Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 15/11/2026 20:17:32

DOI:10.17951/h.2017.51.4.9

ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA

VOL. LI, 4 SECTIO H 2017

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu. Wydział Ekonomii

MONIKA BANASZEWSKA

monika.banaszewska@ue.poznan.pl

Ocena stabilności długu publicznego przez instytucje międzynarodowe a strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych Polski

Assessment of Public Debt Sustainability by International Institutions and Debt Management Strategy of Polish Public Finance Sector

Słowa kluczowe: nierównowaga fiskalna; Komisja Europejska; Międzynarodowy Fundusz Walutowy; strategia zarządzania długiem

Keywords: fiscal imbalance; European Commission; International Monetary Fund; debt management strategy

Kod JEL: H63; H68

Wstęp

W warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego i kryzysu zadłużenia państw strefy euro szczególnego znaczenia nabrała stabilność długu publicznego. Zagadnienie to jest istotne nie tylko z perspektywy określonego państwa – pożyczkobiorcy, ale również z perspektywy międzynarodowej. Problemy z finansowaniem potrzeb pożyczkowych jednego państwa mogą bowiem – wskutek efektu zarażania (*contagion*) oraz efektów zewnętrznych (*spill-over*) – przenieść się na inne państwa[1]. Z tego

[1] Jako przykłady badań empirycznych, które dokumentują takie zależności w okresie kryzysu zadłużenia państw strefy euro, można wskazać: [Alter, Beyer, 2014; Stracca, 2013; De Santis, 2014].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 15/11/2026 20:17:32

powodu instytucje międzynarodowe, takie jak Unia Europejska i Międzynarodowy Fundusz Walutowy, dokonują okresowych ocen stabilności zadłużenia publicznego państw członkowskich.

W ocenie stabilności długu publicznego na podstawie źródeł wtórnych zasadne jest porównywanie opracowań wewnętrznych (rządowych) i zewnętrznych. Zaletą ocen wewnętrznych jest znajomość specyficznych dla danego państwa uwarunkowań polityki budżetowej oraz polityki zarządzania długiem. Jednak analitycy rządowi są mniej skłonni do ujawniania zagrożeń dla stabilności długu publicznego, gdyż obniża to atrakcyjność rządowych papierów wartościowych oraz podwyższa wydatki na obsługę długu.

Celem artykułu jest określenie, czy zewnętrzne oceny stabilności zadłużenia znajdują odzwierciedlenie w strategii zarządzania długiem publicznym w Polsce. W opracowaniu najpierw wyjaśniono pojęcie stabilności długu publicznego. Następnie scharakteryzowano metodykę oceny stabilności długu publicznego stosowaną przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Komisję Europejską. Omówiono również oceny tych instytucji w odniesieniu do długu publicznego Polski. Wreszcie skonfrontowano oceny zewnętrzne z założeniami strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych. W artykule zastosowano metodę opisową i porównawczą.

1. Pojęcie stabilności długu publicznego

Dług publiczny jest uważany za stabilny[2] wówczas, gdy w każdym momencie możliwa jest jego spłata i obsługa. Do spełnienia tego warunku niezbędne jest jednoczesne zachowanie wypłacalności i płynności. Wypłacalność ma wymiar długookresowy i oznacza, że bieżąca wartość przyszłych nadwyżek pierwotnych jest co najmniej równa bieżącej wartości długu publicznego w ujęciu netto. Z kolei płynność odnosi się do krótkiego horyzontu, w którym to rząd utrzymuje dostęp do rynków finansowych lub/i dysponuje płynnymi aktywami, dzięki czemu jest w stanie terminowo regulować zapadające zobowiązania. Dodatkowo wymagane jest, aby instrumenty polityki fiskalnej, od implementacji których uzależnione jest utrzymanie stabilności długu (np. cięcia wydatków publicznych), były możliwe do zastosowania, biorąc pod uwagę zarówno względy ekonomiczne, jak i polityczne [European Central Bank, 2012, s. 59–60; IMF, 2013, s. 4].

Jeżeli na dług publiczny w znacznym stopniu składają się instrumenty rynkowe, wycena i oprocentowanie tych instrumentów powinny odzwierciedlać perspektywy ich spłaty i obsługi pod warunkiem, że rynek jest efektywny. Niezależne od notowań

[2] W artykule wykorzystano tłumaczenie określenia *sustainable* zwyczajowo stosowane w polskiej literaturze przedmiotu z zakresu polityki fiskalnej [por. Mackiewicz, 2010; Włodarczyk, 2011; Mielcarek, 2012; Kasperowicz-Stępień, 2013]. Angielski odpowiednik oznacza: ‘zrównoważony, dający się utrzymać, trwały’.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 15/11/2026 20:17:32

rynkowych oceny stabilności zadłużenia mają zatem dodatkową wartość informacyjną, gdy przyjmie się, że warunki efektywności rynku nie są spełnione [Guzman, Heymann, 2015, s. 387–388].

Źródłem spłaty długu publicznego są dochody publiczne, w tym przede wszystkim dochody podatkowe. Zatem zasadne jest rozpatrywanie długu publicznego w ujęciu względnym, np. w relacji do PKB lub eksportu, które to przesądzają o potencjale dochodowym sektora finansów publicznych [Wyplosz, 2011, s. 5].

W ocenie stabilności zadłużenia wykorzystuje się prognozy deterministyczne i stochastyczne. W porównaniu z analizami wrażliwości, przeprowadzanymi w podejściu deterministycznym, prognozy stochastyczne prezentują o wiele więcej wariantów zmiennych oraz uwzględniają współzależności między determinantami zadłużenia [Berti, 2013, s. 5–6].

2. Ocena stabilności długu publicznego Polski przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Międzynarodowy Fundusz Walutowy opracował odrębną metodykę oceny stabilności zadłużenia dla państw z dostępem do międzynarodowych rynków kapitałowych (*market-access countries*) oraz dla państw o niskim poziomie dochodu narodowego (*low-income countries*), które korzystają przede wszystkim z preferencyjnych źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych. W artykule zostanie omówiona metodyka właściwa dla pierwszej grupy państw, do której jest zaliczana Polska.

Zgodnie z metodyką Międzynarodowego Funduszu Walutowego ryzyko zadłużenia publicznego rozpatrywane jest z perspektywy [IMF, 2016, s. 39]:

- relacji długu publicznego do PKB,
- relacji potrzeb pożyczkowych brutto do PKB[3],
- charakterystyki zadłużenia.

W przypadku zarówno relacji długu publicznego do PKB, jak i relacji potrzeb pożyczkowych brutto do PKB ocenie podlega scenariusz bazowy oraz prognozowany efekt niekorzystnych zmian w zakresie: PKB, salda obrotów bieżących bilansu płatniczego, realnej stopy procentowej, kursu walutowego i zobowiązań warunkowych (testy stresu). Za bezpieczną sytuację uznaje się taką, w której i w scenariuszu bazowym, i w testach stresu prognozowana relacja długu do PKB nie przekracza 70%, a relacja potrzeb pożyczkowych brutto do PKB – 15%[4]. Jeżeli progi te są przekroczone wyłącznie w testach stresu, wskazuje to na średnie ryzyko. Z kolei

[3] Potrzeby pożyczkowe brutto (*gross financing needs*) obejmują: pierwotne saldo budżetowe, wydatki i rozchody na obsługę i spłatę zadłużenia, skorygowane o inne operacje, np. dokapitalizowanie banków, wpływy z prywatyzacji [IMF, 2013, s. 47].

[4] Dla państw wysokorozwiniętych wartości progowe wynoszą odpowiednio: 85% i 20% [IMF, 2013, s. 32].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 15/11/2026 20:17:32

gdy progi są przekroczone w prognozie bazowej oraz testach stresu, uznaje się, że stabilność zadłużenia jest obarczona wysokim ryzykiem [IMF, 2013, s. 32].

W przypadku charakterystyki zadłużenia bierze się zaś pod uwagę: *spread* oprocentowania[5], zewnętrzne potrzeby finansowe[6], zmianę długu krótkoterminowego, dług w posiadaniu nierezydentów, dług denominowany w walutach obcych. Właściwe dla Polski progi ostrzegawcze we wzmiankowanych obszarach przedstawia tab. 1.

Tab. 1. Właściwe dla Polski progi ostrzegawcze dla charakterystyki długu publicznego ustalone przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Miernik	Próg dolny	Próg górny
Różnica między rentownością obligacji polskich a obligacji niemieckich (w p.b.)	200	600
Relacja zewnętrznych potrzeb finansowych do PKB (w %)	5	15
Zmiana udziału długu krótkoterminowego w długu ogółem (w p.p.)	0,5	1
Udział długu w posiadaniu nierezydentów w długu ogółem (w %)	15	45
Udział długu denominowanego w walutach obcych w długu ogółem (w %)	20	60

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [IMF, 2016, s. 39].

Zgodnie z prognozą MFW do 2020 r. zadłużenie publiczne Polski będzie cechować się niskim ryzykiem ze względu na relację długu publicznego do PKB oraz relację potrzeb pożyczkowych brutto do PKB. Jeśli chodzi o właściwości zadłużenia, stwierdzono przekroczenie dolnego progu ostrzegawczego w odniesieniu do *spreadu* oprocentowania (221 p.b.) oraz udziału długu denominowanego w walutach obcych (35% ogółu), zaś górnego progu ostrzegawczego – w odniesieniu do zewnętrznych potrzeb finansowych (26% PKB) oraz udziału nierezydentów w grupie pożyczkodawców (57% ogółu).

3. Ocena stabilności długu publicznego Polski przez Komisję Europejską

Ocena stabilności długu publicznego stanowi element oceny stabilności polityki fiskalnej państw członkowskich w średnim okresie. Wykorzystuje się w niej prognozy deterministyczne i stochastyczne o horyzoncie 10 lat. Scenariusz bazowy w wariancie deterministycznym to scenariusz zakładający brak zmian w polityce fiskalnej. Prognozuje się w nim dwa najbliższe lata budżetowe i zakłada się, że strukturalne pierwotne saldo budżetowe z drugiego roku pozostanie niezmienione aż do końca rozpatrywanego okresu [European Commission, 2016, s. 5, 24]. Pozostałe scena-

[5] Mierzony jako różnica między rentownością obligacji polskich a rentownością obligacji niemieckich.

[6] Zewnętrzne potrzeby finansowe (*external financing requirement*) definiowane są jako suma salda na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, spłaty średnio- i długoterminowego długu zagranicznego oraz pozostającego do spłaty na koniec poprzedniego okresu krótkoterminowego długu zagranicznego [IMF, 2016, s. 39].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 15/11/2026 20:17:32

riusze uwzględnione w deterministycznych prognozach długu publicznego państw członkowskich UE przedstawia tab. 2[7].

Tab. 2. Scenariusze w deterministycznych analizach stabilności długu publicznego przeprowadzanych przez Komisję Europejską

Scenariusze prognostyczne	Scenariusze na potrzeby analizy wrażliwości
Scenariusz zakładający brak zmian w polityce fiskalnej	Analiza wrażliwości na odchylenia krótko- i długoterminowych stóp procentowych
Scenariusz zakładający brak zmian w polityce fiskalnej i pomijający efekty starzenia się społeczeństwa	Analiza wrażliwości na odchylenia tempa zmian realnego PKB
Scenariusz historyczny	Analiza wrażliwości na odchylenia stopy inflacji
Scenariusz realizacji postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu	Analiza wrażliwości na odchylenia pierwotnego salda budżetowego
Scenariusz realizacji założeń programu konwergencji (programu stabilności)	Analiza wrażliwości na odchylenia nominalnego kursu walutowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [European Commission, 2014, s. 11].

Ocena ryzyka długu publicznego uzależniona jest od relacji długu publicznego do PKB w scenariuszu bazowym, chyba że pozostałe prognozy deterministyczne, analizy wrażliwości lub prognozy stochastyczne wskazują na konieczność rewizji tej oceny. W przypadku relacji długu publicznego do PKB nieprzekraczającej 60% jest mowa o ryzyku niskim, dla relacji w przedziale od 60% do 90% – o ryzyku średnim, zaś w odniesieniu do relacji przekraczającej 90% – o ryzyku wysokim [Amador i in., 2016, s. 20–21].

Zgodnie z prognozą bazową relacja długu publicznego Polski do PKB w 2026 r. wyniesie 62,5%. Zgodnie z najbardziej pesymistycznym scenariuszem – scenariuszem historycznym – zadłużenie publiczne wzrośnie do 66% PKB, zaś zgodnie z najbardziej optymistycznym scenariuszem – scenariuszem realizacji postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu – zadłużenie to spadnie do 45% PKB [European Commission, 2016, s. 141]. Jako zasadniczy czynnik ryzyka jest wskazywany wysoki udział długu zagranicznego w długu ogółem, zarówno pod względem podmiotowym (nierezydenci vs. rezydenci), jak i przedmiotowym (dług denominowany w walutach obcych vs. dług denominowany w walucie krajowej) [European Commission, 2016, s. 80].

Ogólnie biorąc, Komisja Europejska ocenia, że stabilność zadłużenia publicznego Polski jest obarczona średnim ryzykiem. Pozostałe państwa Unii Europejskiej, dla których prognozowany w horyzoncie 10 lat dług sektora *general government* znajduje się w przedziale 60–90% PKB, to: Austria, Holandia i Węgry. Mniej korzystnie przedstawia się w tym względzie prognozowana sytuacja fiskalna Belgii, Chorwacji, Finlandii, Francji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii, Rumunii, Słowenii, Wielkiej Brytanii i Włoch [European Commission, 2016, s. 6–8].

[7] W razie potrzeby uwzględnia się dodatkowe scenariusze, które odzwierciedlają specyficzną sytuację makroekonomiczną w określonym państwie.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 15/11/2026 20:17:32

4. Stabilność długu publicznego Polski w świetle strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych

Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych Polski zawiera prognozy relacji państwowego długu publicznego oraz długu sektora *general government* do PKB na najbliższe 5 lat budżetowych[8]. Zgodnie z prognozą bazową z 2016 r. w 2020 r. relacja ta wyniesie odpowiednio 49,5% oraz 53%. Analizy wrażliwości relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany PKB, potrzeb pożyczkowych oraz kursów walutowych wskazują, że relacja ta może okazać się o 1,42–1,91 p.p. wyższa [Ministerstwo Finansów, 2016, s. 27–28].

Zarządzający długiem publicznym Polski[9] są świadomi ryzyka wynikającego ze stosunkowo wysokiego udziału długu denominowanego w walutach obcych oraz instrumentów dłużnych w posiadaniu nierezydentów. Zgodnie z założeniami polityki emisyjnej do 2020 r. udział długu denominowanego w walutach obcych ma zostać zredukowany do poziomu poniżej 30%. Poczyniono przy tym zastrzeżenie, że osiągnięcie tego celu będzie uzależnione od sytuacji na rynkach finansowych oraz potrzeb pożyczkowych budżetu państwa [Ministerstwo Finansów, 2016, s. 4]. Może się bowiem okazać, że finansowanie w walutach obcych będzie atrakcyjniejsze z punktu widzenia ważonych ryzykiem kosztów obsługi zadłużenia. Ponadto, z uwagi na znaczne rozmiary potrzeb pożyczkowych, niezbędne może okazać się sięgnięcie po dodatkowe źródła finansowania tych potrzeb.

W odróżnieniu od struktury przedmiotowej zadłużenia, zarządzający długiem nie są w stanie bezpośrednio oddziaływać na jego strukturę podmiotową, ponieważ obligacje detaliczne Skarbu Państwa mają niewielkie znaczenie w finansowaniu potrzeb pożyczkowych, a w odniesieniu do instrumentów hurtowych zapewniony jest równy dostęp do rynku dla rezydentów i nierezydentów. Ministerstwo Finansów [2016, s. 19] ogranicza się zatem do stwierdzenia, że czynnikami ograniczającymi to ryzyko są: wysoki udział długoterminowych inwestorów instytucjonalnych (tj. banków centralnych i innych instytucji publicznych) oraz znaczna dywersyfikacja instytucjonalna i geograficzna inwestorów – nierezydentów.

Podsumowanie

Z prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Komisji Europejskiej wynika, że w perspektywie najbliższych 5–10 lat rozmiary zadłużenia publicznego Polski nie stwarzają zagrożenia dla jego stabilności. Wskazują na to zarówno pro-

[8] Z uwzględnieniem prognozy na IV kwartał roku sporządzania Strategii.

[9] Ściśle biorąc, Strategia stanowi o zarządzaniu długiem Skarbu Państwa oraz oddziaływaniu na dług pozostałych jednostek sektora finansów publicznych, ponieważ Ministerstwo Finansów ma bezpośredni wpływ tylko na pierwszy ze składników zadłużenia publicznego.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 15/11/2026 20:17:32

gnozy bazowe, deterministyczne analizy wrażliwości, jak i prognozy stochastyczne. Jednocześnie obie instytucje podkreślają niepokojąco wysoki udział długu zagranicznego w długu ogółem.

Prognozy polskiego Ministerstwa Finansów również nie wskazują na zagrożenie niekontrolowanego wzrostu relacji długu publicznego do PKB w średnim okresie. Niejako w odpowiedzi na wzmiankowaną obawę dotyczącą zadłużenia zagranicznego Ministerstwo Finansów dąży do ograniczenia emisji na rynkach zagranicznych oraz wskazuje na czynniki, które osłabiają ryzyko nagłego odpływu nierezydentów z rynku polskich instrumentów skarbowych.

Przedstawione oceny stabilności długu publicznego Polski mogą napawać względnym optymizmem. Niewykluczone jest jednak, że uwarunkowania makroekonomiczne i fiskalne okażą się mniej sprzyjające od tych zakładanych w analizach wrażliwości. Co więcej, część determinant zmian zadłużenia publicznego pozostaje poza kontrolą polskich władz publicznych, dlatego nawet podjęcie przez nie działań ostrożnościowych i naprawczych może nie przynieść wymiernych efektów. Dodatkowo czynniki ryzyka są ze sobą sprzężone[10], wobec czego niekorzystna zmiana jednego z nich może wywołać zwielokrotniony skutek, a w skrajnym przypadku może spowodować utratę stabilności długu publicznego.

Bibliografia

Alter A., Beyer A., *The Dynamics of Spillover Effects during the European Sovereign Debt Turmoil*, "Journal of Banking & Finance" 2014, Vol. 42, **DOI: http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.01.030**.

Amador J., Braz C., Campos M.M., Sazedj S., Wemans L., *Public debt sustainability: Methodologies and debates in European institutions*, "Occasional Papers Banco de Portugal" 2016, No. 1.

Berti K., *Stochastic Public Debt Projections Using the Historical Variance-Covariance Matrix Approach for EU Countries*, "European Economy Economic Papers" 2013, No. 480.

De Santis R.A., *The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Identifying Flight-to-Liquidity and the Spillover Mechanisms*, "Journal of Empirical Finance" 2014, Vol. 26, **DOI: http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2013.12.003**.

European Central Bank, *Analysing Government Debt Sustainability in the Euro Area*, "Monthly Bulletin" 2012, April.

European Commission, *Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States: A Guide*, "European Economy Occasional Papers" 2014, No. 200.

European Commission, *Fiscal Sustainability Report 2015*, "European Economy Institutional Paper" 2016, No. 018.

Guzman M., Heymann D., *The IMF Debt Sustainability Analysis: Issues and Problems*, "Journal of Globalization and Development" 2015, Vol. 6(2).

IMF, *Republic of Poland Review under the Flexible Credit Line Arrangement – Press Release, Staff Report; and Statement by the Alternate Executive Director for the Republic of Poland*, "IMF Country Report" 2016, No. 16/12.

[10] Jak np. odpływ nierezydentów oraz osłabienie się złotego wobec walut obcych.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 15/11/2026 20:17:32

IMF, *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries*, Washington 2013.
Kasperowicz-Stępień A., *Dług publiczny a stabilność fiskalna państwa*, „Zeszyty Naukowe. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne" 2013, nr 14.
Mackiewicz M., *Metody weryfikacji stabilności fiskalnej – porównanie własności*, „Bank i Kredyt" 2010, nr 41(2).
Mielcarek J., *Stabilność polskiego długu publicznego*, „Studia Ekonomiczne" 2012, nr 108.
Ministerstwo Finansów, *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2017–2020*, Warszawa 2016.
Stracca L., *The Global Effects of the Euro Debt Crisis*, "ECB Working Paper Series" 2013, No. 1573.
Włodarczyk P., *Stabilność fiskalna – koncepcja teoretyczna i jej znaczenie praktyczne. Analiza na przykładzie państw Grupy Wyszehradzkiej w latach 1995–2009*, „Materiały i Studia NBP" 2011, nr 256.
Wyplosz C., *Debt Sustainability Assessment: Mission Impossible*, "Review of Economics and Insitutions" 2011, Vol. 2, No. 3, **DOI: http://dx.doi.org/10.5202/rei.v2i3.42**.

Assessment of Public Debt Sustainability by International Institutions and Debt Management Strategy of Polish Public Finance Sector

The article aims to determine whether the external assessments of debt sustainability by the International Monetary Fund and the European Commission are reflected in the Polish public debt management strategy. First, it explains the concept of public debt sustainability. Then it discusses the research results obtained by mentioned institutions on the sustainability of Polish public debt. Finally, the external assessments of Polish public debt sustainability are confronted with the assumptions of the public finance sector debt management strategy.

Ocena stabilności długu publicznego przez instytucje międzynarodowe a strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych Polski

Celem artykułu jest określenie, czy oceny stabilności zadłużenia dokonywane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Komisję Europejską znajdują odzwierciedlenie w strategii zarządzania długiem publicznym Polski. Najpierw wyjaśniono pojęcie stabilności długu publicznego. Następnie omówiono rezultaty badań wzmiankowanych instytucji na temat stabilności długu publicznego Polski. Wreszcie skonfrontowano zewnętrzne oceny stabilności zadłużenia publicznego Polski z założeniami strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych.