

**STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM  
sektora finansów publicznych  
w latach 2009-11**

**Ministerstwo Finansów  
Warszawa, wrzesień 2008 r.**



**STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM**  
**sektora finansów publicznych**  
**w latach 2009-11**

I.	WPROWADZENIE	5
II.	ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO	7
II.1.	Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi	7
II.2.	Struktura długu Skarbu Państwa	9
II.3.	Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych	12
II.4.	Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych	16
II.5.	Ocena realizacji celu Strategii w 2007 r. i w pierwszej połowie 2008 r.	17
III.	UWARUNKOWANIA STRATEGII	21
III.1.	Sytuacja makroekonomiczna Polski	21
III.2.	Uwarunkowania międzynarodowe	24
IV.	CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2009-11	26
V.	ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM	28
VI.	ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	30
VI.1.	Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych	30
VI.2.	Założenia strategii udzielania poręczeń i gwarancji	31
VI.3.	Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	31
VII.	PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII	34
VII.1.	Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu	34
VII.2.	Struktura długu Skarbu Państwa	36
VII.3.	Zagrożenia dla realizacji Strategii	37
VIII.	WPŁYW PRZYJĘCIA EURO NA ZARZĄDZANIE DŁUGIEM SKARBU PAŃSTWA	38
Aneks 1.	Słowniczek pojęć	42
Aneks 2.	Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE	46
Aneks 3.	Deficyt i dług publiczny oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE	48
Aneks 4.	Ocena kredytowa ( <i>rating</i> ) długu rządowego państw UE	49
Aneks 5.	Średnia zapadalność i <i>duration</i> długu państw UE w 2007 r.	50
Aneks 6.	Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE	51
Aneks 7.	Dług publiczny w Polsce – aneks statystyczny	56



## I. WPROWADZENIE

Zgodnie z art. 70 ustawy z 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych Minister Finansów zobowiązany jest do opracowania co roku trzyletniej strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa (SP) oraz oddziaływania na państwowy dług publiczny. Dokument ten Minister Finansów przedstawia Radzie Ministrów do zatwierdzenia, a następnie Rada Ministrów przedstawia go Sejmowi wraz z uzasadnieniem projektu ustawy budżetowej.

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się na dwóch poziomach:

- w szerszym znaczeniu stanowi element polityki fiskalnej i obejmuje decyzje, jaka część wydatków państwa ma być finansowana poprzez zaciąganie długu, a zatem jaka będzie wielkość długu publicznego;
- w węższym znaczeniu oznacza sposób finansowania potrzeb pożyczkowych państwa oraz kształtowanie struktury długu, a więc wybór rynków, instrumentów i terminów emisji.

Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2009-11 zawiera prognozy wielkości długu publicznego spójne z założeniami polityki fiskalnej przyjętymi w projekcie ustawy budżetowej na 2009 r., natomiast w zakresie celów i zadań odnosi się do zarządzania długiem publicznym w węższym znaczeniu.

Tabela 1. Dług publiczny i koszty jego obsługi – podsumowanie prognoz Strategii

	2007 (Strategia 2008-10)	2007 (wykonanie)	2008	2009	2010	2011
<b>1. Państwowy dług publiczny</b>						
a) w mld zł	543,6	527,4	565,9	604,4	637,0	670,0
b) w relacji do PKB	47,0%	45,2%	44,2%	43,7%	42,9%	41,9%
<b>2. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)</b>						
a) w mld zł	28,1	27,6	27,7	32,8	34,2	35,6
b) w relacji do PKB	2,4%	2,4%	2,2%	2,4%	2,3%	2,2%

Przy przyjętych założeniach, przewiduje się dalszy spadek relacji długu do PKB do 41,9% w 2011 r. Dla relacji kosztów obsługi długu SP do PKB przewidywany jest wzrost do 2,4% w 2009 r., a następnie powrót do poziomu 2,2% w 2011 r.

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. Działania służące realizacji celu zostały podporządkowane trzem współzależnym zadaniom zwiększania płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW).

Dla realizacji celu Strategii w latach 2009-2011 przyjęto, że:

- utrzymane zostanie elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku i waluty, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi przy ograniczeniach wynikających z przyjętych poziomów ryzyka oraz możliwego wpływu na politykę pieniężną;
- głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy. Z uwagi na integrację z Unią Gospodarczą i Walutową (UGW) rolę rynku strategicznego przy emisjach zagranicznych będzie pełnił 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 powinien następować wzrost średniej zapadalności długu krajowego, natomiast jego *duration*, które osiągnęło już poziom akceptowalny z punktu widzenia ryzyka stopy procentowej, utrzymywane będzie w przedziale 2,5-4,0 roku;
- w przypadku długu zagranicznego obecny poziom zarówno ryzyka refinansowania, jak i ryzyka stopy procentowej, przy ograniczonej wartości nowych emisji, nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów obsługi;
- zarządzanie ryzykiem refinansowania i ryzykiem stopy procentowej długu krajowego może zostać rozdzielone.

Układ *Strategii* nie uległ zasadniczym zmianom. Nowością jest osobny rozdział, w którym omówiono przewidywany wpływ przyjęcia przez Polskę euro na zarządzanie długiem SP. Znaczna skala redukcji deficytu w 2007 r. oraz plan dalszej konsolidacji finansów publicznych wpłynęły na podjęcie przez Radę ECOFIN w lipcu 2008 r. decyzji o zniesieniu wobec Polski procedury nadmiernego deficytu. We wrześniu 2008 r. rząd zadeklarował intencję przyjęcia euro w najbliższym możliwym terminie. Zgodnie z ustaleniami rządu i Rady Polityki Pieniężnej rok 2011 powinien być rokiem spełnienia kryteriów i pozytywnej decyzji Komisji Europejskiej dotyczącej wejścia Polski do strefy euro. Gruntowna zmiana otoczenia makroekonomicznego i rynkowego zarządzania długiem w Polsce związana z przyjęciem euro wymaga odpowiednio wcześniejszych przygotowań w tym zakresie.

Uporządkowano również informacje dotyczące zadłużenia jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP. Analizę ich zadłużenia włączono do rozdziału II, dotyczącego oceny istniejącej wielkości i struktury długu. Rozdział VI, dotyczący oddziaływania na dług sektora finansów publicznych, koncentruje się na przewidywanych zmianach długu jednostek innych niż SP w horyzoncie *Strategii*.

Strategia zawiera siedem aneksów zawierających informacje uzupełniające główny tekst, w tym słowniczek pojęć.

## II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO

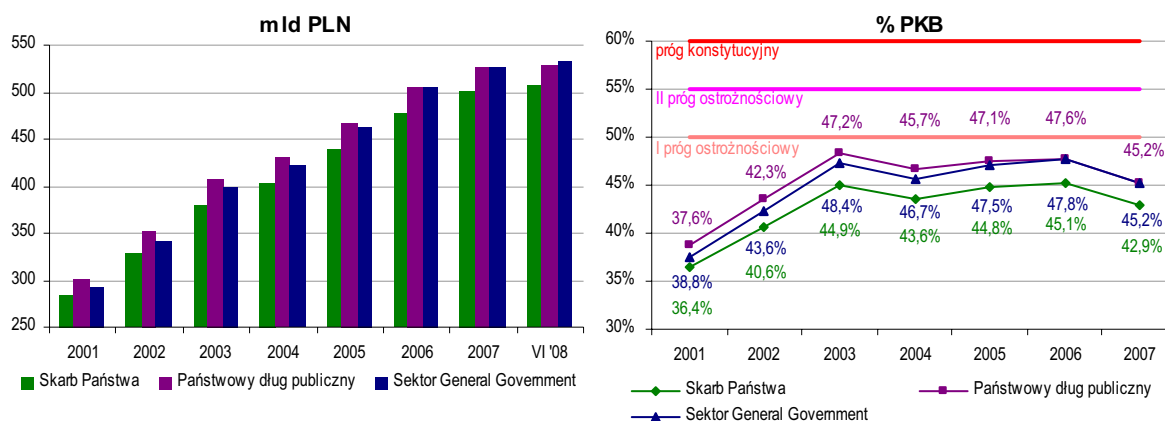
Finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa powoduje konieczność zaciągania długu publicznego i ponoszenia kosztów jego obsługi. Zarządzanie długiem polega na kształtowaniu jego struktury tak, by z istnieniem długu publicznego wiązały się jak najmniejsze koszty w długim horyzoncie czasowym przy akceptowalnym poziomie ryzyka.

W kolejnych podrozdziałach przedstawiono zachodzące w ostatnich latach zmiany w wielkości długu publicznego oraz kosztów obsługi i struktury długu SP, jak również wielkości długu potencjalnego wynikającego z udzielanych gwarancji i poręczeń.

### II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi

Zmiany wielkości długu publicznego w latach 2001-08 wynikały głównie ze zmian długu SP. Mający miejsce do 2007 r. wzrost długu w ujęciu nominalnym był wypadkową stosunkowo wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz zmian poziomu kursu złotego. Jednocześnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego i poprawa sytuacji finansów publicznych wpłynęły na stabilizację relacji długu publicznego do PKB od 2004 r. poniżej 50%, tj. pierwszego progu przewidzianego w ustawie o finansach publicznych, a w 2007 r. pozwoliły obniżyć tę relację do ok. 45%. W pierwszej połowie 2008 r. dług publiczny wzrósł jedynie o 1,6 mld (w tym długu SP o 5,8 mld zł) w wyniku znacznego umocnienia złotego przy stosunkowo niskich potrzebach pożyczkowych budżetu.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego w latach 2001-2008<sup>1</sup>



Od kwietnia 2007 r. przestał obowiązywać okres przejściowy, w którym Polska mogła zaliczać OFE do sektora *general government*, w związku z tym SPW w posiadaniu OFE nie pomniejszają długu tego sektora, a wielkość długu publicznego wg metodologii polskiej i Unii Europejskiej (UE) jest zbliżona<sup>2</sup>.

Relacja długu publicznego do PKB, wynosząca na koniec 2007 r. 45,2% (wg metodologii UE) jest niższa w porównaniu z wielkością tej relacji dla całej UE (58,7%) i dla strefy euro (66,3%)<sup>3</sup>.

Zmiana relacji długu SP do PKB w latach 2001-2007 zależała przede wszystkim od wielkości deficytu budżetowego i innych potrzeb pożyczkowych, przede wszystkim wynikających z reformy emerytalnej, oraz tempa nominalnego wzrostu PKB. Wartość potrzeb pożyczkowych związanych z kosztami reformy emerytalnej była z każdym rokiem coraz większa, a w 2007 r. przekroczyła ona poziom deficytu budżetowego. Mała rola przyrostu przychodów z prywatyzacji. Istotną przyczyną odchylenia między potrzebami pożyczkowymi a przyrostem długu miały zmiany kursów wpływające na zmiany poziomu długu w walutach obcych.

<sup>1</sup> Szczegółowe informacje dotyczące wielkości długu publicznego zawiera aneks 7.

<sup>2</sup> Najważniejsze różnice wynikają z wliczania zobowiązań wymagalnych do tytułów dłużnych wg metodologii polskiej oraz zaliczania Krajowego Funduszu Drogowego do sektora publicznego jedynie w metodologii UE. Różnice między metodologią polską a UE zostały omówione w aneksie 6.

<sup>3</sup> Zob. aneks 3.

Systematycznie malało również pozostałe zadłużenie SP, nie wynikające z finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu, przede wszystkim za sprawą spłaty zobowiązań z tytułu niepodwyższania płac w sferze budżetowej oraz spłaty długu Funduszu Pracy. Pozostałe zadłużenie SP zmniejszyło się z 9,0 mld zł w 2001 r. do 0,2 mld zł w połowie 2007 r., a następnie ustabilizowało się na tym poziomie.

Tabela 2. Czynniki wpływające na zmianę relacji długu SP do PKB w latach 2001-2007 (%)

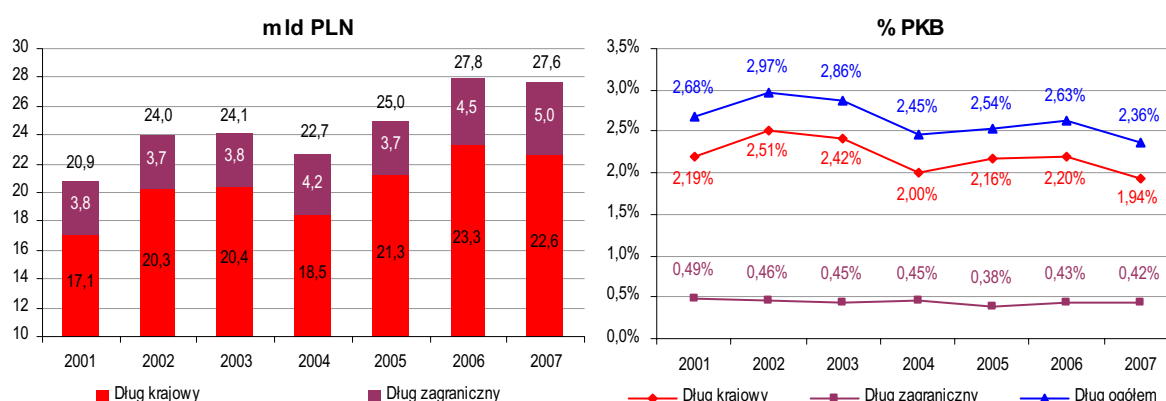
Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Relacja długu SP do PKB</b>	<b>36,4</b>	<b>40,6</b>	<b>44,9</b>	<b>43,6</b>	<b>44,8</b>	<b>45,1</b>	<b>42,9</b>
Zmiana relacji długu SP do PKB	0,6	4,2	4,3	-1,3	1,2	0,3	-2,2
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, w tym:	3,3	4,6	4,5	4,5	4,3	4,2	2,9
1.1. saldo pierwotne budżetu państwa	1,5	1,9	1,5	2,0	0,4	-0,3	-1,0
1.2. koszty obsługi długu SP	2,7	3,0	2,9	2,4	2,5	2,6	2,4
1.3. koszty reformy emerytalnej *	0,0	0,0	0,0	1,1	1,3	1,4	1,4
1.4. przychody netto z prywatyzacji	-0,8	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	0,0	-0,1
1.5. pozostałe potrzeby pożyczkowe **	-0,1	-0,1	0,5	-0,2	0,4	0,5	0,3
2. Zmiany nie wynikające z potrzeb pożyczkowych budżetu, w tym:	-0,6	1,1	1,7	-1,8	-0,4	-0,5	-0,8
2.1. różnice kursowe	-1,0	0,8	1,4	-2,2	-0,3	-0,4	-0,9
2.2. pozostałe czynniki ***	0,4	0,3	0,4	0,4	-0,1	-0,1	0,1
3. Zmiany pozostałego długu SP	-0,5	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
4. Nominalny wzrost PKB	-1,6	-1,3	-1,7	-4,0	-2,6	-3,2	-4,2

\*) Środki dla FUS z tytułu ubytku składki przekazywanej do OFE.

\*\*) Głównie: zmiana stanu środków na rachunku budżetu państwa, saldo udzielonych pożyczek, prefinansowanie.

\*\*\*) Zmiana długu z tytułu dyskonta od SPW, kapitalizacja i indeksacja SPW, ciągnięcia pozakasowe, umorzenia długu, konwersja długu FUS wobec OFE na SPW.

Wykres 2. Koszty obsługi długu SP w latach 2001-2007



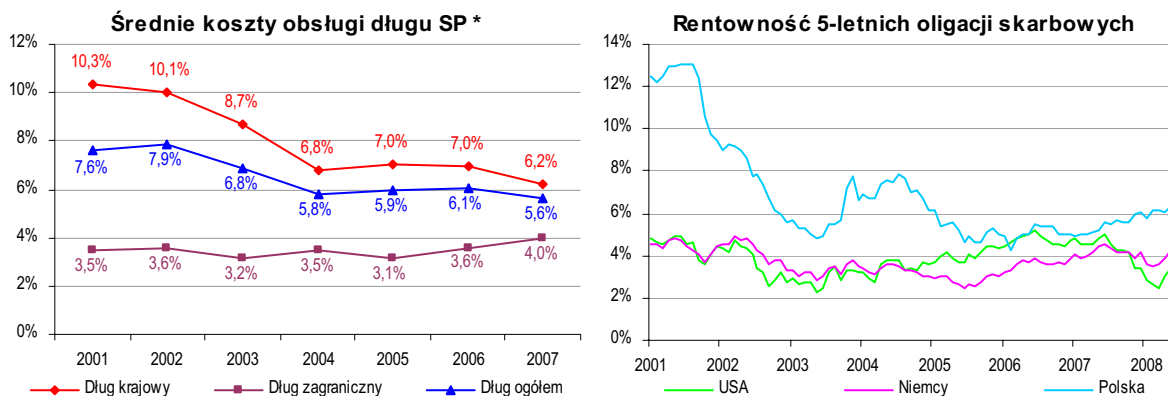
Zmiany w poziomie kosztów obsługi długu były wypadkową przyrostu długu SP oraz zmian poziomów stóp procentowych i kursów walutowych. Po okresie stabilizacji stóp procentowych trwającym od połowy 2005 r. do połowy 2007 r., następował wzrost rentowności krajowych SPW, związany z cyklem zacieśniania polityki pieniężnej przez RPP oraz kryzysem na globalnym rynku finansowym. Na rozkład kosztów w czasie miał również wpływ kasowy system budżetu państwa, w którym dyskonto jest kosztem przy wykupie SPW. Aby zmienna wysokość kosztów obsługi długu nie wpływała destabilizująco na konstruowanie budżetu państwa, podejmowane były działania służące ich równomiernemu rozkładowi w czasie. Zaliczały się do nich:

- Transakcje na instrumentach pochodnych – stosowane od końca 2006 r.;
- Ustalanie wysokości oprocentowania nowych emisji obligacji na poziomie zbliżonym do ich rentowności tak, aby ograniczyć kumulację kosztów obsługi z tytułu dyskonta przy ich wykupie;
- Przetargi zamiany i odkupu obligacji, stosowane od 2001 r., przede wszystkim w celu ograniczania ryzyka refinansowania, ale pozwalające również na regulowanie rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.



Koszty obsługi długu zagranicznego były znacznie niższe niż krajowego, co w coraz mniejszym stopniu wynikało z różnicy poziomów stóp procentowych na rynku krajowym i głównych rynkach zagranicznych, a w coraz większym stopniu z malejącego udziału długu zagranicznego w długi SP. Do wzrostu kosztów obsługi długu zagranicznego przyczyniało się refinansowanie na rynku finansowym zapadających kredytów wobec Klubu Paryskiego, których oprocentowanie było znacząco niższe od rynkowego.

Wykres 3. Rynkowe stopy procentowe a średnie koszty obsługi długu krajowego i zagranicznego SP



\*) Średnie koszty obsługi długu SP zostały obliczone jako relacja kosztów obsługi długu w danym roku do średniej arytmetycznej z wielkości długu na koniec bieżącego i poprzedniego roku.

Relacja kosztów całego długu SP do PKB, po obniżeniu w latach 2003-2004, w latach 2005-2006 wykazywała niewielką tendencję wzrostową, a w 2007 r. ponownie spadła, głównie na skutek dużego wzrostu PKB przy stabilizacji nominalnej wartości kosztów.

## II.2. Struktura długu Skarbu Państwa

Zmiany w strukturze długu SP wynikały z realizacji celu *Strategii*, tj. minimalizacji kosztów w długim terminie, z uwzględnieniem ograniczeń związanych z ryzykiem. Prowadzona polityka emisyjna i operacje na składnikach długu służyły utrzymaniu ryzyka związanego ze strukturą długu SP na bezpiecznym poziomie.

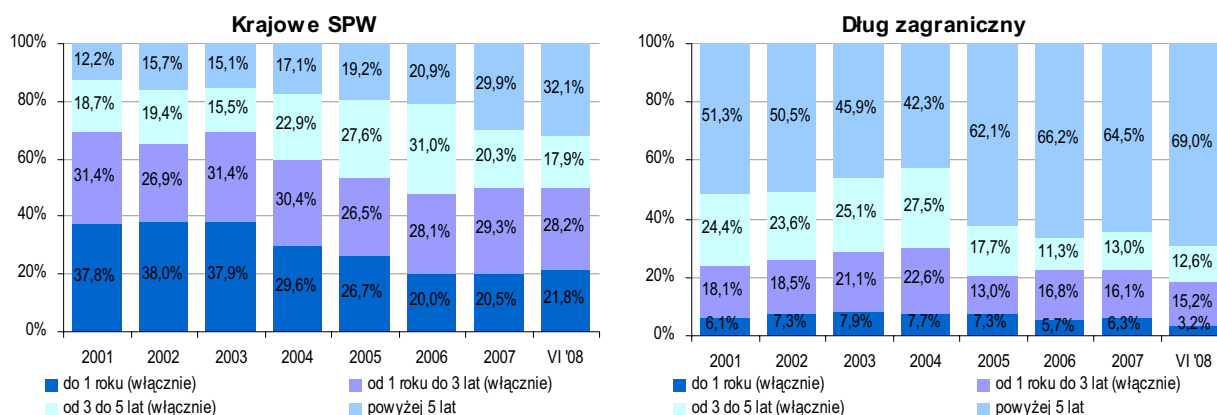
### a) Ryzyko refinansowania

Ryzyko refinansowania długu krajowego, pozostające w latach 2001-2003 na stosunkowo wysokim poziomie, w kolejnych latach ulegało systematycznemu ograniczaniu. Ograniczenie ryzyka refinansowania nastąpiło w wyniku:

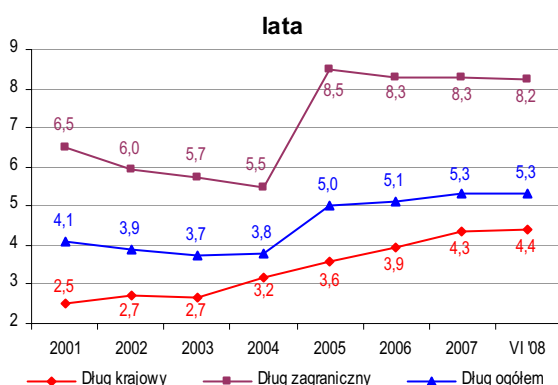
- rosnącej roli obligacji średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych; obligacje o terminach zapadalności od 5 lat stanowiły odpowiednio 58,9% w 2001 r. i 70,9% w 2006 r. ogółu sprzedanych na przetargach obligacji<sup>4</sup>. Ich udział wzrósł do 83,4% w 2007 r. i 85,3% w I półroczu 2008 r., choć wartościowo sprzedaż długoterminowych obligacji zmniejszyła się na rzecz finansowania w bonach skarbowych, co było wynikiem zmniejszonego popytu na instrumenty długoterminowe związanego z kryzysem *subprime*, odpływem inwestorów zagranicznych i niepewnością co do kierunku zmian stóp procentowych NBP;
- spadku zadłużenia w bonach skarbowych (z 35,2 mld zł na koniec 2001 r. do 22,6 mld zł na koniec 2007 r., co stanowiło odpowiednio 20,0% i 5,9% zadłużenia w krajowych SPW). W pierwszej połowie 2008 r. zadłużenie w bonach skarbowych zwiększyło się na skutek przejściowego powrotu do wykorzystywania tych instrumentów do finansowania potrzeb pożyczkowych, w związku ze znacząco mniejszym popytem na inne instrumenty (na koniec czerwca 2008 r. zadłużenie w bonach skarbowych wyniosło 30,2 mld zł, co stanowiło 7,8% zadłużenia w krajowych SPW);
- dużej skali przetargów zamiany. W 2002 r. odkupiono obligacje o zbliżającym się terminie zapadalności na łączną kwotę 9,6 mld zł w ujęciu nominalnym, w 2007 r. 27,6 mld zł, a w I połowie 2008 r. 11,7 mld zł.

<sup>4</sup> Łącznie z przetargami zamiany.

Wykres 4. Struktura długu SP wg faktycznych terminów wykupu w latach 2001-2008



Wykres 5. Średnia zapadalność długu SP w latach 2001-2008



Ryzyko refinansowania długu zagranicznego jest w porównaniu do długu krajowego istotnie niższe. Uległo ono znacznemu ograniczeniu w 2005 r., kiedy część zobowiązań wobec Klubu Paryskiego została spłacona przed terminem i refinansowana emisjami obligacji o znacznie dłuższej zapadalności. W kolejnych latach średnia zapadalność długu zagranicznego nieznacznie się zmniejszała, co wynikało z naturalnego procesu starzenia się długu przy ograniczonej wartości nowych emisji.

Systematyczny, począwszy od 2003 r., wzrost średniej zapadalności całego długu SP wynikał ze stabilnego wzrostu średniej zapadalności długu krajowego, mającego dominujący udział w długi ogółem oraz znaczącego wydłużenia w 2005 r., a następnie stabilizacji na wysokim poziomie, średniej zapadalności długu zagranicznego. W I połowie 2008 r. tempo wzrostu średniej zapadalności długu krajowego uległo ograniczeniu, co w połączeniu z niewielkim spadkiem średniej zapadalności długu zagranicznego skutkowało stabilizacją tego wskaźnika dla całości długu.

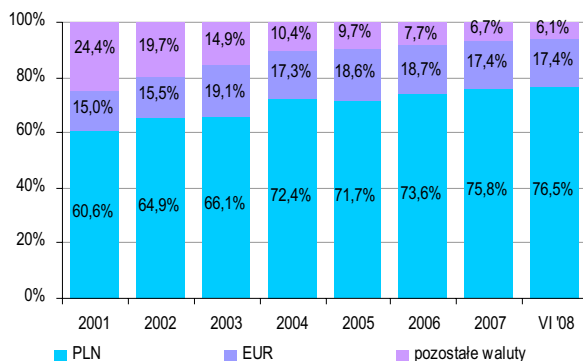
#### b) Ryzyko kursowe

Udział długu nominowanego w walutach obcych w długi SP, za wyjątkiem niewielkiego wzrostu w 2005 r., systematycznie spadał, osiągając 23,5% w połowie 2008 r. Od końca 2001 r. do połowy 2008 r. wartość nominalna długu zagranicznego wzrosła zaledwie o 20,2 mld zł wobec 203,2 mld zł dla długu krajowego. Ograniczeniu ulegał udział innych niż euro walut obcych. Było to rezultatem:

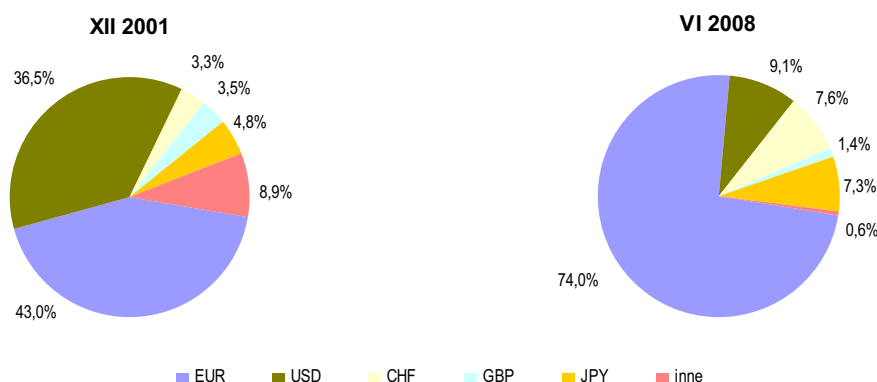
- przyjęcia w wariantcie bazowym finansowania zagranicznego w wysokości zbliżonej do potrzeb walutowych budżetu państwa, związanych z obsługą i wykupem długu zagranicznego,
- silnej aprecjacji złotego (w okresie od końca 2001 r. do połowy 2008 r. kurs euro obniżył się o 5%, a kurs dolara o 47%),
- elastycznego podejścia do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu w kontekście ograniczeń wynikających z ryzyka kursowego, stosowanego od 2004 r. i pozwalającego na przejściowe odstępstwa od wariantu bazowego,

- strategicznej roli euro jako przyszłej waluty krajowej (przyjęcie euro oznaczać będzie skokowy spadek ryzyka kursowego).

Wykres 6. Struktura walutowa zadłużenia SP



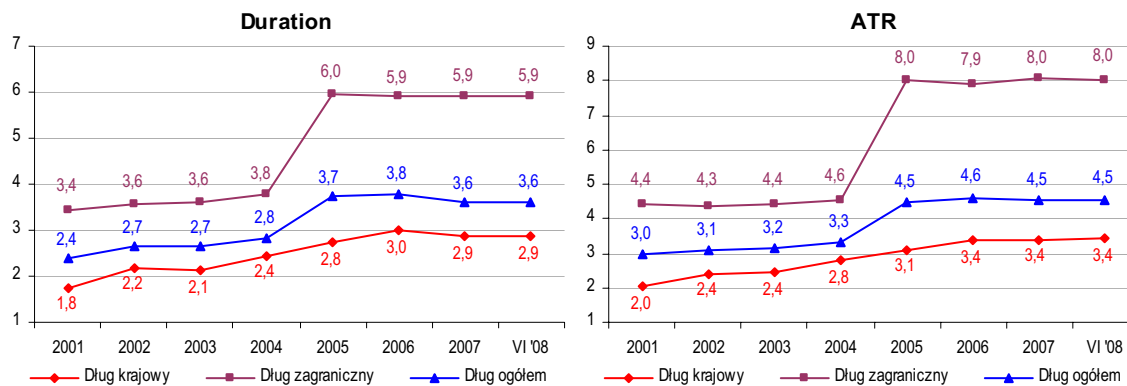
Wykres 7. Struktura walutowa długu zagranicznego SP



### c) Ryzyko stopy procentowej

Ze względu na dominujące znaczenie instrumentów o oprocentowaniu stałym w nowo emitowanym długu, ryzyko stopy procentowej długu krajowego i zagranicznego podlegało w ostatnich latach podobnym zmianom jak ryzyko refinansowania, dlatego też jego główne miary, tj. *duration* i ATR pozostawały w ścisłym związku ze średnią zapadalnością. Dodatkowo na rynku krajowym do zwiększenia *duration* przyczynił się spadek stóp procentowych, w szczególności w roku 2002 i 2005. W 2007 r. w wyniku zwiększenia roli instrumentów o oprocentowaniu zmiennym i wzrostu stóp procentowych, wzrostowi średniej zapadalności towarzyszył spadek *duration* i ATR. W I połowie 2008 r. rola instrumentów o zmiennym oprocentowaniu była ograniczona, co spowodowało stabilizację *duration* i ATR.

Wykres 8. Duration i ATR długu SP w latach 2001-2007

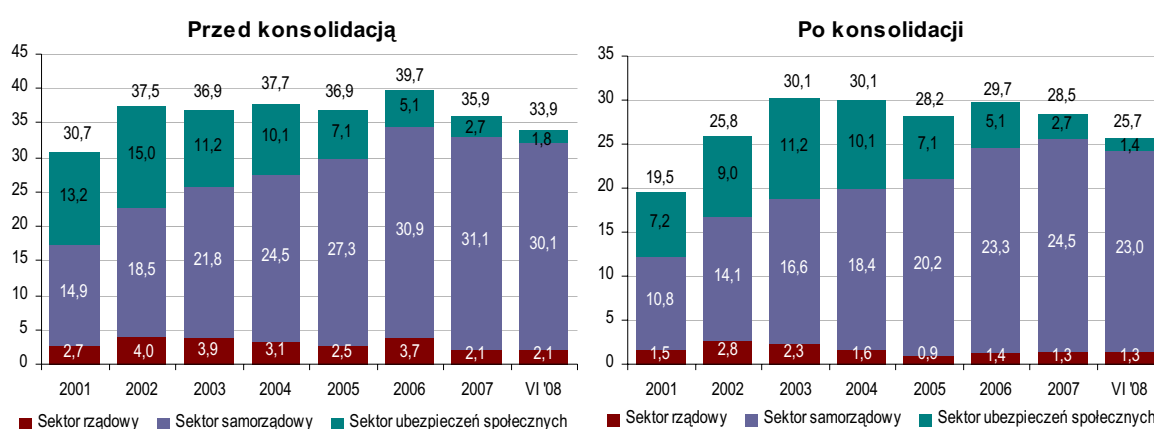


*Duration* długu krajowego przekroczyło poziom państw UE o najniższych wartościach tego wskaźnika, a dług ogółem jest zbliżone do średniej państw UE<sup>5</sup>. Podobnie jak w przypadku ryzyka refinansowania, ryzyko stopy procentowej długu w walutach obcych znajduje się na akceptowalnym poziomie.

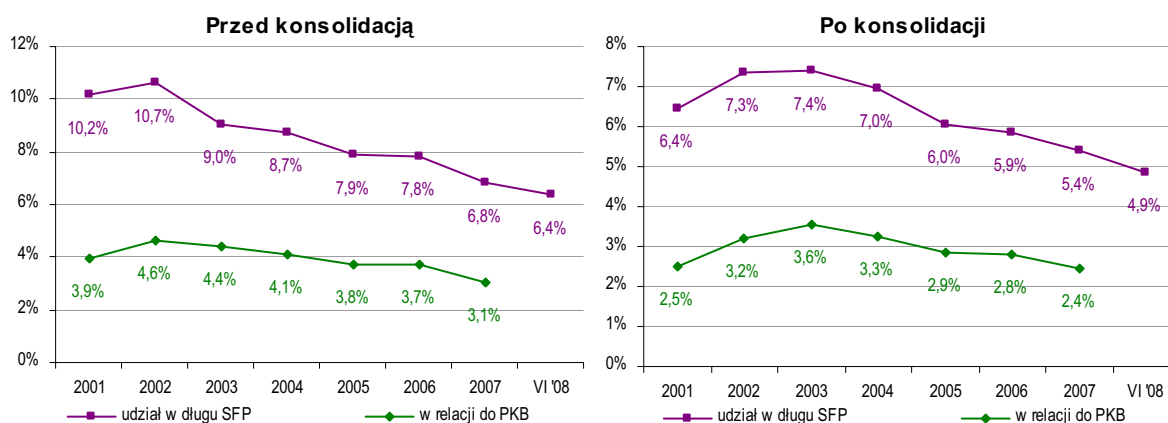
### II.3. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec czerwca 2008 r. 6,3% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (tj. 5,0% po konsolidacji) wobec 6,7% (5,4%) na koniec 2007 r. Największy i rosnący udział w tej części długu miał w ostatnich latach dług sektora samorządowego, w szczególności zadłużenie JST i samorządowych SPZOZ. Zadłużenie pozostałych jednostek sektora finansów publicznych zmniejszało się. W szczególności znacznemu ograniczeniu uległo zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych. Szczegółowe dane o zadłużeniu jednostek sektora finansów publicznych w ostatnim okresie w ujęciu przed i po konsolidacji zostały przedstawione w aneksie 7.

Wykres 9. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory (w mld zł)

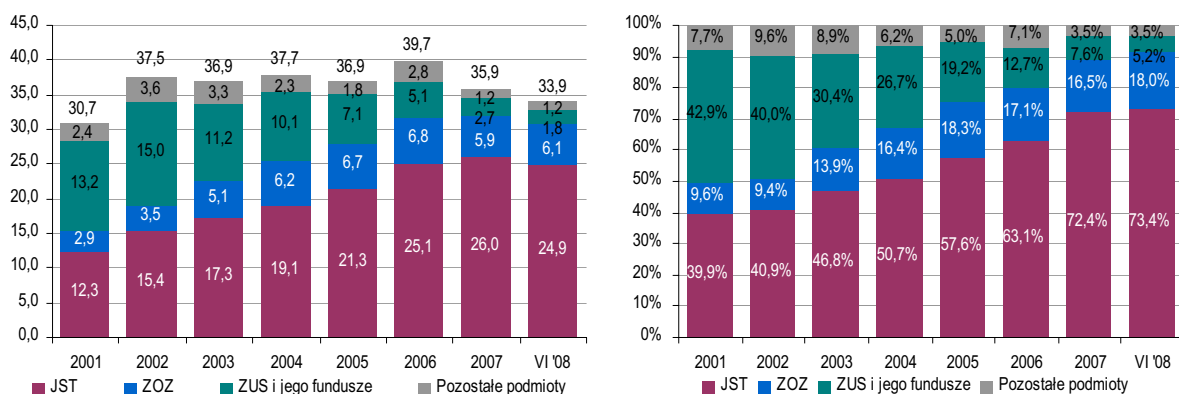


Wykres 10. Udział zadłużenia innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w długu sektora finansów publicznych i w relacji do PKB



<sup>5</sup> Na koniec 2007 r. *duration* długu krajowego w państwach UE wyniosło średnio 4,6 roku (2,5 w Finlandii, 2,7 w Portugalii), a dług ogółem 4,0 roku. Szczegółowe dane znajdują się w aneksie 5.

Wykres 11. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP przed konsolidacją (mld zł i struktura)

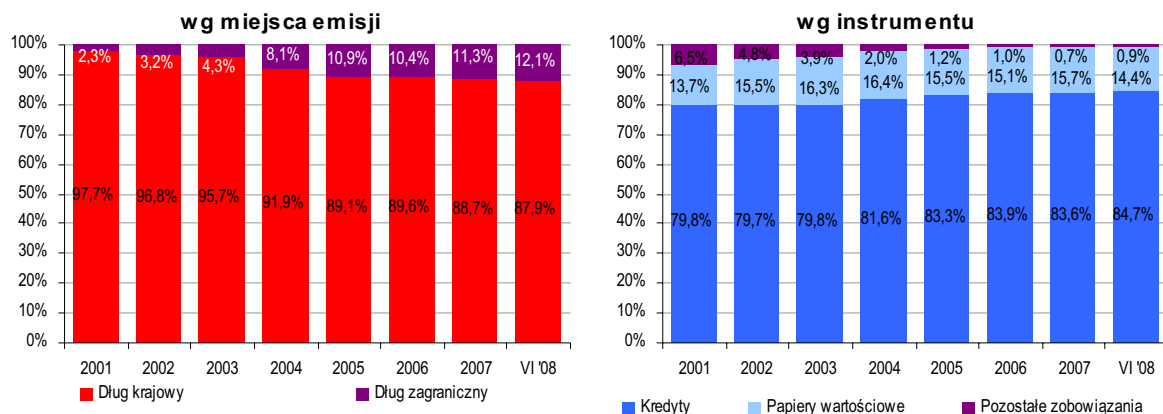


W dalszej części podrzdziału przedmiotem analizy jest zadłużenie innych niż SP jednostek SFP przed konsolidacją.

### 1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

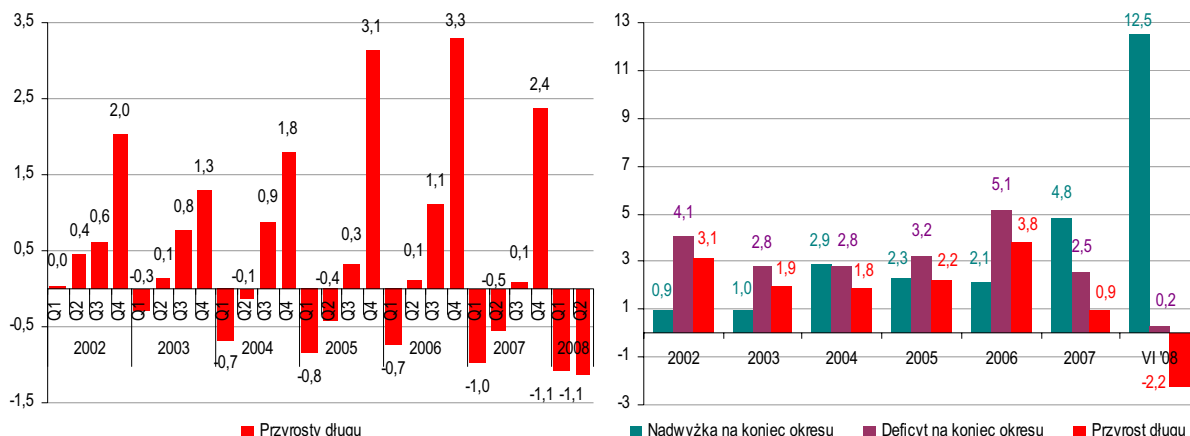
Zadłużenie JST i ich związków w ostatnich latach systematycznie rosło, na koniec 2007 r. wyniosło 26,0 mld zł wobec 25,1 mld zł na koniec 2006 r. Dominowało zadłużenie krajowe, choć udział zadłużenia zagranicznego stale się zwiększał i na koniec 2007 r. przekroczył 10%. W strukturze zobowiązań JST i ich związków największy udział stanowią kredyty i pożyczki. Zmniejszał się udział zobowiązań innych niż kredyty i papiery wartościowe, na które składały się niemal wyłącznie zobowiązania wymagalne.

Wykres 12. Struktura długu jednostek samorządu terytorialnego i ich związków



W 2007 r. łącznie JST i związki JST osiągnęły nadwyżkę budżetową w wysokości 2,1 mld zł wobec deficytu w wysokości 3,0 mld zł w 2006 r. Na wynik JST w 2007 r. złożyły się: deficyty poszczególnych jednostek w łącznej wysokości 0,6 mld zł oraz nadwyżki w łącznej wysokości 2,7 mld zł. Dług tych jednostek wzrósł natomiast o 0,9 mld zł (3,7%). Brak wyraźnego związku między wynikiem JST a przyrostem długu wynika z agregacji jednostek o różnej sytuacji budżetowej. Utrzymany został trend zaciągania zobowiązań przede wszystkim w ostatnim kwartale roku, co ma związek z silną sezonowością wyników JST.

Wykres 13. Wynik jednostek samorządu terytorialnego i ich związków a zmiany w zadłużeniu (mld zł)

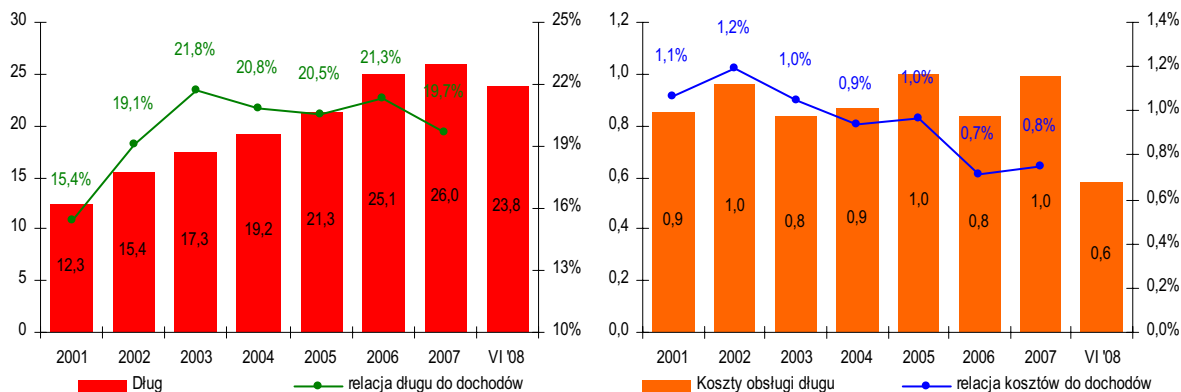


Relacja łącznej kwoty długu JST do dochodów tych jednostek (wskaźnik zadłużenia) kształtuje się znacznie poniżej ustawowego limitu 60%. W 2007 r. wyniósł on 19,7% i był niższy w porównaniu z 2006 r. o 1,6 pp. W 2007 r. w 5 JST (wobec 12 w 2006 r.) wskaźnik zadłużenia przekroczył 60%. Podobnie jak w latach 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.

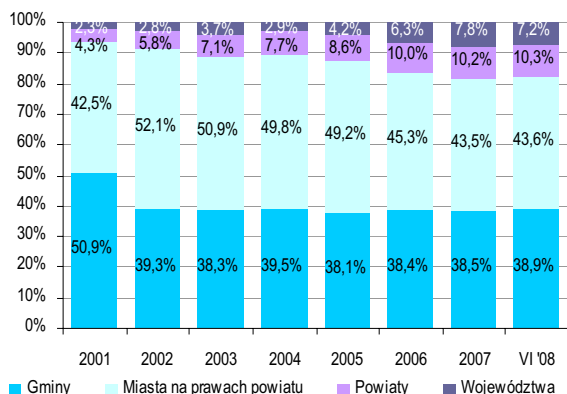
W 2007 r. najwyższy wskaźnik zadłużenia wystąpił w miastach na prawach powiatu (28,7%), z roku na rok wskaźnik ten zwiększał się w województwach, osiągając w 2007 r. 17,8%. W 2007 r. wydatki na obsługę długu JST i ich związków wyniosły 1 mld zł, co stanowiło 0,8% wydatków ogółem i były wyższe o 18,4% w stosunku do wydatków w 2006 r.

Wykres 14. Zadłużenie, dług w relacji do dochodów, koszty obsługi długu, koszty obsługi długu w relacji do dochodów dla JST i ich związków



W łącznej kwocie zobowiązań wszystkich JST największą część stanowią zobowiązania miast na prawach powiatu (43,5% w 2007 r.). Udział zobowiązań gmin utrzymywał się na stabilnym poziomie ok. 38-39%, a udział zobowiązań województw rósł (w 2007 r. z 6,3% do 7,8%, co odpowiadało wzrostowi zadłużenia w nominalnie o 28,3%).

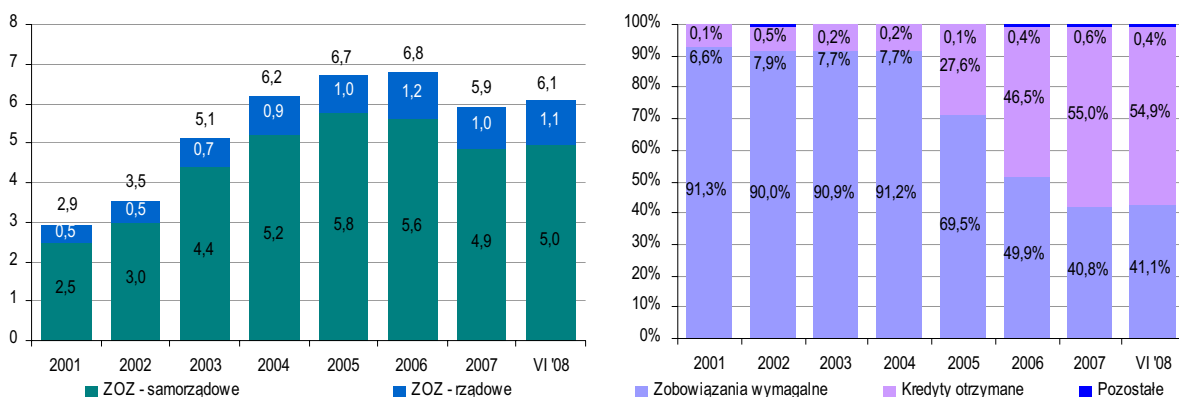
Wykres 15. Struktura zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego i ich związków w podziale na szczeble



## 2) Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

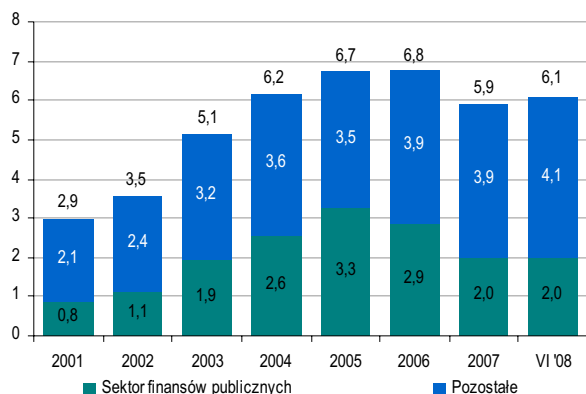
Zadłużenie SPZOZ na koniec 2007 r. wyniosło 5,9 mld zł wobec 6,8 mld zł w 2006 r. W 2007 r. po raz pierwszy dominującym składnikiem zadłużenia SPZOZ były kredyty (55% całości zadłużenia). Nadal znaczny, chociaż malejący, udział w zadłużeniu stanowiły zobowiązania wymagalne powstałe w wyniku nieterminowej regulacji zobowiązań. Większość zadłużenia SPZOZ przypadła na SPZOZ samorządowe. Prawie w całości (ok. 98,9%) dług SPZOZ pozostawał w rękach wierzycieli krajowych.

Wykres 16. Zadłużenie i struktura przedmiotowa zadłużenia SPZOZ (mld zł)



Od 2005 r. zmniejszało się zadłużenie SPZOZ wobec sektora finansów publicznych. Wpływ na to w szczególności miała restrukturyzacja SPZOZ i częściowo umarzone pożyczki z budżetu państwa, udzielane na mocy ustawy z 2004 r. oraz zmniejszające się zobowiązania wobec ZUS.

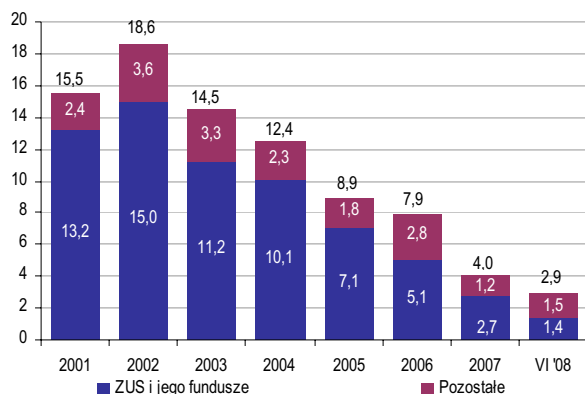
Wykres 17. Zadłużenie SPZOZ w podziale na dług wobec sektora finansów publicznych oraz pozostałych jednostek (mld zł)



### 3) Zadłużenie pozostałych jednostek

Spośród pozostałych podmiotów największą pozycją było zadłużenie ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy, na które niemal w całości składały się zobowiązania FUS. Zadłużenie FUS od 2003 r. systematycznie malało, co było rezultatem spłaty kredytów w bankach komercyjnych. Dług FUS na koniec 2007 r. wyniósł 2,7 mld zł i w całości składał się z zobowiązań wymagalnych.

Wykres 18. Zadłużenie innych niż SP, JST i SPZOZ jednostek sektora finansów publicznych (mld zł)



Zobowiązania wymagalne FUS były głównie rezultatem problemów z terminowym przekazywaniem do OFE należnej części składek na ubezpieczenie emerytalne w latach 1999-2002. Zobowiązania te, wraz z narosłymi odsetkami były począwszy od listopada 2003 r. przejmowane przez SP i konwertowane na obligacje skarbowe. Pozostałą część zobowiązań wymagalnych FUS wynikają głównie z nienależnie pobranych składek oraz bieżących składek nierozliczonych i nieprzekazanych terminowo do OFE.

Tabela 3. Konwersja długu FUS wobec OFE na SPW (mld zł)

	XII 2003	XII 2004	XII 2005	XII 2006	XII 2007	VI 2008
Wartość nominalna przekazanych obligacji (narastająco, stan na koniec okresu)	0,4	1,2	2,5	3,7	5,1	5,6

Zadłużenie innych podmiotów w ostatnim czasie spadało i stanowiło znikomą część długu publicznego (w połowie 2008 r. 2,9 mld zł, tj. 0,5% długu SFP przed konsolidacją).

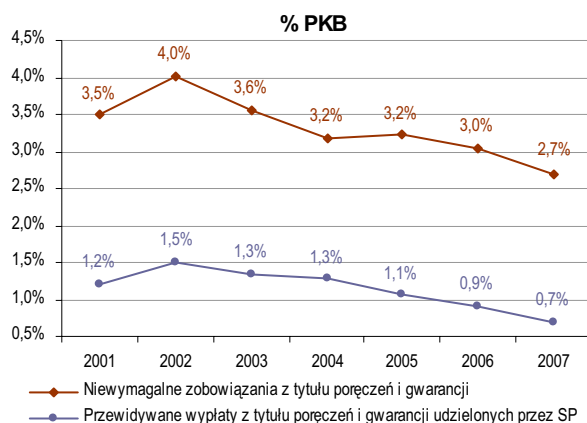
#### II.4. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych

Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. W ustawie budżetowej na 2007 r. został ustalony limit gwarancji i poręczeń SP na kwotę 17,0 mld zł, z czego wykorzystano 3,1 mld zł.

Na koniec 2007 r. ponad 70% potencjalnych niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Obniżeniu uległy kwoty potencjalnych niewymagalnych zobowiązań oraz długoterminowy współczynnik ryzyka dla całego portfela. Jednocześnie relacja przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń SP do PKB uległa obniżeniu z 0,9% w 2006 r. do 0,69% w 2007 r. Podobnie jak latach ubiegłych, relatywnie większym ryzykiem obciążone były poręczenia i gwarancje krajowe.



Wykres 19. Niewymagalne zobowiązania oraz przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP



Na koniec 2007 r. do 3,5 mld zł wzrosła wartość niewymagalnych zobowiązań JST z tytułu udzielonych poręczeń (wobec 2 876,8 mln zł na koniec 2006 r.). Na koniec pierwszego półrocza 2008 r. zobowiązania te osiągnęły wartość 4,3 mld zł.

#### **II.5. Ocena realizacji celu Strategii w 2007 r. i w pierwszej połowie 2008 r.**

W 2007 r. i pierwszych trzech kwartałach 2008 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2007-09*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2006 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2008-10*, zaakceptowanej we wrześniu 2007 r.

Tabela 4 przedstawia ocenę stopnia realizacji celu strategii wraz z ograniczeniami na ryzyko w 2007 r. i w I połowie 2008 r.

Tabela 4. Ocena stopnia realizacji Strategii w 2007 r. i I połowie 2008 r.

I. Cel Strategii		
	Stopień realizacji	Sposób realizacji
Minimalizacja kosztów obsługi długu	Wysoki	<p><b>1. Dobór instrumentów</b></p> <p>Podstawowym rynkiem pozyskiwania środków był rynek krajowy (w 2007 r. w wartość nominalna emisji SPW na rynku krajowym wyniosła 105,9 mld zł, a na rynkach zagranicznych 10,4 mld zł, dodatkowo z międzynarodowych instytucji finansowych pozyskano 2,8 mld zł, w I połowie 2008 r. było to odpowiednio 60,4 mld zł, 8,3 mld zł i 2,0 mld zł). Głównymi czynnikami branymi pod uwagę przy realizacji struktury finansowania były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• znacznie niższe niż planowane potrzeby pożyczkowe budżetu państwa w 2007 r., wpływające na ograniczenie sprzedaży SPW zarówno na rynku krajowym jak i zagranicznym;</li> <li>• ograniczone potrzeby walutowe budżetu państwa;</li> <li>• sytuacja na rynkach finansowych. Na rynku krajowym wzrost inflacji i niepewność co do skali podwyżek stóp procentowych wpływały na zwiększenie popytu na instrumenty krótkoterminowe, obligacje o oprocentowaniu zmiennym oraz indeksowane kosztem popytu na obligacje długoterminowe o oprocentowaniu stałym. Na rynkach zagranicznych od połowy 2007 r. kryzys kredytów <i>subprime</i> powodował wzrost awersji do ryzyka i ucieczkę do instrumentów o najwyższej płynności i wiarygodności, co skutkowało nieproporcjonalnym w stosunku do ryzyka kredytowego wzrostem <i>spreadów</i> instrumentów pozostałych emitentów.</li> </ul> <p>W zakresie długu zagranicznego najważniejszymi operacjami były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• benchmarkowe emisje na rynku euro (15-letnie o wartości 1,5 mld EUR w styczniu 2007 r. i 10-letnie o wartości 2,0 mld EUR w czerwcu 2008 r.);</li> <li>• utrzymywanie obecności Polski na innych rynkach zagranicznych, szczególnie o niskich poziomach stóp procentowych, poprzez emisje obligacji 30-letnich w jenach w listopadzie 2007 r. (o wartości 50 mld JPY) i czerwcu 2008 r. (o wartości 25 mld JPY) oraz frankach szwajcarskich w maju 2007 r. (5-letnie o wartości 500 mln CHF i 12-letnie o wartości 1 mld CHF) i kwietniu 2008 r. (9-letnie o wartości 250 mln CHF i 4-letnie o wartości 225 mln CHF).</li> </ul> <p><b>2. Efektywność rynku SPW</b></p> <p>Najważniejszymi działaniami służącymi ograniczeniu kosztów były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• kontynuacja polityki dokonywania dużych i płynnych emisji benchmarkowych na rynku krajowym. Próg 5 mld EUR na rynku krajowym przekroczyło 11 emisji obligacji (w tym 9 o oprocentowaniu stałym). Koncentracja emisji stanowiła istotny czynnik mający wpływ na wzrost płynności na rynku wtórnym. Wskaźnik płynności rynku obligacji wzrósł z 176,2% w 2006 r. do 185,4% w 2007 r. W I połowie 2008 r. wskaźnik płynności obniżył się do 150,5% ze względu na wzrost niepewności na rynkach finansowych;</li> <li>• polityka płynnych emisji benchmarkowych na rynku euro. Polskie emisje mają największą wartość nominalną i płynność spośród notowanych na platformie elektronicznej NewEuro MTS.</li> </ul>

II. Ograniczenia celu – mierzalne						
Ograniczenie	Stopień realizacji	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2006	2007	VI 2008
<b>Ryzyko refinansowania</b>	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dominujący udział w sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych,</li> <li>• Przejściowy powrót do finansowania bonami skarbowymi w I półroczu 2008 r.</li> <li>• Duża rola przetargów zamiany,</li> <li>• Średnia zapadalność długu krajowego powyżej założonego do 2009 r. celu 4 lat</li> <li>• Bezpieczny poziom ryzyka refinansowania długu zagranicznego</li> </ul>	Średnia zapadalność: (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> <li>- kraj</li> <li>- zagranica</li> <li>- razem</li> </ul>	3,94	4,33	4,40
			Udział w SPW krajowych:			
			- SPW do 1 r.	20,0%	20,5%	21,8%
			- bonów skarbowych	7,4%	5,9%	7,8%
<b>Ryzyko kursowe</b>	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ograniczona rola finansowania zagranicznego,</li> <li>• Duży wpływ aprecjacji złotego na udział długu zagranicznego w długu ogółem,</li> <li>• Udział długu zagranicznego w określonym w Strategii przedziale 20-25%</li> <li>• Udział euro w długu zagranicznym zgodnie ze Strategią powyżej 70%</li> </ul>	Udział długu zagranicznego w długu SP	26,4%	24,2%	23,5%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	70,9%	72,1%	74,0%
<b>Ryzyko stopy procentowej</b>	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Duration</i> długu krajowego obniżyła się ale pozostawała w określonym w Strategii przedziale 2,5-4,0 lata.</li> <li>• Elastyczna reakcja podaży SPW na zmiany zachodzące na rynku finansowym</li> <li>• Ryzyko długu zagranicznego pozostawało na bezpiecznym poziomie.</li> </ul>	<i>Duration</i> (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> <li>- kraj</li> <li>- zagranica</li> <li>- razem</li> </ul>	2,99	2,85	2,87
			ATR (w latach)			
			- kraj	3,40	3,39	3,44
			- zagranica	7,91	8,05	8,03
			- razem	4,61	4,53	4,53

III. Ograniczenia celu – niemierzalne		
Ograniczenie	Stopień realizacji	Sposób realizacji
<b>Ryzyko płynności</b>	Zadawalający	<p>Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• przetargi zamiany (służące ograniczaniu ryzyka refinansowania przy wykupie dużych emisji),</li> <li>• oprocentowane lokaty złotowe w NBP,</li> <li>• lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK, obejmujące transakcje warunkowe typu <i>buy-sell-back</i> oraz lokaty międzybankowe. W 2007 r. zawarto transakcje lokacyjne o łącznej wartości 539 mld zł, a w I półroczu 2008 r. odpowiednio 168 mld zł,</li> <li>• oprocentowane lokaty walutowe w NBP. W 2007 r. zawarto lokaty o łącznej wartości 5 mld USD i 2 mld EUR, a w I półroczu 2008 r. odpowiednio 1 mld USD i 2 mld EUR,</li> <li>• w I połowie 2008 r. również bony skarbowe.</li> </ul> <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa (średnio 9,0 mld zł w 2007 r. i 6,6 mld zł w I połowie 2008 r. na rachunkach złotych i odpowiednio równoważność 2,7 mld zł i 0,9 mld zł na rachunkach walutowych) przyczyniał się do zwiększania bezpieczeństwa realizacji przepływów budżetowych i równomiernego rozkładu podaży SPW.</p> <p>W czerwcu 2008 r. miał miejsce wykup pierwszej benchmarkowej serii obligacji PS0608 o początkowym zadłużeniu 19,4 mld zł, z czego po przetargach zamiany do wykupu zostało 12,3 mld zł, tj. 64% emisji.</p>
<b>Ryzyko kredytowe</b>	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lokaty w BGK, zabezpieczone SPW, nie generowały ryzyka kredytowego.</li> <li>• Funkcjonuje system limitów kredytowych dla lokat niezabezpieczonych.</li> <li>• W 2007 r. nastąpił znaczący wzrost wartości transakcji na instrumentach pochodnych, który wynikał z ich wykorzystania do kształtowania pożądanego rozkładu kosztów obsługi długu w czasie. Ryzyko kredytowe związane z zawieraniem transakcjami minimalizowane jest przez wybór partnerów o wysokiej wiarygodności kredytowej (warunkiem niezbędnym zawarcia transakcji jest posiadanie podpisanej z MF Umowy Ramowej lub Umowy Głównej ISDA) oraz ograniczenia nałożone na łączną wartość transakcji zawieranych z poszczególnymi partnerami, służące dywersyfikacji ryzyka kredytowego. Sytuacja finansowa potencjalnych partnerów jest na bieżąco monitorowana, w przypadku stwierdzenia istotnego wzrostu ryzyka kredytowego następuje zawieszenie zawierania transakcji z partnerem.</li> </ul>
<b>Ryzyko operacyjne</b>	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zarządzanie długiem skupione w jednej jednostce organizacyjnej MF.</li> <li>• Zintegrowana baza danych długu SP.</li> <li>• Trwają prace nad kompleksowym systemem zarządzania ryzykiem.</li> <li>• Zwiększono bezpieczeństwo informacji związanych z zarządzaniem długiem oraz stworzono infrastrukturę do zawierania transakcji rynkowych.</li> <li>• Zagrożeniem jest kontynuacja procesu odchodzenia wartościowych pracowników przy trudnościach z naborem nowej kadry.</li> </ul>
<b>Rozkład kosztów obsługi długu w czasie</b>	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Przy emisji nowych serii SPW brany był pod uwagę równomierny rozkład płatności z tytułu ich obsługi. Kupony nowych emisji ustalane były na poziomie zbliżonym do ich rentowności.</li> <li>• Do równomiernego rozkładu kosztów przyczyniały się przetargi zamiany obligacji zapadających w kolejnym roku.</li> <li>• W celu ograniczenia wzrostu kosztów obsługi długu w 2008 r. stosowane były transakcje na instrumentach pochodnych, przenoszące koszty z roku przyszłego na rok bieżący. Od sierpnia 2007 r. do stycznia 2008 r. zawarto transakcje o łącznej wartości nominalnej 44 mld zł, w wyniku czego zmniejszono o 3,1 mld zł koszty 2008 r. i zwiększono o 3,0 mld zł koszty 2007 r.</li> </ul>

### III. UWARUNKOWANIA STRATEGII

#### III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski

Wśród najważniejszych czynników makroekonomicznych wpływających na zmianę nominalnej wartości 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 i kurs walutowy oraz, w mniejszym stopniu, inflacja. Na koszt finansowania potrzeb pożyczkowych wpływ miała również ocena ratingowa Polski, od marca 2007 r. na poziomie A- u wszystkich trzech głównych agencji ratingowych<sup>6</sup>.

##### 1. Wzrost PKB

Realne tempo wzrostu PKB w 2007 r. wyniosło 6,6% w porównaniu z 3,6% w 2005 r. i było najwyższe od 1997 r. Dane dotyczące 2008 r. (PKB wzrósł o 5,9% w I półroczu 2008 r.) wskazują, że dynamika wzrostu gospodarczego w 2008 r. pozostanie wysoka, jednak niższa niż w 2007 r. W skali całego roku przewidywany jest realny wzrost PKB o 5,5%. W latach 2009-2011 tempo wzrostu gospodarczego ulegnie dalszemu spowolnieniu. Niższe tempo wzrostu będzie związane ze spowolnieniem koniunktury gospodarczej na świecie oraz ograniczeniami po stronie podażowej. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostanie popyt krajowy, wspierany dobrą sytuacją na rynku pracy, transferami dla gospodarstw domowych (zarówno środki z UE, jak i transfery dochodów z pracy za granicą) oraz dalszą obniżką klina podatkowego.

##### 2. Deficyt fiskalny

Dobra sytuacja makroekonomiczna jest czynnikiem wpływającym pozytywnie na sytuację fiskalną. W 2007 r. relacja deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych została znacząco ograniczona (do 2,0% PKB). Znaczna skala redukcji deficytu w 2007 r. oraz plan dalszej konsolidacji finansów publicznych, przedstawiony m.in. w Programie Konwergencji, przesłanym do Komisji Europejskiej w marcu 2008 r., wpłynęły na podjęcie przez Radę ECOFIN w lipcu 2008 r. decyzji o zniesieniu procedury nadmiernego deficytu, którą Polska została objęta w 2004 r. Po zniesieniu procedury nadmiernego deficytu kraje członkowskie UE zobowiązane są do osiągnięcia średniookresowego celu budżetowego mierzonego wynikiem strukturalnym.

W kolejnych latach planowana jest dalsza redukcja skali nierównowagi fiskalnej. W 2011 r. deficyt strukturalny (tj. po wyeliminowaniu wahań cyklicznych i efektów jednorazowych) osiągnie poziom średniookresowego celu budżetowego w wysokości 1% PKB. Przewiduje się, że wysokie koszty redukcji klina podatkowego spowodują przejściowy wzrost relacji deficytu do PKB w 2008 r.

##### 3. Inflacja

Przez większość 2007 r. szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszył umiarkowany wzrost inflacji, a średnioroczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 2,5%. W ostatnim kwartale 2007 r. nastąpiło przyspieszenie dynamiki cen, kontynuowane również w 2008 r. Przewiduje się, że inflacja osiągnęła maksimum (4,8%) w sierpniu 2008 r., a następnie zacznie się obniżać tak, że w latach 2010-2011 ukształtuje się w granicach celu inflacyjnego NBP w wysokości 2,5%.

##### 4. Kurs złotego

W 2007 r. złoty umocnił się o 6,5% do euro i 16,3% do dolara amerykańskiego, w I półroczu 2008 r. odpowiednio o 6,4% do euro i 13,0% do dolara. Głównymi czynnikami, które będą kształtować kurs złotego w przyszłości, będą:

- proces wchodzenia Polski do strefy euro,
- wyrównywanie poziomu cen w krajach członkowskich UE (wpływ na aprecjację złotego jako waluty kraju o stosunkowo niskim poziomie cen),
- silne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki,

<sup>6</sup> W przypadku agencji Moody's rating A2, odpowiadający w przybliżeniu A- dla agencji Standard&Poor's oraz Fitch. Ocena kredytowa długu rządowego państw UE znajduje się w aneksie 4.

- napływ kapitału do Polski, przede wszystkim zagranicznych inwestycji bezpośrednich i środków z UE,
- przewidywane zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych przez RPP.

## 5. Stopy procentowe

W związku z oczekiwaniami na podwyżki stopy referencyjnej NBP od połowy 2007 r. rentowności SPW rosły, trend ten w III kwartale został dodatkowo pogłębiony przez niepewność na międzynarodowych rynkach finansowych będącą skutkiem kryzysu na rynku kredytów hipotecznych. Rentowności SPW spadły znacząco we wrześniu 2008 r. w związku z ogłoszeniem przez rząd zamiaru przystąpienia Polski do strefy euro w 2011 r. W połowie września 2008 r. rentowności obligacji 2-letnich kształtowały się na poziomie ok. 6,3%, a 10-letnich na poziomie ok. 5,9%.

Wysokie tempo wzrostu PKB i towarzyszące mu narastanie presji inflacyjnej skłoniły Radę Polityki Pieniężnej (RPP) do kontynuacji cyklu podwyżek stóp procentowych, rozpoczętego w marcu 2007 r. W 2008 r. miały miejsce trzy podwyżki, od czerwca 2008 r. stopa referencyjna utrzymuje się na poziomie 6,0%. Wobec przewidywanego stopniowego obniżania się tempa wzrostu gospodarczego oraz słabnięcia napięć na rynku pracy, od drugiej połowy 2009 r. prognozowany jest spadek stóp procentowych NBP.

Rynek obligacji złotych pozostanie silnie skorelowany z rynkiem papierów nominowanych w euro, a *spread* rentowności polskich obligacji do ich odpowiedników dla emitentów ze strefy euro, po wzroście związanym z czynnikami globalnymi (tj. wzrostem awersji do ryzyka, zmniejszeniem zainteresowania ofertą mniejszych emitentów) ulegnie obniżeniu. Na jego wysokość duży wpływ mieć będzie przyjęcie i realizacja harmonogramu przygotowań Polski do wprowadzenia euro.

Tabela 5. Założenia makroekonomiczne przyjęte w Strategii

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Realny wzrost PKB (%)	6,6	5,5	4,8	4,9	5,0
PKB w cenach bieżących (mld zł)	1 167,8	1 280,4	1 381,4	1 486,0	1 599,6
Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa (mld zł) w tym:	34,0	42,7	39,1	32,6	32,0
Deficyt budżetu państwa	16,0	22,9	18,2	11,0	5,0
Koszty reformy emerytalnej	16,2	19,6	22,3	23,8	26,2
Średnioroczny wzrostu cen (CPI) (%)	2,5	4,4	2,9	2,5	2,5
Stopa operacji otwartego rynku (%) - średnio w okresie	4,4	5,8	6,2	5,6	5,3

## 6. Rozwój bazy inwestorów

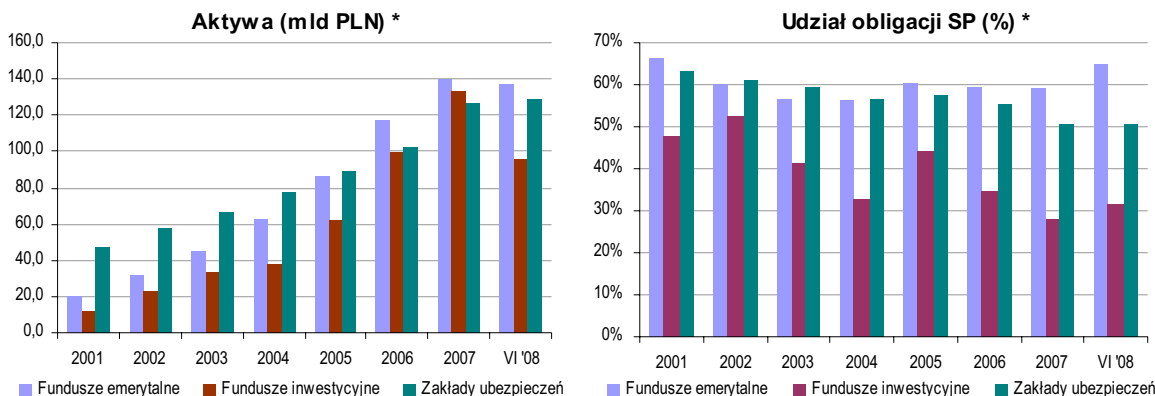
Istotnym uwarunkowaniem zarządzania długiem jest poziom rozwoju krajowego rynku finansowego, w tym bazy inwestorów. W warunkach wolnego przepływu kapitału rozwinięty i głęboki rynek krajowy pozwala na amortyzację szoków zewnętrznych i odpływu kapitału zagranicznego.

Kilka ostatnich lat to okres dynamicznego wzrostu wysokości aktywów zarządzanych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych. Trend ten uległ wyhamowaniu w 2008 r. w związku z pogorszeniem koniunktury na GPW w Warszawie.

Do głównych czynników, które będą decydowały o wartości aktywów pozostających w zarządzaniu pozabankowych instytucji finansowych należą:

- reforma emerytalna z 1999 r. i powstanie otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Aktywa funduszy są regularnie zasilane przez składki przyszłych emerytów, a pierwsze wypłaty nastąpią w 2009 r.;
- dynamiczny rozwój rynku ubezpieczeniowego;
- koniunktura na rynku akcji, które jest jednym z czynników determinujących decyzje w zakresie alokacji oszczędności przez gospodarstwa domowe. W okresie hossy, na skutek względnie niskiego poziomu oprocentowania depozytów, następowało odejście od lokat bankowych na rzecz oferujących potencjalnie wyższe stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych. Obecnie tendencja ta uległa odwróceniu, również ze względu na rosnącą dochodowość depozytów.

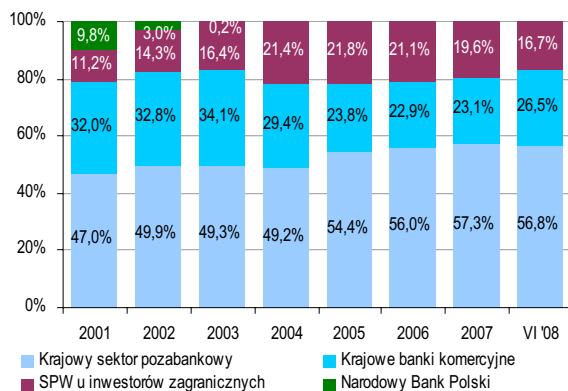
Wykres 20. Aktywa pozabankowych instytucji finansowych i udział obligacji SP w aktywach



\*) w przypadku zakładów ubezpieczeniowych stan na koniec marca 2008 r.

Od 2005 r. w posiadaniu sektora pozabankowego, uznawanego za najstabilniejszą grupę inwestorów, znajduje się ponad połowa SPW emitowanych na rynek krajowy.

Wykres 21. Zadłużenie krajowe SP – struktura podmiotowa



## 7. Wpływ kryzysu na rynku kredytów hipotecznych na zarządzanie długiem publicznym

Bezpośrednie skutki kryzysu *subprime* dla sfery realnej polskiej gospodarki okazały się jak do tej pory znikome. Znaczący jest natomiast wpływ kryzysu na globalny rynek finansowy, a przez to również na krajowy sektor finansowy, w szczególności sektor bankowy gdzie:

- podmioty dużo ostrożniej niż przed kryzysem podchodzą do transakcji, z którymi łączy się ryzyko kredytowe;
- banki mniej chętnie udzielają sobie nawzajem pożyczek, co prowadzi do zmniejszenia płynności na rynku pieniężnym;
- poważnie zwiększyła się waga przykładana przez inwestorów do płynności inwestycji oraz ryzyka związanego z brakiem płynności.

Sytuacja na globalnych rynkach finansowych była również katalizatorem załamania na warszawskiej giełdzie, które nastąpiło po trwającej od 2003 r. hossie.

Polska jako emitent SPW odczuła skutki kryzysu poprzez:

- zmniejszenie zainteresowania inwestorów zagranicznych tzw. nowymi gospodarkami, co przekłada się na zmniejszenie popytu na obligacje emitowane przez Polskę zarówno oferowane na rynkach zagranicznych jak i na rynku krajowym;
- zmniejszenie krajowego popytu na SPW, będące wynikiem ogólnego pogorszenia sytuacji banków w zakresie płynności oraz częściowo odpływem środków z funduszy inwestycyjnych. W szczególności znacząco obniżyła się skłonność do zakupów instrumentów długoterminowych, co zmniejsza możliwości zarządzającego długiem w zakresie kształtowania pożądanej z punktu widzenia zarządzającego ryzykiem struktury finansowania.

W rezultacie w I połowie 2008 r. nastąpiła zmiana w strukturze podmiotowej długu krajowego, odpływ inwestorów zagranicznych (9,8 mld zł z rynku SPW) oraz ograniczenie popytu ze strony krajowego sektora pozabankowego skutkowało zwiększeniem roli sektora bankowego, zainteresowanego przede wszystkim instrumentami o krótkich terminach zapadalności lub zmiennym oprocentowaniu.

### **III.2. Uwarunkowania międzynarodowe**

Od połowy 2007 nastąpiło wyraźne pogorszenie sytuacji w otoczeniu zewnętrznym gospodarki Polski. Głównymi przyczynami były:

- zaostrzenie warunków finansowych, będące skutkiem zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych,
- pogłębienie dekoniunktury na rynkach nieruchomości oraz
- znaczący wzrost cen surowców oraz żywności.

W konsekwencji, pod koniec 2007 r. nastąpiło spowolnienie tempa wzrostu światowego PKB, które dotknęło przede wszystkim kraje rozwinięte. W całym 2007 r. dynamika aktywności gospodarczej w skali globalnej utrzymała się jednak na wysokim, choć niższym niż rok wcześniej poziomie, m. in. za sprawą wciąż dobrej koniunktury w gospodarkach wschodzących. W latach 2008-2009 przewidywane jest obniżenie przeciętnego tempa wzrostu światowego PKB poniżej długookresowej średniej, również w strefie euro przewidywane jest spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego. W 2010 r. spodziewane jest ustąpienie negatywnych szoków oraz powrót światowej gospodarki na ścieżkę szybszego wzrostu.

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

- sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których zaciągane będą zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro, jena i dolara amerykańskiego (rynek franka szwajcarskiego jest silnie skorelowany z rynkiem euro);
- postrzeganie ryzyka i preferencje płynnościowe inwestorów działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych oczekiwanej przez nabywców polskich obligacji.

#### **1. Rynek euro (EUR)**

Po ponad roku utrzymywania podstawowej stopy procentowej na poziomie 4,0% Europejski Bank Centralny (EBC) w lipcu 2008 r. zdecydował się na jej podwyżkę o 25 pb. Decyzja o podwyżce została podjęta w odpowiedzi na rosnącą presję inflacyjną, mimo obaw o negatywny wpływ kryzysu *subprime* na wzrost gospodarek strefy euro. EBC jest postrzegany jako dużo bardziej zdeterminowany by nie dopuścić do dalszego wzrostu inflacji od amerykańskiego FED. W związku z powyższym nie oczekuje się obniżek stóp ECB do czasu zmniejszenia presji inflacyjnej, natomiast nie jest wykluczony ich wzrost w przypadku kolejnych wzrostów inflacji w strefie euro.

#### **2. Rynek amerykański (USD)**

Po serii gwałtownych obniżek stóp, których celem było niedopuszczenie do zaostrzenia kryzysu związanego z kredytami udzielanymi pożyczkobiorcom o niższej wiarygodności kredytowej podstawowa stopa FED znalazła się na bardzo niskim poziomie 2% (po obniżce z poziomu 5,25% we wrześniu 2007 r.). Mimo wysokiej inflacji obawy związane z możliwością dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego skłaniają FED do utrzymywania stóp na niskim poziomie. Rynek oczekuje podwyżki dopiero na początku 2009 r. W przypadku słabej kondycji gospodarki amerykańskiej nie jest wykluczone, że stopy procentowe dłużej pozostaną na obecnym poziomie. Istotnym uwarunkowaniem pozostaje wpływ na gospodarkę kondycji instytucji finansowych, zagrożonych konsekwencjami kryzysu na rynku kredytów hipotecznych.

#### **3. Rynek japoński (JPY)**

Poprawiająca się sytuacja gospodarki japońskiej skłoniła bank centralny tego kraju do porzucenia polityki zerowych stóp procentowych w połowie 2006 r., jednak główna stopa procentowa wzrosła do zaledwie 0,5%. Zgodnie z oczekiwaniami obawy związane z wpływem spowolnienia gospodarki amerykańskiej oraz niskim poziomem optymizmu konsumentów japońskich skłoniły japoński bank centralny do pozostawienia stóp na niezmiennym poziomie.



Obecna sytuacja gospodarki japońskiej, w szczególności obniżenie prognoz wzrostu PKB sprawiają, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymanie również w najbliższym czasie niezmiennego poziomu stóp.

#### **4. Marże kredytowe**

Jednym ze skutków kryzysu na światowym rynku finansowym, zapoczątkowanego problemami na rynku kredytów hipotecznych w USA, są znaczące zmiany zachowań inwestorów lokujących środki na rynkach instrumentów dłużnych. Niepewność wynikająca z nieznanego skali strat oraz ich wpływu na sytuację finansową potencjalnych partnerów skutkuje znaczącym zmniejszeniem płynności oraz wzrostem awersji do ryzyka. Wyraźny jest odpływ kapitału z rynków mniejszych, które nie są w stanie zapewnić odpowiedniej płynności w kierunku rynków dużych emitentów (w strefie euro Niemcy i Francja ale również Włochy) oraz niechęć inwestorów do lokowania środków w emisjach krajów, które w dalszym ciągu posiadają status *emerging markets* lub dopiero niedawno się go pozbyły, w tym również w Polsce.

Doprowadziło to do znaczącego rozszerzenia spreadów pomiędzy rentownościami obligacji dużych emitentów o wysokiej wiarygodności kredytowej a rentownościami obligacji skarbowych mniejszych emitentów. Oczekuje się, że sytuacja taka będzie się utrzymywała przynajmniej do czasu ostatecznego określenia skali strat spowodowanych kryzysem.

#### IV. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2009-11

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

- **doboru instrumentów**, tj. 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 i terminów emisji;
- **zwiększenia efektywności rynku SPW**, przyczyniającego się do obniżenia rentowności SPW. Oznacza to dążenie do tego, aby różnice rentowności (*spread*) SPW polskich i emitowanych przez kraje o najwyższej w UE wiarygodności kredytowej były jedynie wynikiem różnic w ocenie ryzyka kredytowego kraju, a nie barier i ograniczeń w organizacji i infrastrukturze rynku SPW.

Podejście do realizacji celu minimalizacji 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. Wybór struktury finansowania powinien być rezultatem oceny sytuacji rynkowej (poziomu stóp procentowych i kształtu krzywej dochodowości na poszczególnych rynkach oraz oczekiwanych poziomów kursów walutowych) i wynikać z porównania kosztów pozyskiwania środków w długim horyzoncie, z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z przyjętych za akceptowalne poziomów ryzyka.

Podstawowym rynkiem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy. Oferta instrumentów na rynku krajowym będzie kształtowana tak, aby podaże w poszczególnych segmentach krzywej dochodowości nie powodowały nadmiernego wzrostu rentowności.

W związku z powyższymi założeniami emisje na rynkach zagranicznych powinny:

- uwzględniać potrzeby pożyczkowe budżetu w walutach obcych, obejmujące spłaty rat kapitałowych i odsetki od długu zagranicznego, w tym operacji przedterminowego wykupu,
- wzmocnić pozycję Polski na rynku euro, stanowiącym rynek o strategicznym znaczeniu z uwagi na perspektywę pełnej integracji w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej,
- zapewnić dostęp Polski do bazy inwestorów na pozostałych głównych rynkach finansowych,
- działać stabilizująco na rynek krajowy poprzez zapewnienie bezpieczeństwa finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sytuacji przejściowych zaburzeń na rynku krajowym,
- w jak najmniejszym stopniu wpływać na krajowy rynek finansowy, w szczególności na wysokość kursu walutowego,
- uwzględniać możliwość zakupu i sprzedaży walut w NBP jako instrumentu zarządzania potrzebami walutowymi budżetu państwa, z uwzględnieniem uwarunkowań wynikających z polityki pieniężnej i rachunku finansowego.

Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasowym będzie podlegać ograniczeniom związanym ze strukturą długu. W związku z tym przyjęto 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 rozkładu płatności z tytułu obsługiwanego i wykupywanego długu krajowego i zagranicznego w kolejnych latach,
  - osiągnięcie w horyzoncie Strategii średniej zapadalności długu krajowego w wysokości co najmniej 5 lat,
  - obecny poziom ryzyka refinansowania długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;
- b) ryzyka kursowego
- utrzymanie ryzyka kursowego mierzonego udziałem długu nominowanego w walutach obcych w długu ogółem w okresie poprzedzającym wstąpienie do strefy euro w przedziale 20-25%,
  - możliwość zastosowania instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem kursowym w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu,
  - utrzymanie w horyzoncie *Strategii* efektywnego (tj. uwzględniającego transakcje pochodne) udziału euro, jako przyszłej waluty krajowej, w długu w walutach obcych na poziomie co najmniej 70%;
- c) ryzyka stopy procentowej
- utrzymanie *duration* długu krajowego w przedziale 2,5-4,0 lat,
  - oddzielenie zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania poprzez wykorzystanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu, obligacji inflacyjnych oraz instrumentów pochodnych,
  - 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,
  - poziom aktywów płynnych będzie wypadkową zapotrzebowania budżetu państwa na środki oraz dążenia do równomiernego rozkładu podaży SPW w ciągu roku z uwzględnieniem uwarunkowań sezonowych oraz aktualnej i przewidywanej sytuacji rynkowej;
- 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,
  - dywersyfikację ryzyka kredytowego generowanego przez transakcje niezabezpieczone,
- f) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie
- dążenie do równomiernego rozkładu kosztów obsługi długu w poszczególnych latach, z wykorzystaniem dostępnych instrumentów, przede wszystkim przetargów zamiany i instrumentów pochodnych,
  - ustalanie kuponów obligacji w takiej wysokości, aby były one w okresie sprzedaży zbliżone do rentowności.

## V. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM

Za najważniejsze zadania służące realizacji celu Strategii uznano:

1. Zwiększanie płynności rynku SPW,
2. Zwiększanie efektywności rynku SPW,
3. Zwiększanie przejrzystości rynku SPW.

Ze względu na stały rozwój rynku finansowego zadania Strategii mają charakter ciągły. W tegorocznej Strategii zadania uległy przeformułowaniu, którego celem było podporządkowanie poszczególnych działań i instrumentów zmierzających do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu trzem ciągłym, w dużej mierze współzależnym zadaniom zwiększania płynności, efektywności i przejrzystości rynku SPW. Zadania Strategii w obecnym brzmieniu odpowiadają pierwszym trzem zadaniom ubiegłorocznej Strategii, którymi były:

1. Zwiększanie płynności i efektywności rynku SPW,
2. Rozwój systemu DSPW oraz rynku elektronicznego SPW,
3. Poszerzanie bazy inwestorów i skuteczna komunikacja z uczestnikami rynków finansowych.

W poprzednich Strategiach prezentowane było zadanie „Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa”. W związku z tym, że obecnie zmiany w zakresie zarządzania płynnością związane są z funkcjonowaniem budżetu państwa, a nie rozwojem instrumentów rynku finansowego, zadanie to nie zostało umieszczone w obecnej Strategii.

### Ad 1. Zwiększanie płynności rynku SPW

Zwiększanie płynności rynku SPW oraz poszczególnych emisji przyczynia się do eliminacji premii, jakiej inwestorzy oczekują w przypadku SPW o niedostatecznej płynności, a więc wysokim koszcie wyjścia z inwestycji, jak również do zwiększenia popytu ze strony inwestorów zainteresowanych posiadaniem jedynie płynnych emisji. Oba czynniki wpływają na obniżenie rentowności SPW i, co za tym idzie, minimalizacji kosztów obsługi długu SP. Płynność rynku ma kluczowe znaczenie w kontekście planowanego wejścia Polski do strefy euro (por. rozdział 8), co wymaga konsekwentnych działań dostosowawczych w okresie poprzedzającym przyjęcie euro. W horyzoncie Strategii planowane są następujące działania:

- Kontynuacja emisji dużych serii obligacji (benchmarków) na rynku krajowym, zapewniających im płynność na rynku wtórnym. Planuje się utrzymanie realizowanej od 2003 r. polityki emisji średnio- i długoterminowych obligacji o stałym oprocentowaniu, tak aby wartość pojedynczej emisji osiągnęła równowartość co najmniej 5 mld EUR. Instrumentami służącymi tworzeniu płynnych emisji będzie odpowiednie kształtowanie kalendarza emisji SPW, przetargi zamiany i przetargi uzupełniające. Możliwe jest również stosowanie przetargów odkupu obligacji mniej płynnych.

Wartość 5 mld EUR przyjęto jako referencyjną na obecnym etapie rozwoju krajowego rynku SPW, zapewniającą wystarczającą płynność dużym inwestorom instytucjonalnym i nie stwarzającą nadmiernego ryzyka refinansowania przy wykupie. W przyszłości możliwe jest zwiększenie wartości referencyjnej, tak aby SPW emitowane na rynku krajowym zapewniały płynność porównywalną z liczącymi się emitentami strefy euro. W połowie 2008 r. zadłużenie w 11 seriach obligacji przekraczało równowartość 5 mld EUR, z czego zadłużenie w 4 seriach przekraczało równowartość 8 mld EUR.

- Emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro, służących budowaniu polskiej krzywej rentowności. W połowie 2008 r. 3 serie obligacji miały wartość 3 mld EUR lub więcej, z czego jedna przekraczała 5 mld EUR.
- Dostosowanie polityki emisyjnej do warunków rynkowych, w tym popytu w poszczególnych segmentach rynku SPW.

### Ad 2. Zwiększanie efektywności rynku SPW

Zwiększanie efektywności rynku SPW obejmuje działania służące minimalizacji kosztów obsługi w drugim z omawianych w rozdziale IV aspekcie realizacji tego celu. Dotyczy ono zarówno rynku pierwotnego jak i wtórnego. Planowane są następujące działania:

- Dopasowanie harmonogramu emisji na rynku krajowym i zagranicznym do uwarunkowań rynkowych i budżetowych, z uwzględnieniem działań wynikających z realizacji zadania zwiększania przejrzystości rynku SPW;
- Zwiększanie roli uczestników systemu DSPW w zakresie rozwoju rynku SPW oraz operacji związanych z zarządzaniem długiem - w obszarach, gdzie uczestnicy systemu DSPW mogą zapewnić konkurencyjność nie mniejszą niż inni uczestnicy rynku finansowego, zawieranie transakcji i wybór partnera następować będą z uwzględnieniem preferencji wynikających z ich udziału w systemie;
- Usuwanie barier technicznych i prawnych występujących na krajowym i zagranicznym rynku SPW, w szczególności:
  - działania mające na celu stworzenie możliwości rozliczania transakcji zawartych na SPW wyemitowanych na rynek krajowy za pośrednictwem izb rozliczeniowych o zasięgu międzynarodowym (w szczególności Clearstream i Euroclear),
  - systemowe uregulowanie kwestii zwolnienia nierezydentów od podatku od dochodów z tytułu odsetek od obligacji oferowanych na rynkach zagranicznych,
  - działania zmierzające do ujednoczenia stawki podatku od odsetek od obligacji emitowanych na rynku krajowym uzyskiwanych przez nierezydentów (tzw. *withholding tax*), tak aby kraj pochodzenia inwestora był czynnikiem neutralnym;
- Bezpośrednie spotkania z inwestorami na rynku krajowym i zagranicznym oraz konsultacje z uczestnikami rynku SPW, służące efektywnej wymianie informacji oraz uwzględnieniu w realizacji Strategii potrzeb inwestorów, w tym:
  - regularne spotkania z bankami uczestnikami systemu DSPW,
  - regularne spotkania z podmiotami sektora pozabankowego,
  - spotkania z inwestorami i bankami zagranicznymi,
  - bieżące spotkania i konsultacje telefoniczne z inwestorami;
- Poszerzanie bazy inwestorów, w tym poprzez regularne spotkania z inwestorami zagranicznymi w ramach tzw. *non-deal roadshows* na kluczowych rynkach zagranicznych, służące:
  - budowaniu i podtrzymywaniu relacji z najważniejszymi inwestorami zagranicznymi,
  - oderwaniu procesu konkretnych emisji obligacji zagranicznych od działań promujących te emisje (*roadshows*), co umożliwi przeprowadzenie emisji w najodpowiedniejszym momencie, niezależnie od przygotowania marketingowego,
  - promocję polskich SPW emitowanych zarówno w kraju, jak i zagranicą;
- Aktywny udział w konferencjach i seminariach z udziałem inwestorów;
- Rozszerzanie kanałów komunikacji elektronicznej, w szczególności z inwestorami zagranicznymi.

### **Ad 3. Zwiększanie przejrzystości rynku SPW**

Dążenie do przejrzystości rynku SPW służy ograniczaniu niepewności związanej z jego funkcjonowaniem, pozwala jego uczestnikom uzyskać wiarygodną informację o bieżących cenach rynkowych oraz pomaga formułować przewidywania o kształtowaniu się cen w przyszłości. Przejrzystości rynku służy zarówno przewidywalność polityki emisyjnej, jak i transparentne funkcjonowanie rynku wtórnego. W horyzoncie Strategii planowane są następujące działania:

- Prowadzenie przejrzystej polityki emisyjnej, obejmującej publikację kalendarzy emisji SPW, rocznych, kwartalnych i miesięcznych planów podaży SPW na rynku krajowym i zagranicznym oraz oferty na poszczególnych przetargach SPW;
- Promocja rynku elektronicznego poprzez odpowiednie regulacje w systemie DSPW, głównie dotyczące obowiązków nałożonych na dealerów i kandydatów w zakresie kwotowania benchmarków, utrzymywania określonych spreadów oraz udziału w fixingu SPW;

## VI. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

Zgodnie z art. 69 ustawy o finansach publicznych Minister Finansów sprawuje kontrolę nad sektorem finansów publicznych w zakresie przestrzegania zasady stanowiącej, iż państwowy dług publiczny nie może przekroczyć 60% wartości rocznego PKB.

W przypadku innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych, autonomicznych w zaciąganiu zobowiązań, oddziaływanie na wielkość zadłużenia ma charakter pośredni i wynika z zapisów ustawy o finansach publicznych. Zawierają one przede wszystkim ograniczenia nałożone na sposób zaciągania zobowiązań przez JST oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne, obowiązujące jednostki sektora finansów publicznych w przypadku, gdy relacja państwowego długu publicznego do PKB przekroczy próg 50%, 55% i 60%.

### VI.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych

Najważniejszą proponowaną zmianą legislacyjną mogącą mieć wpływ na zaciąganie zobowiązań przez jednostki sektora finansów publicznych oraz wielkość ich potrzeb pożyczkowych jest projekt nowej ustawy o finansach publicznych. W zakresie długu publicznego projekt przewiduje następujące zmiany w stosunku do obecnie obowiązującej ustawy:

- Zmianę zakresu i organizacji sektora finansów publicznych:
  - likwidację państwowych zakładów budżetowych i gospodarstw pomocniczych państwowych, samorządowych jednostek budżetowych oraz gminnych, powiatowych oraz wojewódzkich funduszy celowych;
  - w związku z dostosowaniem zakresu sektora do metodologii UE, wyłączenie z sektora jednostek badawczo-rozwojowych oraz instytutów naukowych – oznacza to w szczególności, że podobnie jak w metodologii UE, dług JBR nie będzie stanowił długu publicznego w metodologii polskiej;
  - przekształcenie agencji państwowych w nową formę organizacyjno-prawną dla wykonywania kluczowych zadań państwa, tzn. agencje wykonawcze.
- Wprowadzenie nowych progów relacji długu publicznego do PKB oraz wzmocnienie procedur ostrożnościowych i sanacyjnych, najważniejsze zmiany polegają na:
  - zastąpieniu dotychczasowych trzech progów 50%, 55% i 60% czterema progami 47%, 52%, 55% i 60%,
  - umożliwieniu szybszej reakcji polityki fiskalnej na narastanie długu publicznego, jako że procedury ostrożnościowe i sanacyjne stosowane są już po przekroczeniu 47% relacji długu do PKB (w poprzedniej ustawie 50%), a najdotkliwsze sankcje, tj. konieczność obniżenia relacji długu do PKB obowiązują po przekroczeniu 52% (poprzednio 55%),
  - nałożeniu dodatkowych ograniczeń wzrostu wydatków (w tym m.in. w zakresie nowych inwestycji i podwyżek w sferze budżetowej) przy przekroczeniu przez dług relacji 52% i 55% PKB,
  - wyłączeniu JST (za wyjątkiem progu 60%) z ograniczeń przewidzianych w procedurach ostrożnościowych i sanacyjnych;
- Wprowadzenie zasady zrównoważonego budżetu bieżącego JST oraz systemu indywidualnych limitów dotyczących zaciągania długu, uzależniających możliwą wysokość zadłużenia poszczególnych jednostek od zdolności do jego spłaty.
- Wyodrębnienie od 2010 r. w ramach budżetu państwa budżetu środków europejskich. Wynik budżetu środków europejskich nie będzie wliczany do wyniku budżetu państwa, deficyt będzie powiększał potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, a nadwyżka będzie mogła być wykorzystywana w zarządzaniu długiem budżetu państwa.

Ponadto w horyzoncie Strategii planowane jest uchwalenie pakietu ustaw reformujących służbę zdrowia. Projekt rządowy przewiduje m.in. przekształcenie SPZOZ w spółki prawa handlowego.

## **VI.2. Założenia strategii udzielania poręczeń i gwarancji**

Z udzielaniem przez podmioty sektora finansów publicznych, w tym przede wszystkim przez SP, poręczeń i gwarancji wiąże się ryzyko generowania kosztów obsługi długu powstających na skutek wypłaty gwarancji i poręczeń. Gwarancje i poręczenia stanowią dług potencjalny, który może przekształcić się w dług rzeczywisty przy realizacji wymagalności.

W 2008 r. przewiduje się nieznaczny wzrost relacji przewidywanych wypłat oraz potencjalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń udzielanych przez SP do PKB.

W celu ograniczenia ryzyka związanego z udzielaniem gwarancji i poręczeń SP przy jednoczesnym zachowaniu korzyści z ich stosowania jako instrumentu polityki gospodarczej państwa, należy utrzymać następujące zasady, obowiązujące również w roku poprzednim:

- Koncentracja udzielania poręczeń i gwarancji na wspieraniu inwestycji prorozwojowych z zakresu infrastruktury, ochrony środowiska, tworzenia nowych miejsc pracy, rozwoju regionalnego, mieszkalnictwa, kolejnictwa, przede wszystkim realizowanych w oparciu o fundusze z UE (kredyty i obligacje poręczone lub gwarantowane przez SP powinny umożliwić pozyskanie funduszy UE), a także na wsparcie innych zadań inwestycyjnych wynikających z ewentualnych nowych programów wsparcia przewidujących udzielanie poręczeń i gwarancji zgodnie z zasadami UE.
- Relacja przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń SP do PKB nie powinna przekroczyć 1,4%, a relacja potencjalnych zobowiązań SP z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB wysokości 4,5%.
- Ograniczenie roli szczególnie ryzykownych dla SP poręczeń i gwarancji udzielanych na podstawie ustaw specjalnych, tzw. „sektorowych”.

Zgodnie z ustawą o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez SP oraz niektóre osoby prawne, ustawa budżetowa corocznie określa łączną kwotę, do wysokości której mogą być udzielane przez SP poręczenia i gwarancje.

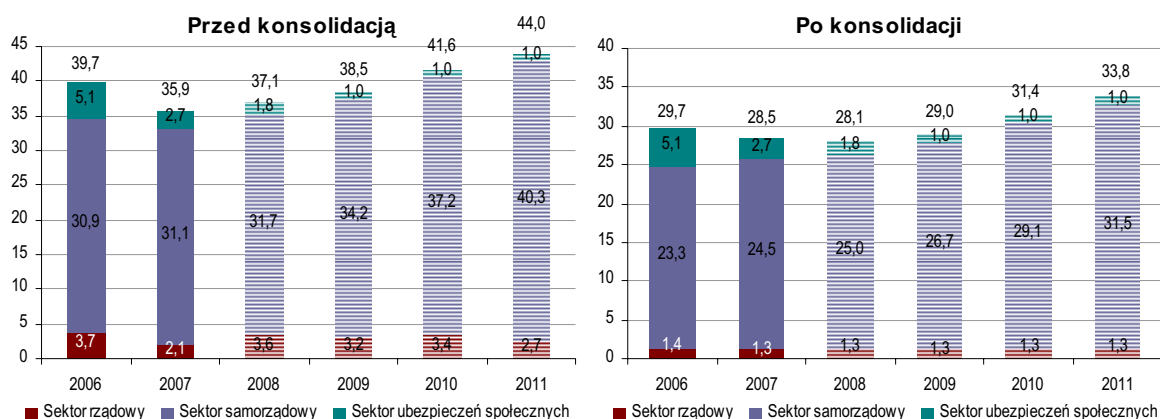
## **VI.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa**

Przy przyjętych założeniach nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP w latach 2009-11 wzrośnie z 37,1 mld zł do 44,0 mld zł przed konsolidacją i z 28,1 do 33,8 mld zł po konsolidacji. Wzrost ten będzie wypadkową:

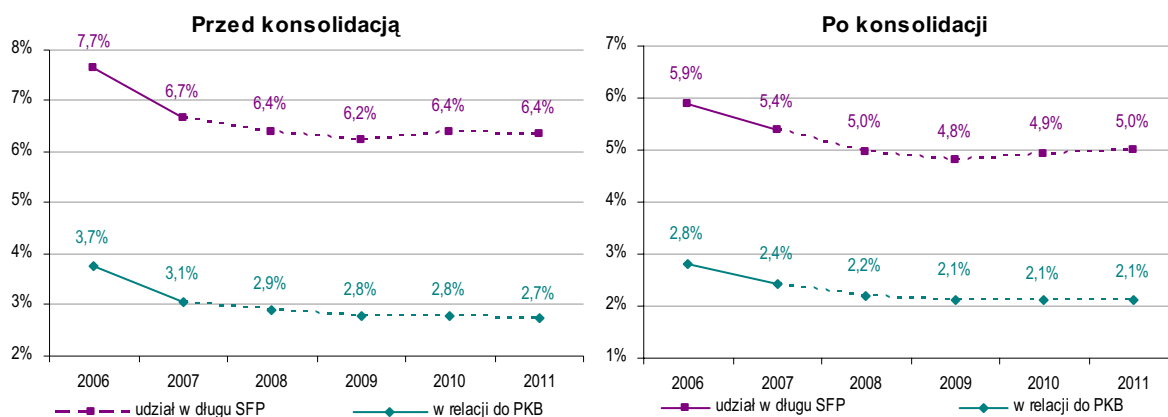
- systematycznego wzrostu długu JST i ich związków,
- nieznacznego spadku zadłużenia samorządowych ZOZ,
- stabilizacji zadłużenia rządowych ZOZ,
- stabilizacji zobowiązań wymagalnych FUS,
- stabilizacji zadłużenia pozostałych jednostek sektora rządowego i samorządowego.

Zadłużenie przed konsolidacją pozostałego sektora w relacji do PKB spadnie z 2,9% w 2008 r. do 2,7% w 2011 r., natomiast zadłużenie po konsolidacji ustabilizuje się na poziomie ok. 2,1%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych przed konsolidacją ukształtuje się w 2011 r. na poziomie odpowiednio ok. 6,4% przed konsolidacją i ok. 5,0% po konsolidacji.

Wykres 22. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory (w mld zł)



Wykres 23. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji – relacja do PKB i udział w zadłużeniu SFP



## 1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

W Strategii założono, że zadłużenie JST oraz ich związków w latach 2008-11 będzie systematycznie rosło i będzie pochodną deficytów oraz nadwyżek poszczególnych jednostek. Wysokie potrzeby pożyczkowe JST wynikać będą przede wszystkim z realizowanych projektów infrastrukturalnych, współfinansowanych środkami z funduszy unijnych z perspektywy finansowej 2007-13. Istotną część finansowanych inwestycji wynikać będzie z przygotowań do współorganizowanych przez Polskę mistrzostw Europy w piłce nożnej EURO 2012.

Omówione w podrozdziale VI.1 nowe reguły zaciągania zobowiązań przez JST, uzależniające możliwość zaciągania zobowiązań od potencjału jednostki do ich spłaty przeciwdziałać będą nadmiernemu zadłużaniu samorządów.

Dominującym instrumentem w finansowaniu potrzeb pożyczkowych JST nadal pozostaną kredyty pozyskiwane z banków komercyjnych, jednocześnie rosło będzie zadłużenie z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych, w szczególności przez duże jednostki. Podobnie jak w latach poprzednich, najwięcej długu będą generować miasta na prawach powiatu oraz gminy.

## 2) Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

Założono, że zadłużenie SPZOZ przed konsolidacją w horyzoncie Strategii nie będzie rosło. Ograniczeniu ulegnie zadłużenie jednostek samorządowych, przy czym ich zadłużenie będzie nadal dominować w strukturze całości zobowiązań SPZOZ.

Zmiany zadłużenia będą wynikiem:

- procesu komercjalizacji SPZOZ w ramach reformy służby zdrowia – przekształcenie w spółki prawa handlowego powodować będzie wyłączenie SPZOZ z zakresu sektora finansów publicznych,



- restrukturyzacji istniejącego zadłużenia przekształcanych SPZOZ – na zasadach wspierających uzdrowienie gospodarki finansowej poszczególnych zakładów, z uwzględnieniem interesu wierzycieli, organów założycielskich SPZOZ i SP,
- bieżących wyników finansowych poszczególnych jednostek.

W ramach procesu restrukturyzacji zadłużona SPZOZ na mocy ustawy o pomocy publicznej i restrukturyzacji PZOZ, obok umorzeń zobowiązań wymagalnych niektórych jednostek nastąpi również dalsza zamiana zobowiązań wymagalnych na kredyty.

### **3) Zadłużenie pozostałych jednostek**

Zadłużenie przed konsolidacją pozostałych jednostek sektora finansów publicznych w horyzoncie Strategii ulegnie znacznej redukcji i będzie wypadkową:

- przejściowego wzrostu zadłużenia pozostałych państwowych osób prawnych, tj. głównie Agencji Rynku Rolnego z tytułu udzielonych pożyczek przez SP na prefinansowanie zadań współfinansowanych z funduszy unijnych,
- spłaty zobowiązań wymagalnych FUS z tytułu nieterminowego przekazywania składek do OFE,
- utrzymania się na stałym poziomie pozostałych zobowiązań wymagalnych FUS, głównie z tytułu nienależnie pobranych składek oraz bieżących składek nierozliczonych i nieprzekazanych terminowo do OFE,
- spadku zadłużenia państwowych szkół wyższych, samorządowych funduszy celowych oraz Pan i tworzonych przez PAN jednostek organizacyjnych,
- wzrostu zadłużenia państwowych i samorządowych instytucji kultury oraz jednostek badawczo-rozwojowych (w projekcie nowej ustawy JBR nie należą do sektora finansów publicznych).

W strukturze zadłużenia pozostałych jednostek sektora finansów publicznych dominującym składnikiem będą kredyty udzielone wewnątrz sektora.

## VII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji Strategii obejmują prognozy:

- wielkości długu publicznego i kosztów jego obsługi,
- długu potencjalnego z tytułu gwarancji i poręczeń,
- zmian w zakresie ryzyka związanego z długiem publicznym.

Są one oczekiwanym rezultatem realizacji celów *Strategii* przy przyjętych założeniach makroekonomicznych i budżetowych. W rozdziale wskazane zostały również najważniejsze zagrożenia dla realizacji celów *Strategii*.

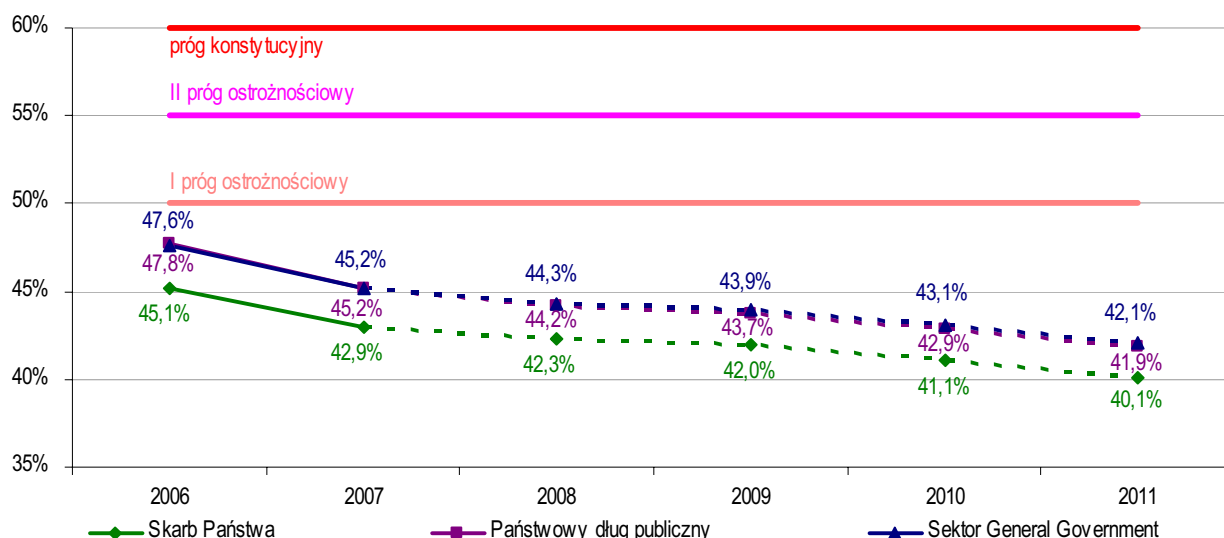
### VII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

Przy przyjętych założeniach relacja państwowego długu publicznego do PKB będzie sukcesywnie się obniżać do 41,9% w 2011 r. W całym horyzoncie Strategii relacja ta będzie się znajdowała bezpiecznie poniżej zarówno aktualnego pierwszego progu ostrożnościowego, tj. 50%, jak i pierwszego progu z nowej ustawy o finansach publicznych, tj. 47%. Wzrost kosztów obsługi długu SP będzie wynikać przede wszystkim z przyrostu długu i kasowego systemu budżetu, a ich relacja do PKB ustabilizuje się na poziomie 2,2%-2,4%.

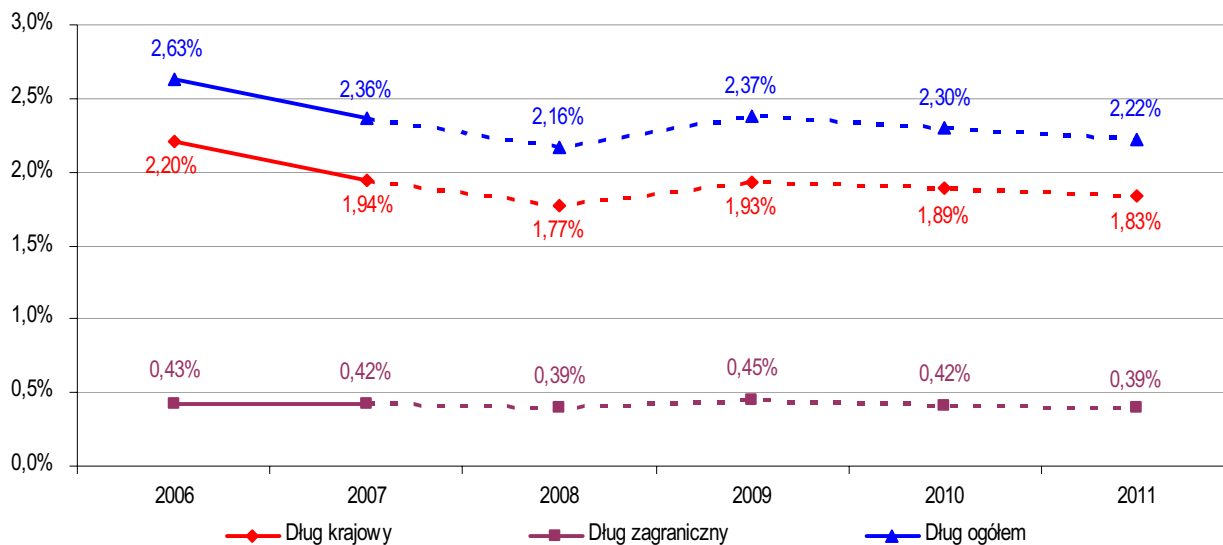
Tabela 6. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP w latach 2008-2011

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>1. Dług Skarbu Państwa</b>					
a) w mld zł	501,5	541,4	579,6	610,4	641,3
krajowy	380,4	417,1	449,4	477,2	505,6
zagraniczny	121,1	124,3	130,1	133,2	135,8
b) w relacji do PKB	42,9%	42,3%	42,0%	41,1%	40,1%
<b>2. Państwowy dług publiczny</b>					
a) w mld zł	527,4	565,9	604,4	637,0	670,0
b) w relacji do PKB	45,2%	44,2%	43,7%	42,9%	41,9%
<b>3. Dług sektora general government (wg metodologii UE)</b>					
a) w mld zł	527,6	567,8	606,9	639,7	673,1
b) w relacji do PKB	45,2%	44,3%	43,9%	43,1%	42,1%
<b>4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)</b>					
a) w mld zł	27,6	27,7	32,8	34,2	35,6
b) w relacji do PKB, w tym:	2,4%	2,2%	2,4%	2,3%	2,2%
- długu krajowego	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%
- długu zagranicznego	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%

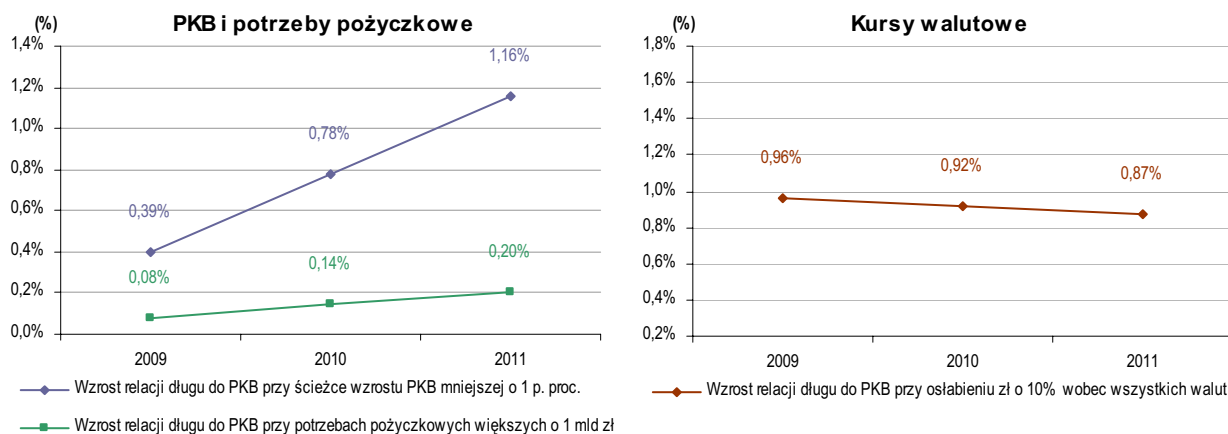
Wykres 24. Relacja długu publicznego do PKB



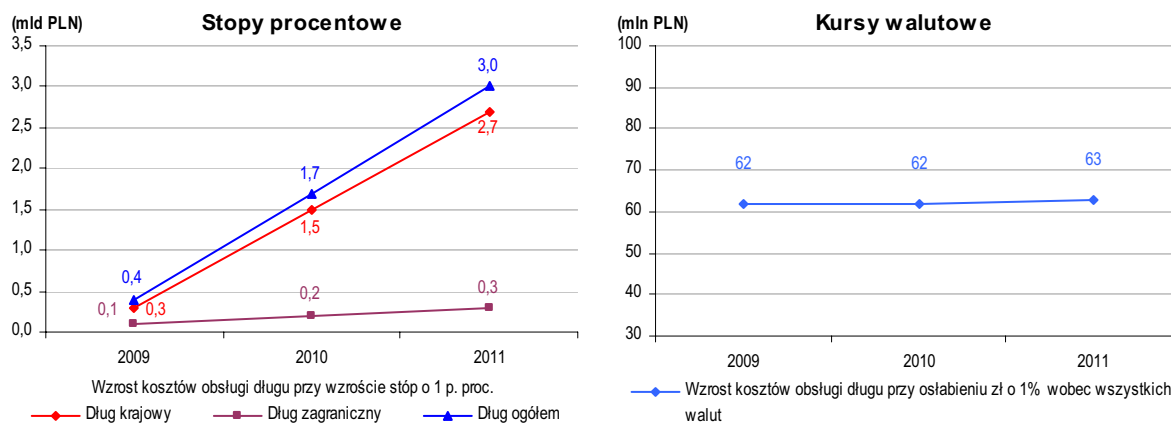
Wykres 25. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB



Wykres 26. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń



Wykres 27. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP do PKB na zmiany założeń



**Dług potencjalny (gwarancje i poręczenia)**

Zgodnie z przyjętą strategią udzielania gwarancji i poręczeń przewiduje się, że relacja potencjalnych zobowiązań SP z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB nie przekroczy 4,5%, podobnie wysokość przewidywanych wypłat z tego tytułu nie przekroczy 1,4% PKB.

Tabela 7. Prognoza niewymagalnych zobowiązań i przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji SP w latach 2008-2011

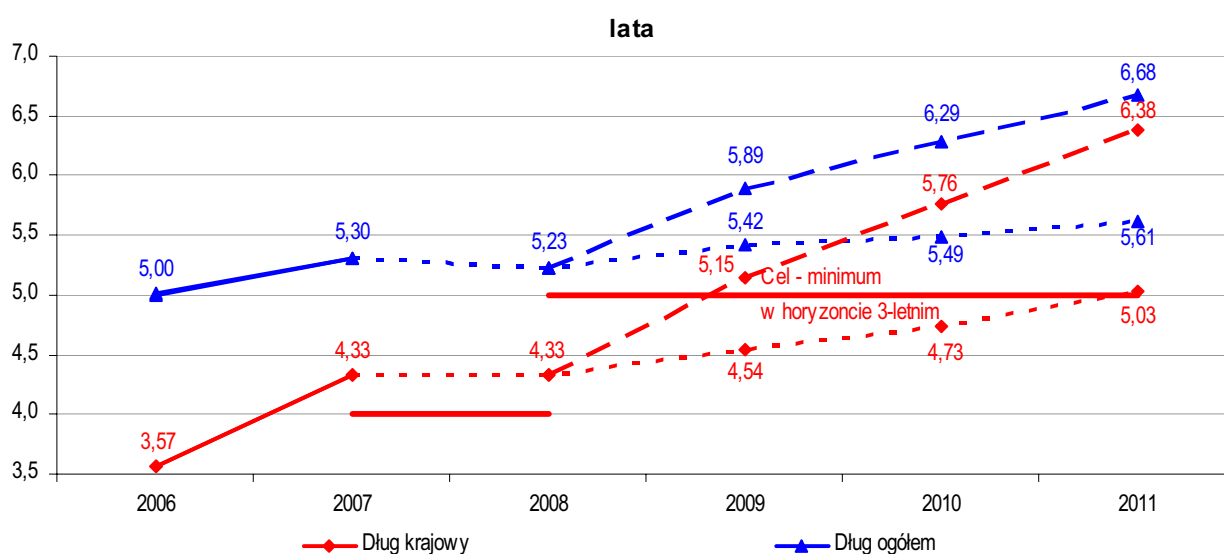
		2008	2009	2010	2011
Zobowiązania niewymagalne	w mld zł	31,6	42,6	47,0	49,5
	w % PKB	2,5	3,1	3,2	3,1
Przewidywalne wypłaty	w mld zł	7,7	9,7	10,5	10,7
	w % PKB	0,6	0,7	0,7	0,7

## VII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

Przewiduje się, że w horyzoncie Strategii:

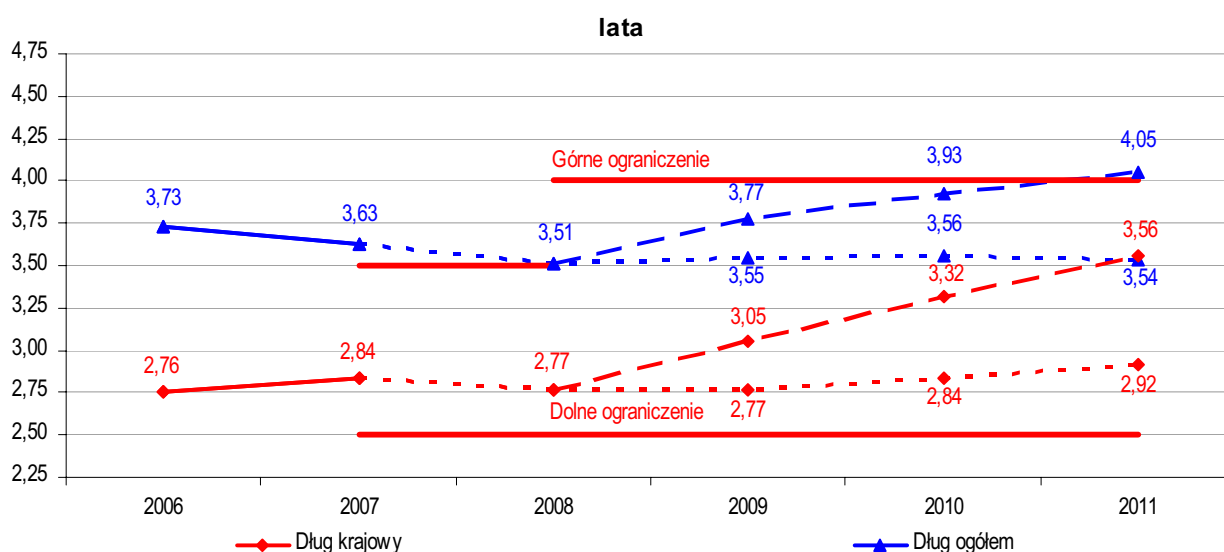
- dalszemu ograniczeniu ulegnie ryzyko refinansowania - średnia zapadalność rynkowego długu krajowego SP wzrośnie, w zależności od przyjętej strategii finansowania, do ok. 5,0-6,4 roku, a całego długu SP będzie się mieścić w przedziale ok. 5,6-6,7 roku,

Wykres 28. Średnia zapadalność długu SP



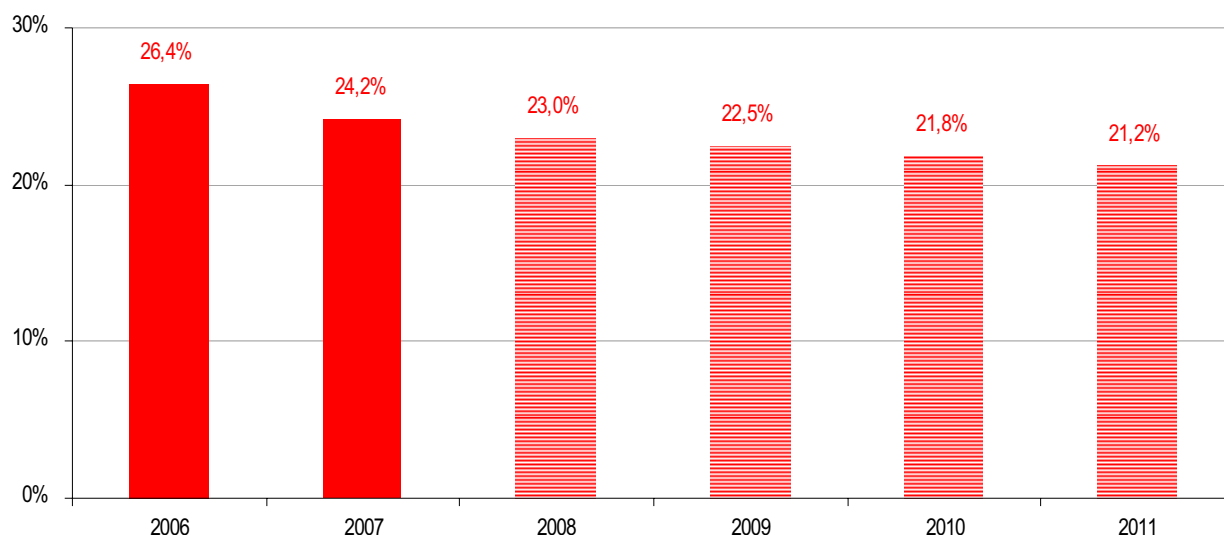
- ograniczeniu ulegnie również ryzyko stopy procentowej - *duration* rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywać w przedziale ok. 2,7-3,6 lat, a długu ogółem w przedziale ok. 3,5 - 4,1 roku,

Wykres 29. Duration długu SP



- ryzyko kursowe ulegnie dalszemu ograniczeniu - udział długu zagranicznego zmniejszy się z 23,5% w połowie 2008 r. i będzie się utrzymywał w przedziale 20%-25%.

Wykres 30. Udział długu zagranicznego w długu SP



### VII.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii

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

- 1) odmiennym od zakładanego scenariuszem sytuacji makroekonomicznej w Polsce, w szczególności spadkiem tempa wzrostu bądź większym niż prognozowane tempem wzrostu cen i stóp procentowych oraz wahaniami kursu walutowego.
- 2) uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
  - możliwością znacznego spowolnienia gospodarczego,
  - wycofywaniem kapitału pożyczkowego z rynków wschodzących spowodowanym zmianami w preferencjach inwestorów globalnych w zakresie ryzyka,
  - utrzymywaniem się negatywnych skutków kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w USA dla innych segmentów rynku finansowego;
- 3) ryzykiem pogorszenia sytuacji finansów publicznych, która jest kształtowana przez:
  - poziom potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (główny składnik przyrostu państwowego długu publicznego), zależny m.in. od koniunktury w polskiej gospodarce,
  - tempo przyrostu zadłużenia innych niż SP podmiotów sektora finansów publicznych,
  - poręczenia i gwarancje udzielane przez podmioty sektora finansów publicznych.Wyzwaniem we wszystkich trzech obszarach będą szczególnie nakłady na inwestycje infrastrukturalne współfinansowane ze środków UE oraz związane z przygotowaniem do współorganizowanego przez Polskę EURO2012.
- 4) zakłóceniami procesu wejścia Polski do strefy euro i ich wpływem na kurs walutowy i stopy procentowe.

## VIII. WPŁYW PRZYJĘCIA EURO NA ZARZĄDZANIE DŁUGIEM SKARBU PAŃSTWA

W niniejszym rozdziale<sup>7</sup> omówiono najważniejsze czynniki wpływu przyjęcia przez Polskę euro na strategię zarządzania długiem SP. Wyróżniono cztery powiązane ze sobą aspekty wpływu wejścia do strefy euro na zarządzanie długiem publicznym:

- zmiany w otoczeniu makroekonomicznym,
- zmiany w otoczeniu rynkowym,
- zmiany w samym procesie zarządzania długiem, w tym będące konsekwencją zmiany otoczenia makroekonomicznego i rynkowego oraz
- aspekty prawne i techniczne związane z wprowadzeniem euro.

### VIII.1. Zmiany w otoczeniu makroekonomicznym

Podstawową zmianą będzie zastąpienie krajowej krzywej rentowności w złotych przez krzywą rentowności w euro. Krzywa rentowności polskich SPW zależy przede wszystkim od:

- bieżącego i oczekiwanego przyszłego poziomu rynkowych stóp procentowych,
- wiarygodności kredytowej Polski,
- płynności rynku SPW.

Przystąpienie do strefy euro będzie miało, choć w różnym stopniu, wpływ na wszystkie trzy aspekty, a łącznym efektem przyjęcia euro jako waluty krajowej będzie znaczące obniżenie kosztów obsługi długu publicznego. W hipotetycznej sytuacji, gdyby Polska już w połowie 2008 r. była członkiem strefy euro, koszty obsługi długu SP byłyby niższe o 6,1 mld zł rocznie, z czego ok. 1,0 mld zł wynikałoby ze wzrostu wiarygodności kredytowej<sup>8</sup>.

#### 1) Rynkowe stopy procentowe

Rynkowe stopy procentowe zależą od polityki Europejskiego Banku Centralnego oraz oczekiwań rynku w zakresie przyszłych stóp procentowych w strefie euro, a nie jak dotychczas od bieżącej i oczekiwanej przyszłej polityki NBP. Bezpośrednim skutkiem będzie obniżenie stóp procentowych w Polsce, wynikające z ich obecnego dysparytetu. Część konwergencji stóp procentowych dokona się jeszcze przed przyjęciem przez Polskę euro, jako że rynki finansowe będą ją dyskontować, szczególnie gdy znana już będzie data tego wydarzenia. Deklaracja rządu z września 2008 r. o zamiarze wprowadzenia euro wpłynęła na obniżenie długoterminowych stóp procentowych o ok. 15-25 pb.

Skala potencjalnych oszczędności w kosztach obsługi długu dla państwa przystępującego do strefy euro w znacznym stopniu zależy od sytuacji rynkowej w średnim terminie. Sytuacja rynkowa była dla państw o niższej wiarygodności kredytowej korzystniejsza w pierwszych latach istnienia strefy euro niż w 2008 r.

#### 2) Wiarygodność kredytowa

Przyjęcie euro może mieć również pozytywny wpływ na wiarygodność Polski jako emitenta, jako że przyjęcie do strefy euro wymaga spełnienia kryteriów świadczących o stabilności ekonomicznej gospodarki, dodatkowo samo przyjęcie wspólnej waluty może być postrzegane przez część inwestorów jako zwiększające jej stabilność.

W wyniku przyjęcia euro zmianie uległyby również uwarunkowania związane z emisją długu SP w walutach obcych. Do tej pory przy wyborze waluty finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa brano był pod uwagę jego wpływ na politykę pieniężną lub kurs złotego. Wobec zastąpienia złotego przez euro Polska stanie się częścią dużo większego obszaru walutowego, a wpływ operacji walutowych związanych z zarządzaniem długiem na podaż

<sup>7</sup> W rozdziale VIII wykorzystano wyniki opracowania pracowników Ministerstwa Finansów M. Szczerbaka, J. Misiórkowskiego i G. Pochopnia pt.: „Wpływ przyjęcia przez Polskę euro na strategię zarządzania długiem Skarbu Państwa” (Warszawa, 2008), będącego częścią opracowywanego w NBP „Raportu dotyczącego pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej”.

<sup>8</sup> Powyższy szacunek wynika z założenia, że przy stanie zadłużenia z czerwca 2008 r. rentowności polskich SPW w walucie krajowej będą zbliżone do rentowności kraju strefy euro o zbliżonej wiarygodności kredytowej, tj. Grecji, zaś koszt finansowania w walutach obcych na skutek wzrostu wiarygodności kredytowej obniżyłby się o ok. 20 pb.

pieniądza i kurs euro można uznać za nieistotny. Przyjęcie euro, stanowiącego ponad 70% długu walutowego SP, zmniejszy też istotnie wielkość długu w walutach obcych, a więc również potencjalną skalę emisji w walutach obcych.

## **VIII.2. Zmiany w otoczeniu rynkowym**

Przyjęcie euro będzie oznaczało, że krajowy rynek finansowy stanie się segmentem dużo większego i płynniejszego rynku euro, a rynek polskich SPW stanie się segmentem rynku SPW nominowanych w euro oraz szerzej, rynku instrumentów dłużnych nominowanych w euro. Dostęp do rozwiniętego i zróżnicowanego rynku instrumentów pochodnych i rynku walutowego umożliwi znacznie większą swobodę w kształtowaniu profilu ryzyka. Na koniec 2007 r. wartość instrumentów dłużnych w obiegu w Polsce stanowiła ledwie 1,2% rynku strefy euro, wartego ponad 12 bln EUR; dla instrumentów emitowanych przez rządy centralne odpowiedni stosunek wyniósł 2,9%.

### **1) Czynniki popytowe**

Głównym czynnikiem popytowym będzie istotne ograniczenie bariery popytu dla emitenta długu SP, jako że podaż SPW, nawet przy dużych potrzebach pożyczkowych, będzie stanowiła nieznaczną część potencjalnego popytu. Prawdopodobieństwo niedostatecznego popytu w stosunku do podaży ulegnie ograniczeniu, a w przypadku zjawisk kryzysowych negatywną konsekwencją będzie przede wszystkim konieczność akceptowania wyższych rentowności SPW. Wyeliminowanie ryzyka kursowego związanego z przyjęciem wspólnej waluty sprawi, że instrumenty oferowane przez SP zaczną być uwzględniane w portfelach inwestycyjnych szerokiej grupy nowych inwestorów.

Z drugiej strony związane z przyjęciem euro zniknięcie ryzyka kursowego będzie miało również wpływ na sytuację i postawy inwestorów na rynku krajowym. Uzyskają oni dostęp do znacznie szerszego niż do tej pory zasobu instrumentów, w które mogą inwestować bez ponoszenia ryzyka kursowego, co spowoduje w szczególności przesunięcie części ich popytu na SPW w stronę konkurencyjnych instrumentów oferowanych przez inne państwa strefy euro.

Łączny wpływ obu zjawisk, tj. poszerzenia kręgu nabywców, a więc zwiększenie popytu potencjalnego i utraty części popytu ze strony lokalnych inwestorów, na wielkość popytu na SPW jest niejednoznaczny. Doświadczenia państw wchodzących do strefy euro wskazują na systematyczny wzrost udziału nierezydentów w zadłużeniu, tym większy im mniejszy był emitent, jak również niewielki spadek przeciętnego popytu na rynku pierwotnym przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka rozumianego jako zmienność popytu na SPW.

### **2) Rynek pierwotny**

Konkurencja ze strony pozostałych emitentów strefy euro może spowodować zmianę w organizacji rynku pierwotnego. Doświadczenia innych państw wskazują, że organizacja rynku pierwotnego zależy w dużej mierze od wielkości emitenta, a więc i płynności emitowanych przez niego SPW. Najwięksi europejscy emitenci, a więc Niemcy, Włochy i Francja korzystają przede wszystkim z formy przetargu w pozyskiwaniu środków pożyczkowych. Ich działania stanowią punkt odniesienia dla mniejszych emitentów, którzy swoją aktywność dostosowują do największych poprzez ograniczenie liczby przeprowadzanych przetargów przy jednoczesnym znacznym zwiększeniu wartości SPW oferowanych na każdym z nich oraz dostosowanie kalendarza emisji. Niezwykle istotnym elementem funkcjonowania poszczególnych emisji na rynku euro jest zapewnienie im należytego poziomu płynności już od momentu pierwszej sprzedaży, stąd częste jest wykorzystywanie sprzedaży niekonkurencyjnej (syndykatu), szczególnie jako alternatywy dla pierwszego przetargu nowo otwieranej emisji.

Zmiana otoczenia rynkowego związana z przyjęciem przez Polskę euro oznaczać będzie również modyfikację roli DSPW. W obliczu przewidywanego wzrostu mobilności inwestorów krajowych znacząco wzrośnie znaczenie dostępu DSPW do szerokiej bazy inwestorów zainteresowanych nabywaniem polskich SPW, będących klientami DSPW. Po utworzeniu strefy euro w krajowych systemach DSPW wzrósł udział dealerów nie będących rezydentami, w tym również globalnych instytucji finansowych, posiadających status dealera w kilku lub nawet kilkunastu państwach.

### **VIII.3. Zmiany w procesie zarządzania długiem**

Cel strategii zarządzania długiem, tj. minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomu ryzyka jest uniwersalny i nie ulegnie zmianie po wstąpieniu do strefy euro. Zmiana otoczenia powodować będzie jednak konieczność dostosowania sposobów realizacji tego celu.

#### **1) Zarządzanie ryzykiem kursowym**

W wyniku przyjęcia euro skokowo zmniejszy się ryzyko kursowe. Gdyby struktura walutowa długu SP była w chwili przyjmowania euro taka sama jak w połowie 2008 r., udział długu w walutach obcych zmniejszyłby się z 23,5% do 6,1%. W strategii zarządzania długiem po przystąpieniu do strefy euro konieczne będzie również zdefiniowanie roli emisji w walutach obcych, w szczególności określić, czy takie emisje będą w ogóle uzasadnione. Czynnikiem, które wymagały będą rozważenia są z jednej strony potencjalnie niższe koszty obsługi długu w walutach o niskim oprocentowaniu oraz dostęp do szerszej bazy inwestorów, z drugiej strony ryzyko kursowe, oraz względna przewaga kosztowa Polski na rynku krajowym. Niemal wszystkie państwa strefy euro po przyjęciu wspólnej waluty znacząco ograniczyły lub całkowicie wyeliminowały ryzyko kursowe, w tym część poprzez zamianę płatności w walutach obcych na płatności w euro w walutowych transakcjach swap.

#### **2) Instrumenty zarządzania długiem**

Zmiana uwarunkowań rynkowych związana z przystąpieniem Polski do strefy euro, przede wszystkim uzyskanie dostępu do płynnego rynku euro i znaczne ograniczenie bariery popytu na SPW oznaczać będzie większą swobodę w kształtowaniu struktury długu poprzez odpowiedni dobór instrumentów. W przypadku dużej części emitentów strefy euro wzrosła rola obligacji o długim terminie wykupu i obligacji inflacyjnych, a w kształtowaniu profilu ryzyka na szeroką skalę zaczęły być stosowane instrumenty pochodne. Doświadczenia państw strefy euro wskazują na stosowanie przedterminowego odkupu SPW w zarządzaniu ryzykiem refinansowania, podczas gdy transakcje zamiany obligacji stosowane są przede wszystkim w celu zastąpienia płynnymi emisjami instrumentów mniej płynnych.

#### **3) Aspekty instytucjonalne**

Przygotowania do przyjęcia euro stały się dla wielu państw okazją do zmiany rozwiązań instytucjonalnych w zakresie zarządzania długiem, przyjmujących formę utworzenia osobnej instytucji (agencji), mającej za zadanie zarządzanie długiem<sup>9</sup>. Celem zmian było dostosowanie organizacji i zakresu odpowiedzialności tych instytucji do specyficznej roli zarządzającego długiem, łączącej finanse publiczne z rynkiem finansowym, w obliczu rosnącej globalizacji rynków finansowych i wzrostu roli zarządzania ryzykiem. Agencje zarządzania długiem powstały również w państwach UE nie należących do strefy euro.

### **VIII.4. Aspekty prawne i techniczne**

Przyjęcie wspólnej waluty przyspieszy proces ujednoczenia konwencji rynkowych i standaryzacji instrumentów, podobnie jak miało to miejsce dla innych krajów wchodzących do strefy euro. Naczelnym celem przyświecającym przyjęciu wspólnych standardów jest usprawnienie funkcjonowania rynku instrumentów dłużnych oraz ułatwienie działania inwestorom poprzez zwolnienie ich z obowiązku pamiętania o nieraz bardzo specyficznych konwencjach funkcjonujących na poszczególnych rynkach.

Jednym z najpoważniejszych wyzwań dla polskiego rynku finansowego, wykraczającym poza rynek SPW, związanych z przystąpieniem Polski do strefy euro, będzie dostosowanie infrastruktury rozliczeniowej i depozytowej krajowego rynku kapitałowego.

Wprowadzenie euro wiązać się będzie z przeliczeniem długu oraz wszystkich świadczeń z nim związanych ze złotego na euro.

Bezpośrednia konkurencja ze strony innych emitentów strefy euro sprawi, że z punktu widzenia oczekiwanej stopy zwrotu dla inwestorów większego znaczenia nabierają zasady i stawki opodatkowania dochodów z SPW. Dla stopy zwrotu osiąganego przez nierezydentów

---

<sup>9</sup> Modele instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE omówione zostały w Aneksie 2.



inwestujących na polskim rynku istotne znaczenie ma treść zawieranych przez Polskę umów dwustronnych o unikaniu podwójnego opodatkowania.

Tabela 8 podsumowuje najważniejsze korzyści i zagrożenia dla zarządzania długiem SP związane z przyjęciem przez Polskę euro. Można z niej wysnuć wniosek, że bilans korzyści i zagrożeń związanych z przyjęciem euro jest z punktu widzenia zarządzania długiem publicznym zdecydowanie korzystny.

Tabela 8. Korzyści i zagrożenia dla zarządzania długiem SP wynikające z przyjęcia euro

Korzyści	Zagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Niższe koszty obsługi długu SP               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Rynkowe stopy procentowe</li> <li>○ Wiarygodność kredytowa</li> </ul> </li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Brak wpływu emisji zagranicznych na politykę pieniężną</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Radykalne ograniczenie bariery popytu               <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Bezpieczeństwo finansowania</li> <li>○ Pożądany profil ryzyka rynkowego</li> </ul> </li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dywersyfikacja popytu na SPW – zwiększenie popytu ze strony inwestorów z innych państw strefy euro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dywersyfikacja podaży SPW – zmniejszenie popytu ze strony inwestorów krajowych</li> <li>• Konieczność dostosowania polityki emisyjnej i technik sprzedaży do dużych emitentów</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Radykalne ograniczenie ryzyka kursowego</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Większa płynność SPW</li> <li>• Łatwiejsze refinansowanie dużych emisji</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Większe znaczenie konieczności zapewniania SPW należytej płynności</li> <li>• Konieczność dążenia do płynnych emisji może zwiększać ryzyko refinansowania</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zwiększenie bazy inwestorów wynikające z umiędzynarodowienia systemu DSPW</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zmniejszone zainteresowanie globalnych DSPW promocją rynku lokalnego</li> </ul>

## 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* długu SP 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,

$NZ_r$  – wyrażony w złotych nominal dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,

$NS_t$  – wyrażony w złotych 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 3 mld EUR na rynku euro. Na innych rynkach rozmiar benchmarku zależy głównie od preferencji emitenta związanych z poziomem ryzyka refinansowania oraz od stopnia rozwoju rynku.
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 (banków), 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.

**Dług potencjalny** – zobowiązania nie będące długiem publicznym, które po zajściu określonego zdarzenia mogą przyczynić się do powstania długu publicznego. Klasycznym przykładem długu potencjalnego są zobowiązania niewymagalne z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych. W przypadku wykonania gwarancji

lub poręczenia zobowiązania z ich tytułu stają się wymagalne i powiększają wydatki podmiotu udzielającego gwarancję, tym samym zwiększając potrzeby pożyczkowe i dług publiczny.

**Duration**<sup>10</sup> – 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 stopy procentowej i niższa *duration*. *Duration* długu SP w danej walucie liczone jest wg wzoru:

$$Duration = \frac{\sum_{r \in R} \left[ r \sum_{s \in S|_r} \frac{CFZ_s}{(1+i_s)^s} \right] + \sum_{s \in S} \frac{sCFS_s}{(1+i_s)^s}}{\sum_{s \in S} \frac{CFZ_s}{(1+i_s)^s} + \sum_{s \in S} \frac{CFS_s}{(1+i_s)^s}}$$

gdzie:

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

$S$  – zbiór wszystkich terminów przepływów z tytułu SPW (odsetki lub nominał),

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

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

$S|_r$  - zbiór wszystkich terminów przepływów dla takich obligacji o oprocentowaniu zmiennym, których najbliższy ustalony termin wykupu wynosi  $r$ ,

$CFZ_s$  - wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym i terminie  $s$ ,

$CFS_s$  - wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu stałym i terminie  $s$ ,

$i_s$  – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu  $s$ .

*Duration* całego długu SP 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 SP obligacji oszczędnościowych do przedterminowego wykupu.

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

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

<sup>10</sup> W stosunku do poprzedniej Strategii zmianie uległ sposób zapisu wzoru na *duration*, precyzyjniej opisujący algorytm liczenia wartości wskaźnika dla obligacji o oprocentowaniu zmiennym. Sam algorytm obliczeń nie uległ zmianie.

**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.

Zarządzanie ryzykiem kredytowym odbywa się głównie poprzez dobór partnerów charakteryzujących się wysoką wiarygodnością kredytową (ocena kredytowa - *rating*) oraz ustalenie limitów kwot zaangażowania uzależnionych od wiarygodności kredytowej partnera oraz rodzaju przeprowadzanej transakcji.

**Ryzyko kursowe** - wynika z istnienia w ramach długu SP 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.

Ograniczaniu ryzyka operacyjnego sprzyja integracja zarządzania długiem publicznym w jednej jednostce organizacyjnej, której struktura, infrastruktura i procedury dostosowane są do sprawnego działania zarówno w administracji państwowej jak i na rynku finansowym.

**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.

Zarządzanie tym ryzykiem polega z jednej strony na dążeniu do utrzymywania bezpiecznej rezerwy na możliwie najniższym poziomie (poprzez doskonalenie procesu planowania i monitorowania płynności budżetu państwa), z drugiej strony na zarządzaniu płynnymi aktywami tak, by generowały one dochody budżetowe rekompensujące w jak największym stopniu koszty związane z utrzymywaniem określonego, bezpiecznego poziomu płynności.

**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 nieznanych 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.

**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.

**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 długu SP 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 nominalu),

$N_t$  – wyrażony w złotych nominal płatny w chwili  $t$ ,

$I_0$  – bieżący wskaźnik indeksacji nominalu (dla długu innego niż obligacje indeksowane  $I_0 = 1$ ).

## **Aneks 2. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE**

W państwach UE nie istnieje jednolity model instytucjonalnego usytuowania jednostki zajmującej się zarządzaniem długiem SP. Można w tym zakresie wyodrębnić trzy podstawowe koncepcje organizacyjne:

- model bankowy - w banku centralnym,
- model rządowy – w jednym z ministerstw (najczęściej finansów lub skarbu),
- model agencyjny - w 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 nieznanymi 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 stosowany<sup>11</sup>. 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.).

**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:

---

<sup>11</sup> Model rządowy funkcjonuje w takich krajach jak Hiszpania czy Włochy.

- 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).

Z reguły zadaniem agencji jest realizacja wytycznych rządu, często ministra finansów, a jej działania podlegają 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 27 państw UE w 14 stosowany jest model agencyjny (odpowiednio w 9 z 15 państw strefy euro).

Tabela 1. Instytucje odpowiedzialne za zarządzanie długiem publicznym w państwach UE

	Państwo	Model	Nazwa instytucji
Strefa euro	Austria	agencyjny	Österreichische Bundesfinanzierungsagentur
	Belgia		Agence de la Dette (Agentschap van de Schuld)
	Finlandia		Valtiokonttori
	Francja		Agence France Trésor
	Holandia		Agentschap van het ministerie van Financiën
	Irlandia		National Treasury Management Agency
	Malta		Debt Management Office
	Niemcy		Finanzagentur GmbH
	Portugalia		Instituto de Gestão do Crédito Público
	Cypr	bankowy	Κεντρική Τραπεζα της Κυπρου
	Grecja	rządowy	Γενικό Λογιστήριο Τοῦ Κρατοῦς
	Hiszpania		Ministerio de Economía
	Luksemburg		Ministère des Finances
	Słowenia		Ministrstvo za finance
Włochy	Ministero dell'Economia e delle Finanze		
Pozostałe państwa UE	Łotwa	agencyjny	Valsts Kase
	Słowacja		Štátna pokladnica
	Szwecja		Riksgäldskontoret
	Węgry		Magyar Állampapír
	Wielka Brytania		Debt Management Office
	Dania	bankowy	Dansk Nationalbanken
	Bułgaria	rządowy	Министерство на финансите
	Czechy		Ministerstvo financí
	Estonia		Rahandusministeerium
	Litwa		Finansų Ministeria
	Polska		Ministerstwo Finansów
	Rumunia		Ministerul Economiei și Finanțelor

### Aneks 3. Deficyt i dług publiczny oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE

	2006			2007		
	deficyt/nadwyżka %PKB	dług %PKB	stopa 10- letnia (%)	deficyt/nadwyżka %PKB	dług %PKB	stopa 10- letnia (%)
Włochy	-3,4	106,5	4,04	-1,9	104,0	4,54
Grecja	-2,6	95,3	4,04	-2,8	94,5	4,53
Belgia	0,3	88,2	3,82	-0,2	84,9	4,41
Niemcy	-1,6	67,6	3,77	0,0	65,0	4,21
Węgry	-9,2	65,6	6,81	-5,5	66,0	6,93
Cypr	-1,2	64,8	4,26	3,3	59,8	4,60
Portugalia	-3,9	64,7	3,96	-2,6	63,6	4,47
Malta	-2,6	64,2	4,33	-1,8	62,6	4,81
Francja	-2,4	63,6	3,81	-2,7	64,2	4,35
Austria	-1,5	61,8	3,80	-0,5	59,1	4,34
Holandia	0,5	47,9	3,81	0,4	45,4	4,34
<b>Polska</b>	<b>-3,7</b>	<b>47,7</b>	<b>5,14</b>	<b>-2,0</b>	<b>45,2</b>	<b>5,86</b>
Szwecja	2,3	45,9	3,65	3,5	40,6	4,31
Wielka Brytania	-2,6	43,1	4,54	-2,9	43,8	4,70
Hiszpania	1,8	39,7	3,82	2,2	36,2	4,35
Finlandia	4,1	39,2	3,82	5,3	35,4	4,34
Słowacja	-3,6	30,4	4,15	-2,2	29,4	4,61
Dania	4,8	30,4	3,78	4,4	26,0	4,33
Czechy	-2,7	29,4	3,68	-1,6	28,7	4,67
Słowenia	-1,2	27,2	3,90	-0,1	24,1	4,55
Irlandia	3,0	25,1	3,76	0,3	25,4	4,45
Bułgaria	3,0	22,7	4,18	3,4	18,2	5,08
Litwa	-0,5	18,2	4,28	-1,2	17,3	4,94
Rumunia	-2,2	12,4	7,42	-2,5	13,0	6,93
Łotwa	-0,2	10,7	4,90	0,0	9,7	5,10
Luksemburg	1,3	6,6	3,95	2,9	6,8	4,68
Estonia	3,4	4,2	4,70	2,8	3,4	6,81
<b>UE 27</b>	<b>-1,4</b>	<b>61,2</b>	<b>-</b>	<b>-0,9</b>	<b>58,7</b>	<b>-</b>
<b>Strefa euro</b>	<b>-1,3</b>	<b>68,4</b>	<b>-</b>	<b>-0,6</b>	<b>66,3</b>	<b>-</b>

<sup>1)</sup> Stopa 10-letnia - zharmonizowane długoterminowe stopy procentowe dla celów konwergencji, tj. stopy z rynku wtórnego (z wyjątkiem Cypru w latach 2006-07 i Litwy w 2006 r. - 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 obligacji rządowych o zapadalności zbliżonej do 10 lat; średnia w grudniu; Statistics Pocket Book, ECB.

<sup>2)</sup> Dane dot. wyniku deficytu i długu dla Polski – dane MF, pozostałe dane na podstawie Eurostat Euro-indicators news release 54/2008 z 18 kwietnia 2008 r.



#### Aneks 4. Ocena kredytowa (*rating*) długu rządowego państw UE

Tabela 2. Rating długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE

stan na 15 sierpnia 2008 r.

	<b>Moody's</b>	<b>Standard&amp;Poor's</b>	<b>Fitch</b>
Austria	Aaa	AAA	AAA
Belgia	Aa1	AA+	AA+
Bulgaria	Baa3	BBB+	BBB
Cypr	Aa3	A+	AA-
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	A2	A-	A
Łotwa	A2	BBB+	BBB+
Luksemburg	Aaa	AAA	AAA
Malta	A1	A	A+
Niemcy	Aaa	AAA	AAA
<b>Polska</b>	<b>A2</b>	<b>A-</b>	<b>A-</b>
Portugalia	Aa2	AA-	AA
Rumunia	Baa3	BBB-	BBB
Słowacja	A1	A	A+
Słowenia	Aa2	AA	AA
Szwecja	Aaa	AAA	AAA
Węgry	A2	BBB+	BBB+
Wielka Brytania	Aaa	AAA	AAA
Włochy	Aa2	A+	AA-

Źródło: International Financing Review, 1 września 2008 r.

### Aneks 5. Średnia zapadalność i *duration* długu państw UE w 2007 r.

	ATM			Duration		
	Razem	Krajowy	Zagraniczny	Razem	Krajowy	Zagraniczny
Austria	9,10	9,40	2,90	6,05	6,50	2,80
Belgia	6,61	6,63	0,98	4,66	*	0,13
Bułgaria**	*	7,35	*	*	*	*
Cypr	*	*	*	*	*	*
Czechy	6,40	*	*	3,80	*	*
Dania	5,78	5,35	2,98	3,15	4,03	-2,08
Estonia	*	*	*	*	*	*
Finlandia	3,80	3,80	0,00	2,50	2,60	0,00
Francja	7,10	7,10	*	*	*	*
Grecja	8,10	*	*	*	5,30	*
Hiszpania	6,80	6,80	*	*	4,90	*
Holandia	7,00	7,00	*	*	*	*
Irlandia	6,67	*	*	5,56	*	*
Litwa	*	*	*	*	*	*
Luksemburg	8,60	*	*	*	*	*
Łotwa***	*	*	*	3,38	*	*
Malta	*	*	*	*	*	*
Niemcy	6,50	6,60	2,40	4,40	*	2,20
<b>Polska ****</b>	<b>5,30</b>	<b>4,33</b>	<b>8,28</b>	<b>3,63</b>	<b>2,85</b>	<b>5,92</b>
Portugalia	6,03	*	*	2,71	*	*
Rumunia	*	*	*	*	*	*
Słowacja	5,10	3,90	8,60	4,05	3,33	6,71
Słowenia	*	*	*	*	*	*
Szwecja	4,70	5,50	0,13	*	*	*
Węgry	4,60	4,01	6,07	*	2,82	*
Wielka Brytania	*	14,52	0,50	*	9,00	0,50
Włochy	6,85	6,63	10,18	*	4,45	*

\*) Brak danych.

Źródło: OECD's Statistical Data Warehouse, [www.oecd.int](http://www.oecd.int).

\*\* ) Ministerstwo Finansów Republiki Bułgarskiej, [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg).

\*\*\* ) Skarb Republiki Łotwy, [www.kase.gov.lv](http://www.kase.gov.lv).

\*\*\*\* ) Ministerstwo Finansów, [www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl).

## Aneks 6. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE

Tabela 3. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
1. Konstytucja RP ➤ 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);	1. Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską ➤ 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);
2. Ustawa o finansach publicznych ➤ regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia; ➤ definicja sektora finansów publicznych.	2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską ➤ definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%;
	3. Rozporządzenie dot. stosowania Protokołu w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską ➤ definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych;
	4. Rozporządzenie statystyczne <i>European System of Accounts</i> (ESA 95) ➤ definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych; ➤ definicja sektora general government.

Tabela 4. Limity określone w obowiązującej oraz projekcie ustawy o finansach publicznych dotyczące zaciągania długu publicznego

Obowiązująca ustawa o finansach publicznych	Projekt nowej ustawy o finansach publicznych
<b>I. Procedury dotyczące limitów na relację państwowego długu publicznego do PKB</b>	
1) jeśli relacja w roku x jest większa od 47%, a nie większa od 52% PKB:	a) poziom deficytu budżetu państwa w uchwalonym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 nie może być wyższy niż w roku x+1;
2) jeśli relacja w roku x jest większa od 50%, a nie większa od 55% PKB:	-
a) relacja deficytu budżetu państwa do jego dochodów w uchwalonym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej 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>3) jeśli relacja w roku x jest większa od 52%, a nie większa od 55% PKB:</p>	<p>a) poziom deficytu budżetu państwa w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 musi zapewniać spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x;</p> <p>b) nie przewiduje się wydatków na nowe inwestycje, których jednostkowa wartość przekracza 500 mln zł a okres realizacji przekracza 2 lata;</p>
<p>4) jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60% PKB:</p> <p>a) poziom deficytu budżetu państwa w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 musi zapewniać spadek relacja długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x;</p> <p>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;</p> <p><math>R = (0,6 - PDP/PKB) : 0,05</math></p> <p>gdzie: PKB - produkt krajowy brutto, PDP - państwowy dług publiczny oznaczają wielkości ogłoszone za poprzedni rok budżetowy (rok x);</p>	<p>a) obowiązują procedury przewidziane dla relacji większej od 52%, a nie większej od 55% PKB;</p> <p>b) w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej,</li> <li>➤ nie przewiduje się wydatków na nowe inwestycje,</li> <li>➤ waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w roku budżetowym x+1,</li> <li>➤ wprowadzony jest zakaz udzielania nowych pożyczek i kredytów z budżetu państwa,</li> <li>➤ wzrost wydatków Kancelarii Sejmu, Kancelarii Senatu, Kancelarii Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Trybunału Konstytucyjnego, Najwyższej Izby Kontroli, Sądu Najwyższego, Naczelnego Sądu Administracyjnego nie może być wyższy niż w administracji rządowej;</li> </ul> <p>c) ogłoszona relacja niewymagalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez Skarb Państwa do PKB za rok budżetowy x stanowi górne ograniczenie dla relacji na rok budżetowy x+2;</p> <p>d) Rada Ministrów przeprowadza przegląd:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ wydatków budżetu państwa finansowanych środkami pochodzącymi z kredytów zagranicznych,</li> <li>➤ programów wieloletnich;</li> </ul> <p>e) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB;</p>

<p>5) jeśli relacja w roku x jest równa lub większa od 60% PKB:</p> <p>a) obowiązują procedury przewidziane dla relacji większej od 55%, a nie większej od 60% PKB;</p> <p>b) uchwalane na rok x+2 budżety JST muszą być przynajmniej zrównoważone;</p> <p>c) wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych;</p> <p>d) Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu ograniczenie relacji państwowego długu publicznego do PKB do poziomu poniżej 60%;</p>	
<p><b>II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST</b></p>	
<p>a) JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów,</li> <li>➤ pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST,</li> <li>➤ finansowanie planowanego deficytu budżetu JST;</li> </ul>	
<p>b) Zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe na pokrycie deficytu przejściowego budżetu JST podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane;</p>	
<p>c) JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ dyskonto od emitowanych przez JST papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej,</li> <li>➤ kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna;</li> </ul>	
<p>d) Relacja łącznych kwot z tytułu:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek,</li> <li>➤ wykupów papierów wartościowych emitowanych przez JST wraz z należnymi odsetkami i dyskontem od papierów wartościowych,</li> <li>➤ potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń oraz gwarancji,</li> </ul> <p>do planowanych dochodów budżetu JST nie może przekroczyć:</p>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ w danym roku budżetowym 15%, a gdy relacja państwowego długu publicznego do PKB przekroczy 55% to 12%;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ w danym roku budżetowym oraz w jakimkolwiek roku następującym po roku budżetowym średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich trzech lat relacji jej dochodów bieżących powiększonych o wpływy uzyskane ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące, do dochodów ogółem budżetu JST;</li> </ul>
<p>e) Relacje łącznej kwoty długu JST na koniec roku budżetowego do wykonanych dochodów ogółem oraz na koniec kwartału danego roku budżetowego do planowanych dochodów nie mogą przekroczyć 60%;</p>	<p>e) Planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych i wolne środki;</p>
<p>f) Ograniczeń dotyczących kwoty długu JST nie stosuje się do emitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek zaciąganych w związku ze środkami określonymi w umowie zawartej z podmiotem dysponującym funduszami strukturalnymi lub Funduszem Spójności UE;</p>	<p>f) Wykonane wydatki bieżące mogą być wyższe niż wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych i wolne środki jedynie o kwotę związaną z realizacją zadań bieżących ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA w przypadku, gdy środki te nie zostały przekazane w danym roku budżetowym;</p>

Tabela 5. Podstawowe różnice dotyczące długu publicznego – definicja polska (obowiązująca i zapisana w projekcie nowej ustawy) a unijna

OBOWIAZUJĄCE POLSKIE REGULACJE	NOWE POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
<b>państwowy dług publiczny</b>		<b>dług sektora <i>general government</i></b>
<b>1) zakres sektora finansów publicznych</b>		
➤ ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych;		➤ zakres sektora <i>general government</i> został zdefiniowany w ESA95 <sup>2)</sup> ; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>		
a) agencje wykonawcze -	➤ nowo utworzone jednostki, są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ są zaliczane do sektora <i>general government</i> ;
b) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego ➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;		➤ Krajowy Fundusz Drogowy jest zaliczany do sektora <i>general government</i> ;
c) jednostki badawczo-rozwojowe oraz instytuty naukowe ➤ są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych, za wyjątkiem instytutów naukowych PAN;	➤ nie są zaliczane do sektora <i>general government</i> ;
d) otwarte fundusze emerytalne ➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;		➤ do marca 2007 r. obowiązywał okres przejściowy, w którym Polska mogła zaliczać OFE do sektora <i>general government</i> <sup>3)</sup> ;
e) samorządowe fundusze celowe, samorządowe instytucje filmowe, państwowe i samorządowe zakłady budżetowe, gospodarstwa pomocnicze ➤ są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ ulegają rozwiązaniu z wyjątkiem części samorządowych zakładów budżetowych;	➤ są zaliczane do sektora <i>general government</i> ;
<b>2) tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego</b>		
➤ papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi); ➤ kredyty i pożyczki (w tym papiery wartościowe, których zbywalność jest ograniczona); ➤ przyjęte depozyty; ➤ zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone);		➤ papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych; ➤ pożyczki; ➤ gotówka i depozyty;
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>		
➤ zobowiązania wymagalne;		- <sup>4)</sup>
<b>3) dług potencjalny</b>		
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>		
➤ nie jest uwzględniany. Od 1.01.2006 r. zgodnie z ustawą z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych podstawową kategorią, do której odnoszą się limity zadłużenia jest dług publiczny bez przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji. Nowa ustawa nie wprowadza zmian w zakresie długu potencjalnego;		➤ ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami;

OBOWIĄZUJĄCE POLSKIE REGULACJE	NOWE POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
<b>państwowy dług publiczny</b>		<b>dług sektora <i>general government</i></b>
		➤ po spełnieniu określonych kryteriów (zgodnie z zasadami ESA'95) dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejęcia 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 lub nadwyżce) sektora *general government*.

## Aneks 7. Dług publiczny w Polsce – aneks statystyczny

Tabela 6. Dług publiczny w okresie 2001-VI 2008

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	VI 2008
<b>1. Dług Skarbu Państwa</b>								
a) w mld zł	283,9	327,9	378,9	402,9	440,2	478,5	501,5	507,3
krajowy *	185,0	219,3	251,2	291,7	315,5	352,3	380,4	388,2
zagraniczny *	98,9	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	121,1	119,1
b) w relacji do PKB	36,4%	40,6%	44,9%	43,6%	44,8%	45,1%	42,9%	-
<b>2. Państwowy dług publiczny</b>								
a) w mld zł	302,1	352,4	408,3	431,4	466,6	506,3	527,4	529,0
b) w relacji do PKB	38,8%	43,6%	48,4%	46,7%	47,5%	47,8%	45,2%	-
<b>3. Dług sektora general government (wg metodologii UE)</b>								
a) w mld zł	293,0	342,1	397,9	422,3	462,7	505,1	527,6	530,2
b) w relacji do PKB	37,6%	42,3%	47,2%	45,7%	47,1%	47,6%	45,2%	-

\*) wg kryterium miejsca emisji

Tabela 7. PKB i kursy walutowe w okresie 2001-VI 2008

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	VI 2008
<b>1. Produkt krajowy brutto</b>								
w mld zł	779,6	808,6	843,2	924,5	983,3	1 060,2	1 167,8	-
<b>2. Kursy walutowe</b>								
a) EUR	3,5219	4,0202	4,7170	4,0790	3,8598	3,8312	3,5820	3,3542
b) USD	3,9863	3,8388	3,7405	2,9904	3,2613	2,9105	2,4350	2,1194

Tabela 8. Liczba zadłużonych JST z uwzględnieniem relacji długu do dochodów w okresie 2006-07

	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 2006	Gminy	2 413	2 316	688	1 256	339	23	10
	Miasta na prawach powiatu	65	65	6	36	21	2	0
	Powiaty	314	306	95	156	49	4	2
	Województwa	16	16	2	9	5	0	0
	<b>Ogółem</b>	<b>2 808</b>	<b>2 703</b>	<b>791</b>	<b>1 457</b>	<b>414</b>	<b>29</b>	<b>12</b>
XII 2007	Gminy	2 413	2 285	749	1 206	299	26	5
	Miasta na prawach powiatu	65	65	6	37	20	2	0
	Powiaty	314	304	99	153	47	5	0
	Województwa	16	16	2	10	3	1	0
	<b>Ogółem</b>	<b>2 808</b>	<b>2 670</b>	<b>856</b>	<b>1 406</b>	<b>369</b>	<b>34</b>	<b>5</b>



Tabela 9. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją \*

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2006		2007				2008			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2006 - XII 2007		XII	Struktura	Zmiana XII 2007 - VI 2008		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
<b>PRZED KONSOLIDACJĄ</b>		<b>518 244,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>19 187,5</b>	<b>3,7%</b>	<b>537 432,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>2 554,7</b>	<b>0,5%</b>	<b>539 986,9</b>	<b>100,0%</b>
1.	Zadłużenie sektora rządowego	482 251,4	93,1%	21 348,2	4,4%	503 599,6	93,7%	6 079,2	1,2%	509 678,8	94,4%
1.1.	Dług Skarbu Państwa	478 526,4	92,3%	23 004,6	4,8%	501 531,0	93,3%	5 757,6	1,1%	507 288,6	93,9%
1.2.	Narodowy Fundusz Zdrowia	80,2	0,0%	-80,2	-100,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
1.3.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,7	100,0%	0,7	0,0%	-0,7	-100,0%	0,0	0,0%
1.4.	Państwowe szkoły wyższe	319,1	0,1%	-39,7	-12,4%	279,4	0,1%	-33,0	-11,8%	246,4	0,0%
1.5.	Jednostki badawczo-rozwojowe	295,5	0,1%	18,9	6,4%	314,4	0,1%	19,8	6,3%	334,1	0,1%
1.6.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1 151,0	0,2%	-102,4	-8,9%	1 048,6	0,2%	48,1	4,6%	1 096,7	0,2%
1.7.	Państwowe instytucje kultury	38,8	0,0%	21,6	55,6%	60,4	0,0%	-12,9	-21,3%	47,5	0,0%
1.8.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	17,5	0,0%	-8,6	-49,2%	8,9	0,0%	10,8	121,6%	19,7	0,0%
1.9.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	1 823,0	0,4%	-1 466,6	-80,5%	356,4	0,1%	289,5	81,2%	645,8	0,1%
2.	Zadłużenie sektora samorządowego	30 933,1	6,0%	154,6	0,5%	31 087,8	5,8%	-2 157,3	-6,9%	28 930,4	5,4%
2.1.	Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego i ich związków	25 051,8	4,8%	936,7	3,7%	25 988,6	4,8%	-2 223,6	-8,6%	23 765,0	4,4%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	161,4	0,0%	-14,2	-8,8%	147,2	0,0%	-26,8	-18,2%	120,4	0,0%
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	5 635,2	1,1%	-763,4	-13,5%	4 871,8	0,9%	102,9	2,1%	4 974,8	0,9%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	74,4	0,0%	-11,0	-14,9%	63,3	0,0%	-13,1	-20,7%	50,2	0,0%
2.5.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	10,3	0,0%	6,6	64,0%	16,8	0,0%	3,3	19,6%	20,1	0,0%
3.	Zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych	5 060,3	1,0%	-2 315,4	-45,8%	2 744,9	0,5%	-1 367,2	-49,8%	1 377,6	0,3%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	-45,5%	0,0	0,0%	0,0	33,3%	0,0	0,0%
3.2.	Dług funduszy zarządzanych przez ZUS	5 060,3	1,0%	-2 315,4	-45,8%	2 744,9	0,5%	-1 367,2	-49,8%	1 377,6	0,3%
3.3.	Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%

\*) dane wstępne według stanu na 18 września 2008 r.

Tabela 10. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji \*

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2006		2007				2008			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2006 - XII 2007		XII	Struktura	Zmiana XII 2007 - VI 2008		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
<b>PO KONSOLIDACJI</b>		<b>506 263,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>21 178,3</b>	<b>4,2%</b>	<b>527 441,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>1 602,7</b>	<b>0,3%</b>	<b>529 044,5</b>	<b>100,0%</b>
1.	Zadłużenie sektora rządowego	477 920,3	94,4%	22 293,5	4,7%	500 213,8	94,8%	4 449,8	0,9%	504 663,6	95,4%
1.1.	Skarb Państwa	476 552,4	94,1%	22 410,2	4,7%	498 962,5	94,6%	4 412,3	0,9%	503 374,8	95,1%
1.2.	Narodowy Fundusz Zdrowia	0,0	0,0%	0,0	-100,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
1.3.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,4	100,0%	0,4	0,0%	-0,4	-100,0%	0,0	0,0%
1.4.	Państwowe szkoły wyższe	247,6	0,0%	-0,7	-0,3%	246,9	0,0%	-22,8	-9,2%	224,1	0,0%
1.5.	Jednostki badawczo-rozwojowe	186,4	0,0%	17,2	9,2%	203,7	0,0%	20,7	10,1%	224,3	0,0%
1.6.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	705,4	0,1%	28,7	4,1%	734,1	0,1%	45,2	6,2%	779,2	0,1%
1.7.	Państwowe instytucje kultury	38,2	0,0%	14,8	38,8%	52,9	0,0%	-13,0	-24,5%	40,0	0,0%
1.8.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	9,0	0,0%	-4,2	-46,7%	4,8	0,0%	6,7	139,9%	11,5	0,0%
1.9.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	181,3	0,0%	-172,8	-95,3%	8,5	0,0%	1,1	12,7%	9,5	0,0%
2.	Zadłużenie sektora samorządowego	23 283,0	4,6%	1 200,1	5,2%	24 483,1	4,6%	-1 479,8	-6,0%	23 003,3	4,3%
2.1.	Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	19 990,8	3,9%	1 212,5	6,1%	21 203,3	4,0%	-1 562,2	-7,4%	19 641,1	3,7%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	14,4	100%	14,4	0,0%	-14,4	-100,0%	0,0	0,0%
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	3 226,9	0,6%	-24,0	-0,7%	3 202,8	0,6%	105,8	3,3%	3 308,6	0,6%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	56,5	0,0%	-8,3	-14,7%	48,2	0,0%	-13,1	-27,1%	35,1	0,0%
2.5.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	8,8	0,0%	5,6	63,2%	14,4	0,0%	4,1	28,2%	18,4	0,0%
3.	Zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych	5 060,3	1,0%	-2 315,4	-45,8%	2 744,9	0,5%	-1 367,2	-49,8%	1 377,6	0,3%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	-45,5%	0,0	0,0%	0,0	33,3%	0,0	0,0%
3.2.	Dług funduszy zarządzanych przez ZUS	5 060,3	1,0%	-2 315,4	-45,8%	2 744,9	0,5%	-1 367,2	-49,8%	1 377,6	0,3%
3.3.	Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%

\*) dane wstępne według stanu na 18 września 2008 r.

## ZADŁUŻENIE SKARBU PAŃSTWA wg kryterium miejsca emisji w układzie wg instrumentów (wg nominału, w mln zł)

	XII 2006	XII 2007	VI 2008	struktura VI 2008 w %	zmiana XII 2006 - XII 2007		zmiana VI 2008 - XII 2007	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
<b>Zadłużenie Skarbu Państwa</b>	<b>478.526,4</b>	<b>501.531,0</b>	<b>507.288,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>23.004,6</b>	<b>4,8%</b>	<b>5.757,6</b>	<b>1,1%</b>
<b>I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa</b>	<b>352.328,0</b>	<b>380.409,2</b>	<b>388.220,6</b>	<b>76,5%</b>	<b>28.081,2</b>	<b>8,0%</b>	<b>7.811,4</b>	<b>2,1%</b>
<b>1. Dług z tytułu SPW 1)</b>	<b>350.533,7</b>	<b>380.169,0</b>	<b>388.001,2</b>	<b>76,5%</b>	<b>29.635,3</b>	<b>8,5%</b>	<b>7.832,2</b>	<b>2,1%</b>
<b>1.1. Rynkowe SPW</b>	<b>342.845,7</b>	<b>373.454,6</b>	<b>380.955,7</b>	<b>75,1%</b>	<b>30.608,9</b>	<b>8,9%</b>	<b>7.501,1</b>	<b>2,0%</b>
bony skarbowe	25.800,0	22.586,2	30.202,8	6,0%	-3.213,8	-12,5%	7.616,6	33,7%
obligacje rynkowe	317.045,7	350.868,4	350.752,9	69,1%	33.822,7	10,7%	-115,5	0,0%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu stałym	271.773,0	289.325,8	285.520,6	56,3%	17.552,8	6,5%	-3.805,2	-1,3%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	52.461,4	38.289,3	34.366,7	6,8%	-14.172,1	-27,0%	-3.922,6	-10,2%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	88.146,0	105.338,3	95.927,0	18,9%	17.192,3	19,5%	-9.411,3	-8,9%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	2.736,0	1.404,9	1.220,2	0,2%	-1.331,1	-48,7%	-184,7	-13,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	112.412,1	122.351,0	128.363,2	25,3%	9.938,9	8,8%	6.012,2	4,9%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	13.449,2	18.374,0	21.688,0	4,3%	4.924,9	36,6%	3.313,9	18,0%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	0,0	1.000,0	1.387,2	0,3%	1.000,0	-	387,2	38,7%
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	38.796,2	53.347,2	54.349,4	10,7%	14.551,0	37,5%	1.002,1	1,9%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	2.825,9	2.349,2	1.152,3	0,2%	-476,7	-16,9%	-1.196,9	-50,9%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	4.558,6	0,0	0,0	-	-4.558,6	-100,0%	0,0	-
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	19.670,4	19.670,4	19.670,4	3,9%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	0,0	18.453,8	20.426,5	4,0%	18.453,8	-	1.972,8	10,7%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	10.991,3	12.123,9	12.350,2	2,4%	1.132,6	10,3%	226,3	1,9%
obligacje typu private placement	750,0	750,0	750,0	0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje rynkowe indeksowane	6.476,5	8.195,3	10.883,0	2,1%	1.718,9	26,5%	2.687,6	32,8%
obligacje 12-letnie indeksowane 3)	6.476,5	8.195,3	10.883,0	2,1%	1.718,9	26,5%	2.687,6	32,8%
<b>1.2. Obligacje oszczędnościowe</b>	<b>7.205,1</b>	<b>6.318,5</b>	<b>6.693,9</b>	<b>1,3%</b>	<b>-886,5</b>	<b>-12,3%</b>	<b>375,4</b>	<b>5,9%</b>
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	6.432,4	5.234,0	5.113,1	1,0%	-1.198,4	-18,6%	-120,9	-2,3%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	568,1	552,3	788,2	0,2%	-15,8	-2,8%	235,9	42,7%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	204,6	532,2	792,7	0,2%	327,6	160,1%	260,4	48,9%
<b>1.3. Nierynkowe SPW</b>	<b>482,9</b>	<b>395,9</b>	<b>351,5</b>	<b>0,1%</b>	<b>-87,0</b>	<b>-18,0%</b>	<b>-44,3</b>	<b>-11,2%</b>
obligacje restrukturyzacyjne	0,0	0,0	0,0	0,0%	-	-	-	-
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	482,9	395,9	351,5	0,1%	-87,0	-18,0%	-44,3	-11,2%
<b>2. Pozostałe zadłużenie krajowe SP</b>	<b>1.794,3</b>	<b>240,2</b>	<b>219,4</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1.554,1</b>	<b>-86,6%</b>	<b>-20,8</b>	<b>-8,7%</b>
przedpłaty na samochody 4)	3,1	3,1	3,2	0,0%	0,0	-0,1%	0,0	0,5%
zobowiązania wymagalne 4) 5)	36,7	129,5	133,0	0,0%	92,8	252,6%	3,5	2,7%
zobowiązania z tytułu rekompensat 6)	154,4	107,6	83,3	0,0%	-46,8	-30,3%	-24,3	-22,6%
zadłużenie Funduszu Pracy 6)	1.600,0	0,0	0,0	0,0%	-1.600,0	-100,0%	0,0	-
<b>II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa</b>	<b>126.198,4</b>	<b>121.121,8</b>	<b>119.068,0</b>	<b>23,5%</b>	<b>-5.076,6</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-2.053,8</b>	<b>-1,7%</b>
<b>1. Dług z tytułu SPW</b>	<b>90.639,0</b>	<b>92.253,9</b>	<b>93.635,8</b>	<b>18,5%</b>	<b>1.614,9</b>	<b>1,8%</b>	<b>1.381,9</b>	<b>1,5%</b>
obligacje typu Brady	1.761,1	1.319,0	882,0	0,2%	-442,1	-25,1%	-437,0	-33,1%
obligacje zagraniczne	88.877,9	90.934,9	92.753,7	18,3%	2.057,0	2,3%	1.818,8	2,0%
<b>2. Dług z tytułu kredytów</b>	<b>35.559,4</b>	<b>28.867,9</b>	<b>25.432,2</b>	<b>5,0%</b>	<b>-6.691,5</b>	<b>-18,8%</b>	<b>-3.435,7</b>	<b>-11,9%</b>
Klub Paryski	17.941,3	10.526,1	6.830,6	1,3%	-7.415,1	-41,3%	-3.695,5	-35,1%
Międzynarodowe Instytucje Finansowe	17.377,8	18.153,4	18.438,5	3,6%	775,6	4,5%	285,1	1,6%
w tym: Europejski Bank Inwestycyjny	11.365,3	13.042,5	13.826,3	2,7%	1.677,2	14,8%	783,8	6,0%
pozostałe	240,4	188,4	163,1	0,0%	-52,0	-21,6%	-25,3	-13,4%

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

3) zadłużenie prezentowane jest według zindeksowanej wartości nominalnej;

4) dane aktualizowane kwartalnie;

5) pozycja obejmuje zobowiązania wymagalne jednostek budżetowych, zakładów budżetowych, gospodarstw pomocniczych i państwowych funduszy celowych nie posiadających osobowości prawnej;

6) zobowiązania z tytułu niepodwyższania płac w sferze budżetowej;

ZADŁUŻENIE KRAJOWE SKARBU PAŃSTWA wg kryterium miejsca emisji w układzie podmiotowym (wg nominalu, w mln zł) 1)

	XII 2006	XII 2007	VI 2008	struktura VI 2008	zmiana XII 2006 - XII 2007		zmiana VI 2008 - XII 2007	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
<b>Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa</b>	<b>352.328,0</b>	<b>380.409,2</b>	<b>388.220,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>28.081,2</b>	<b>8,0%</b>	<b>7.811,4</b>	<b>2,1%</b>
<b>KRAJOWY SEKTOR BANKOWY</b>	<b>80.629,5</b>	<b>87.862,1</b>	<b>102.902,7</b>	<b>26,5%</b>	<b>7.232,6</b>	<b>9,0%</b>	<b>15.040,6</b>	<b>17,1%</b>
<b>Dług z tytułu SPW</b>	<b>79.029,5</b>	<b>87.862,1</b>	<b>102.902,7</b>	<b>26,5%</b>	<b>8.832,6</b>	<b>11,2%</b>	<b>15.040,6</b>	<b>17,1%</b>
Rynkowe SPW	78.546,6	87.466,2	102.551,1	26,4%	8.919,7	11,4%	15.084,9	17,2%
bony skarbowe	10.804,9	11.468,2	16.022,1	4,1%	663,3	6,1%	4.553,9	39,7%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	12.586,4	9.088,3	9.975,8	2,6%	-3.498,1	-27,8%	887,5	9,8%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	523,6	512,0	8,2	0,0%	-11,7	-2,2%	-503,7	-98,4%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	2.951,1	0,0	0,0	-	-2.951,1	-100,0%	0,0	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	22.063,8	23.498,9	27.270,7	7,0%	1.435,0	6,5%	3.771,8	16,1%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	105,2	4,1	0,1	0,0%	-101,1	-96,1%	-4,0	-98,5%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	8.445,0	9.911,4	10.617,6	2,7%	1.466,3	17,4%	706,2	7,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	0,0	4.977,8	7.377,6	1,9%	4.977,8	-	2.399,8	48,2%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	2.909,2	3.219,2	3.271,6	0,8%	309,9	10,7%	52,4	1,6%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	17.615,9	22.255,0	25.672,3	6,6%	4.639,1	26,3%	3.417,2	15,4%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	150,2	189,0	199,0	0,1%	38,8	25,8%	10,0	5,3%
obligacje typu private placement	15,0	15,0	15,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 12-letnie indeksowane	2,1	633,7	401,6	0,1%	631,7	30553,6%	-232,1	-36,6%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	374,0	1.633,7	1.625,1	0,4%	1.259,7	336,8%	-8,6	-0,5%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	0,0	60,0	94,6	0,0%	60,0	-	34,6	57,6%
Nierynkowe SPW	482,9	395,9	351,5	0,1%	-87,0	-18,0%	-44,3	-11,2%
obligacje restrukturyzacyjne	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	482,9	395,9	351,5	0,1%	-87,0	-18,0%	-44,3	-11,2%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	1.600,0	0,0	0,0	0,0%	-1.600,0	-100,0%	0,0	-
zobowiązania wymagalne	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-100,0%	0,0	-
zadłużenie Funduszu Pracy	1.600,0	0,0	0,0	0,0%	-1.600,0	-100,0%	0,0	-
<b>KRAJOWY SEKTOR POZABANKOWY</b>	<b>197.321,0</b>	<b>218.063,5</b>	<b>220.623,3</b>	<b>56,8%</b>	<b>20.742,5</b>	<b>10,5%</b>	<b>2.559,9</b>	<b>1,2%</b>
<b>Dług z tytułu SPW, w tym:</b>	<b>197.126,7</b>	<b>217.823,2</b>	<b>220.403,9</b>	<b>56,8%</b>	<b>20.696,5</b>	<b>10,5%</b>	<b>2.580,6</b>	<b>1,2%</b>
- SPW na rachunku MF *	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
Rynkowe SPW	189.928,8	211.510,2	213.714,6	55,0%	21.581,4	11,4%	2.204,4	1,0%
bony skarbowe	14.988,7	11.101,8	12.822,0	3,3%	-3.886,9	-25,9%	1.720,3	15,5%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	35.740,3	27.337,5	21.932,2	5,6%	-8.402,8	-23,5%	-5.405,4	-19,8%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	2.298,7	1.832,1	1.142,6	0,3%	-466,6	-20,3%	-689,5	-37,6%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	1.605,4	0,0	0,0	-	-1.605,4	-1,0	0,0	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	44.313,5	59.448,1	53.005,5	13,7%	15.134,6	34,2%	-6.442,6	-10,8%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	2.625,6	1.396,2	1.215,7	0,3%	-1.229,4	-46,8%	-180,5	-12,9%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	11.223,1	8.921,3	8.316,0	2,1%	-2.301,8	-20,5%	-605,3	-6,8%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	0,0	13.436,8	13.034,4	3,4%	13.436,8	-	-402,3	-3,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	7.871,2	8.693,8	8.867,6	2,3%	822,5	10,4%	173,8	2,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	57.805,5	63.366,8	70.759,8	18,2%	5.551,3	9,6%	7.393,0	11,7%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	2.418,0	2.379,3	2.369,3	0,6%	-38,8	-1,6%	-10,0	-0,4%
obligacje typu private placement	735,0	735,0	735,0	0,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 12-letnie indeksowane	1.274,2	3.825,8	5.737,2	1,5%	2.551,6	200,3%	1.911,4	50,0%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	7.029,5	8.475,9	12.814,2	3,3%	1.446,3	20,6%	4.338,3	51,2%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	0,0	560,0	963,2	0,2%	560,0	-	403,2	72,0%
Obbligacje oszczędnościowe	7.197,9	6.313,0	6.689,3	1,7%	-884,9	-12,3%	376,3	6,0%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	6.426,2	5.229,5	5.108,8	1,3%	-1.196,7	-18,6%	-120,7	-2,3%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	567,3	551,6	788,1	0,2%	-15,7	-2,8%	236,5	42,9%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	204,5	532,0	792,4	0,2%	327,5	160,2%	260,4	49,0%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	194,3	240,2	219,4	0,1%	45,9	23,6%	-20,8	-8,7%
przedpłaty na samochody	3,1	3,1	3,2	0,0%	0,0	-0,1%	0,0	0,5%
zobowiązania wymagalne	36,7	129,5	133,0	0,0%	92,8	252,6%	3,5	2,7%
zobowiązania z tytułu rekompensat	154,4	107,6	83,3	0,0%	-46,8	-30,3%	-24,3	-22,6%
<b>SPW U INWESTORÓW ZAGRANICZNYCH</b>	<b>74.377,5</b>	<b>74.483,7</b>	<b>64.694,6</b>	<b>16,7%</b>	<b>106,1</b>	<b>0,1%</b>	<b>-9.789,0</b>	<b>-13,1%</b>
<b>Dług z tytułu SPW</b>	<b>74.377,5</b>	<b>74.483,7</b>	<b>64.694,6</b>	<b>16,7%</b>	<b>106,1</b>	<b>0,1%</b>	<b>-9.789,0</b>	<b>-13,1%</b>
Rynkowe SPW	74.370,3	74.478,1	64.690,0	16,7%	107,8	0,1%	-9.788,1	-13,1%
bony skarbowe	6,5	16,3	1.358,7	0,3%	9,8	151,7%	1.342,4	8230,7%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	4.134,7	1.863,4	2.458,7	0,6%	-2.271,2	-54,9%	595,3	31,9%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	3,6	5,2	1,5	0,0%	1,6	43,5%	-3,7	-71,6%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	2,2	0,0	0,0	-	-2,2	-1,0	0,0	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	21.768,7	22.391,3	15.650,8	4,0%	622,7	2,9%	-6.740,5	-30,1%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	5,2	4,6	4,5	0,0%	-0,6	-11,6%	-0,1	-3,0%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	2,2	837,7	736,8	0,2%	835,5	38256,0%	-100,9	-12,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	0,0	39,2	14,5	0,0%	39,2	-	-24,6	-62,9%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	210,9	211,0	211,0	0,1%	0,1	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	36.990,6	36.729,1	31.931,1	8,2%	-261,5	-0,7%	-4.798,0	-13,1%
obligacje typu private placement	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
obligacje 12-letnie indeksowane	5.200,2	3.735,9	4.744,2	1,2%	-1.464,4	-28,2%	1.008,3	27,0%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	6.045,7	8.264,5	7.248,7	1,9%	2.218,8	36,7%	-1.015,7	-12,3%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	0,0	380,0	329,5	0,1%	380,0	-	-50,6	-13,3%
Obbligacje oszczędnościowe	7,2	5,5	4,6	0,0%	-1,7	-23,1%	-0,9	-15,7%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	6,2	4,5	4,3	0,0%	-1,7	-27,3%	-0,2	-5,0%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	0,8	0,7	0,1	0,0%	-0,1	-8,1%	-0,6	-88,1%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	0,1	0,3	0,3	0,0%	0,1	86,5%	0,0	0,0%

\* wartość nominalna SPW znajdujących się na koniec miesiąca na rachunku MF w związku z zabezpieczeniem środków lokowanych przez MF w bankach komercyjnych.

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