku, jednego z największych polskich banków, i rzeczywiście wydarzenie owo nie zachwiało stanem polskich finansów publicznych.

5. Aneks metodyczny

KE publikuje raporty o zrównoważeniu finansów publicznych co roku. Fiscal Sustainability Report jest publikowany przez KE co 3 lata, począwszy od opisu 2006 r., a ostatniej jego wydanie odnosi się do 2021 r. Za pozostałe lata, np. 2019⁶ i 2020⁷, KE wydaje Debt Sustainability Monitor (DSM) o podobnej zawartości, m.in. z aktualnymi wartościami S0, S1 i S2, a także DSA. DSM 2022 opiera się na prognozach makroekonomicznych KE z jesieni 2022, na uzgodnionej w ramach EPC metodyce prognozowania średniookresowego PKB, uwzględniającego wpływ inwestycji NGEU oraz na długookresowych projekcjach makroekonomicznych i budżetowych Komisji Europejskiej i EPC z Ageing Report 2021⁸.

Zastosowana metodyka pochodzi z poprzednich raportów i zarówno w nich, jak i DSM 2022 (w aneksie) została szczegółowo opisana, ale dokonano w niej istotnych poprawek:

- Zmieniono definicję wskaźnika S1. Do tej pory wskazywał on na wymagane dostosowanie, aby dług ukształtował się w wysokości 60% PKB w ciągu 15 lat. Teraz wydłużono horyzont czasowy do 2070 r. W konsekwencji, S1 obrazuje ryzyko długo-, a nie, jak dotąd, średniookresowe.
- DSA wpływa na ocenę ryzyka w średnim, a nie jak dotychczas zarówno w średnim i długim okresie.

Bazowe prognozy rozpatrywane w DSM były oparte na danych pochodzących z 31 października 2022 r. (część pozostałych danych pochodziła z późniejszego okresu). Warto odnotować zatem

⁶ https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/debt-sustainability-monitor-2019_en

⁷ https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/debt-sustainability-monitor-2020_en

⁸ https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/2021-ageing-report-economic-and-budgetary-projections-eu-member-states-2019-2070_en

prawie 6-miesięczny okres, który upłynął między datą danych wykorzystanych do analiz a publikacją raportu.

Autor: Dominik Korniluk