

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2007-09

Ministerstwo Finansów
Warszawa, wrzesień 2006 r.

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2007-09

I. WPROWADZENIE	4
II. REALIZACJA STRATEGII W 2005 R. I W PIERWSZEJ POŁOWIE 2006 R.	6
II.1. Wielkość długu publicznego	6
II.2. Ocena realizacji celu strategii	6
II.3. Wnioski z realizacji celu	10
III. UWARUNKOWANIA STRATEGII	12
III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski w horyzoncie objętym Strategią	12
III.2. Uwarunkowania międzynarodowe	13
IV. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z DŁUGIEM PUBLICZNYM	15
IV.1. Ryzyko negatywnego wpływu długu publicznego na gospodarkę	15
IV.2. Ryzyko zmiany wielkości długu publicznego i kosztów jego obsługi	16
IV.3. Ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami oraz niektórymi innymi operacjami sektora	19
V. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2007-09	21
VI. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM	23
VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	27
VII.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych	27
VII.2. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	28
VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII	33
VIII.1. Prognozy zadłużenia i kosztów obsługi długu	33
VIII.2. Zmiany w zakresie ryzyka	35
VIII.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii	36
Aneks 1. Słowniczek pojęć	37
Aneks 2. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE	41
Aneks 3. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE	44
Aneks 4. Deficyt i dług publiczny oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE	47
Aneks 5. Ocena kredytowa (<i>rating</i>) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE	48
Aneks 6. Dług sektora finansów publicznych i dług Skarbu Państwa w Polsce	49

I. WPROWADZENIE

Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2007-09 obejmuje strategię zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz strategię oddziaływania na dług sektora finansów publicznych. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych Minister Finansów sprawuje kontrolę nad poziomem długu sektora finansów publicznych. W przypadku długu Skarbu Państwa Minister Finansów dysponuje instrumentami pozwalającymi na bezpośrednie zarządzanie długiem, zaś w przypadku pozostałych podmiotów sektora finansów publicznych, autonomicznych w zaciąganiu zobowiązań, oddziaływanie Ministra Finansów ma charakter pośredni.

Zarządzania długiem publicznym odbywa się na dwóch poziomach:

- W szerszym znaczeniu obejmuje ono decyzje, jaka część wydatków państwa ma być finansowana poprzez zaciąganie długu, a zatem jaka będzie wielkość długu publicznego. Przedmiotem analizy jest wpływ długu publicznego na gospodarkę, rynki finansowe, finanse publiczne i politykę pieniężną. Kluczowym zagadnieniem jest określenie bezpiecznego poziomu długu w stosunku do wielkości gospodarki (mierzonego relacją długu do PKB). Poziom uznawany za bezpieczny oznacza taką wielkość długu, która pozwala na jego terminową obsługę oraz nie powoduje istotnego negatywnego wpływu długu na gospodarkę.
- W węższym znaczeniu zarządzanie długiem oznacza sposób finansowania potrzeb pożyczkowych państwa, a więc wybór rynków, instrumentów i terminów emisji.

Zarządzanie długiem publicznym, szczególnie w szerszym znaczeniu, ma istotne konsekwencje dla gospodarki i dla finansów państwa. Obowiązująca ustawa o finansach publicznych ogranicza swobodę działań w zakresie konstrukcji budżetu państwa po przekroczeniu przez relację dług/PKB progów 50%, 55% i 60%. Ograniczenia dotyczą głównie wysokości deficytu. Dotkliwość sankcji wzrasta po przekroczeniu poziomu 55%. W związku z tym, że efekt sankcji nie dotyczy roku następującego po roku przekroczenia przez ww. relację poziomu wskazanego w ustawie a roku kolejnego, może to oznaczać konieczność uchwalenia budżetu nawet z nadwyżką.

W 2005 r. państwowy dług publiczny wyniósł 467,7 mld zł (47,7% PKB) wobec 468,1 mld zł (50,6%) prognozowanych w poprzedniej strategii.

W horyzoncie objętym obecną Strategią przewidywane jest stopniowe zahamowanie tempa wzrostu długu publicznego. Przy przyjętych założeniach państwowy dług publiczny wyniesie 510,2 mld zł (49,2% PKB) w 2006 r. i osiągnie 645,0 mld zł (51,0% PKB) w 2009 r. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa, które w 2005 r. wyniosły 25,0 mld zł (2,5% PKB), osiągną ok. 27,9 mld zł (2,7% PKB) w 2006 r. i 33,7 mld zł (2,7% PKB) w 2009 r.

Zgodnie z Ustawą o finansach publicznych, prognozowane przekroczenie w 2007 r. progu 50% relacji państwowego długu publicznego do PKB będzie skutkowało koniecznością uchwalenia ustawy budżetowej na 2009 r., w której relacja deficytu do dochodów budżetu państwa nie będzie mogła być wyższa niż analogiczna relacja w 2008 r. Stosowanie przyjętej przez rząd tzw. kotwicy budżetowej w postaci stałego deficytu w wysokości 30 mld zł sprawia, że relacja deficytu do dochodów w naturalny sposób w kolejnych latach powinna spadać.

Niniejsza Strategia stanowi w dużej mierze kontynuację strategii przygotowanej rok temu. Utrzymany został cel minimalizacji kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach związanych z ryzykiem, jak również najważniejsze zadania Strategii, związane z rozwojem rynku pierwotnego i wtórnego Skarbowych Papierów Wartościowych (SPW).

W realizacji celu Strategii w latach 2007-2009 przyjęto, że:

- Głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy.

- Finansowanie na rynku zagranicznym stosowane będzie w sposób elastyczny, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi, przy ograniczeniach wynikających z ryzyka kursowego. Strategiczną rolę odgrywał będzie rynek euro.
- Priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro.
- W dalszym ciągu zwiększana będzie średnia zapadalność długu krajowego, natomiast jego *duration* osiągnie w horyzoncie Strategii poziom akceptowalny z punktu widzenia ryzyka stopy procentowej. W związku z tym możliwe będzie rozdzielenie zarządzania ryzykiem refinansowania i ryzykiem stopy procentowej długu krajowego.
- W przypadku długu zagranicznego zarówno ryzyko refinansowania jak i ryzyko stopy procentowej nie stanowi obecnie ograniczenia dla minimalizacji kosztów obsługi.

II. REALIZACJA STRATEGII W 2005 R. I W PIERWSZEJ POŁOWIE 2006 R.

II.1. Wielkość długu publicznego¹

Zmiany wielkości długu publicznego w omawianym okresie wynikały przede wszystkim ze zmian długu Skarbu Państwa.

Zmiana wielkości długu Skarbu Państwa wynikała z konieczności finansowania deficytu budżetowego (28,6 mld zł w 2005 r. i 17,7 mld zł w I połowie 2006 r.) i pozostałych potrzeb pożyczkowych netto (odpowiednio 13,0 mld zł i 12,7 mld zł), przy stosunkowo niskich przychodach z prywatyzacji (odpowiednio 3,8 mld zł i 0,3 mld zł). W 2005 r. potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa były niższe od założonych w ustawie budżetowej o 10,6 mld zł, przede wszystkim ze względu na niższy o 6,4 mld zł deficyt budżetowy oraz niższe o 2,7 mld zł ujemne saldo prefinansowania zadań przewidzianych do finansowania ze środków Unii Europejskiej. Podstawowe dane o wielkości długu publicznego w ujęciu bezwzględny oraz w odniesieniu do PKB przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Dług publiczny w ujęciu bezwzględny i w odniesieniu do PKB

Wyszczególnienie		XII 2004		XII 2005		VI 2006*
		mln zł	% PKB	mln zł	% PKB	mln zł
Dług Skarbu Państwa		402 860,3	43,6%	440 167,4	44,9%	476 991,8
<i>Kryterium miejsca emisji</i>	- krajowy	291 658,5	31,6%	315 478,6	32,2%	338 614,4
	- zagraniczny	111 201,7	12,0%	124 688,8	12,7%	138 377,4
<i>Kryterium rezydenta</i>	- krajowy	232 352,2	25,2%	251 467,8	25,6%	275 203,6
	- zagraniczny	170 508,1	18,5%	188 699,6	19,2%	201 788,1
Państwowy dług publiczny		432 284,4	46,8%	467 749,1	47,7%	501 879,1

*) dane wstępne według stanu na 25 września 2006 r.

Zwiększenie wielkości długu Skarbu Państwa o 74,1 mld zł w okresie od stycznia 2005 r. do czerwca 2006 r. (37,3 mld zł w 2005 r. i 36,8 mld zł w I połowie 2006 r.) w 63% wynikało ze zwiększenia długu krajowego (wg kryterium miejsca emisji). Zmiany kursów walut przyczyniły się do zmniejszenia wyrażonej w złotych wartości długu zagranicznego w 2005 r. i jej zwiększenia w I połowie 2006 r., w całym okresie nie miały jednak istotnego wpływu na wielkość długu.

II.2. Ocena realizacji celu strategii

Celem strategii była **minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu** przy przyjętych ograniczeniach dotyczących ryzyka poszczególnych rodzajów. Cel ten rozumiany był jako:

- minimalizacja kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu – poprzez optymalny dobór instrumentów zarządzania długiem, ich struktury i terminów emisji,

¹ Utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie było jednym z celów *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2005-07* i poprzednich strategii. W *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2006-08* cel ten został pominięty, jako że po przystąpieniu do UE rolę dokumentu określającego strategię polityki fiskalnej przejął program konwergencji. Wielkość długu publicznego oraz potrzeb pożyczkowych państwa pozostaje najistotniejszym uwarunkowaniem realizacji strategii zarządzania długiem publicznym.

- działania polegające na podnoszeniu efektywności rynku skarbowych papierów wartościowych, tak by koszty ich obsługi były najmniejsze z możliwych przy przyjętej strategii emisji.

Minimalizacja kosztów obsługi długu w pierwszym rozumieniu tego celu polegała na dostosowaniu struktury emisji skarbowych papierów wartościowych (SPW) do warunków panujących w omawianym okresie na krajowym i międzynarodowym rynku finansowym.

W II połowie 2005 r. uelastycznieniu uległo podejście do realizacji celu minimalizacji kosztów w kontekście ograniczeń wynikających z ryzyka kursowego, tj. dopuszczone zostało zaciąganie długu zagranicznego w wysokości przekraczającej potrzeby wynikające z refinansowania wykupywanego długu zagranicznego. Dokumentem potwierdzającym modyfikację polityki w tym zakresie była „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2006-08”, zaakceptowana we wrześniu 2005 r. Wzrost udziału finansowania zagranicznego wynikał z przyjętych założeń makroekonomicznych, planów dotyczących wejścia Polski do strefy euro i korzystnej sytuacji na rynkach zagranicznych.

Realizowane zwiększenie finansowania zagranicznego miało na celu:

- minimalizację kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu, poprzez:
 - zwiększenie finansowania na rynkach zagranicznych, szczególnie w strefie euro po historycznie niskich stopach procentowych, znacznie niższych od stóp krajowych,
 - obniżenie poziomu sprzedaży SPW na rynku krajowym do poziomu chłonności krajowego sektora pozabankowego, co miało istotnie zniwelować negatywny wpływ sprzedaży SPW na poziom stóp procentowych;
- poprawę parametrów długu krajowego, poprzez:
 - ograniczenie ryzyka refinansowania i ryzyka stopy procentowej do poziomu występującego w krajach UE,
 - uelastycznienie możliwości kształtowania rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

Ceną zmiany podejścia do minimalizacji kosztów był nieznaczny wzrost ryzyka kursowego długu Skarbu Państwa oraz możliwość psychologicznego wpływu na kształtowanie się rynkowego kursu walutowego. Minimalizacja kosztów obsługi długu zagranicznego następowała poprzez:

- odpowiednią politykę emisji obligacji zagranicznych. Obok dużego rozmiaru emisji na kluczowym dla Polski rynku euro po historycznie niskich poziomach rentowności (o wartości 6,25 mld euro w 2005 r. i 3,0 mld euro w I połowie 2006 r. i rentownościach od 3,70% do 4,49%), dokonano stosunkowo dużych emisji na rynkach o relatywnie niskim poziomie stóp procentowych (obligacje nominowane w jenach i frankach szwajcarskich). Łączna emisja na tych dwóch ostatnich rynkach stanowiła równowartość 2,2 mld euro (tj. 17% emisji obligacji zagranicznych w omawianym okresie), a średnie oprocentowanie wyniosło 2% przy średniej zapadalności 9,5 roku.
- zastępowanie zobowiązań droższych w obsłudze zobowiązaniami tańszymi. W 2005 r. obyło się to przez przedterminowy wykup istotnej części zadłużenia wobec Klubu Paryskiego. Wykupiono dług o wartości nominalnej stanowiącej równowartość 4,5 mld euro i średnim oprocentowaniu równym 5%.
- transakcje finansowe na instrumentach pochodnych. Ich zastosowanie dało w efekcie zmniejszenie wydatków o ok. 18 mln zł w 2005 r. i ok. 27 mln zł w I połowie 2006 r.
- ograniczanie kosztów emisji, związanych z prowizjami i opłatami płaconymi organizatorom emisji. W wyniku przyjętych kryteriów wyboru banków startujących w konkursie na organizatora emisji, wynagrodzenie banków związane z emisją obligacji w styczniu 2006 r. było znacząco niższe niż ponoszone przy wcześniejszych emisjach. Rezygnacja z niewykorzystywanego instrumentu kredytu rewolwingowego spowodowała ustanie kosztów ponoszonych z tytułu opłaty za gotowość.

Wzrost udziału finansowania zagranicznego pozwolił na obniżenie podaży SPW na rynku krajowym i możliwość elastycznego kształtowania struktury oferowanych instrumentów.

Mniejsza podaż SPW na rynku krajowym, sprzyjające warunki rynkowe wynikające m.in. z malejącej inflacji oraz z łagodzenia polityki pieniężnej NBP (rentowności rocznych bonów zmniejszyły się z 6,3% do 4,4%, rentowności obligacji 10-letnich zmniejszyły się z 5,8% do 5,1%), jak również duży popyt w segmencie obligacji średnio- i długoterminowych sprawiły, że w 2005 r. możliwa była polityka emisyjna mająca na względzie, obok minimalizacji kosztu, również znaczące ograniczanie ryzyka refinansowania i stopy procentowej. W lutym 2006 r. zakończył się cykl obniżek stóp NBP i nastąpiło wystromienie krzywej rentowności SPW (rentowności wzrosły do 4,5% w przypadku bonów rocznych i 5,7% dla obligacji 10-letnich), co zmniejszyło tempo ograniczania ryzyka refinansowania.

Do najważniejszych działań służących minimalizacji kosztów obsługi długu w drugim rozumieniu tego celu (tj. polegających na podnoszeniu efektywności rynku skarbowych papierów wartościowych) należały:

- polityka ograniczania liczby emisji obligacji na rynku krajowym, przy jednoczesnym zwiększeniu ich wartości nominalnej. Do połowy 2006 r. 6 emisji obligacji średnio- i długoterminowych osiągnęło wartość zbliżoną lub przekraczającą równowartość 5 mld EUR. Osiąganie dużej wartości poszczególnych emisji następowało między innymi poprzez ponowne otwieranie emisji długoterminowych jako benchmarki średnioterminowe;
- zwiększanie wartości poszczególnych emisji obligacji na rynkach zagranicznych, w tym na głównym rynku tj. rynku euro. Przeprowadzona w 2005 r. emisja obligacji o zapadalności w kwietniu 2020 r. osiągnęła wartość 5,25 mld EUR i jest obecnie największą i najbardziej płynną emisją na platformie NewEuro MTS;
- komunikacja oraz konsultacje z rynkiem, przyjmujące formę regularnych publikacji planów finansowych oraz spotkań z bankami-dealerami SPW (w postaci regularnych spotkań Rady Uczestników Rynku), inwestorami sektora pozabankowego oraz inwestorami zagranicznymi.

Minimalizacja kosztów obsługi długu odbywała się przy przyjętych ograniczeniach dotyczących poziomu:

1) ryzyka refinansowania

Średnia zapadalność rynkowego długu krajowego wzrosła z 3,15 do 3,57 roku w 2005 r. i do 3,69 roku w połowie 2006 r. Było to spowodowane głównie:

- dużym spadkiem zadłużenia z tytułu bonów skarbowych (z 46,9 mld zł do 24,4 mld zł w 2005 r. i do 20,4 mld zł w I połowie 2006 r.),
- stosunkowo dużą sprzedażą obligacji średnio- i długoterminowych (tj. minimum 5-letnich): stanowiły one odpowiednio 66,9% i 69,0% ogółu sprzedanych na przetargach obligacji²,
- dużą skalą przetargów zamiany. W 2005 r. odkupiono obligacje o zbliżającym się terminie zapadalności na łączną kwotę 16,2 mld zł w ujęciu nominalnym (z czego obligacji zapadających w 2006 r. - 7 mld zł). W I połowie 2006 r. na przetargach zamiany obligacji odkupiono obligacje o wartości 9,9 mld zł.

Udział SPW zapadających do 1 roku zmniejszył się z 29,6% na koniec 2004 r. do 26,7% na koniec 2005 r. i do 25,4% w połowie 2006 r. Znacznie zmniejszył się również udział bonów skarbowych w długu krajowym Skarbu Państwa: z 16,1% na koniec 2004 r. do 7,7% na koniec 2005 r. i do 6% w połowie 2006 r.

Średnia zapadalność długu zagranicznego wzrosła z 5,50 do 8,49 roku w 2005 r. i nieznacznie zmniejszyła się do 8,35 roku w połowie 2006 r. Znaczne wydłużenie średniej zapadalności w 2005 r. związane było przede wszystkim z przedterminowym wykupem długu wobec Klubu Paryskiego i refinansowaniem go emisjami obligacji o znacznie dłuższej zapadalności (o zapadalności pierwotnej od 15 do 30 lat). Dzięki temu uzyskano zmniejszenie wielkości zapadających rat kapitałowych długu zagranicznego w latach

² Łącznie z przetargami zamiany.

2005-09 w łącznej kwocie 4,5 mld EUR. Wpływ na średnią zapadalność długu zagranicznego miała również przeprowadzona w lipcu 2005 r. emisja 50-letnich obligacji nominowanych w euro, o wartości nominalnej 500 mln EUR i stałym kuponie 4,25%. Obligacje wyemitowane zostały na zasadzie emisji niepublicznej (private placement). Polska jest drugim po Francji krajem europejskim, który zaoferował na rynku euro obligacje o 50-letnim terminie zapadalności.

Średnia zapadalność całego długu Skarbu Państwa zwiększyła się z 3,83 do 5,00 lat w 2005 r. i do 5,07 roku w I połowie 2006 r.

2) ryzyka kursowego

Udział długu zagranicznego w długu Skarbu Państwa ogółem według kryterium miejsca emisji nieco się zwiększył – z 27,6% na koniec 2004 r. do 28,3% na koniec 2005 r. i do 29,0% w połowie 2006 r. Wzrost ten był wypadkową:

- stosunkowo dużego, szczególnie w 2005 r., dodatniego salda finansowania zagranicznego (12,0 mld zł wobec 26,7 mld zł finansowania krajowego w 2005 r. oraz, odpowiednio, 3,8 mld zł wobec 23,2 mld zł w I połowie 2006 r.),
- zmian kursów walut (w 2005 r. efektem netto było obniżenie poziomu długu o 3,4 mld zł, a w I połowie 2006 r. wzrost o 4,4 mld zł).

Udział euro w długu zagranicznym SP wzrósł z 62,5% do 65,6% w 2005 r. i do 70,1% w I połowie 2006 r., a w długu ogółem odpowiednio z 17,3% do 18,6% i 20,3%. Rosnący udział euro w strukturze długu wynikał z tego, że 66,9% wartości nominalnej wszystkich emisji na rynkach zagranicznych w 2005 r. oraz całość emisji w I połowie 2006 r. stanowiły obligacje nominowane w euro.

3) ryzyka stopy procentowej

Wskaźnik *duration* krajowego długu rynkowego w 2005 r. znacząco się zwiększył: z 2,44 do 2,76 roku, przyczyniając się do zmniejszenia ryzyka stopy procentowej i ustabilizował się w I połowie 2006 r., osiągając 2,77 roku. Było to wypadkową następujących czynników:

- istotnego wzrostu średniej zapadalności długu (z 3,15 do 3,57 roku na koniec 2005 r. i do 3,69 roku w połowie 2006 r.),
- malejących w 2005 r. i rosnących w I połowie 2006 r. rentowności SPW,
- zwiększenia udziału instrumentów rynkowych o oprocentowaniu zmiennym (z 8,4% do 10,6% w 2005 r. i do 10,8% w I połowie 2006 r.).

Wskaźnik *ATR* dla długu krajowego wzrósł z 2,80 do 3,07 roku w 2005 r. i do 3,16 roku w I połowie 2006 r.

Duration długu zagranicznego wzrosło z 3,78 do 6,14 roku w 2005 r. i nieznacznie zmniejszyło się do 6,09 roku w I połowie 2006 r. *ATR* długu zagranicznego wzrosło z 4,80 do 7,77 roku w 2005 r. i do 7,84 w połowie 2006 r. Prawie wszystkie (99,3%) obligacje zagraniczne wyemitowane w 2005 r. i wszystkie wyemitowane w I połowie 2006 r. oprocentowane są według stałej stopy procentowej. Działanie takie było korzystne również ze względu na historycznie niskie poziomy kształtowania się stóp procentowych na rynkach zagranicznych w 2005 r.

W rezultacie *duration* długu ogółem zwiększyło się z 2,83 do 3,74 roku w 2005 r. i do 3,75 w I połowie 2006 r., a *ATR* odpowiednio z 3,38 do 4,44 i 4,55 roku.

4) ryzyka płynności budżetu państwa

Utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa i zarządzanie płynnymi aktywami było realizowane przede wszystkim przy zastosowaniu następujących instrumentów:

- przetargów zamiany (służących ograniczaniu ryzyka refinansowania przy wykupie dużych emisji),
- oprocentowanych lokat złotych w NBP,

- lokat złotych dokonywanych w bankach komercyjnych za pośrednictwem BGK, obejmujących transakcje warunkowe typu *buy-sell-back* oraz lokaty międzybankowe (od lipca 2005 r.). Niezabezpieczone lokaty międzybankowe zostały wprowadzone jako nowy instrument zarządzania płynnością z powodu braku możliwości pełnego lokowania środków budżetu państwa w ramach transakcji zabezpieczonych SPW.
- oprocentowanych lokat walutowych w NBP i BGK.

Średni poziom płynnych aktywów złotych budżetu państwa wyniósł 6,3 mld zł³ w 2005 r. i 7,3 mld zł w I połowie 2006 r. Średni stan środków na rachunkach walutowych w NBP i BGK w 2005 r. wyniósł równowartość ok. 1,5 mld EUR, a w I połowie 2006 r. odpowiednio ok. 2,5 mld EUR.

5) pozostałych rodzajów ryzyka, w szczególności ryzyka kredytowego i operacyjnego

W omawianym okresie ryzyko kredytowe generowały dwa rodzaje transakcji dokonywane przez Skarb Państwa: transakcje na instrumentach pochodnych oraz niezabezpieczone depozyty złote.

- Transakcje finansowe na instrumentach pochodnych przeprowadzone w 2005 r. związane z zarządzaniem zobowiązaniami zagranicznymi Skarbu Państwa pozwoliły na zmniejszenie wydatków budżetowych. Przeprowadzono operację zmiany struktury zobowiązań związanych z finansowaniem programu samolotu wielozadaniowego i emisją obligacji nominowanych w USD. Część zobowiązań nominowanych w USD zamieniono w drodze transakcji pochodnych na zobowiązania nominowane w EUR, zamieniono również podstawę oprocentowania tych zobowiązań ze stawki LIBOR USD na EURIBOR EUR. Łączna wartość zawartych transakcji wyniosła ok. 2 mld USD. Ryzyko kredytowe związane z zawieraniem transakcjami minimalizowane było przez wybór partnerów o dużej wiarygodności kredytowej oraz ograniczenia nałożone na łączną wartość transakcji zawieranych z poszczególnymi partnerami (służące dywersyfikacji ryzyka kredytowego).
- Depozyty lokowane na rynku międzybankowym do lipca 2005 r. zabezpieczane były w całości papierami skarbowymi, w związku z czym nie generowały ryzyka kredytowego. Od lipca do końca grudnia 2005 r. MF za pośrednictwem BGK dokonywało też lokat niezabezpieczonych na rynku międzybankowym. Ryzyko kredytowe związane z lokatami niezabezpieczonymi, ograniczane było poprzez system limitów dla poszczególnych banków oraz strukturę terminową depozytów. Dodatkowo depozyty dokonywane były wyłącznie w bankach posiadających status dealera skarbowych papierów wartościowych (DSPW).

6) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie

W 2005 r. koszty obsługi długu Skarbu Państwa wyniosły 25,0 mld zł, tj. 2,5% PKB (wobec 22,7 mld zł, tj. 2,5% PKB w 2004 r.), z czego na koszty obsługi długu krajowego przypadało 21,3 mld zł, tj. 2,2% PKB (wobec 18,5 mld zł, tj. 2,0% w 2004 r.). Wzrost kosztów obsługi długu wynikał przede wszystkim ze wzrostu zadłużenia w latach 2004-05.

Przy emisji nowych serii SPW brany był pod uwagę równomierny rozkład płatności z tytułu ich obsługi. W szczególności, wysokość oprocentowania nowych emisji obligacji hurtowych była zbliżona do ich rentowności tak, aby ograniczyć kumulację kosztów obsługi z tytułu dyskonta przy ich wykupie. Wyjątkiem były obligacje 10-letnie otwierane jako benchmarki 5-letnie, których kupony były ustalane w innych warunkach rynkowych.

II.3. Wnioski z realizacji celu

Realizacja strategii odbywała się w warunkach wciąż dużych, choć malejących potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa oraz szybkiego wzrostu gospodarczego. W rezultacie relacja państwowego długu publicznego do PKB w 2005 r. zwiększyła się z 46,8% do 47,7%.

³ Obejmuje lokaty w NBP i w BGK oraz stan rachunku bieżącego budżetu państwa.

Cel minimalizacji kosztów obsługi długu był realizowany głównie poprzez odpowiednią politykę emisyjną. Przy niezmiennym celu i ograniczeniach związanych z ryzykiem, uelastycznieniu uległo podejście do wyboru rynków poprzez odejście od zasady, że zaciąganie długu zagranicznego służy refinansowaniu zapadającego długu zagranicznego. Pozwoliło to, dzięki niższym stopom procentowym na rynkach międzynarodowych, na których dokonywano emisji, osiągnąć lepsze rezultaty w minimalizacji kosztów obsługi długu za cenę nieznacznego wzrostu ryzyka kursowego i możliwości psychologicznego wpływu na kształtowanie się rynkowego kursu walutowego. Ten ostatni element w połączeniu ze zmniejszeniem różnic między stopami procentowymi w kraju i na głównych rynkach oraz umocnieniem złotego spowodował, że od grudnia 2005 r. Ministerstwo Finansów nie sprzedawało walut na rynku i ograniczało emisje obligacji na rynkach zagranicznych do poziomu potrzeb wynikających z obsługi długu zagranicznego. Jednocześnie spełnienie pozostałych założeń związanych z uelastycznieniem podejścia do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu i wyboru rynków, w tym istotna poprawa struktury długu krajowego, wskazują na zasadność jego utrzymania w kolejnej Strategii.

Istotnemu ograniczeniu uległo ryzyko refinansowania oraz stopy procentowej, zarówno długu krajowego jak i zagranicznego. W przypadku długu zagranicznego osiągnęły one poziom, przy którym nie stanowią ograniczenia dla realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu. Ograniczaniu ryzyka płynności budżetu państwa i ryzyka kredytowego służyło wprowadzenie nowych instrumentów zarządzania nim.

III. UWARUNKOWANIA STRATEGII

III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski w horyzoncie objętym Strategią

Wśród najważniejszych czynników makroekonomicznych wpływających na zmianę nominalnej wartości (w ujęciu złotowym) długu publicznego wymienić należy: wysokość potrzeb pożyczkowych, w tym deficytu sektora finansów publicznych, oraz zmiany kursu złotego. Na zmianę relacji długu do PKB wpływają dodatkowo realne tempo wzrostu PKB oraz zmiany poziomu cen. Główne czynniki wpływające bezpośrednio na koszty obsługi zadłużenia to stopy procentowe oraz kurs walutowy i, w mniejszym stopniu, inflacja.

1. Wzrost PKB

W 2005 r. realny wzrost PKB wyniósł 3,4%, podczas gdy w 2004 r. odnotowano wzrost PKB w wysokości 5,3%. Do wysokiego wzrostu PKB w 2004 r. przyczyniło się jednorazowe przyspieszenie działalności gospodarczej w pierwszej połowie 2004 r., związane z akcesją Polski do UE. Efekt podwyższonej bazy roku 2004 tłumaczy w znacznym stopniu istotnie niższą stopę wzrostu w 2005 r.

Dane dotyczące I półrocza 2006 r. wskazują, że Polska znajduje się w fazie szybkiego wzrostu gospodarczego. Realne tempo wzrostu PKB w I kwartale br. wyniosło 5,2% a w II kwartale br. 5,5%. Oczekuje się, że w kolejnych kwartałach dotychczas obserwowane tendencje będą kontynuowane, co w całym 2006 r. pozwoli osiągnąć realny wzrost PKB w wysokości ok. 5,2%. Prognoza dla 2007 r. zakłada ustabilizowanie realnego wzrostu PKB na poziomie 4,6%, natomiast w latach 2008-09 tempo wzrostu powinno ulec przyspieszeniu do odpowiednio 4,8% i 5,0%.

2. Deficyt fiskalny

Według założeń przyjętych do projektu ustawy budżetowej na 2007 r. deficyt budżetu państwa w 2006 r. wyniesie 29,3 mld PLN (2,8% PKB). W kolejnych latach planowane jest utrzymanie nominalnej wysokości deficytu na poziomie 30 mld PLN (odpowiednio 2,7% PKB w 2007, 2,5% PKB w 2008 i 2,4% PKB w 2009).

3. Inflacja

Po okresie bardzo niskiej inflacji w 2005 r. (0,7% w ujęciu grudzień do grudnia) przewiduje się stopniowy powrót w okolice środka ciągłego celu inflacyjnego Rady Polityki Pieniężnej, wynoszącego od 2004 r. 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień ± 1 p.proc. W kolejnych latach prognozuje się wzrost inflacji w ujęciu grudzień do grudnia do odpowiednio 2,0% w 2006 r., 2,2% w 2007 r. i 2,5% w 2008 r. oraz 2,5% w 2009 r.

4. Kurs złotego do euro

Należy oczekiwać, że postępowanie procesu wyrównywania poziomu cen w krajach członkowskich UE będzie wpływało na aprecjację złotego jako waluty kraju o stosunkowo niskim poziomie cen. Skala wpływu tego zjawiska na nominalny kurs walutowy jest jednak trudna do oszacowania ze względu na możliwość wyrównywania się cen również poprzez wyższą niż w „droższych” krajach UE inflację. Należy również zaznaczyć, że proces aprecjacyjny powinien przebiegać stopniowo i wyznaczał będzie raczej ogólny trend kursu, który będzie podlegał wahaniom związanym z bieżącą sytuacją rynkową. Kolejnym czynnikiem wspierającym złotego będzie napływ środków z UE (w tym środków funduszy strukturalnych i środków związanych z realizacją Wspólnej Polityki Rolnej).

5. Stopy procentowe

Druga połowa 2004 r. i pierwsze trzy kwartały 2005 r. to okres spadkowego trendu krajowych stóp procentowych (do poziomu poniżej 4,5% dla benchmarków 5- i 10-letniego). Obawy związane z rozwojem sytuacji politycznej w Polsce, na które nałożyły się wzrosty rentowności na rynkach zagranicznych, spowodowały znaczący wzrost stóp pod koniec 2005 r. Wraz z uspokojeniem sytuacji w kraju spadły również stopy procentowe (28 lutego 2006 r. rentowności obligacji 2-letnich i 5-letnich osiągnęły najniższe wartości w historii zbliżając się do poziomów odpowiednio 3,9% i 4,3%. W tym samym czasie rentowność obligacji 10-letnich zbliżyła się do historycznego minimum osiągając poziom 4,6%). Pod

koniec I kwartału 2006 r. pojawił się wzrostowy trend rentowności instrumentów krajowych (złotowych). Przyczyny tego wzrostu mają podłoże zarówno globalne, związane ze wzrostem rentowności na rynkach zagranicznych (w szczególności kontynuacją wzrostu rentowności w strefie euro), jak i wewnętrzne, w szczególności oczekiwanie na stabilizację stóp NBP w 2006 r. i ich wzrost w 2007 r. Można oczekiwać, że rynek obligacji złotych pozostanie silnie skorelowany z rynkiem papierów nominowanych w euro, a *spread* polskich obligacji do ich odpowiedników nominowanych w euro wynikać będzie z następujących czynników:

- stopnia spełnienia kryteriów z Maastricht,
- perspektyw wejścia Polski do unii monetarnej,
- poziomu rozwoju rynku SPW w Polsce.

Zakładane wartości głównych wielkości makroekonomicznych przyjętych do przygotowania niniejszej Strategii przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Podstawowe zmienne makroekonomiczne

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009
Realny wzrost PKB (%)	3,4	5,2	4,6	4,8	5,0
PKB w cenach bieżących (mld zł)	980,9	1.036,0	1.099,7	1.176,6	1.265,0
Deficyt budżetu państwa (% PKB)	2,9	2,8	2,7	2,5	2,4
Deficyt budżetu państwa (mld zł)	28,6	29,3	30,0	30,0	30,0
Wskaźnik wzrostu cen (CPI) średnioroczny (%)	2,1	1,1	1,9	2,5	2,5
Stopa operacji otwartego rynku (%)					
- średnio w okresie	5,30	4,10	4,30	4,70	4,80
- na koniec okresu	4,50	4,00	4,50	4,75	4,75
PLN/USD - średnio w okresie	3,2348	3,1133	3,0365	3,0050	2,9750
PLN/EUR - średnio w okresie	4,0254	3,9100	3,9019	3,8615	3,8229

III.2. Uwarunkowania międzynarodowe

Szacunki wskazują, że tempo wzrostu światowego PKB w 2005 r. było tylko o ok. 0,5 p.proc. niższe od zanotowanego w wyjątkowo dobrym 2004 r., kiedy przekroczyło 5%, pomimo wysokich cen surowców naturalnych, zwłaszcza ropy naftowej i stopniowego zaostrzenia polityki pieniężnej.

Główne instytucje międzynarodowe przewidują, że tempo wzrostu światowego PKB w latach 2006-2007 pozostanie na stosunkowo wysokim poziomie. Oczekuje się w szczególności poprawy koniunktury w strefie euro, która jest głównym rynkiem eksportowym dla Polski. W bilansie ryzyk dotyczącym perspektyw gospodarki światowej czynniki negatywne przeważają jednak nad pozytywnymi. Najważniejsze zagrożenia to: wyższy od założeń wzrost cen ropy naftowej oraz możliwość gwałtownego zaostrzenia warunków panujących na rynkach finansowych, m.in. na skutek pojawienia się wyższej od oczekiwań presji inflacyjnej oraz rosnącej nierównowagi na rachunkach obrotów bieżących w skali globalnej. Ewentualny znaczący wzrost długoterminowych stóp procentowych może być w szczególności groźny dla tych krajów, w których ceny na rynkach nieruchomości znajdują się na bardzo wysokim poziomie.

Do najważniejszych z punktu widzenia zarządzania długiem uwarunkowań międzynarodowych zaliczyć należy:

- sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których zaciągane będą zobowiązania służące zaspokajaniu potrzeb pożyczkowych budżetu za granicą. Dla Polski największe znaczenie z uwagi na przyjętą strategię emisji ma rozwój sytuacji na rynku euro (rynek franka szwajcarskiego jest silnie skorelowany z rynkiem euro), jena i dolara amerykańskiego,
- poziom skłonności do ryzyka inwestorów działających na rynkach globalnych wpływający

na wysokość premii za ryzyko oczekiwanej przez nabywców polskich obligacji (wysokość odchylenia rentowności (*spread*) w stosunku do rentowności instrumentów „bazowych”).

1. Rynek euro (EUR)

Europejski Bank Centralny kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej. Po dokonanej w sierpniu 2006 r. podwyżce podstawowa stopa procentowa znajduje się na poziomie 3,00%. Analitycy prognozują kontynuację wzrostu stóp procentowych do poziomu 3,25% w końcu bieżącego roku i 3,5% na początku 2007 r.

2. Rynek amerykański (USD)

Okres zacieśniania polityki pieniężnej w USA najprawdopodobniej dobiegł końca w I półroczu 2006 r. Przewiduje się, że dokonana w czerwcu 2006 r. podwyżka stóp procentowych do wysokości 5,25% mogła być ostatnią (lub jedną z ostatnich w serii). W związku z powyższym należy się spodziewać stabilizacji wysokości stopy dla USD w roku 2006 i być może zmniejszenia restrykcyjności polityki pieniężnej w pierwszym półroczu 2007 (na brak oczekiwań dalszych wzrostów stóp wskazuje również względnie płaska krzywa rentowności).

3. Rynek japoński (JPY)

Poprawiająca się sytuacja gospodarki japońskiej skłoniła bank centralny tego kraju do porzucenia polityki „zerowych stóp procentowych”. Bank Japonii podjął w lipcu 2006 roku decyzję o podniesieniu stopy procentowej do 25 punktów bazowych (z zerowego poziomu wcześniej). Analitycy są podzieleni co do perspektyw kształtowania się stóp w przyszłości, choć większość wskazuje na duże prawdopodobieństwo kolejnych podwyżek i oczekuje, iż do końca 2007 r. stopa procentowa Banku Japonii może wzrosnąć do 1%.

4. Marże kredytowe

Mimo zawirowań w zakresie zaufania do rynków wschodzących, jakie wystąpiły w połowie 2006 r., mało prawdopodobne jest trwalsze pogorszenie stosunku inwestorów do tych rynków. Utrzymywanie się niskich marż kredytowych tłumaczone jest występowaniem wysokiego poziomu płynności w skali globalnej i związanym z tym poszukiwaniem alternatywnych miejsc lokowania kapitału. Istotne znaczenie ma również postrzeganie gospodarek wschodzących jako posiadających coraz silniejsze fundamenty ekonomiczne. Zagrożeniem dla niskich marż mogą być wzrosty poziomów stóp procentowych na głównych rynkach (tj. w USA, strefie euro i Japonii), które zmniejszą atrakcyjność potencjalnego dodatkowego zysku osiąganego dzięki inwestycji w aktywa obciążone większym ryzykiem.

IV. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z DŁUGIEM PUBLICZNYM

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się w warunkach niepewności dotyczącej kształtowania się wielu czynników mających wpływ na podejmowane decyzje, dlatego z zarządzaniem długiem nieodłącznie związane jest zarządzanie ryzykiem. Zarządzanie ryzykiem długu publicznego polega na zapewnieniu, by ryzyko nie przekroczyło poziomu uznanego za akceptowalny przy realizacji celu *Strategii* - minimalizacji kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu.

Ryzyko dotyczy w szczególności:

- otoczenia makroekonomicznego (np. tempa wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie, poziomu inflacji, zjawisk kryzysowych w gospodarce światowej),
- otoczenia budżetowego (np. wielkości potrzeb pożyczkowych budżetu, w tym deficytu budżetowego w kolejnych latach, przychodów z prywatyzacji),
- otoczenia rynkowego (np. poziomu krajowych i zagranicznych stóp procentowych, kursów walutowych, wielkości popytu na skarbowe papiery wartościowe),
- otoczenia instytucjonalnego i prawnego (np. zmian obowiązującego prawa, integracji europejskiej, ram organizacyjnych zarządzania długiem).

Istnienie ryzyka związanego z długiem publicznym można rozpatrywać na dwóch płaszczyznach, jako:

- niebezpieczeństwo negatywnego wpływu długu publicznego na gospodarkę,
- źródło niepewności co do wielkości długu publicznego i kosztów jego obsługi.

Dodatkowo wyróżnić można ryzyko związane z długiem potencjalnym, wynikającym z możliwości realizacji gwarancji i poręczeń udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych.

IV.1. Ryzyko negatywnego wpływu długu publicznego na gospodarkę

Ryzyko negatywnego wpływu długu publicznego na gospodarkę jest tym większe, im wyższy jest poziom długu. Dodatkowo zwiększeniu ryzyka sprzyjać może nieodpowiednia struktura długu.

Do najważniejszych negatywnych skutków nadmiernego zadłużenia państwa można zaliczyć:

- 1) postrzeganie Polski jako kraju o podwyższonym ryzyku oraz jego negatywny wpływ na poziom i zmienność stóp procentowych i kursów walutowych,
- 2) negatywne następstwa przekroczenia przez Polskę kryterium z Maastricht dotyczące długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (*general government*),
- 3) negatywne następstwa przekroczenia przez relację długu publicznego do PKB progów ostrożnościowych 50% i 55%, wynikających z ustawy o finansach publicznych, jak również konstytucyjnego limitu 60%,
- 4) wypieranie kapitału prywatnego w dostępie do oszczędności krajowych,
- 5) niebezpieczeństwo, że duże potrzeby pożyczkowe państwa natrafiają na barierę popytu na rynku finansowym,
- 6) możliwość powstania kryzysu zadłużeniowego i częściowej lub całkowitej utraty zdolności do terminowej obsługi długu.

Stosunek długu publicznego do PKB w Polsce, wynoszący na koniec 2005 r. 41,9% (wg metodologii UE), jest niższy w porównaniu z wielkością tej relacji dla całej UE, wynoszącą w 2005 r. 63,4% i 70,8% - dla strefy euro⁴. Niemniej Polska wciąż jest krajem o niższej niż średnia UE wiarygodności kredytowej, dlatego poziom długu uznawanego za bezpieczny jest odpowiednio niższy.

⁴ Zob. Aneks 4.

Poziom i struktura długu publicznego są kształtowane przede wszystkim przez zobowiązania zaciągane przez Skarb Państwa (SP). Główne czynniki wpływające na zmianę relacji długu SP do PKB w ubiegłych latach przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Czynniki wpływające na zmianę długu SP w latach 2004-2005 (w relacji do PKB)

Wyszczególnienie	2004	2005
Relacja długu Skarbu Państwa do PKB	43,6%	44,9%
Zmiana relacji dług SP/PKB	-1,4%	1,2%
1. Saldo pierwotne budżetu państwa	2,0%	0,3%
2. Wydatki z tytułu kosztów obsługi długu Skarbu Państwa	2,5%	2,5%
3. Nominalny wzrost PKB	-4,0%	-2,6%
4. Inne czynniki wpływające na zmianę relacji, w tym głównie:	-1,9%	0,9%
4.1. potrzeby pożyczkowe budżetu państwa poza finansowaniem deficytu*	0,6%	1,7%
4.2. przychody netto z prywatyzacji	-0,8%	-0,3%
4.3. różnice kursowe od długu w walutach obcych	-2,2%	-0,3%
4.4. konwersja długu FUS wobec OFE na SPW	0,1%	0,1%
4.4. pozostałe czynniki**	0,4%	-0,4%

* Głównie: saldo środków przechodzących (z poprzedniego roku i na kolejny rok), saldo udzielonych pożyczek, prefinansowanie, środki dla FUS z tytułu ubytku składki przekazywanej do OFE.;

** Zmiana długu z tytułu dyskonta od SPW, ciągnięcia pozakasowe i umorzenie długu oraz zmiana pozostałego długu SP.

IV.2. Ryzyko zmiany wielkości długu publicznego i kosztów jego obsługi

Na wysokość relacji długu publicznego do PKB wpływa nominalny poziom długu i nominalny PKB, zależny od realnego wzrostu PKB oraz zmian cen (mierzonych deflatorem PKB). Niższa o 1 p. proc. w stosunku do założeń ścieżka wzrostu nominalnego PKB w latach 2007-2009 skutkowałaby wzrostem relacji państwowego długu publicznego do PKB o 0,5 p. proc. w 2007 r., 1,0 p. proc. w 2008 r. i 1,5 p. proc. w 2009 r.

Przy określonej wielkości potrzeb pożyczkowych państwa, nominalny poziom długu publicznego, kosztów jego obsługi i ryzyka związanego z ich odchyleniem od oczekiwanej wartości wynika z przyjętej struktury finansowania (tj. rodzajów zastosowanych instrumentów dłużnych) i operacji dokonywanych na długu.

Do rodzajów ryzyka związanych z kosztami długu publicznego, stanowiących ograniczenie dla celu minimalizacji kosztów, zalicza się:

- a) ryzyko refinansowania,
- b) ryzyko kursowe,
- c) ryzyko stopy procentowej,
- d) ryzyko płynności budżetu państwa,
- e) pozostałe rodzaje ryzyka, w szczególności ryzyko kredytowe i operacyjne,
- f) ryzyko wynikające z rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

Ad a) Ryzyko refinansowania

Ryzyko refinansowania w walucie krajowej począwszy od końca 2003 r. ulegało systematycznemu ograniczaniu. Średnia zapadalność do połowy 2006 r. wzrosła z 2,66 roku do 3,69 roku, a udział SPW o terminie wykupu do 1 roku zmniejszył się z 37,9% do 25,4%, co w wartościach nominalnych dawało odpowiednio 93,2 mld zł i 85,3 mld zł. Począwszy od 2004 r. bony skarbowe nie służą finansowaniu deficytu. Mimo znacznego postępu w ograniczaniu ryzyka refinansowania w walucie krajowej, jego poziom jest nadal wyższy w porównaniu z innymi państwami UE, gdzie średnia zapadalność z reguły przekracza 6 lat⁵.

⁵ W czerwcu 2006 r. średnia zapadalność (w latach) wyniosła 5,6 w Portugalii, 6,1 w Czechach, 6,6 we Włoszech, 6,7 w Belgii, 6,8 w Hiszpanii, 6,9 we Francji i 13,2 w Wielkiej Brytanii.

Dalsze ograniczanie ryzyka refinansowania wymagałoby ograniczenia sprzedaży obligacji krótkoterminowych (tj. do 3 lat) oraz zwiększania sprzedaży obligacji długoterminowych (10-letnich i dłuższych). Oznaczałoby to trwałe przesunięcie akcentu z obligacji 2-letnich na 5- i 10-letnie jako głównego źródła finansowania oraz wzrost roli obligacji o pierwotnym terminie wykupu powyżej 10 lat. Istotnym instrumentem ograniczania ryzyka refinansowania pozostawać będą przetargi zamiany obligacji. W zależności od wymogów płynności budżetu państwa oraz zainteresowania uczestników rynku, ich uzupełnieniem mogą być przetargi odkupu obligacji.

Przedterminowa spłata części zobowiązań wobec Klubu Paryskiego w 2005 r. oraz zwiększone emisje obligacji o długich terminach zapadalności ograniczyły ryzyko refinansowania w walutach obcych do bezpiecznego poziomu. Średnia zapadalność w połowie 2006 r. wyniosła 8,35 roku, a udział długu, którego termin spłaty przypada w ciągu 1 roku wyniósł jedynie 6,9%. Ryzyko refinansowania długu zagranicznego nie stanowi istotnego ograniczenia dla realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu.

Ad b) Ryzyko kursowe

Udział długu zagranicznego (według kryterium miejsca emisji) w długu Skarbu Państwa, który do 2004 r. systematycznie malał, w 2005 r. nieznacznie wzrósł, a następnie ustabilizował się na poziomie ok. 29%. Miało to związek z uelastycznieniem podejścia do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu w kontekście ograniczeń wynikających z ryzyka kursowego.

Najważniejszymi uwarunkowaniami zarządzania ryzykiem kursowym w horyzoncie strategii są:

- wrażliwość długu zagranicznego i kosztów jego obsługi na zmiany kursów (w połowie 2006 r. osłabienie złotego wobec wszystkich walut, w których nominowane jest zadłużenie, o 1% skutkowałoby zwiększeniem długu o ok. 1,4 mld zł (ok. 0,13% PKB), podobnie osłabienie złotego wobec tychże walut o 1% skutkowałoby zwiększeniem kosztów ok. 60 mln zł (ok. 0,01% PKB)
- różnica oczekiwanych kosztów obsługi długu w różnych walutach, związana z poziomami stóp procentowych na poszczególnych rynkach oraz pozycją Polski na tych rynkach,
- potrzeby walutowe budżetu państwa, związane z obsługą i wykupem długu zagranicznego,
- możliwe efekty uboczne związane z wymianą walut pozyskiwanych na rynkach zagranicznych – wpływ na kurs przy wymianie na rynku walutowym lub wpływ na podaż pieniądza i koszty neutralizujących operacji otwartego rynku przy sprzedaży do NBP,
- strategiczna rola euro jako przyszłej waluty krajowej.

Ad c) Ryzyko stopy procentowej

Ze względu na dominujące znaczenie instrumentów o oprocentowaniu stałym, ryzyko stopy procentowej na rynku krajowym podlegało w ostatnich latach podobnym zmianom jak ryzyko refinansowania. *Duration* krajowego długu rynkowego wzrosło z 2,12 roku na koniec 2003 r. do 2,77 roku w połowie 2006 r., a ATR z 2,44 do 3,16 roku.

Poziom ryzyka stopy procentowej długu krajowego jest nieco wyższy w porównaniu z innymi państwami UE, gdzie *duration* z reguły przekracza 3 lata⁶. *Duration* polskiego długu krajowego jest zbliżone do poziomu *duration* dla tych państw UE, w których wartości tego wskaźnika były najniższe.

W horyzoncie *Strategii* zasadne będzie określenie docelowego, pożądanego poziomu *duration*. Może również zaistnieć potrzeba rozdzielenia zarządzania ryzykiem refinansowania (wydłużanie średniej zapadalności) i ryzykiem stopy procentowej (utrzymanie *duration* w pobliżu docelowej wartości). Wymagać to będzie zwiększenia udziału emisji SPW o zmiennej

⁶ W połowie 2006 r. *duration* wyniosło ok. 3,0 w Portugalii, 4,4 w Belgii, 5,0 w Hiszpanii i 7,9 w Wielkiej Brytanii. Dane nie są do końca porównywalne ze względu na różnice w zakresie i metodologii.

stopie procentowej lub kontynuacji polityki sprzedaży obligacji średnio i długoterminowych o oprocentowaniu stałym i zmianie profilu przepływów poprzez stosowanie transakcji swap na stopę procentową.

Podobnie, jak w przypadku długu krajowego ze względu na dominujące znaczenie długu o oprocentowaniu stałym, *duration* długu zagranicznego pozostaje w ścisłym związku ze średnią zapadalnością. W połowie 2006 r. *duration* długu zagranicznego wyniosło 6,09 roku, a ATR 7,8 roku, ryzyko stopy procentowej długu w walutach obcych jest zatem niewielkie.

Zmiana stóp procentowych od początku 2007 r. o 1 p.proc. powoduje w 2007 r. zmianę kosztów obsługi długu o ok. 0,5 mld zł dla długu krajowego i o ok. 0,1 mld zł dla długu zagranicznego.

W tabeli 4 przedstawione zostały wrażliwości kosztów obsługi długu Skarbu Państwa na zmianę stóp procentowych w stosunku do przyjętej ścieżki od października 2006 r.

Tabela 4. Wrażliwość wydatków z tyt. obsługi długu Skarbu Państwa na zmiany stóp procentowych w latach 2007-2009 (przy założonej strategii finansowania)

Wzrost wydatków z tyt. obsługi długu Skarbu Państwa przy wzroście stóp procentowych o 1 p. proc. w stosunku do założonej ścieżki		2007	2008	2009
Dług krajowy	mld zł	0,8	1,8	2,8
	% PKB	0,07%	0,15%	0,22%
Dług zagraniczny	mld zł	0,2	0,4	0,6
	% PKB	0,02%	0,03%	0,05%
Łącznie	mld zł	1,0	2,2	3,5
	% PKB	0,09%	0,19%	0,27%

Ad d) Ryzyko płynności budżetu państwa

Na zarządzanie ryzykiem płynności składają się dwa rodzaje działań:

- Dążenie do utrzymywania bezpiecznej rezerwy na możliwie najniższym poziomie - służy temu doskonalenie procesu planowania i monitorowania płynności budżetu państwa, budowa odpowiedniej infrastruktury oraz rozwiązań organizacyjnych, w tym planowane wprowadzenie jednolitego rachunku budżetu państwa i możliwości monitorowania rachunków poszczególnych dysponentów w trybie *on line*. Ograniczy to koszty wynikające z konieczności utrzymywania wyższych rezerw płynnych oraz ryzyko braku płynności w sytuacjach nieprzewidzianych.
- Zarządzanie płynnymi aktywami, które powinno generować dochody budżetowe rekompensujące w jak największym stopniu koszty związane z utrzymywaniem określonego, bezpiecznego poziomu płynności.

Głównym instrumentem zarządzania płynnością budżetu państwa jest utrzymywanie środków na rachunkach budżetowych oraz lokowanie nadwyżek na krótkoterminowych lokatach w NBP i w BGK (bankach komercyjnych). Poziom lokat wynika z nierównomiernego rozkładu w czasie przepływów na rachunkach budżetowych (dochodów i wydatków oraz przychodów i rozchodów). Poziom ten ma zagwarantować bezpieczeństwo pokrywania zapotrzebowania budżetu na środki bez potrzeby nagłych zmian w emisjach SPW.

Ad e) Pozostałe rodzaje ryzyka

Do pozostałych rodzajów ryzyka należą wszystkie nie wymienione wcześniej źródła niepewności związane z zarządzaniem długiem publicznym, których bezpieczny poziom stanowi ograniczenie dla realizacji celów *Strategii*.

1. Ryzyko kredytowe

Ryzyko kredytowe związane z zarządzaniem długiem Skarbu Państwa oraz płynnością budżetu państwa w Polsce pojawiło się w 2004 r., wraz z rozpoczęciem lokowania płynnych

środków budżetu państwa w bankach komercyjnych oraz przeprowadzeniem pierwszej transakcji z wykorzystaniem instrumentów pochodnych. Od lipca 2005 r., obok lokat zabezpieczonych skarbowymi papierami wartościowymi, dokonywane są również lokaty niezabezpieczone.

Ograniczeniu ryzyka kredytowego związanego z takimi transakcjami służy zdefiniowanie listy podmiotów o wysokiej wiarygodności kredytowej, które mogą być partnerami transakcji, oraz limitów kwot zaangażowania, uzależnionych od wielkości ryzyka związanego z poszczególnymi partnerami i rodzajami transakcji.

2. Ryzyko operacyjne

W celu ograniczenia tego ryzyka dąży się do zintegrowania zarządzania długiem w jednej jednostce organizacyjnej, której struktura, stosowane procedury i nadzór łączy rozwiązania stosowane w instytucjach rynkowych i administracji państwowej.

Coraz większa złożoność i wyrafinowanie instrumentów zarządzania długiem publicznym, jak również postępująca integracja europejska wymaga dostosowania struktury instytucjonalnej i organizacyjnej zarządzania długiem, mającego na celu ograniczenie ryzyka operacyjnego. Ma to szczególne znaczenie w przypadku stosowania instrumentów pochodnych i transakcji lokacyjnych na rynku finansowym. Nowoczesne zarządzanie długiem publicznym wymaga istnienia efektywnej infrastruktury technicznej oraz sprawnych procedur organizacyjnych, zapewniających szybką ocenę ryzyka i adekwatne reagowanie na zmieniające się warunki rynkowe. Brak odpowiedniej infrastruktury technicznej oraz procedur organizacyjnych jest źródłem ryzyka operacyjnego, które uniemożliwia lub znacznie ogranicza zakres stosowania nowoczesnych instrumentów zarządzania długiem, od lat wykorzystywanych standardowo w państwach rozwiniętych.

Ad f) Rozkład kosztów obsługi długu w czasie

Koszty obsługi długu powinny być równomiernie rozłożone w czasie, aby ich zmienna wysokość nie wpływała destabilizująco na konstruowanie budżetu państwa. Przy kasowym systemie księgowości budżetu pozytywny wpływ na stabilizację kosztów w czasie ma unikanie emisji papierów wartościowych z dużym dyskontem, które staje się kosztem w momencie wykupu papieru.

Skutecznym instrumentem zarządzania rozkładem kosztów obsługi długu w czasie mogą być przetargi zamiany i odkupu obligacji, stosowane od 2001 r., przede wszystkim w celu ograniczania ryzyka refinansowania.

IV.3. Ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami oraz niektórymi innymi operacjami sektora

Z udzielaniem przez podmioty sektora finansów publicznych, w tym przede wszystkim przez Skarb Państwa, poręczeń i gwarancji wiąże się ryzyko generowania kosztów obsługi długu powstających na skutek wypłaty gwarancji i poręczeń.

Zgodnie z *Ustawą z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych*, od 1 stycznia 2006 r. przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielone przez jednostki sektora finansów publicznych nie powiększają, jak poprzednio, kwoty państwowego długu publicznego, której relacja do PKB stanowi punkt odniesienia dla przewidzianych w ustawie progów ostrożnościowych 50%, 55% i 60%. Tym samym ryzyko związane ze wzrostem tej relacji na skutek zwiększenia kwoty przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji ma obecnie pośredni charakter, poprzez możliwość zwiększenia potrzeb pożyczkowych w wypadku poniesienia kosztów z tytułu wykonania gwarancji lub poręczenia.

Dotychczasowa działalność Skarbu Państwa w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. W 2005 r., pomimo wzrostu kwoty potencjalnych zobowiązań, obniżeniu uległ długoterminowy współczynnik ryzyka dla całego portfela. Podobnie jak w latach ubiegłych, relatywnie większym ryzykiem obarczone były poręczenia i gwarancje krajowe. Relacja przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i

poręczeń udzielonych przez Skarb Państwa do PKB uległa obniżeniu z 1,28% w 2004 r. do 1,06% w 2005 r.

W celu ograniczenia ryzyka związanego z udzielaniem gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa, przy jednoczesnym zachowaniu korzyści z ich stosowania jako instrumentu polityki gospodarczej państwa, należy utrzymać niżej wymienione zasady:

- koncentracja udzielania poręczeń i gwarancji na wspieraniu inwestycji prorozwojowych, z zakresu infrastruktury i mieszkalnictwa, ochrony środowiska oraz tworzenia nowych miejsc pracy, przede wszystkim realizowanych w oparciu o fundusze z UE (kredyty i obligacje poręczone lub gwarantowane przez SP powinny umożliwić pozyskanie funduszy UE stanowiących wielokrotność ich wartości),
- relacja przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa do PKB nie powinna przekroczyć 1,4%, a relacja potencjalnych zobowiązań Skarbu Państwa z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB wysokości 4,5%,
- ograniczenie roli szczególnie ryzykownych dla Skarbu Państwa poręczeń i gwarancji udzielanych na podstawie ustaw specjalnych.

Dodatkowym źródłem ryzyka wzrostu długu publicznego mogą być różnego typu transakcje zawierane przez jednostki sektora finansów publicznych, w szczególności operacje w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego oraz *sekurytyzacja*.

V. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2007-09

Celem Strategii, któremu podporządkowane będzie zarządzanie długiem, pozostanie **minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach odnośnie poziomu:**

- a) ryzyka refinansowania,
- b) ryzyka kursowego,
- c) ryzyka stopy procentowej,
- d) ryzyka płynności budżetu państwa,
- e) pozostałych rodzajów ryzyka, w szczególności ryzyka kredytowego i operacyjnego,
- f) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

Cel ten jest rozumiany w dwóch aspektach, jako:

- minimalizacja kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu, poprzez optymalny dobór rynków, instrumentów zarządzania długiem, struktury finansowania potrzeb pożyczkowych (tj. udziału poszczególnych instrumentów) i terminów emisji;
- dalsze podnoszenie efektywności rynku SPW, przyczyniające się do obniżenia rentowności SPW. Różnice w rentownościach (*spread*) SPW polskich i emitowanych przez kraje o najwyższej w UE wiarygodności kredytowej w przyszłości powinny być jedynie wynikiem różnic w ocenie ryzyka kredytowego kraju, a nie barier i ograniczeń w organizacji i infrastrukturze rynku SPW.

Podejście do realizacji celu minimalizacja kosztów obsługi długu nie uległo zmianie w stosunku do Strategii z poprzedniego roku. Oznacza to możliwość elastycznego kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty oraz typu instrumentów. Realizowana struktura finansowania powinna być rezultatem oceny sytuacji rynkowej (poziomu stóp procentowych i kształtu krzywej dochodowości na poszczególnych rynkach oraz oczekiwań dot. kształtowania się kursów walutowych) i wynikać z porównania kosztów pozyskiwania środków w długim horyzoncie w kontekście ograniczeń wynikających z przyjętych za akceptowalne poziomów ryzyka. W przypadku wyboru waluty finansowania brana będzie pod uwagę także wielkość potrzeb pożyczkowych budżetu w walutach obcych.

Podstawowym rynkiem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy. Oferta instrumentów na rynku krajowym będzie kształtowana tak, aby podaż w poszczególnych segmentach krzywej dochodowości nie powodowały nadmiernego wzrostu rentowności. W związku z powyższymi założeniami emisje na rynkach zagranicznych powinny:

- zapewniać środki na spłaty rat kapitałowych oraz odsetek od długu zagranicznego, w tym operacji przedterminowego wykupu,
- wzmacniać pozycję Polski na rynku euro, stanowiącym rynek o strategicznym znaczeniu z uwagi na perspektywę pełnej integracji w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej,
- zapewniać obecność Polski na pozostałych głównych rynkach finansowych (tj. na rynku amerykańskim, japońskim i szwajcarskim),
- działać stabilizująco na rynek krajowy poprzez zapewnienie bezpieczeństwa finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sytuacji przejściowych zaburzeń na rynku krajowym, przy jednoczesnym uwzględnieniu możliwości wystąpienia ubocznych skutków związanych z wymianą walut na złote (tj. wpływu na kurs walutowy oraz politykę pieniężną banku centralnego).

Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasowym będzie podlegać ograniczeniom związanym ze strukturą długu. W związku z tym założono z tytułu:

- a) ryzyka refinansowania

- dalsze zwiększanie roli instrumentów średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym w tempie uzależnionym od popytu ze strony inwestorów,
 - dążenie do równomiernego rozłożenia płatności z tytułu obsługiwanego i wykupywanego długu krajowego i zagranicznego w kolejnych latach (koordynację polityki emisyjnej pod względem terminów zapadalności emitowanych obligacji),
 - osiągnięcie średniej zapadalności długu krajowego w wysokości ok. 4 lat,
 - że obecny poziom ryzyka refinansowania długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;
- b) ryzyka kursowego
- zmniejszenie ryzyka kursowego mierzonego udziałem długu nominowanego w walutach obcych w długu ogółem w okresie poprzedzającym wstąpienie do strefy euro do poziomu w przedziale 25-27%. Wejście do strefy euro mimo, że nastąpi w horyzoncie wykraczającym poza obecną Strategię, będzie oznaczać skokowy spadek poziomu ryzyka kursowego, ponieważ dług nominowany w euro stanie się długiem w walucie krajowej,
 - możliwość zastosowania instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem kursowym w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu;
- c) ryzyka stopy procentowej
- oddzielenie zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania, tak na rynku krajowym jak i zagranicznym. Możliwe instrumenty to procentowe transakcje *swap* oraz obligacje o zmiennym oprocentowaniu i obligacje inflacyjne,
 - utrzymanie *duration* długu krajowego w przedziale 2,5 –3,5 roku, co zapewni możliwość realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu w sytuacji oczekiwań na wzrost stóp procentowych i silnie rosnącej krzywej dochodowości,
 - że obecnie poziom ryzyka stopy procentowej długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;
- d) ryzyka płynności budżetu państwa
- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami;
- e) pozostałych rodzajów ryzyka, w szczególności ryzyka kredytowego i operacyjnego,
- zawieranie transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych z podmiotami krajowymi i zagranicznymi o wysokiej wiarygodności kredytowej,
 - stosowanie instrumentów ograniczających ryzyko kredytowe oraz rozwiązań pozwalających na jego dywersyfikację przy zawieraniu transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych,
 - zarządzanie płynnością budżetu państwa z uwzględnieniem ryzyka kredytowego generowanego przez transakcje niezabezpieczone,
 - ograniczenie ryzyka operacyjnego związanego z infrastrukturą techniczną;
- f) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie
- dążenie do złagodzenia skokowych wzrostów kosztów obsługi długu w latach objętych Strategią za pomocą dostępnych instrumentów. W horyzoncie dłuższym niż okres objęty prezentowaną Strategią polityka emisji nowych obligacji średnio- i długoterminowych oraz przedterminowego wykupu zapadającego długu, w tym przetargów zamiany, powinna wpływać na równomierny rozkład kosztów obsługi długu,
 - ustalanie kuponów obligacji w takiej wysokości, aby były one w okresie sprzedaży zbliżone do rentowności.

VI. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM

Za najważniejsze zadania *Strategii* wynikające z realizacji przyjętych celów uznano:

1. Zwiększanie płynności, efektywności i przejrzystości rynku SPW.
2. Rozwój systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW).
3. Prowadzenie skutecznej komunikacji z uczestnikami rynków finansowych.
4. Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa.

Ad 1. Zwiększanie płynności, efektywności i przejrzystości rynku SPW

Działania zmierzające do jak najbardziej efektywnego funkcjonowania rynku SPW są zadaniem ciągłym i dotyczą zarówno rynku pierwotnego jak i wtórnego, z uwagi na wzajemne relacje pomiędzy nimi. Działania te dotyczą w szczególności takich aspektów, jak polityka emisyjna, organizacja rynku pierwotnego i wtórnego.

Okres objęty prezentowaną *Strategią*, mimo przesunięcia w czasie perspektywy wejścia do strefy euro, będzie obejmować działania zmierzające do pełniejszej integracji krajowego rynku SPW z rynkiem europejskim. Czynnikiem wspomagającym są przedsięwzięcia władz UE zmierzające do likwidacji barier w zakresie funkcjonowania rynków finansowych (bariery te zidentyfikowane zostały w raporcie przygotowanym dla Komisji Europejskiej przez zespół Giovanniniego⁷).

Działania rządu powinny zmierzać w kierunku takiej organizacji krajowego rynku SPW, aby w momencie przyjęcia wspólnej waluty stał się on jednym z segmentów europejskiego rynku SPW, umożliwiając finansowanie potrzeb pożyczkowych po jak najniższym koszcie. Doświadczenia emitentów strefy euro wskazują, że *spread* w stosunku do papierów uznawanych za bazowe (tj. emitowanych przez Niemcy) jest głównie wynikiem dwóch czynników:

- wiarygodności kredytowej kraju,
- organizacji rynku SPW w danym państwie i funkcjonującej infrastruktury.

O ile pierwszy element jest czynnikiem zależnym w głównej mierze od ogólnej polityki makroekonomicznej władz oraz stanu finansów publicznych, a więc pozostaje poza bezpośrednim wpływem zarządzającego długiem, o tyle drugi punkt stanowi obszar współkształtowany przez zarządzającego długiem. Dotyczy on takich aspektów jak polityka emisyjna, organizacja rynku pierwotnego (w tym systemu DSPW) i organizacja rynku wtórnego (systemu rozliczeń, systemów obrotu SPW).

Działania zwiększające atrakcyjność rynku SPW i ułatwiające integrację rynku finansowego Polski z rynkiem strefy euro będą realizowane poprzez:

- Kontynuację polityki emisyjnej średnio- i długoterminowych SPW zmierzającej do ograniczania liczby emisji obligacji, przy jednoczesnym stopniowym zwiększaniu ich wartości. Planuje się utrzymanie realizowanej od 2003 r. polityki emisji średnio- i długoterminowych obligacji o stałym oprocentowaniu, tak aby wartość pojedynczej emisji osiągnęła równowartość 5 mld EUR, (wartość 5 mld EUR stanowi minimalny poziom wymagany przy wprowadzaniu obligacji nominowanych w euro do kwotowań na platformie EuroMTS). Obecnie próg 5 mld EUR przekroczyło 6 emisji obligacji na rynku krajowym. W segmencie obligacji o najkrótszych okresach wykupu (obligacje dwuletnie zerokuponowe) zapewnienie płynności w warunkach ograniczonej podaży może być realizowane poprzez zmniejszenie liczby emisji w roku. Na rynku euro polskie emisje są przedmiotem obrotu na platformie elektronicznej NewEuro MTS i stanowią benchmarki o największej wartości nominalnej i największej płynności.

⁷ W raporcie z 2001 r. zidentyfikowanych zostało 15 barier, których usunięcie jest warunkiem wstępnym zapewnienia w pełni zintegrowanego i efektywnego przeprowadzania rozliczeń w ramach UE. Dziesięć z tych barier dotyczy wymagań technicznych i praktyk rynkowych, dwie opodatkowania, a trzy związane są z kwestiami prawnymi.

http://ec.europa.eu/economy_finance/giovannini/reports_en.htm

Instrumentami realizacji tego zadania będą odpowiednie kształtowanie kalendarza emisji SPW, przetargi zamiany, przetargi uzupełniające oraz ponowne otwieranie emisji już istniejących.

- Dalszy rozwój elektronicznego rynku SPW.

Kontynuowany będzie rozwój elektronicznego rynku SPW. Od 2004 r. organizatorem elektronicznej platformy obrotu SPW jest MTS-CeTO S.A., spółka z udziałem operatora europejskiej platformy MTS. W platformie MTS Poland (według stanu na dzień 10 sierpnia 2006 r.) bierze udział 27 banków, w tym 10 zagranicznych – nie mających oddziału w Polsce. Możliwość korzystania z technologii stosowanej na większości rynków europejskich ułatwia bankom zagranicznym dostęp do rynku elektronicznego polskich SPW, co zwiększa wartości zawieranych na nim transakcji wpływając jednocześnie na wzrost przejrzystości.

- Poprawę infrastruktury rynku SPW poprzez usuwanie barier natury technicznej i prawnej oraz usprawnianie mechanizmów rozliczeniowych.

Na krajowym rynku SPW istotnym ograniczeniem w zwiększaniu udziału inwestorów zagranicznych jest brak możliwości rozliczania transakcji zawartych na polskich, krajowych SPW za pośrednictwem jednej z izb rozliczeniowych o zasięgu międzynarodowym. Wpływa to nie tylko na ocenę ryzyka operacyjnego związanego z polskimi obligacjami ale także na poziom kosztów ponoszonych przez inwestorów związanych z rozliczaniem transakcji (dodatkowe opłaty dla banku depozytariusza).

KDPW we współpracy z europejską izbą rozliczeniową (Euroclear) realizuje działania zmierzające do stworzenia infrastruktury umożliwiającej rozliczanie transakcji zawieranych na polskich SPW za pośrednictwem Euroclear tj. instytucji obecnej na większości rynków europejskich. Dla inwestorów zagranicznych oznaczać to będzie zbliżenie zasad funkcjonowania polskiego rynku do rynku europejskiego.

Zwiększanie efektywności emisji SPW na międzynarodowych rynkach finansowych będzie polegać przede wszystkim na:

- dążeniu do maksymalnego zawężenia różnicy rentowności pomiędzy plasowanymi polskimi obligacjami skarbowymi a obligacjami bazowymi na danym rynku poprzez odpowiedni sposób plasowania emisji. Na rynku euro oznacza to przede wszystkim tworzenie płynnych benchmarków, na pozostałych zaś rynkach odpowiednie dopasowanie konstrukcji, wartości oraz harmonogramu emisji do potrzeb inwestorów.
- zwiększaniu bazy inwestorów na poszczególnych rynkach poprzez działania marketingowe oraz działania zmierzające do poprawy ratingu kraju.

Ad 2. Rozwój systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych

Status DSPW na rok 2006 uzyskało 15 banków (w tym po raz pierwszy 2 banki zagraniczne). Banki te oraz państwowy BGK mają wyłączny dostęp do rynku pierwotnego SPW.

Jakość funkcjonowania systemu DSPW jest jednym z elementów organizacji rynku SPW, a więc i działań związanych z realizacją celu minimalizacji kosztów obsługi. Istotne jest, aby regulacje dotyczące przywilejów i obowiązków banków-uczestników oraz zadań emitenta prowadziły do stworzenia przejrzystego systemu zapewniającego stabilną alokację SPW na rynku pierwotnym oraz do budowy płynnego i głębokiego rynku wtórnego. Istotne znaczenie ma kontynuacja procesu rozszerzania systemu DSPW tj. zwiększenie liczby banków posiadających duże doświadczenie w sprawowaniu funkcji DSPW na rozwiniętych rynkach państw UE. Zmiany, które miały miejsce pod tym względem w systemach dealerów w innych państwach unijnych wskazują, że globalny charakter działania banków międzynarodowych, doświadczenie we współpracy z emitentami rządowymi, skala transakcji realizowanych na SPW oraz szeroki portfel zagranicznych klientów pozabankowych powinny pozytywnie oddziaływać na wzrost konkurencji pomiędzy bankami oraz jakość funkcjonowania DSPW. Udział w systemie DSPW banków zagranicznych o globalnym charakterze powinien wpływać na wzrost udziału DSPW w realizacji operacji związanych z zarządzaniem długiem, w tym

emisji obligacji na rynki zagraniczne czy też operacji z zastosowaniem instrumentów pochodnych.

Efektywna organizacja systemu DSPW powinna umożliwić:

- obniżenie kosztów obsługi długu poprzez wyeliminowanie spreadów w stosunku do rentowności SPW innych państw, mogących być wynikiem niedostatecznego rozwoju organizacyjno-infrastrukturalnego polskiego rynku SPW,
- zwiększenie bezpieczeństwa finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa,
- zwiększenie atrakcyjności polskiego rynku,
- skuteczną konkurencję z innymi emitentami rządowymi w pozyskiwaniu środków od inwestorów instytucjonalnych.

Ad 3. Prowadzenie skutecznej komunikacji z uczestnikami rynków finansowych

Stała komunikacja z uczestnikami rynków finansowych jest jednym z podstawowych warunków efektywnego zarządzania długiem. Brak informacji uczestników rynku na temat działań i zamierzeń zarządzającego długiem jest postrzegany jako zwiększający ryzyko i ujmowany w poziomie cen SPW. Dla emitenta z kolei przy podejmowaniu decyzji istotna jest informacja zwrotna zawierająca ocenę stosowanych instrumentów oraz planów finansowania potrzeb pożyczkowych. Komunikacja z uczestnikami rynku może być realizowana poprzez:

- Dystrybucję bieżących informacji na temat działań w obszarze zarządzania długiem ze strony emitenta, w tym informacji o celach, zadaniach i instrumentach zarządzania długiem oraz planach finansowych (głównym narzędziem komunikacji w tym zakresie są strona internetowa MF, serwisy informacyjne).
- Bezpośrednie spotkania z inwestorami i konsultacje z uczestnikami rynku co do planów finansowych, konstrukcji oferowanych instrumentów oraz organizacji rynku SPW (obejmują one: comiesięczne spotkania z bankami uczestnikami systemu DSPW, odbywające się raz na kwartał spotkania z podmiotami sektora pozabankowego, spotkania z inwestorami i bankami zagranicznymi, bieżące spotkania i konsultacje telefoniczne z inwestorami).
- Wprowadzanie regularnych *non-deal roadshows*, tj. serii wyjazdów na spotkania z inwestorami zagranicznymi, jako stałego elementu promocji polskich obligacji wśród inwestorów zagranicznych. Ich celem byłoby przede wszystkim:
 - budowanie relacji z najważniejszymi inwestorami poprzez regularny kontakt z uczestnikami głównych rynków międzynarodowych,
 - oderwanie procesu konkretnych emisji obligacji zagranicznych od działań promujących te emisje (roadshow), co umożliwiłoby przeprowadzenie emisji w najodpowiedniejszym momencie, niezależnie od przygotowania marketingowego oraz utrzymanie kontaktów z inwestorami również przy braku emisji obligacji na danym rynku
 - promocję wszystkich polskich papierów skarbowych, a więc zarówno potencjalnych emisji na rynkach zagranicznych, jak i rynku krajowego,
- Udział w konferencjach i seminariach z udziałem inwestorów (prezentacje przedstawicieli MF i udział w dyskusjach).

Ad 4. Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa

Doskonalenie systemu zarządzania płynnością jest zadaniem ciągłym dotyczącym działań w zakresie infrastruktury, procedur oraz instrumentarium. Zadanie to jest rozumiane jako działania zmierzające do zabezpieczenia płynności budżetu państwa, przy jednoczesnym efektywnym wykorzystaniu płynnych aktywów. Działania te obejmują:

- doskonalenie prognozowania przepływów budżetowych,
- prace związane z rozwojem infrastruktury technicznej i organizacyjnej,
- doskonalenie systemu efektywnego lokowania nadwyżek,

Zarządzanie płynnością budżetu państwa będzie przebiegało w uwarunkowaniach określonych przez:

- ramy prawne ustanowione w *ustawie z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych*,
- realizację budżetu i utrzymywany poziom wolnych środków złotych i walutowych,
- uwarunkowania organizacyjno-techniczne w zakresie rachunków i przepływów budżetowych,
- poziom podejmowanego ryzyka kredytowego (lokaty) i operacyjnego (głównie związanego z transakcjami buy-sell-back) w transakcjach z Bankiem Gospodarstwa Krajowego,
- sytuację na rynku międzybankowym w zakresie płynności.

VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH⁸

VII.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych

Do najważniejszych zmian legislacyjnych, wprowadzonych w 2006 r. mających wpływ na zaciąganie zobowiązań przez jednostki sektora finansów publicznych należy zaliczyć:

1. Wejście w życie (z dniem 1 stycznia 2006 r.) *Ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych.*

Zmiany w zakresie zaciągania zobowiązań wprowadzone tą ustawą dotyczą głównie jednostek samorządu terytorialnego (JST) i są następujące:

- z 15% (12% w przypadku przekroczenia przez państwowy dług publiczny 55% PKB) limitu wydatków i rozchodów związanych z obsługą i spłatą zobowiązań do planowanych na dany rok dochodów zostały wyłączone:
 - spłaty rat kapitałowych od kredytów lub pożyczek oraz wykup papierów wartościowych zaciąganych lub emitowanych na pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST,
 - poręczenia i gwarancje udzielane samorządowym osobom prawnym realizującym zadania JST z wykorzystaniem środków pochodzących z funduszy strukturalnych lub Funduszu Spójności UE;
 - w przypadku ubiegania się JST o udzielenie kredytu, pożyczki lub zamiaru emisji papierów wartościowych nałożono obowiązek uzyskiwania opinii regionalnej izby obrachunkowej o możliwości spłaty tego zobowiązania;
 - na zarząd JST nałożony został obowiązek opracowania prognozy łącznej kwoty długu na koniec roku budżetowego i lata następne, wynikającej z planowanych i zaciągniętych zobowiązań;
 - na JST nałożono obowiązek określenia w uchwale budżetowej limitu zobowiązań z tytułu zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz emitowanych papierów wartościowych.
 - wprowadzono przepis dotyczący odpowiedniego stosowania przez związki JST limitów: 15% spłaty zobowiązań i 60% zadłużenia do dochodów.
- #### 2. Wejście w życie z dniem 1 sierpnia 2006 r. *ustawy o zmianie ustawy o pomocy publicznej i restrukturyzacji publicznych zakładów opieki zdrowotnej.*

W związku z niepełnym wykorzystaniem limitu (2,2 mld zł) określonego w *ustawie z dnia 15 kwietnia 2005 r. o pomocy publicznej i restrukturyzacji publicznych zakładów opieki zdrowotnej*, ustawodawca rozszerzył możliwość udzielania SPZOZ pożyczek z budżetu państwa w następujący sposób:

- SPZOZ, które zaciągnęły już pożyczkę z budżetu państwa na restrukturyzację, będą mogły wystąpić o zwiększenie pożyczki o kwotę nie wyższą niż suma należności głównych i odsetek za zwłokę z tytułu składek na ubezpieczenie społeczne w części finansowanej przez zakład w związku z wypłatą wynagrodzeń z tzw. ustawy „203”,
- jednostki badawczo-rozwojowe, prowadzące restrukturyzację w oparciu o ustawę o pomocy publicznej i restrukturyzacji pzo, które nie mogły w świetle przepisów ww. ustawy ubiegać się o pożyczkę, będą mogły wnioskować o jej otrzymanie.

Nowelizacja wprowadza również nowe zasady dotyczące umorzeń pożyczek budżetowych, polegające na umożliwieniu pożyczkobiorcom dokonania wyboru pomiędzy następującymi dwiema formami umorzeń:

- na zbliżonych do dotychczasowych warunkach, tj. zakładowi, w stosunku do którego wydano decyzję o zakończeniu postępowania restrukturyzacyjnego i który spłacił w okresie 5 lat od dnia wydania ostatecznej decyzji o warunkach restrukturyzacji 30%

⁸ Rozdział dotyczy zaciągania długu przez jednostki sektora finansów publicznych z wyłączeniem Skarbu Państwa.

należności głównej z tytułu pożyczki wraz z odsetkami za ten okres, umarza się pozostałą część pożyczki.

- po spełnieniu określonych warunków (posiadanie ostatecznej decyzji o warunkach restrukturyzacji, spłata odsetek za okres do dnia umorzenia, posiadanie roszczenia wobec NFZ, Skarbu Państwa lub innej jednostki sektora finansów publicznych z tytułu zobowiązań z tzw. ustawy „203” oraz zrzeczenie się tych roszczeń), umarza się zakładowi pozostałą do spłaty kwotę pożyczki.

VII.2. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa

Dane o zadłużeniu jednostek sektora finansów publicznych w ostatnim okresie w ujęciu przed i po konsolidacji zostały przedstawione w aneksie 6.

Dług podmiotów innych niż Skarb Państwa stanowił na koniec czerwca 2006 r. 6,9% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (tj. 5,3% po konsolidacji) wobec 7,7% (6,0%) na koniec 2005 r. Poniżej omówione zostały podstawowe zmiany w kształtowaniu się długu podmiotów o najwyższym poziomie zadłużenia.

Tabela 5. Dług podmiotów sektora finansów publicznych z wyłączeniem Skarbu Państwa przed konsolidacją (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2004	XII 2005	VI 2006*	zmiana XII'05-XII'04		zmiana VI'06-XII'05	
				mln zł	%	mln zł	%
Dług pozostałych jednostek sektora finansów publicznych	37 680,8	36 937,9	35 267,9	-742,9	-2,0%	-1 670,0	-4,5%
1. Podsektor rządowy	3 140,7	2 526,4	2 468,3	-614,2	-19,6%	-58,2	-2,3%
Narodowy Fundusz Zdrowia	758,4	400,9	80,2	-357,6	-47,1%	-320,7	-80,0%
Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną (bez ZUS i zarządzanych)	0,7	0,0	0,0	-0,7	-100,0%	0,0	-
Państwowe szkoły wyższe	214,8	185,1	182,8	-29,7	-13,8%	-2,3	-1,2%
Jednostki badawczo-rozwojowe	258,9	275,5	280,5	16,6	6,4%	5,0	1,8%
Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	938,1	952,7	1 082,9	14,6	1,6%	130,2	13,7%
Państwowe instytucje kultury	38,2	34,8	33,3	-3,4	-8,9%	-1,4	-4,2%
PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	18,8	7,7	8,7	-11,1	-59,1%	1,0	13,4%
Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw	912,7	669,8	799,9	-242,9	-26,6%	130,1	19,4%
2. Podsektor samorządowy	24 478,9	27 316,7	26 581,4	2 837,9	11,6%	-735,3	-2,7%
2.1. Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	19 104,7	21 268,9	20 644,2	2 164,2	11,3%	-624,7	-2,9%
2.2. Pozostały sektor samorządowy	5 374,1	6 047,8	5 937,2	673,7	12,5%	-110,6	-1,8%
Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	76,1	186,9	177,4	110,8	145,7%	-9,5	-5,1%
Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	5 230,9	5 789,9	5 686,1	559,0	10,7%	-103,8	-1,8%
Samorządowe instytucje kultury	29,3	33,7	36,1	4,4	14,9%	2,4	7,1%
Samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw	37,9	37,3	37,6	-0,6	-1,5%	0,3	0,9%
3. Podsektor ubezpieczeń społecznych	10 061,3	7 094,7	6 218,2	-2 966,5	-29,5%	-876,5	-12,4%
ZUS i zarządzane przez ZUS fundusze	10 061,3	7 094,7	6 218,2	-2 966,5	-29,5%	-876,5	-12,4%
KRUS i zarządzane fundusze	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-

* dane wstępne według stanu na 25 września 2006 r.

Uwaga: Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych wprowadziła podział sektora finansów publicznych na trzy podsektory.

1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego⁹

W 2005 r. JST jako grupa osiągnęły deficyt budżetowy w wysokości 0,9 mld zł. Dług tych jednostek wzrósł natomiast o 2,2 mld zł (11,3%) do poziomu 21,3 mld zł.

Utrzymany został trend zaciągania zobowiązań przede wszystkim w ostatnim kwartale roku, co ma związek z kształtowaniem się deficytu budżetowego tych jednostek.

Tabela 6. Wynik i przyrost długu JST w ujęciu kwartalnym (mln zł)

Rok	Kategoria	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Rok
2003	wynik JST	3 287,3	-871,0	-127,9	-4 102,4	-1 813,9
	Przyrost długu	-294,1	137,4	774,4	1 300,7	1 918,5
2004	wynik JST	5 174,0	181,0	759,5	-5 997,3	117,2
	Przyrost długu	-697,3	-124,5	856,0	1 793,6	1 827,9
2005	wynik JST	5 799,0	227,8	853,4	-7 775,4	-895,2
	Przyrost długu	-836,3	-427,5	308,1	3 119,8	2 164,2
2006	wynik JST	5,8	6 070,7			
	Przyrost długu	-744,8	113,4			

Tabela 7. Liczba jednostek osiągających nadwyżkę lub deficyt (koniec okresu)

Okres	Deficyt		Nadwyżka		Ogółem	
	liczba jednostek	mld zł	Liczba jednostek	mld zł	liczba jednostek	mld zł
2003 r.	1 667	-2,8	1 141	1,0	2 808	-1,8
2004 r.	1 550	-2,8	1 258	2,9	2 808	0,1
2005 r.	1 273	-3,1	1 535	2,2	2 808	-0,9
I-VI 2006 r.	323	-0,3	2 485	6,4	2 808	6,1

W strukturze zadłużenia JST dominują pożyczki i kredyty, maleje natomiast zadłużenie z tytułu zobowiązań wymagalnych.

Tabela 8. Dług jednostek samorządu terytorialnego

Wyszczególnienie	XII 2004		XII 2005		VI 2006	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
Dług JST ogółem (mln zł)	19 104,7	100,0%	21 181,0	100,0%	20 549,6	100,0%
1) kredyty i pożyczki	15 590,0	81,6%	17 634,0	83,3%	16 969,3	82,6%
2) papiery wartościowe	3 134,4	16,4%	3 282,7	15,5%	3 301,8	16,1%
3) pozostały dług, w tym:	380,3	2,0%	264,3	1,2%	278,4	1,4%
3.1) zobowiązania wymagalne	361,7	1,9%	264,3	1,2%	278,4	1,4%

Stopniowo zwiększa się udział długu zagranicznego w długi JST ogółem, pozostając jednak na stosunkowo niskim poziomie. Na koniec czerwca 2006 r. wyniósł on 11,6% wobec 10,9% na koniec 2005 r. i 8,1% w 2004 r. W długi JST dominują zobowiązania o zapadalności powyżej 1 roku (w czerwcu 2006 r. 93,0% wobec 94,7% na koniec 2005 r. i 90,0% w 2004 r.).

Relacja łącznej kwoty długu JST do dochodów tych jednostek kształtuje się znacznie poniżej ustawowego limitu 60%.

Tabela 9. Dług JST w relacji do dochodów tych jednostek

Wyszczególnienie	XII 2004	XII 2005	VI 2006 ^{*)}
Wskaźnik dług/dochody	20,9%	20,6%	18,1%

^{*)} dług JST według stanu na koniec czerwca w stosunku do planowanych dochodów na 2006 r.

⁹ Dane dotyczą JST bez związków JST

W 2005 r. w 9 JST (wobec 16 w 2004 r.) wskaźnik długu do dochodów przekroczył 60%. Podobnie jak w latach ubiegłych głównymi przyczynami były:

- nadmierne w stosunku do możliwości finansowych danej jednostki zaciąganie kredytów i pożyczek na realizację zadań inwestycyjnych w latach ubiegłych,
- niższe od planowanych dochody.

Tabela 10. Liczba zadłużonych JST z uwzględnieniem relacji długu do dochodów

	Grupa jednostek	Liczba JST ogółem	Liczba zadłużonych JST					
			Wskaźnik dług/dochody					
			ogółem	i<10%	10%<i<30%	30%<i<50%	50%<i<60%	i>60%
XII 2004	Gminy	2 413	2 304	727	1 121	389	51	16
	Miasta na prawach powiatu	65	65	9	33	21	2	-
	Powiaty	314	298	150	119	29	-	-
	Województwa	16	16	9	6	1	-	-
	Ogółem	2.808	2.683	895	1 279	440	53	16
XII 2005	Gminy	2 413	2 292	779	1 167	316	21	9
	Miasta na prawach powiatu	65	65	8	37	19	1	-
	Powiaty	314	301	131	132	37	1	-
	Województwa	16	16	3	10	3	-	-
	Ogółem	2 808	2 674	921	1 346	375	23	9

Na koniec 2005 r. do 1.587,4 mln zł wzrosła wartość niewymagalnych zobowiązań JST z tytułu udzielonych poręczeń (wobec 1.099,3 mln zł na koniec 2004 r.). Na koniec pierwszego półrocza 2006 r. zobowiązania te osiągnęły wartość 2.338,1 mln zł.

2) Zadłużenie ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy

Dług tej grupy podmiotów praktycznie w całości jest rezultatem zobowiązań zaciąganych przez Fundusz Ubezpieczeń Społecznych (FUS).

Tabela 11. Dług ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy (w mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2004	XII 2005	VI 2006
Dług ZUS i zarządzanych funduszy, w tym:	10 061,3	7 094,7	6 218,2
kredyty w bankach komercyjnych	4 626,4	4 570,2	5 160,3
zobowiązania wymagalne	5 434,9	2 524,5	1 057,9

Kredyty zaciągane przez FUS mają charakter krótkoterminowy. Stanowią one uzupełniające, w stosunku do składek i dotacji budżetowych źródło finansowania wydatków na świadczenia wypłacane z FUS.

Zobowiązania wymagalne FUS są głównie rezultatem problemów z terminowym przekazywaniem do OFE należnej części składek na ubezpieczenie emerytalne w latach 1999-2002. Zobowiązania te, wraz z narosłymi odsetkami są począwszy od listopada 2003 r. przejmowane przez SP i konwertowane na obligacje skarbowe (dziesięcioletnie obligacje o zmiennym oprocentowaniu).

Tabela 12. Konwersja długu FUS wobec OFE na SPW (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2004	XII 2005	VI 2006
Wartość nominalna przekazanych obligacji (narastająco, stan na koniec okresu)	1 178,4	2 545,8	3 040,5

3) Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

Dominującym składnikiem zadłużenia samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej pozostają zobowiązania wymagalne powstałe w wyniku nieterminowej regulacji zobowiązań. Równocześnie rośnie zadłużenie tych podmiotów z tytułu pożyczek i kredytów. Stopniowo zmniejsza się udział zobowiązań wobec jednostek spoza sektora finansów publicznych w długu tych jednostek ogółem (z 58,6% na koniec 2004 r. do 51,6% na koniec 2005 r. i 49,2% na koniec pierwszego półrocza 2006 r.). Prawie w całości (ok. 99,8%) dług SPZOZ jest w rękach wierzycieli krajowych.

Tabela 13. Dług SPZOZ

Wyszczególnienie	XII 2004		XII 2005		VI 2006	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
Dług samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej, w tym:	6 169,0	100,0%	6 742,6	100,0%	6 769,0	100,0%
1) papiery wartościowe	12,1	0,2%	3,7	0,1%	27,1	0,4%
2) kredyty i pożyczki	470,8	7,6%	1 860,9	27,6%	2 529,2	37,4%
3) pozostałe, w tym:	5 686,1	92,2%	4 878,0	72,3%	4 212,7	62,2%
3.1) zobowiązania wymagalne	5 684,4	92,1%	4 875,4	72,3%	4 210,5	62,2%

Tabela 14. Dług SPZOZ w podziale na sektor rządowy i samorządowy

Wyszczególnienie	XII 2004		XII 2005		VI 2006	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
Dług samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej, w tym:	6 169,0	100,0%	6 742,6	100,0%	6 769,0	100,0%
1) dług do roku (włącznie)	5 804,9	94,1%	5 126,4	76,0%	4 469,2	66,0%
2) dług powyżej roku	364,1	5,9%	1 616,2	24,0%	2 300,9	34,0%
1. SPZOZ sektor rządowy	938,1	15,2%	952,7	14,1%	1 082,9	16,0%
1.1. dług do roku (włącznie)	931,4	15,1%	842,2	12,5%	916,6	13,5%
1.2. dług powyżej roku	6,8	0,1%	110,5	1,6%	166,3	2,5%
2. SPZOZ sektor samorządowy	5 230,9	84,8%	5 789,9	85,9%	5 686,1	84,0%
2.1. dług do roku (włącznie)	4 873,5	79,0%	4 284,2	63,5%	3 549,7	52,4%
2.2. dług powyżej roku	357,3	5,8%	1 505,7	22,3%	2 136,4	31,6%

4) Inne jednostki

Spośród innych podmiotów najwyższe zadłużenie występuje w Agencji Rynku Rolnego, w jednostkach badawczo-rozwojowych, państwowych szkołach wyższych i samorządowych funduszach celowych z osobowością prawną. Systematycznie maleje natomiast dług NFZ będący następstwem pożyczek zaciągniętych przez kasy chorych w 2000 r. ze środków budżetu państwa.

Dług ARR wynika przede wszystkim z zobowiązań wymagalnych wobec Skarbu Państwa z tytułu poręczonych kredytów zaciągniętych na sfinansowanie działań agencji związanych z interwencją na rynku rolnym. Dług jednostek badawczo-rozwojowych stanowią przede wszystkim zobowiązania wymagalne, z których znaczna część (wg stanu na koniec czerwca 2006 r. ok. 52%) przypada na zadłużenie wobec podmiotów sektora finansów publicznych. W zadłużeniu szkół wyższych dominują natomiast pożyczki i kredyty (ok. 86% całości zadłużenia tych podmiotów na koniec czerwca 2006 r.). Podobnie sytuacja wygląda w przypadku samorządowych funduszy celowych z osobowością prawną, w przypadku których dług z tytułu pożyczek i kredytów na koniec czerwca 2006 r. wynosił ponad 99%.

Zadłużenie pozostałych jednostek sektora wynika przede wszystkim z nieterminowego regulowania zobowiązań (zobowiązania wymagalne).

Tabela 15. Dług innych jednostek

Wyszczególnienie	XII 2004		XII 2005		VI 2006	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
Dług innych jednostek, w tym:	2 345,9	100,0%	1 919,6	100,0%	1 731,2	100,0%
Narodowy Fundusz Zdrowia	758,4	32,3%	400,9	20,9%	80,2	4,6%
ARR	887,0	37,8%	573,5	29,9%	558,0	32,2%
Jednostki badawczo-rozwojowe	258,9	11,0%	275,5	14,4%	280,5	16,2%
Państwowe szkoły wyższe	214,8	9,2%	185,1	9,6%	182,8	10,6%
Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	76,1	3,2%	186,9	9,7%	177,4	10,2%
pozostałe	150,6	6,4%	297,7	15,5%	452,3	26,1%

VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji Strategii obejmują prognozy dotyczące długu publicznego i kosztów jego obsługi, jak również zmian w zakresie ryzyka związanego z długiem publicznym, będących oczekiwanym efektem realizacji celów Strategii przy przyjętych założeniach makroekonomicznych i budżetowych. Wskazano również najważniejsze zagrożenia dla realizacji celów Strategii.

VIII.1. Prognozy zadłużenia i kosztów obsługi długu

Tabela 15 przedstawia prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP w latach 2006-2009. Prognozy relacji długu oraz kosztów jego obsługi do PKB ilustrują odpowiednio wykresy 1 oraz 2.

Tabela 16. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP w latach 2006-2009

	2005	2006	2007	2008	2009
1. Dług Skarbu Państwa					
a) w mld zł	440,2	483,0	532,1	575,5	621,3
b) w relacji do PKB	44,9%	46,6%	48,4%	48,9%	49,1%
2. Państwowy dług publiczny					
a) w mld zł	467,7	510,2	556,5	599,3	645,0
b) w relacji do PKB	47,7%	49,2%	50,6%	50,9%	51,0%
3. Dług sektora general government (wg metodologii UE, OFE w sektorze) *					
a) w mld zł	411,4	439,0	474,4	501,9	529,9
b) w relacji do PKB	41,9%	42,4%	43,1%	42,7%	41,9%
4. Dług sektora general government (wg metodologii UE, OFE poza sektorem)					
a) w mld zł	463,9	510,4	562,4	607,4	653,5
b) w relacji do PKB	47,3%	49,3%	51,1%	51,6%	51,7%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)					
a) w mld zł	25,0	27,9	28,1	30,1	33,7
b) w relacji do PKB, w tym:	2,5%	2,7%	2,6%	2,6%	2,7%
- długu krajowego	2,2%	2,2%	2,0%	2,0%	2,1%
- długu zagranicznego	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%

* do marca 2007 r. obowiązuje okres przejściowy, w którym Polska może zaliczać OFE do sektora general government; Decyzja Eurostatu dot. klasyfikacji kapitałowych funduszy emerytalnych (Eurostat News Releases No 30/2004 z 2 marca 2004 r. i No 117/2004 z 23 września 2004 r.).

Zakłada się, że państwowy dług publiczny wzrośnie o 46,3 mld zł w 2007 r. i o odpowiednio 42,8 mld zł i 45,7 mld zł w kolejnych dwóch latach. W okresie 2007-09 tempo wzrostu państwowego długu publicznego w relacji do PKB ulegnie ograniczeniu. Relacja ta wyniesie 50,6% w 2007 r., a w kolejnych dwóch latach ustabilizuje się i wyniesie odpowiednio 50,9% i 51,0%.

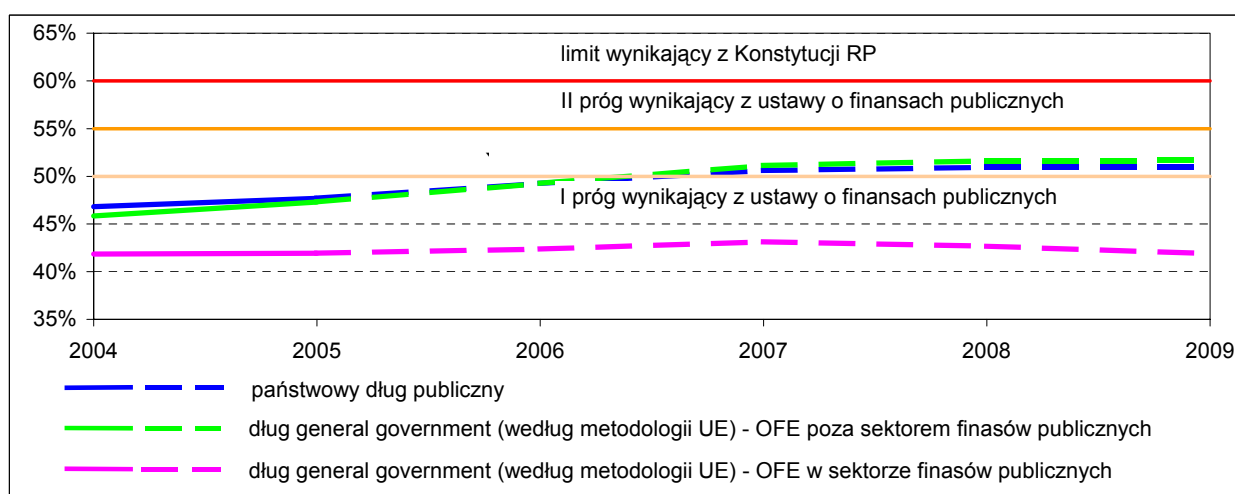
Zgodnie z Ustawą o finansach publicznych przekroczenie w roku 2007 prognozy 50% relacji państwowego długu publicznego do PKB będzie skutkowało koniecznością uchwalenia przez Radę Ministrów projektu ustawy budżetowej na rok 2009, w którym relacja deficytu budżetu państwa do dochodów budżetu państwa nie będzie mogła być wyższa niż analogiczna relacja w roku 2008. Przekroczenie I prognozy ostrożnościowego spowoduje również wprowadzenie ograniczeń w konstruowaniu budżetów jednostek samorządu terytorialnego.

W ujęciu kasowym planowane wydatki z tytułu obsługi długu SP w 2007 r. są w stosunku do 2006 r. minimalnie wyższe w wartościach nominalnych i niższe w relacji do PKB, mimo znacznego przyrostu długu SP (o ok. 49,1 mld zł). Wynika to przede wszystkim ze:

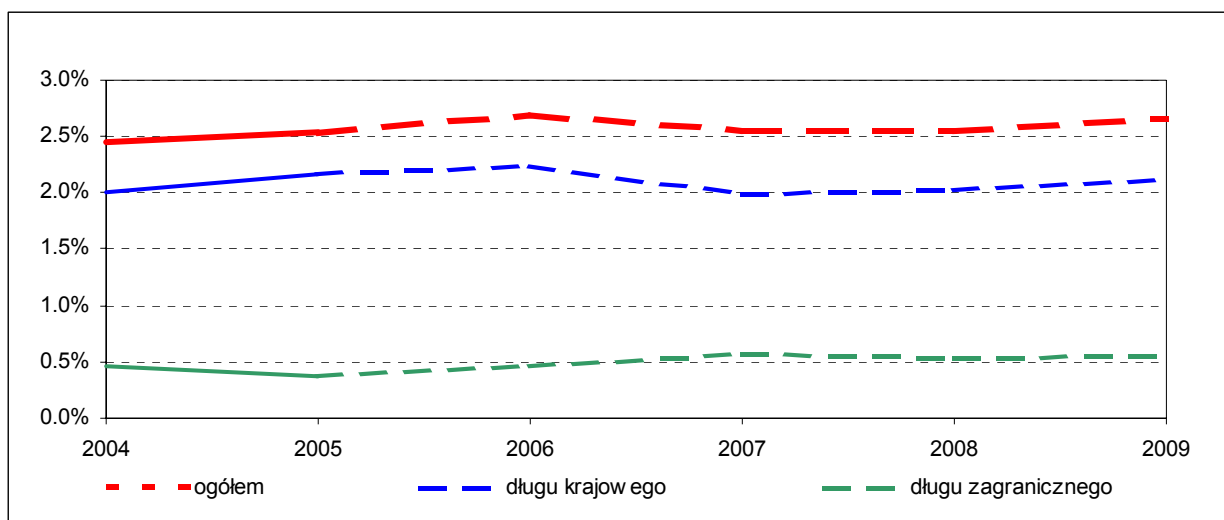
- znacznie niższych, w porównaniu z 2006 r., wykupów obligacji pięcioletnich obarczonych dyskontem,
- spadku stóp procentowych w latach 2005-06, które szczególnie oddziaływały na poziom dyskonta obligacji 2-letnich zerokuponowych (wykupowanych w 2007 r.) i poziom kuponów od pozostałych rodzajów obligacji,
- znacznego ograniczenia podaży instrumentów krótkoterminowych (bonów skarbowych i obligacji 2-letnich zerokuponowych) od II połowy 2005 r. w wyniku zwiększonego finansowania zagranicznego; wzrost kosztów obsługi długu zagranicznego w 2007 r. jest niższy od spadku poziomu kosztów obsługi długu krajowego z tego tytułu.

W latach 2008-09 wzrost kosztów obsługi długu wynikać będzie głównie z narastania długu (krajowego i zagranicznego) i, w przypadku 2009 r., z wysokiego dyskonta od wykupywanych obligacji stałokuponowych sprzedawanych w latach 1999-2000 oraz w 2004 r.

Wykres 1. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 2. Relacja kosztów obsługi długu Skarbu Państwa do PKB

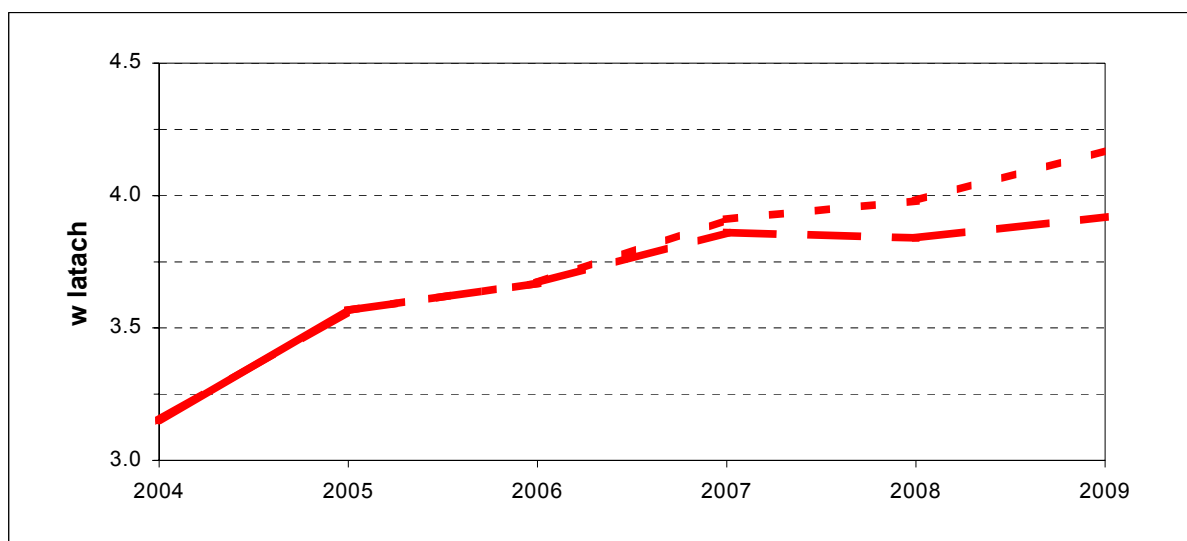


VIII.2. Zmiany w zakresie ryzyka

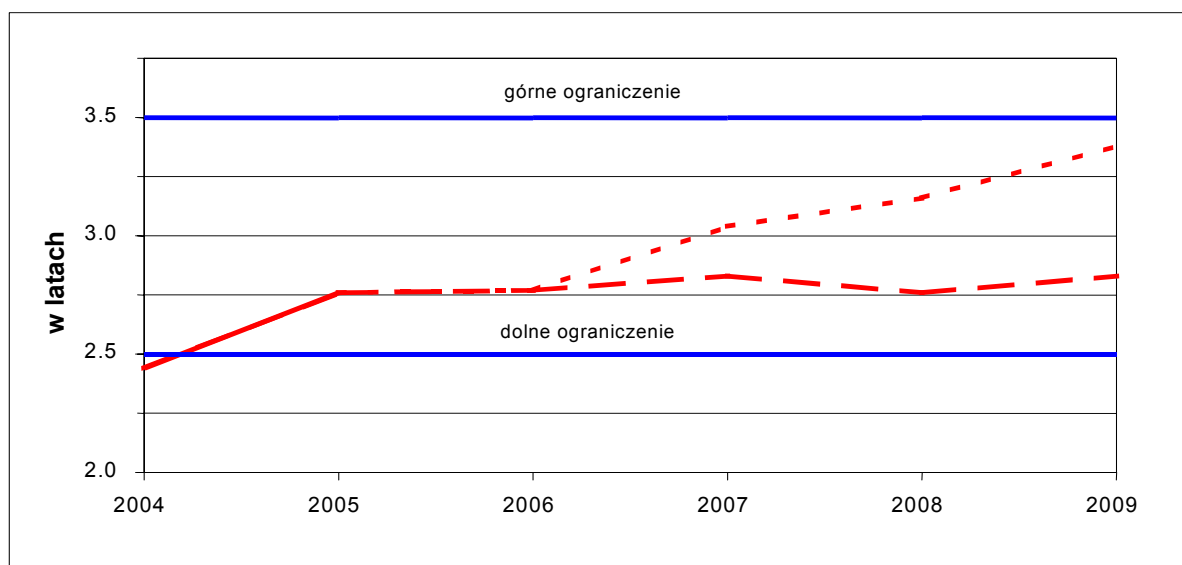
Zmiany struktury długu Skarbu Państwa w zakresie poziomu ryzyka refinansowania i stopy procentowej długu krajowego oraz ryzyka kursowego ilustrują wykresy 3-5. Przewiduje się, że na koniec 2009 r. wybrane wskaźniki ryzyka ukształtują się na następującym poziomie:

- średnia zapadalność rynkowego długu krajowego wzrośnie z 3,69 roku w połowie 2006 r. do ok. 3,9-4,2 roku, a długu ogółem pozostanie w przedziale ok. 4,7-5,3 roku,
- wielkość zadłużenia w bonach skarbowych utrzyma się na stałym poziomie ok. 24 mld zł,
- *duration* rynkowego długu krajowego, które w połowie 2006 r. osiągnęło poziom 2,77 roku, będzie się utrzymywała w przedziale 2,5-3,5 roku,
- udział długu zagranicznego zmniejszy się z 29,0% w połowie 2006 r. i w horyzoncie Strategii będzie się utrzymywał w przedziale 25-27%.

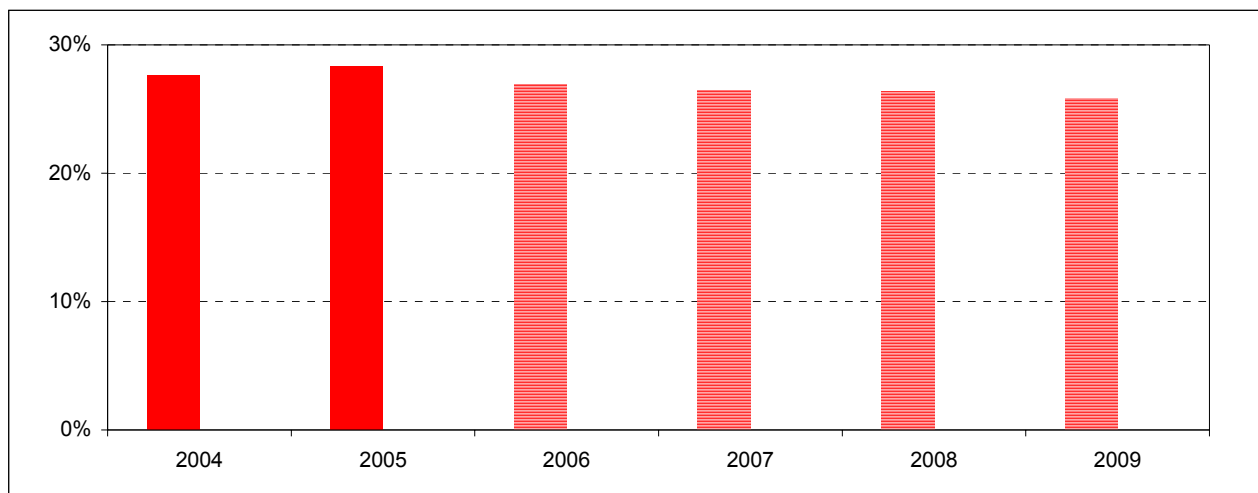
Wykres 3. Ryzyko refinansowania – średnia zapadalność rynkowego długu krajowego SP (górną i dolną granicą przedziału prognozy)



Wykres 4. Ryzyko stopy procentowej – duration rynkowego długu krajowego SP (górną i dolną granicą przedziału prognozy na tle przyjętych ograniczeń).



Wykres 5. Ryzyko kursowe - udział długu zagranicznego w długu SP



VIII.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii

Zagrożenia dla realizacji prezentowanej *Strategii* związane są przede wszystkim z:

- 1) Sytuacją finansów publicznych, która jest kształtowana przez:
 - poziom potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (główny składnik przyrostu państwowego długu publicznego),
 - tempo przyrostu zadłużenia innych niż Skarb Państwa podmiotów sektora finansów publicznych,
 - kierunek udzielania poręczeń i gwarancji (poręczenia i gwarancje przeznaczane na wsparcie tradycyjnych sektorów gospodarki generują duże ryzyko ich wymagalności);
- 2) Odmiennym od zakładanego scenariusza ukształtowaniem się sytuacji makroekonomicznej w Polsce, w szczególności spadkiem tempa wzrostu bądź większym niż prognozowane tempem wzrostu cen, możliwym wzrostem stóp procentowych oraz wahaniami kursu walutowego.
- 3) Niepewności związanej z procesem wejścia Polski do strefy euro i jej wpływu na kurs walutowy i stopy procentowe.

Aneks 1. Słowniczek pojęć

ATR (od ang. *average time to refixing*) - miara ryzyka stopy procentowej związanego z długiem publicznym. *ATR* interpretowane jest jako wyrażona w latach średnia długość okresu, na jaki koszty obsługi długu są ustalone. Im większy jest udział instrumentów krótkoterminowych i o zmiennym oprocentowaniu, tym wyższe ryzyko stopy procentowej i niższe *ATR*. *ATR* został wprowadzony w 2005 r. jako uzupełniająca w stosunku do *duration* miara ryzyka stopy procentowej, obejmująca zarówno dług o nominale indeksowanym jak i nieindeksowanym. *ATR* krajowych rynkowych SPW liczone jest wg wzoru:

$$ATR = \frac{\sum_{r \in R} rNZ_r + \sum_{t \in T} tNS_t + \sum_{j \in J} \frac{1}{12} NI_j I_0}{\sum_{r \in R} NZ_r + \sum_{t \in T} NS_t + \sum_{j \in J} NI_j I_0}$$

gdzie:

r – termin płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,

t – termin zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,

j – termin zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,

R – zbiór wszystkich terminów płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,

T – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,

J – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,

NZ_r – nominal dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,

NS_t – nominal dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,

NI_j – nominal (nieindeksowany) dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,

I_0 – bieżący wskaźnik indeksacji dla nominalu obligacji inflacyjnych.

ATM (ang. *average time to maturity*) por. *średnia zapadalność*.

Benchmark

1. (*emisja*) duża wartościowo emisja SPW, posiadająca płynny rynek wtórny. Rynkowa wycena emisji benchmarkowej stanowi punkt odniesienia dla poziomu stóp procentowych w danym segmencie zapadalności. W *Strategii* przyjęto, że status benchmarku powinny osiągnąć wszystkie nowo emitowane serie obligacji o stałym oprocentowaniu, za wyjątkiem obligacji 2-letnich, służących średnioterminowemu zarządzaniu płynnością. Za minimalną nominalną wartość emisji zapewniającą jej płynność przyjęto równowartość 5 mld EUR na rynku krajowym i 5 mld EUR na rynku euro. Na innych rynkach rozmiar benchmarku zależy od panujących na nich zwyczajów.
2. (*portfel*) docelowa charakterystyka portfela długu publicznego, stanowiąca *portfel odniesienia* dla portfela istniejącego i wyznaczająca kierunek zarządzania długiem publicznym. Na charakterystykę portfela odniesienia składać się mogą udziały poszczególnych walut, sposobów oprocentowania i typów instrumentów, jak również wartości syntetycznych wskaźników, będących najczęściej miarami ryzyka, np. średnia zapadalność czy *duration*.

Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW) – wyłoniona w konkursie grupa instytucji, posiadająca określone prawa i obowiązki związane z uczestnictwem w pierwotnym i wtórnym rynku SPW. Dealerzy są pośrednikami między emitentem a innymi podmiotami w obrocie SPW i mają wyłączny dostęp do rynku pierwotnego.

Duration – miara wrażliwości kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych, a więc miara ryzyka stopy procentowej związanego z długiem publicznym. *Duration* interpretowana jest jako wyrażona w latach średnia długość okresu dostosowania kosztów obsługi długu do zmiany poziomu stop procentowych. Im wyższy jest poziom stóp procentowych oraz większy

udział instrumentów krótkoterminowych i o zmiennym oprocentowaniu, tym wyższe ryzyko stopy procentowej i niższa *duration*. *Duration* krajowych rynkowych SPW liczone jest wg wzoru:

$$Duration = \frac{\sum_{r \in S} \frac{rCFZ_s}{(1+i_s)^s} + \sum_{s \in S} \frac{sCFS_s}{(1+i_s)^s}}{\sum_{s \in S} \frac{CFZ_s}{(1+i_s)^s} + \sum_{s \in S} \frac{CFS_s}{(1+i_s)^s}}$$

gdzie:

s – termin przepływu z tytułu SPW (odsetki lub nominal),

S – zbiór wszystkich przepływów z tytułu SPW (odsetki lub nominal),

$r=r(s)$, ($r \in R$) – termin płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym

R – zbiór wszystkich terminów płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,

CFZ_s - wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,

CFS_s - wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,

i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s .

Dla długu zagranicznego, *duration* instrumentów nominowanych w danej walucie, jest liczona wg wzoru powyżej. *Duration* całego długu stanowi średnia ważona odpowiednich wskaźników *duration* dla każdej z walut, gdzie wagami są wartości rynkowe zadłużenia w poszczególnych walutach.

Instrumenty pochodne – instrumenty finansowe, których wartość zależy od wartości innych aktywów, zwanych instrumentami bazowymi. Ich zadaniem jest zmiana profilu ryzyka stron dokonujących transakcji na instrumentach pochodnych, tj. zabezpieczenia przed ryzykiem, zamiany ryzyka jednego rodzaju na inne lub zamiany kosztu na ryzyko (zmniejszenie kosztu za cenę wyższego ryzyka). Przykładami instrumentów pochodnych najczęściej występującymi w zarządzaniu długiem publicznym są *swap* oraz *opcja*.

Kryterium miejsca emisji – kryterium podziału długu publicznego na krajowy i zagraniczny, zgodnie z którym dług krajowy to dług wyemitowany na rynku krajowym.

Kryterium rezydenta - kryterium podziału długu publicznego na krajowy i zagraniczny, zgodnie z którym dług krajowy to dług będący w posiadaniu inwestorów krajowych (tj. mających miejsce zamieszkania lub siedzibę w Polsce).

Opcja – prawo (lecz nie obowiązek) kupna albo sprzedaży określonego aktywa po ustalonej cenie, do którego respektowania zobowiązuje się wystawca opcji wobec posiadacza opcji. Opcje mogą być samodzielnymi instrumentami finansowymi lub być wbudowane w inne instrumenty, np. opcja przedstawienia Skarbowi Państwa obligacji oszczędnościowych do przedterminowego wykupu.

Portfel odniesienia – por. *benchmark (portfel)*.

Private placement – emisja adresowana do wybranej grupy inwestorów lub wybranego inwestora.

Ryzyko kredytowe - wiąże się z niebezpieczeństwem, że druga strona transakcji nie wywiąże się, w całości lub w części, ze swojego zobowiązania. Ryzyko powstaje w wyniku transakcji, których przedmiotem są należności. Dla zarządzającego długiem tak jest w przypadku stosowania instrumentów pochodnych, w szczególności typu *swap*. Ryzyko kredytowe występuje również w przypadku zarządzania płynnymi aktywami, np. poprzez dokonywanie lokat w bankach i nabywanie papierów wartościowych.

Ryzyko kursowe - wynika z istnienia w ramach długu Skarbu Państwa instrumentów nominowanych i rozliczanych w walutach obcych. Ryzyko kursowe przejawia się

wrażliwością poziomu długu i kosztów jego obsługi na zmiany kursu walutowego, co jest konsekwencją obowiązującego w Polsce płynnego kursu walutowego. Aprecjacja lub deprecjacja złotego wobec danej waluty obcej powoduje proporcjonalny spadek lub wzrost wyrażonych w złotych: zadłużenia w tej walucie i kosztów jego obsługi.

Ryzyko operacyjne – ryzyko wynikające z niebezpieczeństwa, że koszty związane z zarządzaniem długiem lub poziom pozostałych rodzajów ryzyka ulegną zwiększeniu w wyniku nieadekwatnej do zakresu zadań infrastruktury oraz organizacji i kontroli zarządzania długiem. Ryzyko operacyjne jest najtrudniej mierzalnym spośród rodzajów ryzyka.

Ryzyko płynności budżetu państwa - ryzyko utraty przez budżet państwa zdolności do regulowania bieżących zobowiązań oraz terminowej realizacji wydatków budżetowych. Ograniczanie tego ryzyka wymaga, by budżet państwa miał dostęp do odpowiednio dużego zasobu płynnych środków finansowych, pozwalających na uniezależnienie od przejściowych zjawisk kryzysowych, uniemożliwiających lub utrudniających pozyskiwanie środków pożyczkowych z rynku finansowego po racjonalnym koszcie.

Ryzyko stopy procentowej - ryzyko zmiany wielkości płatności z tytułu obsługi długu, wynikające ze zmian wysokości stóp procentowych. Jego źródłem jest konieczność refinansowania zapadającego w przyszłości długu po nieznanym stopach procentowych oraz zmienność wysokości płatności kuponowych od długu o oprocentowaniu zmiennym.

Ryzyko refinansowania - wiąże się z emisją długu w celu sfinansowania potrzeb pożyczkowych państwa związanych z wykupem istniejącego zadłużenia. Ryzyko dotyczy zarówno samej zdolności wykupu zapadającego długu, jak i warunków, na których jest on refinansowany (w tym w szczególności kosztów obsługi generowanych przez nowo emitowany dług). Im wyższa jest płatność z tytułu wykupu zapadającego długu i im bliższy jest jej termin, tym większe ryzyko związane z jego refinansowaniem. Na wielkość ryzyka refinansowania wpływa wielkość długu publicznego oraz jego struktura zapadalności. Do ograniczenia ryzyka refinansowania przyczynia się wydłużenie okresu zapadalności długu oraz równomierne rozłożenie wykupów w czasie.

Sekurytyzacja – operacja finansowa polegająca na zamianie płatności wynikających z posiadanych aktywów (np. przyszłych należności) na środki finansowe uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych. Nabywca papierów wartościowych przejmuje prawa do strumieni pieniężnych oraz towarzyszące im ryzyko, podczas gdy sprzedający zamienia niepłynne aktywa na środki pieniężne.

Spread - różnica występująca pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów dłużnych. W węższym znaczeniu *spread* kredytowy (inaczej marża kredytowa) to różnica pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów o identycznych lub bardzo zbliżonych parametrach, w tym w szczególności terminie zapadalności, wyemitowanych przez różnych emitentów. *Spread* jest często rozumiany jako różnica pomiędzy rentownością instrumentu obciążonego ryzykiem kredytowym i instrumentu uznawanego za wolny od ryzyka kredytowego lub o najniższym ryzyku w danej klasie.

Swap - wymiana strumieni płatności o z góry ustalonym sposobie ustalania ich wartości, następująca między stronami umowy. *Swap* jest instrumentem finansowym należącym do tzw. *instrumentów pochodnych*. *Swap* może być samodzielnym instrumentem finansowym lub towarzyszyć innym instrumentom. Przykładowo, wymiana płatności typu *swap* często towarzyszy niestandardowym emisjom obligacji w systemie *private placement*, których konstrukcja jest dostosowana do specyficznych potrzeb jej nabywców.

Średnia zapadalność (także *ATM* od ang. *average time to maturity*) – miara ryzyka refinansowania długu publicznego. Średnia zapadalność to wyrażona w latach średnia długość okresu, po którym wyemitowany dług zostanie wykupiony. Im odleglejsze są terminy wykupu długu, tym niższe jest ryzyko jego refinansowania i tym wyższa średnia zapadalność. Średnia zapadalność krajowych rynkowych SPW liczona jest wg wzoru:

$$ATM = \frac{\sum_{t \in T} t N_t I_0}{\sum_{t \in T} N_t I_0}$$

gdzie:

t – termin zapadalności,

T – zbiór wszystkich terminów zapadalności (tj. płatności nominału),

N_t – nominał płatny w chwili t ,

I_0 – bieżący wskaźnik indeksacji nominału_(dla SPW innych niż obligacje indeksowane $I_0 = 1$).

Aneks 2. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
<p>1. Konstytucja RP</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5); <p>2. Ustawa o finansach publicznych</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia (50%, 55% i 60% PKB); ➤ definicja sektora finansów publicznych; 	<p>1. Traktat z Maastricht</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 104) - określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (<i>Excessive Deficit Procedure</i> - EDP); <p>2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do traktatu z Maastricht</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%; <p>3. Rozporządzenie dot. stosowania Protokołu w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu z Maastricht</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych; <p>4. Rozporządzenie statystyczne <i>European System of Accounts</i> (ESA 95)</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych; ➤ definicja sektora general government;

Tabela 2. Limity określone w ustawie o finansach publicznych dotyczące relacji długu publicznego do PKB

<p>Ustawowe procedury dotyczące limitów na relację państwowego długu publicznego są następujące:</p> <p>1) relacja w roku x jest większa od 50%, a nie większa od 55% PKB:</p> <ol style="list-style-type: none"> a. relacja deficytu budżetu państwa do jego dochodów w uchwalonym przez Radę Ministrów projekcie budżetu państwa na rok x+2 nie może być wyższa niż w roku x+1; b. relacja deficytu budżetu państwa do jego dochodów uchwalona na rok x+2 stanowi górne ograniczenie dla relacji deficytu do dochodów w uchwalanych na rok x+2 budżetach JST; <p>2) relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60% PKB:</p> <ol style="list-style-type: none"> a. poziom deficytu w uchwalonym na rok x+2 projekcie ustawy budżetowej musi zapewniać spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x; b. górne ograniczenie relacji deficytu każdej JST do jej dochodów na rok x+2 obliczane jest przez pomnożenie relacji deficytu do dochodów budżetu państwa uchwalonej na rok x+2 przez współczynnik R; $R = (0,6 - PDP/PKB) : 0,05$ gdzie: PKB - produkt krajowy brutto, PDP - państwowy dług publiczny oznaczają wielkości ogłoszone za poprzedni rok budżetowy (rok x); c. Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB; <p>3) relacja w roku x jest równa lub większa od 60% PKB:</p> <ol style="list-style-type: none"> a. uchwalane na rok x+2 budżet państwa i budżety JST muszą być przynajmniej zrównoważone; b. wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych; c. Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny, którego celem jest opracowanie i wdrożenie przedsięwzięć mających na celu obniżenie relacji długu do PKB poniżej 60%.
--

Tabela 3. Podstawowe różnice dotyczące długu publicznego – definicja polska a unijna

POLSKIE REGULACJE państwowy dług publiczny	REGULACJE UE dług sektora <i>general government</i>
1) zakres sektora finansów publicznych ¹⁾	
➤ ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych;	➤ zakres sektora <i>general government</i> został zdefiniowany w ESA95 ²⁾ ; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
a) otwarte fundusze emerytalne	
➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ do marca 2007 r. obowiązuje okres przejściowy, w którym Polska może zaliczać OFE do sektora <i>general government</i> ³⁾ ;
b) jednostki badawczo rozwojowe	➤ nie są zaliczane do sektora <i>general government</i> ;
➤ są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ nie są zaliczane do sektora <i>general government</i> ;
c) Krajowy Fundusz Drogowy (w ramach BGK)	➤ jest zaliczany do sektora <i>general government</i> ;
➤ nie jest zaliczany do sektora finansów publicznych;	➤ jest zaliczany do sektora <i>general government</i> ;
2) tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego	
➤ papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi);	➤ papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych;
➤ kredyty i pożyczki (w tym papiery wartościowe, których zbywalność jest ograniczona);	➤ pożyczki;
➤ przyjęte depozyty;	➤ gotówka i depozyty;
➤ zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone);	
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
zobowiązania wymagalne	- 4)
3) dług potencjalny	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
➤ nie jest uwzględniany. Od 1.01.2006 r. zgodnie z <i>ustawą z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych</i> podstawową kategorią, do której odnoszą się limity zadłużenia jest dług publiczny bez przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji;	➤ ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami; ➤ po spełnieniu określonych kryteriów (zgodnie z zasadami ESA'95) dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejścia długu);

- 1) Urzędem odpowiedzialnym za zakres sektora *general government* (sektora instytucji rządowych i samorządowych) jest GUS.
- 2) Council Regulation No 2223/1995 on the European System of National and Regional Accounts in the Community. Kryteria stosowane w ESA95 dotyczą przede wszystkim funkcji realizowanych przez dane jednostki i sposobu ich finansowania. Głównym kryterium brany pod uwagę jest działalność podstawowa danej jednostki – redystrybucja narodowego dochodu i bogactwa; w pozostałych przypadkach stosowana jest reguła 50% (mniej niż 50% kosztów produkcji jest finansowanych przychodami/dochodami ze sprzedaży).
- 3) Decyzja Eurostatu dot. klasyfikacji kapitałowych funduszy emerytalnych (Eurostat News Releases No 30/2004 z 2 marca 2004 r. i No 117/2004 z 23 września 2004 r.).
- 4) Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie/nadwyżce) sektora *general government*.

Tabela 4. Różnice między polską a unijną (EDP) definicją długu publicznego w latach 2004-2005

	%PKB	
Wyszczególnienie	2004	2005
Państwowy dług publiczny	46,8%	47,7%
<i>różnice dot. zakresu sektora, w tym:</i>	<i>-4,0%</i>	<i>-5,2%</i>
inwestycje OFE w papiery wartościowe sektora general government	-4,0%	-5,3%
dług jednostek badawczo – rozwojowych (<i>bez zobowiązań wymagalnych</i>)	0,0%	0,0%
dług KFD	0,0%	0,1%
<i>różnice dot. tytułów dłużnych</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-0,6%</i>
zobowiązania wymagalne	-1,0%	-0,6%
<i>różnice dot. długu potencjalnego</i>		
przyjęcie długu gwarantowanego	0,0%	0,0%
Dług sektora general government (EDP)	41,8%	41,9%

Aneks 3. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE

W państwach UE nie istnieje jednolity model instytucjonalnego usytuowania jednostki zajmującej się zarządzaniem długiem Skarbu Państwa. Analiza stosowanych rozwiązań pozwala jednak wyodrębnić trzy podstawowe koncepcje organizacyjne:

- model bankowy, w którym zarządzanie długiem pozostaje w gestii banku centralnego,
- model rządowy, w którym zarządzanie długiem pozostaje w strukturach jednego z ministerstw (najczęściej finansów lub skarbu),
- model agencyjny, w którym sprawy związane z zarządzaniem długiem powierzone zostały wyspecjalizowanej instytucji (agencji), której podstawowym (choć czasami nie jedynym) zadaniem jest zarządzanie długiem.

Model bankowy jest poddawany najsilniejszej krytyce. Wynika to z potencjalnej sprzeczności, jaka może występować pomiędzy polityką pieniężną oraz zarządzaniem długiem publicznym. Bank centralny może w takiej sytuacji:

- traktować zarządzanie długiem instrumentalnie skupiając się na celach polityki pieniężnej,
- być mniej skłonny do podnoszenia stóp procentowych w sytuacji zagrożenia inflacją (gdyż zwiększyłyby to koszty związane z zadłużeniem) albo wręcz wpływać na poziom stóp procentowych lub zwiększać płynność rynku tuż przed aukcją instrumentów skarbowych by uzyskać lepsze ceny i niższe koszty finansowania.

W obydwu przypadkach realizacja nałożonych na bank centralny zadań nie jest optymalna. Dodatkowo, nawet w przypadku umieszczenia polityki pieniężnej oraz zarządzania długiem w odrębnych departamentach oraz zastosowania tzw. „chińskiego muru”, mogą pojawiać się podejrzenia odnośnie do wykorzystywania w zarządzaniu długiem nieznanych jeszcze rynkowi informacji dotyczących wysokości stóp procentowych, co prowadzi do zmniejszenia zaufania do emitenta oraz żądania przez nabywców instrumentów skarbowych dodatkowej premii za ryzyko.

Argumentem przytaczanym przez zwolenników rozwiązania polegającego na umieszczeniu zarządzania długiem w banku centralnym jest przekonanie o tym, że bank centralny dysponuje lepszym przygotowaniem do działalności na rynku finansowym niż jednostka pozostająca w strukturach ministerstwa.

Model rządowy dobrze sprawdza się w warunkach charakterystycznych dla gospodarek „wschodzących” lub podlegających procesowi transformacji ustrojowej, w których stopień rozwoju krajowego rynku finansowego jest niski, choć nie tylko tam jest stosowany¹⁰. Jest to związane z dużymi możliwościami oddziaływania rządu na tworzenie odpowiedniej infrastruktury prawnej oraz instytucjonalnej, koniecznej dla funkcjonowania efektywnego rynku finansowego. Jednak w warunkach rozwiniętej, stabilnej gospodarki coraz bardziej widoczne stają się wady takiego rozwiązania:

- występowanie niebezpieczeństwa przedkładania krótkoterminowych celów budżetowych ponad długoterminowe cele zarządzania długiem publicznym, co może doprowadzić do zwiększenia zarówno ryzyka związanego ze strukturą długu, jak i kosztów obsługi długu w długim terminie,
- brak wystarczającej elastyczności oraz możliwości odpowiednio szybkiego reagowania na zmiany warunków rynkowych (co jest szczególnie ważne w przypadku wykorzystywania w zarządzaniu długiem pochodnych instrumentów finansowych) wynikający ze znacznego stopnia zbiurokratyzowania struktur administracji,
- trudności z pozyskaniem oraz utrzymaniem odpowiednich specjalistów związane z mało konkurencyjnymi warunkami zatrudnienia pracowników administracji w stosunku do oferty firm sektora finansowego (banków, towarzystw funduszy inwestycyjnych, itp.).

¹⁰ Model rządowy funkcjonuje w takich krajach jak Hiszpania czy Włochy.

Model agencyjny stanowi model dominujący w państwach UE. Termin „agencja” jest jednak pewnym uogólnieniem (nie oznacza agencji rządowej zgodnie z definicją stosowaną w prawie polskim), ponieważ wyspecjalizowane instytucje zajmujące się zarządzaniem długiem w poszczególnych krajach różnią się znacznie między sobą zarówno jeśli chodzi o wachlarz powierzonych im zadań jak i poziom instytucjonalnej odrębności. Wspólną ich cechą pozostaje natomiast wysoki poziom autonomii w zakresie wyboru sposobu realizacji zleconych zadań. Do najważniejszych zalet powierzenia zarządzania długiem wyspecjalizowanej instytucji należą:

- możliwość wyboru optymalnych rozwiązań oraz realizacji długoterminowych celów zarządzania długiem dzięki ograniczeniu ryzyka podporządkowywania decyzji zarządzających krótkoterminowym celom polityki fiskalnej,
- zapewnienie większej przejrzystości działania zarządzających wynikające z zastosowania lepszych mechanizmów kontrolnych oraz sprawozdawczych, a co za tym idzie wzrost zaufania inwestorów i niższe koszty finansowania potrzeb pożyczkowych,
- konieczność wypracowania klarownych oraz jednoznacznych procedur pozwalających na podejmowanie szybkich decyzji dotyczących transakcji rynkowych (warunek konieczny dla efektywnego, aktywnego zarządzania długiem),
- możliwość stawienia czoła konkurencji komercyjnych instytucji finansowych (pozyskania oraz zatrzymania wysokiej klasy specjalistów).

Przekazanie kompetencji związanych z zarządzaniem długiem wyspecjalizowanej instytucji nie oznacza utraty przez rząd (ministra finansów) kontroli nad tą sferą działalności. Zadaniem agencji jest tylko profesjonalna realizacja wytycznych ministra finansów, a jej działania powinny podlegać audytowi pod kątem zgodności z tymi wytycznymi. Dlatego w przypadku modelu agencyjnego bardzo ważne jest przygotowanie odpowiednich rozwiązań legislacyjnych oraz organizacyjnych zapewniających dobrą współpracę ministra finansów, który definiuje cele oraz agencji, która je realizuje.

W chwili obecnej na 25 państwach rozszerzonej UE, w 14 stosowany jest model agencyjny (odpowiednio w 11 z 15 państw UE przed rozszerzeniem).

Tabela 5. Instytucje odpowiedzialne za zarządzanie długiem publicznym w państwach UE

Państwo	Model	Nazwa instytucji
Austria	agencyjny	Österreichische Bundesfinanzierungsagentur
Belgia		Agence de la Dette (Agentschap van de Schuld)
Finlandia		Valtiokonttori
Francja		Agence France Trésor
Grecja		Debt Office
Holandia		Agentschap van het ministerie van Financiën
Irlandia		National Treasury Management Agency
Łotwa		Valsts Kase
Niemcy		Finanzagentur GmbH
Portugalia		Instituto de Gestão do Crédito Público
Słowacja		Štátna pokladnica
Szwecja		Riksgäldskontoret
Węgry		Magyar Állampapír
Wielka Brytania		Debt Management Office
Cypr	bankowy	Κεντρική Τραπεζα της Κύπρου
Dania		Dansk Nationalbanken
Malta		Central Bank of Malta
Czechy	rządowy	Ministerstvo financí
Estonia		Rahandusministeerium
Hiszpania		Ministerio de Economía
Litwa		Finansų Ministerija
Luksemburg		Ministère des Finances
Polska		Ministerstwo Finansów
Słowenia		Ministrstvo za finance
Włochy		Ministero dell'Economia e delle Finanze

Aneks 4. Deficyt i dług publiczny oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE

	2004			2005		
	deficyt/nadwyżka %PKB	dług %PKB	stopa 10- letnia (%)	deficyt/nadwyżka %PKB	dług %PKB	stopa 10- letnia (%)
Grecja	-6,9	108,5	3,77	-4,5	107,5	3,57
Włochy	-3,4	103,8	3,79	-4,1	106,4	3,55
Belgia	0,0	94,7	3,66	0,1	93,3	3,39
Malta	-5,1	76,2	4,70	-3,3	74,7	4,39
Cypr	-4,1	71,7	6,26	-2,4	70,3	4,09
Niemcy	-3,7	65,5	3,58	-3,3	67,7	3,34
Francja	-3,7	64,4	3,64	-2,9	66,8	3,38
Portugalia	-3,2	58,7	3,64	-6,0	63,9	3,46
Austria	-1,1	63,6	3,66	-1,5	62,9	3,36
Węgry	-5,4	57,1	7,17	-6,1	58,4	6,89
Holandia	-1,9	52,6	3,63	-0,3	52,9	3,35
Szwecja	1,8	50,5	3,90	2,9	50,3	3,37
Hiszpania	-0,1	46,4	3,64	1,1	43,2	3,37
Wielka Brytania	-3,3	40,8	4,58	-3,6	42,8	4,27
Polska	-3,9	41,8	6,00	-2,5	41,9	5,16
Finlandia	2,3	44,3	3,68	2,6	41,1	3,30
Dania	2,7	42,6	3,86	4,9	35,8	3,35
Słowacja	-3,0	41,6	4,58	-2,9	34,5	3,69
Czechy	-2,9	30,6	4,05	-2,6	30,5	3,61
Słowenia	-2,3	29,5	4,07	-1,8	29,1	3,62
Irlandia	1,5	29,4	3,62	1,0	27,6	3,36
Litwa	-1,5	19,5	3,95	-0,5	18,7	3,79
Łotwa	-0,9	14,6	4,58	0,2	11,9	3,59
Luksemburg	-1,1	6,6	3,64	-1,9	6,2	3,40
Estonia	1,5	5,4	4,28	1,6	4,8	3,94
UE 25	-2,6	62,4		-2,3	63,4	
Strefa euro	-2,8	69,8		-2,4	70,8	

¹⁾ Stopa 10-letnia - zharmonizowane długoterminowe stopy procentowe dla celów konwergencji, tj. stopy z rynku wtórnego (z wyjątkiem Cypru i Litwy - rynek pierwotny), dla Luksemburga – wskaźnik oparty o koszyk długoterminowych obligacji emitowanych przez prywatne instytucje kredytowe o średniej faktycznej zapadalności zbliżonej do 10 lat, dla Estonii – oprocentowanie pożyczek dla przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych o zapadalności powyżej 5 lat; średnia w grudniu; Statistics Pocket Book, ECB.

²⁾ Dane dot. wyniku i długu dla Polski – dane MF, pozostałe dane na podstawie Eurostat Euro-indicators news release 48/2006 z 24 kwietnia 2006 r.

Aneks 5. Ocena kredytowa (*rating*) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE

stan na 17 sierpnia 2006 r.

	Moody's	Standard&Poor's	Fitch
Austria	Aaa	AAA	AAA
Belgia	Aa1	AA+	AA+
Cypr	A2	A	A+
Czechy	A1	A-	A
Dania	Aaa	AAA	AAA
Estonia	A1	A	A
Finlandia	Aaa	AAA	AAA
Francja	Aaa	AAA	AAA
Grecja	A1	A	A
Hiszpania	Aaa	AAA	AAA
Holandia	Aaa	AAA	AAA
Irlandia	Aaa	AAA	AAA
Litwa	A3	A	A-
Łotwa	A2	A-	A-
Luksemburg	Aaa	AAA	AAA
Malta	Aa1	A	A
Niemcy	Aaa	AAA	AAA
Polska	A2	BBB+	BBB+
Portugalia	Aa2	AA-	AA
Słowacja	A2	A	A
Słowenia	Aa2	AA	AA
Szwecja	Aaa	AAA	AAA
Węgry	A1	BBB+	BBB+
Wielka Brytania	Aaa	AAA	AAA
Włochy	Aa2	AA-	AA

Aneks 6. Dług sektora finansów publicznych i dług Skarbu Państwa w Polsce

Tabela 6. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją

Wyszczególnienie	XII 2004	struktura	XII 2005	struktura	VI 2006**	struktura	Zmiana XII'05-XII'04		Zmiana VI'06-XII'05	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją	440 541,1	100,0%	477 105,3	100,0%	512 259,7	100,0%	36 564,2	8,3%	35 154,4	7,4%
I. Dług sektora rządowego	406 001,0	92,2%	442 693,8	92,8%	479 460,1	93,6%	36 692,9	9,0%	36 766,2	8,3%
1. Dług Skarbu Państwa*	402 860,3	91,4%	440 167,4	92,3%	476 991,8	93,1%	37 307,1	9,3%	36 824,4	8,4%
2. Dług pozostałego sektora rządowego	3 140,7	0,7%	2 526,4	0,5%	2 468,3	0,5%	-614,2	-19,6%	-58,2	-2,3%
2.1. Narodowy Fundusz Zdrowia	758,4	0,2%	400,9	0,1%	80,2	0,0%	-357,6	-47,1%	-320,7	-80,0%
2.2. Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,7	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-0,7	-100,0%	0,0	-
2.3. Państwowe szkoły wyższe	214,8	0,0%	185,1	0,0%	182,8	0,0%	-29,7	-13,8%	-2,3	-1,2%
2.4. Jednostki badawczo-rozwojowe	258,9	0,1%	275,5	0,1%	280,5	0,1%	16,6	6,4%	5,0	1,8%
2.5. Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	938,1	0,2%	952,7	0,2%	1 082,9	0,2%	14,6	1,6%	130,2	13,7%
2.6. Państwowe instytucje kultury	38,2	0,0%	34,8	0,0%	33,3	0,0%	-3,4	-8,9%	-1,4	-4,2%
2.7. PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	18,8	0,0%	7,7	0,0%	8,7	0,0%	-11,1	-59,1%	1,0	13,4%
2.8. Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	912,7	0,2%	669,8	0,1%	799,9	0,2%	-242,9	-26,6%	130,1	19,4%
II. Dług sektora samorządowego	24 478,9	5,6%	27 316,7	5,7%	26 581,4	5,2%	2 837,9	11,6%	-735,3	-2,7%
1. Dług JST i ich związków	19 104,7	4,3%	21 268,9	4,5%	20 644,2	4,0%	2 164,2	11,3%	-624,7	-2,9%
2. Dług pozostałego sektora samorządowego	5 374,1	1,2%	6 047,8	1,3%	5 937,2	1,2%	673,7	12,5%	-110,6	-1,8%
2.1. Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	76,1	0,0%	186,9	0,0%	177,4	0,0%	110,8	145,7%	-9,5	-5,1%
2.2. Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	5 230,9	1,2%	5 789,9	1,2%	5 686,1	1,1%	559,0	10,7%	-103,8	-1,8%
2.3. Samorządowe instytucje kultury	29,3	0,0%	33,7	0,0%	36,1	0,0%	4,4	14,9%	2,4	7,1%
2.4. Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	37,9	0,0%	37,3	0,0%	37,6	0,0%	-0,6	-1,5%	0,3	0,9%
III. Dług sektora ubezpieczeń społecznych	10 061,3	2,3%	7 094,7	1,5%	6 218,2	1,2%	-2 966,5	-29,5%	-876,5	-12,4%
3.1. ZUS i zarządzane przez ZUS fundusze	10 061,3	2,3%	7 094,7	1,5%	6 218,2	1,2%	-2 966,5	-29,5%	-876,5	-12,4%
3.2. KRUS i zarządzane fundusze	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-

*Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych wprowadziła podział sektora finansów publicznych na trzy podsektory. Prezes KRUS jest centralnym organem administracji rządowej, który nie posiada osobowości prawnej i przyjmuje osobowość prawną Skarbu Państwa. W zestawieniach dotyczących tylko długu Skarbu Państwa dług KRUS ujmowany jest w pozycji „zobowiązania wymagalne Skarbu Państwa”. W zestawieniach dotyczących państwowego długu publicznego dług KRUS ujmowany jest poza Skarbem Państwa w podsektorze ubezpieczeń społecznych.

** dane wstępne według stanu na 25 września 2006 r.

Tabela 7. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji

Wyszczególnienie	XII 2004	struktura	XII 2005	struktura	VI 2006*	struktura	Zmiana XII'05-XII'04		Zmiana VI'06-XII'05	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji	432 284,4	100,0%	467 749,1	100,0%	501 879,1	100,0%	35 464,7	8,2%	34 129,9	7,3%
I. Dług sektora rządowego	403 827,4	93,4%	440 484,7	94,2%	476 335,1	94,9%	36 657,3	9,1%	35 850,4	8,1%
1. Dług Skarbu Państwa	402 233,0	93,0%	439 567,0	94,0%	475 292,1	94,7%	37 334,0	9,3%	35 725,1	8,1%
2. Dług pozostałego sektora rządowego	1 594,4	0,4%	917,7	0,2%	1 043,0	0,2%	-676,7	-42,4%	125,3	13,7%
2.1. Narodowy Fundusz Zdrowia	5,6	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-5,6	-100,0%	0,0	-
2.2. Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,7	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-0,7	-100,0%	0,0	-
2.3. Państwowe szkoły wyższe	162,3	0,0%	146,6	0,0%	152,0	0,0%	-15,8	-9,7%	5,4	3,7%
2.4. Jednostki badawczo-rozwojowe	145,8	0,0%	152,9	0,0%	160,4	0,0%	7,0	4,8%	7,5	4,9%
2.5. Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	633,1	0,1%	525,7	0,1%	593,4	0,1%	-107,4	-17,0%	67,7	12,9%
2.6. Państwowe instytucje kultury	33,9	0,0%	34,5	0,0%	30,4	0,0%	0,6	1,8%	-4,0	-11,7%
2.7. PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	12,3	0,0%	3,2	0,0%	5,0	0,0%	-9,1	-74,0%	1,8	57,8%
2.8. Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	600,8	0,1%	54,9	0,0%	101,8	0,0%	-545,8	-90,9%	46,9	85,4%
II. Dług sektora samorządowego	18 395,7	4,3%	20 169,7	4,3%	19 325,8	3,9%	1 774,0	9,6%	-843,9	-4,2%
1. Dług JST i ich związków	15 359,3	3,6%	17 155,7	3,7%	16 528,6	3,3%	1 796,4	11,7%	-627,1	-3,7%
2. Dług pozostałego sektora samorządowego	3 036,4	0,7%	3 014,0	0,6%	2 797,2	0,6%	-22,4	-0,7%	-216,8	-7,2%
2.1. Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	3,3	0,0%	1,3	0,0%	1,6	0,0%	-1,9	-59,2%	0,2	17,4%
2.2. Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	2 980,8	0,7%	2 950,6	0,6%	2 733,7	0,5%	-30,3	-1,0%	-216,9	-7,4%
2.3. Samorządowe instytucje kultury	15,6	0,0%	25,5	0,0%	25,0	0,0%	9,9	63,9%	-0,5	-1,9%
2.4. Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	36,7	0,0%	36,6	0,0%	36,9	0,0%	-0,1	-0,2%	0,3	0,8%
III. Dług sektora ubezpieczeń społecznych	10 061,3	2,3%	7 094,7	1,5%	6 218,2	1,2%	-2 966,5	-29,5%	-876,5	-12,4%
3.1. ZUS i zarządzane przez ZUS fundusze	10 061,3	2,3%	7 094,7	1,5%	6 218,2	1,2%	-2 966,5	-29,5%	-876,5	-12,4%
3.2. KRUS i zarządzane fundusze	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-

* dane wstępne według stanu na 25 września 2006 r.

Tabela 8. Dług Skarbu Państwa wg kryterium miejsca emisji w układzie wg instrumentów (wg nominalu, mln zł)

	XII 2004	XII 2005	VI 2006	struktura VI 2006 w %	zmiana XII 2005 - XII 2004		zmiana VI 2006 - XII 2005	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	402.860,3	440.167,4	476.991,8	100,0%	37.307,1	9,3%	36.824,4	8,4%
I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	291.658,5	315.478,6	338.614,4	71,0%	23.820,0	8,2%	23.135,8	7,3%
1. Dług z tytułu SPW ¹⁾	286.887,7	311.965,8	336.120,4	70,5%	25.078,1	8,7%	24.154,6	7,7%
1.1. Rynkowe SPW	273.500,7	302.780,8	328.099,6	68,8%	29.280,1	10,7%	25.318,8	8,4%
bony skarbowe	46.900,0	24.400,0	20.400,0	4,3%	-22.500,0	-48,0%	-4.000,0	-16,4%
obligacje rynkowe	226.600,7	278.380,8	307.699,6	64,5%	51.780,1	22,9%	29.318,8	10,5%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu stałym	200.905,7	241.756,3	266.179,2	55,8%	40.850,7	20,3%	24.422,9	10,1%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	52.904,4	57.148,1	60.959,0	12,8%	4.243,7	8,0%	3.810,9	6,7%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	70.785,3	86.728,3	87.929,9	18,4%	15.943,1	22,5%	1.201,6	1,4%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	2.588,6	3.199,9	3.236,0	0,7%	611,3	23,6%	36,2	1,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	68.654,9	85.700,3	103.574,6	21,7%	17.045,4	24,8%	17.874,3	20,9%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	3.404,3	6.411,5	7.911,5	1,7%	3.007,2	88,3%	1.500,0	23,4%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane ²⁾	2.568,3	2.568,3	2.568,3	0,5%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu zmiennym	23.049,0	31.945,2	35.292,3	7,4%	8.896,2	38,6%	3.347,1	10,5%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	3.400,2	3.496,1	3.162,2	0,7%	95,9	2,8%	-333,9	-9,5%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	6.738,2	6.738,2	6.738,2	1,4%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	1.130,6	9.063,5	13.363,5	2,8%	7.932,9	701,6%	4.300,0	47,4%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym	11.030,0	11.897,5	11.278,4	2,4%	867,5	7,9%	-619,1	-5,2%
obligacje typu private placement	750,0	750,0	750,0	0,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje rynkowe indeksowane	2.646,0	4.679,2	6.228,1	1,3%	2.033,2	76,8%	1.548,9	33,1%
obligacje 12-letnie indeksowane	2.646,0	4.679,2	6.228,1	1,3%	2.033,2	76,8%	1.548,9	33,1%
1.2. Obligacje oszczędnościowe	9.053,6	8.619,6	7.495,8	1,6%	-434,1	-4,8%	-1.123,7	-13,0%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	8.146,6	7.928,0	6.839,0	1,4%	-218,6	-2,7%	-1.088,9	-13,7%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	852,5	561,3	508,4	0,1%	-291,2	-34,2%	-52,9	-9,4%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	54,5	130,3	148,4	0,0%	75,8	138,9%	18,1	13,9%
1.3. Nierynkowe SPW	4.333,3	565,5	525,0	0,1%	-3.767,8	-87,0%	-40,5	-7,2%
obligacje restrukturyzacyjne	3.696,1	0,0	0,0	0,0%	-3.696,1	-100,0%	0,0	-
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	637,1	565,5	525,0	0,1%	-71,7	-11,3%	-40,5	-7,2%
2. Pozostałe zadłużenie krajowe SP	4.770,9	3.512,8	2.494,0	0,5%	-1.258,1	-26,4%	-1.018,8	-29,0%
przedpłaty na samochody ³⁾	3,2	3,2	3,2	0,0%	0,0	0,2%	0,0	-1,1%
zobowiązania wymagalne ³⁾⁴⁾	98,7	12,0	16,5	0,0%	-86,7	-87,8%	4,4	36,7%
zobowiązania z tytułu rekompensat ⁵⁾	369,0	197,5	174,4	0,0%	-171,4	-46,5%	-23,2	-11,7%
zadłużenie Funduszu Pracy ⁶⁾	4.300,0	3.300,0	2.300,0	0,5%	-1.000,0	-23,3%	-1.000,0	-30,3%
II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa	111.201,7	124.688,8	138.377,4	29,0%	13.487,0	12,1%	13.688,6	11,0%
1. Dług z tytułu SPW	48.461,9	83.862,0	98.370,3	20,6%	35.400,1	73,0%	14.508,3	17,3%
obligacje typu Brady	3.568,3	3.891,5	3.796,4	0,8%	323,2	9,1%	-95,1	-2,4%
obligacje zagraniczne	44.893,6	79.970,5	94.573,9	19,8%	35.076,9	78,1%	14.603,4	18,3%
2. Dług z tytułu kredytów	62.739,9	40.826,8	40.007,1	8,4%	-21.913,1	-34,9%	-819,7	-2,0%
Klub Paryski	50.254,6	25.153,5	22.709,0	4,8%	-25.101,1	-49,9%	-2.444,5	-9,7%
Międzynarodowe Instytucje Finansowe	12.032,8	15.260,7	17.009,5	3,6%	3.228,0	26,8%	1.748,8	11,5%
w tym: Europejski Bank Inwestycyjny	6.387,8	9.340,4	10.980,2	2,3%	2.952,7	46,2%	1.639,8	17,6%
pozostałe	452,5	412,6	288,5	0,1%	-39,9	-8,8%	-124,0	-30,1%

1) skarbowe papiery wartościowe wg pierwotnego terminu zapadalności;

2) w dniach 30 września oraz 29 grudnia 1999 r. nastąpiła zamiana: obligacji konwersyjnej, obligacji w USD na wykup obligacji Brady '97 i '98, zobowiązań długoterminowych wobec NBP oraz obligacji na wdrożenie umowy z Klubem Londyńskim na obligacje rynkowe o terminach wykupu: 29 kwietnia 2002 r. (KO0402), 22 grudnia 2002 r. (TK1202), 22 kwietnia 2003 r. (CK0403), 22 lipca 2004 r. (PK0704) oraz 22 sierpnia 2009 r. (DK0809);

3) dane aktualizowane kwartalnie;

4) pozycja obejmuje zobowiązania wymagalne jednostek budżetowych, zakładów budżetowych, gospodarstw pomocniczych i państwowych funduszy celowych nie posiadających osobowości prawnej; na zadłużenie w tej pozycji składają się m.in. zobowiązania wobec banków z tytułu refundacji premii gwarancyjnych od wkładów mieszkaniowych oraz z tytułu odsetek od kredytów mieszkaniowych;

5) zobowiązania z tytułu niepodwyższania plac w sferze budżetowej;

6) z tytułu kredytów zaciągniętych w sektorze bankowym.

Tabela 9. Dług Skarbu Państwa wg kryterium miejsca emisji w układzie podmiotowym (wg nominalu, w mln zł) 1)

	XII 2004	XII 2005	VI 2006	struktura XII 2005	zmiana		zmiana	
					XII 2005 - XII 2004		VI 2006 - XII 2005	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	291.658,5	315.478,6	338.614,4	100,0%	23.820,0	8,2%	23.135,8	7,3%
KRAJOWY SEKTOR BANKOWY	85.762,4	75.017,8	82.206,2	24,3%	-10.744,6	-12,5%	7.188,3	9,6%
Dług z tytułu SPW	81.462,4	71.717,8	79.906,2	23,6%	-9.744,6	-12,0%	8.188,3	11,4%
Rynkowe SPW	77.129,1	71.152,4	79.381,2	23,4%	-5.976,7	-7,7%	8.228,8	11,6%
bony skarbowe	19.456,3	9.756,6	9.652,4	2,9%	-9.699,7	-49,9%	-104,2	-1,1%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	20.787,9	17.048,6	19.742,9	5,8%	-3.739,3	-18,0%	2.694,3	15,8%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	227,6	627,2	639,4	0,2%	399,6	175,5%	12,2	1,9%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	5.266,7	4.107,4	2.943,1	0,9%	-1.159,3	-22,0%	-1.164,3	-28,3%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	19.855,7	21.325,8	22.225,7	6,6%	1.470,1	7,4%	899,8	4,2%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	10,4	91,9	95,1	0,0%	81,5	784,5%	3,2	3,4%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	126,3	2.528,6	3.397,7	1,0%	2.402,3	1902,7%	869,1	34,4%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym	3.302,0	2.826,3	3.019,0	0,9%	-475,7	-14,4%	192,7	6,8%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	7.426,7	12.366,3	17.012,0	5,0%	4.939,6	66,5%	4.645,7	37,6%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	146,6	79,1	135,2	0,0%	-67,5	-46,0%	56,1	71,0%
obligacje typu private placement	15,0	15,0	15,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 12-letnie indeksowane	216,1	16,3	25,5	0,0%	-199,7	-92,4%	9,1	56,0%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	291,9	363,1	478,3	0,1%	71,2	24,4%	115,2	31,7%
Nierynkowe SPW	4.333,3	565,5	525,0	0,2%	-3.767,8	-87,0%	-40,5	-7,2%
obligacje restrukturyzacyjne	3.696,1	0,0	0,0	0,0%	-3.696,1	-100,0%	0,0	-
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	637,1	565,5	525,0	0,2%	-71,7	-11,3%	-40,5	-7,2%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	4.300,0	3.300,0	2.300,0	0,7%	-1.000,0	-23,3%	-1.000,0	-30,3%
zobowiązania wymagalne	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-100,0%	0,0	-
zadłużenie Funduszu Pracy	4.300,0	3.300,0	2.300,0	0,7%	-1.000,0	-23,3%	-1.000,0	-30,3%
KRAJOWY SEKTOR POZABANKOWY	143.578,2	171.529,3	186.786,9	55,2%	27.951,1	19,5%	15.257,6	8,9%
Dług z tytułu SPW	143.107,4	171.316,6	186.592,9	55,1%	28.209,2	19,7%	15.276,4	8,9%
Rynkowe SPW	134.058,3	162.703,9	179.104,5	52,9%	28.645,6	21,4%	16.400,6	10,1%
bony skarbowe	27.176,3	14.369,1	10.686,9	3,2%	-12.807,2	-47,1%	-3.682,2	-25,6%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	22.092,5	33.585,9	36.664,2	10,8%	11.493,4	52,0%	3.078,3	9,2%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	3.163,8	2.863,4	2.518,2	0,7%	-300,4	-9,5%	-345,2	-12,1%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	1.469,3	2.626,8	3.789,9	1,1%	1.157,4	78,8%	1.163,1	44,3%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	32.315,7	41.574,1	43.743,8	12,9%	9.258,4	28,6%	2.169,7	5,2%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	2.576,2	3.102,3	3.135,3	0,9%	526,1	20,4%	33,0	1,1%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	1.001,9	6.527,8	9.961,7	2,9%	5.526,0	551,6%	3.433,9	52,6%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym	7.514,7	8.860,1	8.048,6	2,4%	1.345,5	17,9%	-811,5	-9,2%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	31.056,6	41.761,0	52.397,2	15,5%	10.704,4	34,5%	10.636,2	25,5%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	2.421,7	2.489,2	2.433,1	0,7%	67,5	2,8%	-56,1	-2,3%
obligacje typu private placement	585,0	735,0	735,0	0,2%	150,0	25,6%	0,0	0,0%
obligacje 12-letnie indeksowane	214,7	508,4	861,6	0,3%	293,6	136,7%	353,3	69,5%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	2.469,9	3.700,8	4.129,1	1,2%	1.230,9	49,8%	428,3	11,6%
Obligacje oszczędnościowe	9.049,1	8.612,7	7.488,5	2,2%	-436,4	-4,8%	-1.124,2	-13,1%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	8.142,8	7.921,9	6.832,6	2,0%	-220,9	-2,7%	-1.089,4	-13,8%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	851,8	560,6	507,6	0,1%	-291,2	-34,2%	-52,9	-9,4%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	54,5	130,2	148,3	0,0%	75,7	138,9%	18,1	13,9%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	470,9	212,8	194,0	0,1%	-258,1	-54,8%	-18,8	-8,8%
przedpłaty na samochody	3,2	3,2	3,2	0,0%	0,0	0,2%	0,0	-1,1%
zobowiązania wymagalne	98,7	12,0	16,5	0,0%	-86,7	-87,8%	4,4	36,7%
zobowiązania z tytułu rekompensat	369,0	197,5	174,4	0,1%	-171,4	-46,5%	-23,2	-11,7%
SPW U INWESTORÓW ZAGRANICZNYCH	62.317,9	68.931,4	69.621,3	20,6%	6.613,5	10,6%	689,9	1,0%
Dług z tytułu SPW	62.317,9	68.931,4	69.621,3	20,6%	6.613,5	10,6%	689,9	1,0%
Rynkowe SPW	62.313,4	68.924,5	69.614,0	20,6%	6.611,2	10,6%	689,5	1,0%
bony skarbowe	267,5	274,3	60,7	0,0%	6,8	2,5%	-213,6	-77,9%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	10.023,9	6.513,5	4.551,8	1,3%	-3.510,4	-35,0%	-1.961,7	-30,1%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	8,7	5,4	4,6	0,0%	-3,3	-37,5%	-0,8	-15,3%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	2,1	4,0	5,2	0,0%	1,9	87,4%	1,3	31,7%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	18.613,9	23.828,4	21.960,4	6,5%	5.214,5	28,0%	-1.868,0	-7,8%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	2,0	5,6	5,7	0,0%	3,6	176,2%	0,0	0,8%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	2,5	7,1	4,1	0,0%	4,6	181,8%	-3,0	-41,8%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym	213,3	211,0	210,8	0,1%	-2,3	-1,1%	-0,2	-0,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	30.171,7	31.573,0	34.165,4	10,1%	1.401,3	4,6%	2.592,4	8,2%
obligacje typu private placement	150,0	0,0	0,0	0,0%	-150,0	-100,0%	0,0	-
obligacje 12-letnie indeksowane	2.215,3	4.154,5	5.341,0	1,6%	1.939,3	87,5%	1.186,5	28,6%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	642,5	2.347,6	3.304,1	1,0%	1.705,1	265,4%	956,5	40,7%
Obligacje oszczędnościowe	4,6	6,9	7,3	0,0%	2,3	51,0%	0,5	6,8%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	3,8	6,0	6,4	0,0%	2,3	59,8%	0,4	7,1%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	0,7	0,7	0,8	0,0%	0,0	-2,0%	0,0	5,3%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	0,0	0,1	0,1	0,0%	0,1	215,6%	0,0	0,0%

1) dane uwzględniają przepływy finansowe między sektorami, obligacje wg pierwotnych terminów zapadalności