

**STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM**  
**sektora finansów publicznych**  
**w latach 2011-14**

**Ministerstwo Finansów**  
**Warszawa, wrzesień 2010 r.**



**STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM**  
**sektora finansów publicznych**  
**w latach 2011-14**

I. WPROWADZENIE	4
II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO	6
II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi	6
II.2. Struktura długu Skarbu Państwa	8
II.3. Ocena realizacji celu Strategii w 2009 r. i w pierwszej połowie 2010 r.	11
II.4. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych	16
II.5. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych	20
III. UWARUNKOWANIA STRATEGII	22
III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski	22
III.2. Uwarunkowania międzynarodowe	25
IV. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2011-14	27
V. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE CZTEROLETNIM	30
VI. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	32
VI.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych	32
VI.2. Założenia strategii udzielania poręczeń i gwarancji	33
VI.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	34
VII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII	36
VII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu	36
VII.2. Struktura długu Skarbu Państwa	38
VII.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii	40
Aneks 1. Słowniczek pojęć	41
Aneks 2. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE	45
Aneks 3. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE	48
Aneks 4. Deficyt i dług publiczny oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE	50
Aneks 5. Średnia zapadalność i duration długu wybranych państw UE w 2009 r.	51
Aneks 6. Ocena kredytowa długu rządowego państw UE	52
Aneks 7. Dług publiczny w Polsce – aneks statystyczny	54

## I. WPROWADZENIE

Zgodnie z art. 75 ustawy z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych Minister Finansów zobowiązany jest do opracowania co roku czteroletniej 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.

W stosunku do wymogów art. 70 ustawy z 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych horyzont strategii uległ wydłużeniu z trzech do czterech lat, stąd niniejsza Strategia obejmuje lata 2011-2014.

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 (aspekt ten jest omawiany w aktualizowanych co roku dokumentach poświęconych programowi gospodarczemu rządu, w szczególności w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej oraz Aktualizacji Programu Konwergencji);
- 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 2011-14 zawiera prognozy wielkości długu publicznego spójne z założeniami polityki fiskalnej przyjętymi w projekcie ustawy budżetowej na 2011 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

Wyszczególnienie	2009 (wykonanie)	2010	2011	2012	2013	2014
<b>1. Państwowy dług publiczny</b>						
a) w mld zł	669,9	750,8	811,4	873,9	922,5	964,8
b) w relacji do PKB	49,9%	53,2%	54,2%	54,3%	53,7%	52,7%
<b>2. Dług sektora <i>general government</i></b>						
a) w mld zł	684,1	783,0	854,6	930,5	989,5	1.054,2
b) w relacji do PKB	50,9%	55,4%	57,1%	57,8%	57,6%	57,6%
<b>3. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa</b>						
a) w mld zł	32,2	34,9	38,4	43,0	45,7	47,1
b) w relacji do PKB	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,7%	2,6%

Przy przyjętych założeniach relacja długu do PKB będzie rosła, przekraczając próg 50% w 2010 r. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych, przekroczenie progu 50% w 2010 r. oznaczać będzie konieczność przyjęcia w ustawie budżetowej na 2012 r. relacji deficytu budżetowego do dochodów nie wyższej niż założona w budżecie na 2011 r. Ograniczenie to będzie oddziaływać na budżety kolejnych lat.

W latach 2010-12 relacja długu do PKB będzie utrzymywać się blisko progu 55%. Oznacza to występowanie ryzyka przekroczenia tego progu i uruchomienia sankcji wynikających z ustawy o finansach publicznych. Z uwagi na znaczny udział długu w walutach obcych w długu SP duże znaczenie dla kształtowania się relacji będzie miał poziom kursu złotego na koniec poszczególnych lat. W latach 2013-2014 przewiduje się spadek tej relacji do poziomu 52,7%.

Spadkowi relacji państwowego długu publicznego do PKB towarzyszyć będzie wzrost relacji długu sektora *general government* do PKB do poziomu 57,8% w 2012 r., a następnie jej stabilizacja. Przy przyjętych założeniach w horyzoncie Strategii nie wystąpi zagrożenie przekroczenia przez tę relację progu 60% przewidzianego w Traktacie z Maastricht.

W horyzoncie Strategii przewiduje się utrzymywanie relacji kosztów obsługi długu SP do PKB na poziomie 2,6%-2,7%.

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 oraz trzy współzależne zadania zwiększania płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW).

Dla realizacji celu Strategii w latach 2011-2014 przyjęto, że:

- utrzymane zostanie elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty i instrumentów, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi i przy ograniczeniach wynikających z przyjętych poziomów ryzyka oraz możliwego wpływu na politykę pieniężną;
- głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy; udział długu w walutach obcych utrzymywany będzie w przedziale 20-30%; przy emisjach zagranicznych rolę rynku strategicznego będzie pełnił rynek euro;
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro;
- utrzymano dążenie do zwiększania 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, nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów obsługi.

Układ *Strategii* nie uległ zasadniczym zmianom. Strategia zawiera siedem aneksów stanowiących informacje uzupełniające główny tekst, w tym słowniczek pojęć.

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

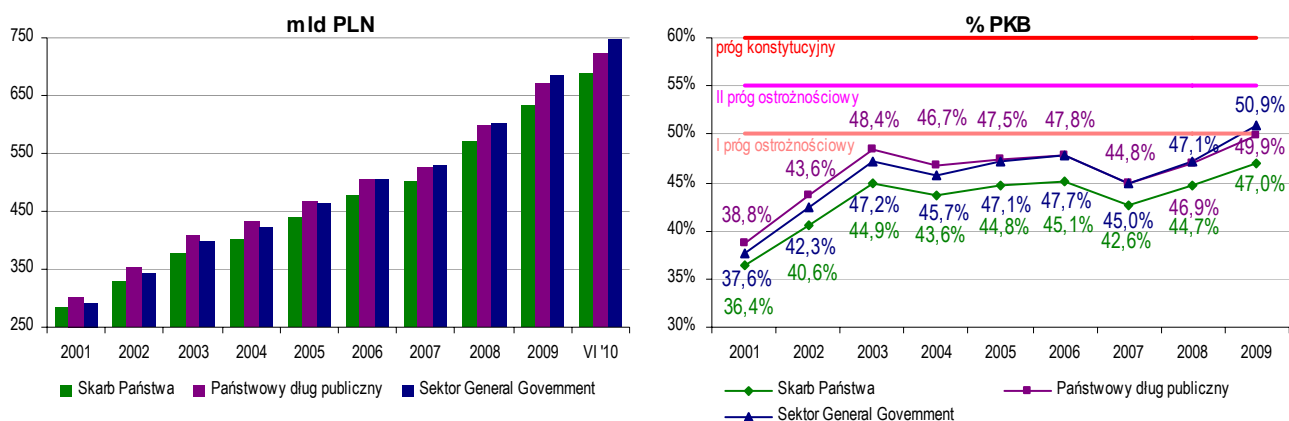
Finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa powoduje konieczność zaciągania długu publicznego i ponoszenia kosztów jego obsługi. Zarządzanie długiem polega na kształtowaniu jego struktury tak, by z istnieniem długu publicznego wiązały się jak najmniejsze koszty w długim horyzoncie czasowym przy akceptowalnym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

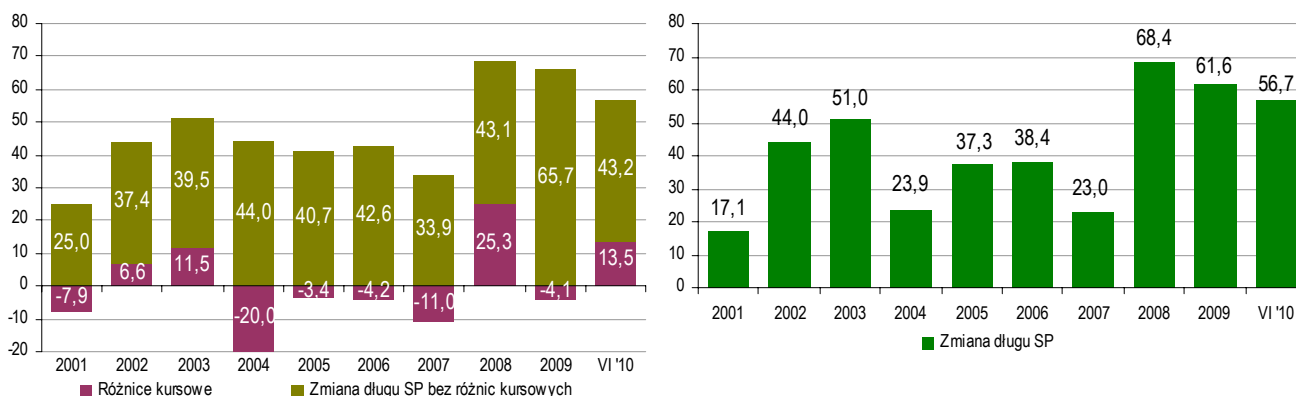
### II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi

Zmiany wielkości długu publicznego w latach 2001-10 wynikały głównie ze zmian długu SP. Wzrost w ujęciu nominalnym był wypadkową stosunkowo wysokich potrzeb pożyczkowych przy ograniczonych wpływach z prywatyzacji oraz zmian kursu złotego. Jednocześnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego i poprawa sytuacji finansów publicznych w latach 2004-07 wpłynęły na stabilizację relacji długu publicznego do PKB na średnim poziomie ok. 47%, tj. poniżej pierwszego progu przewidzianego w ustawie o finansach publicznych, tj. 50%. Znaczne umocnienie złotego w 2007 r. spowodowało nawet przejściowy spadek relacji poniżej 45% PKB. W latach 2008-09 nastąpił ponowny wzrost relacji długu publicznego do PKB, głównie w wyniku silnego wzrostu potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych oraz obniżenia tempa wzrostu gospodarczego. W 2009 r. i w pierwszej połowie 2010 r. dług publiczny wzrósł odpowiednio o 72,1 mld zł i 51,3 mld (w tym dług SP o 61,6 mld zł i 56,7 mld zł).

Wykres 1. Wielkość długu publicznego w latach 2001-2010<sup>1</sup>



Wykres 2. Wpływ zmian kursu złotego na wielkość długu SP w latach 2001-2010 (mld zł)



Relacja długu publicznego do PKB wg metodologii UE, wynosząca na koniec 2009 r. 50,9%, jest niższa w porównaniu z wielkością tej relacji dla całej UE (73,6%) i dla strefy euro (78,7%)<sup>2</sup>.

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

<sup>2</sup> Najważniejsze różnice między metodologią polską a UE wynikają z wliczania zobowiązań wymagalnych do tytułów dłużnych wg metodologii polskiej oraz zaliczania Krajowego Funduszu Drogowego do sektora

Tabela 2. Czynniki wpływające na zmianę relacji długu SP do PKB (%)

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<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>42,6</b>	<b>44,7</b>	<b>47,0</b>
Zmiana relacji długu SP do PKB	0,6	4,1	4,4	-1,4	1,2	0,4	-2,5	2,2	2,2
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, w tym:	3,5	5,0	4,4	4,8	4,2	4,1	2,8	3,4	4,3
1.1. saldo pierwotne budżetu państwa	1,5	1,9	1,5	2,0	0,3	-0,3	-1,0	-0,1	-0,6
1.2. koszty obsługi długu SP	2,7	3,0	2,9	2,5	2,5	2,6	2,3	2,0	2,4
1.3. koszty reformy emerytalnej *	0,0	0,0	0,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,6	1,6
1.4. przychody netto z prywatyzacji	-0,8	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0
1.5. pozostałe potrzeby pożyczkowe **	0,2	0,3	0,4	0,0	0,3	0,4	0,2	0,0	1,0
2. Zmiany nie wynikające z potrzeb pożyczkowych budżetu, w tym:	-0,8	0,7	1,9	-2,2	-0,3	-0,3	-0,7	2,0	0,3
2.1. różnice kursowe	-1,0	0,8	1,4	-2,2	-0,3	-0,4	-0,9	2,0	-0,3
2.2. pozostałe czynniki ***	0,2	-0,1	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,6
3. Zmiany pozostałego długu SP	-0,5	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
4. Nominalny wzrost PKB	-1,6	-1,3	-1,7	-4,0	-2,6	-3,2	-4,5	-3,3	-2,4

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

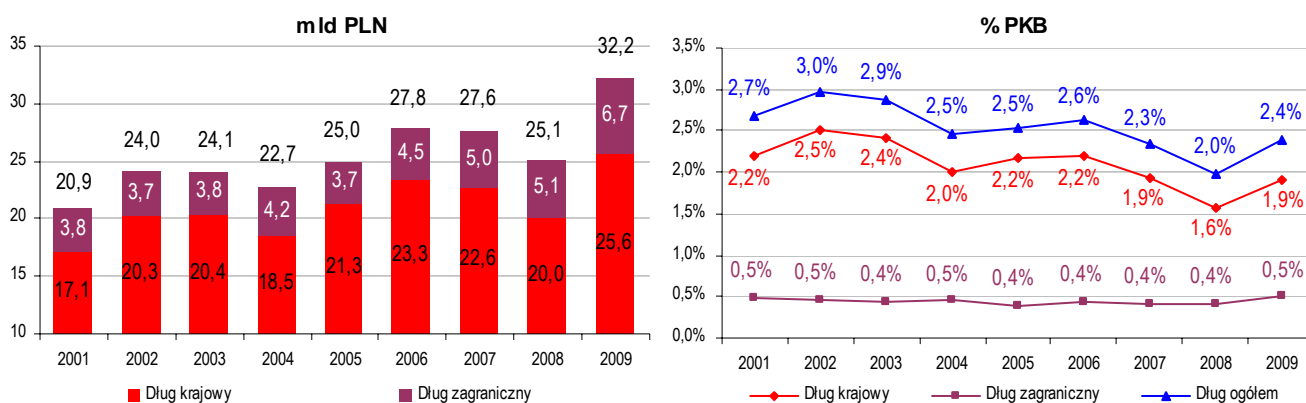
\*\*) Saldo udzielonych pożyczek oraz prefinansowania.

\*\*\*) Zmiana długu z tytułu: zmiany stanu środków na rachunku budżetu państwa, dyskonta od SPW, kapitalizacja i indeksacja SPW, ciągnięcia pozakasowe, umorzenia długu, konwersja długu FUS wobec OFE na SPW.

Zmiany w poziomie kosztów obsługi długu SP były wypadkową przyrostu długu oraz zmian poziomów stóp procentowych i kursów walutowych. 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 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.

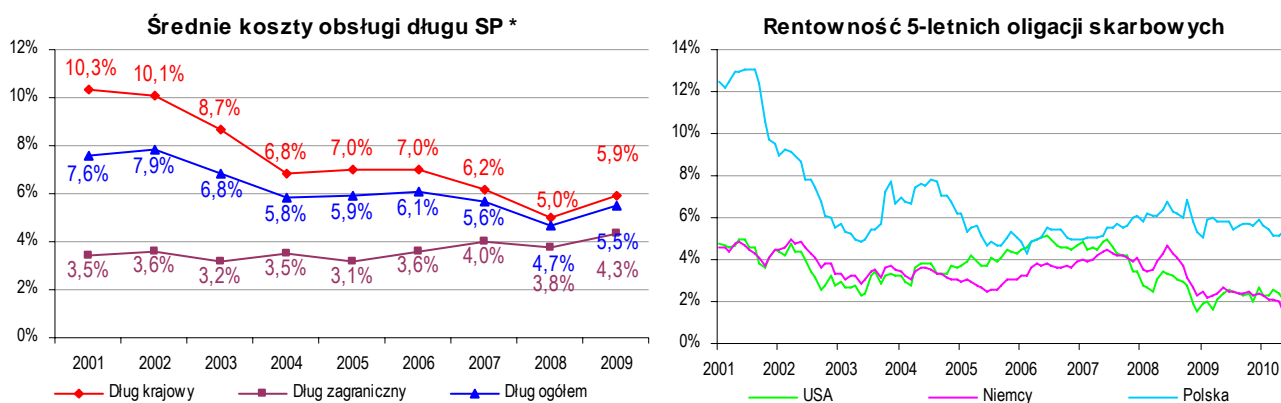
Wykres 3. Koszty obsługi długu SP w latach 2001-2009



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 większym z ograniczonego, chociaż rosnącego od 2009 r., udziału długu zagranicznego w długi SP.

publicznego jedynie w metodologii UE. Różnice między metodologią polską a UE zostały omówione w aneksie 6, a zestawienie deficytu i długu państw UE znajduje się w aneksie 3.

Wykres 4. 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 2003-04, w latach 2005-06 wykazywała niewielką tendencję wzrostową, a w latach 2007-08 ponownie wyraźnie spadła, głównie na skutek dużego wzrostu PKB przy jednoczesnym spadku nominalnego poziomu kosztów. W 2009 r. relacja ta wzrosła przede wszystkim z powodu istotnego przyrostu długu oraz niższego wzrostu PKB.

## 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 powodowały, że ryzyko związane ze strukturą długu SP nie przekraczało bezpiecznego poziomu.

### a) Ryzyko refinansowania

Ryzyko refinansowania długu krajowego od 2004 r. ulegało systematycznemu ograniczaniu, a od 2007 r. względnej stabilizacji. Ograniczanie tego ryzyka było wypadkową:

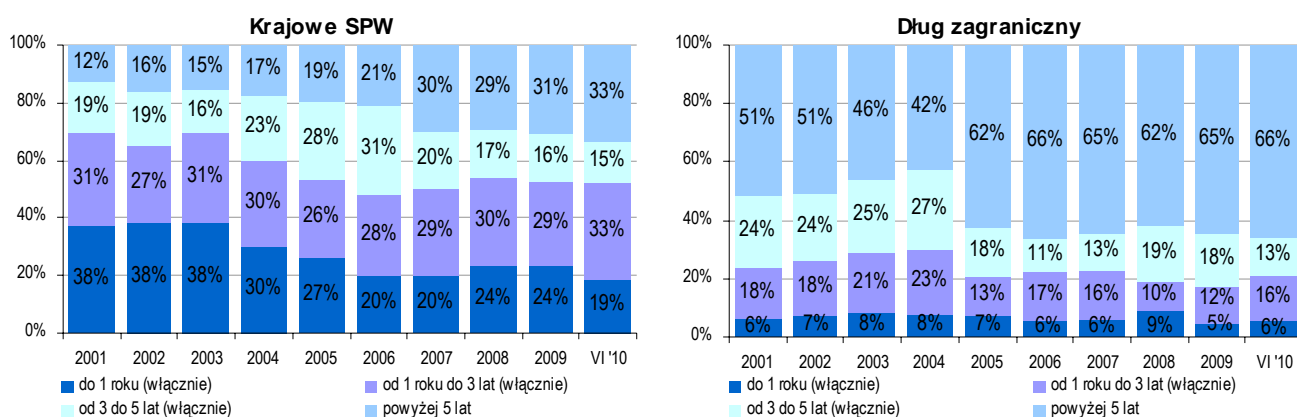
- roli obligacji średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych do 2008 r.; obligacje o terminach zapadalności od 5 lat stanowiły odpowiednio 58,9% w 2001 r. i 81,5% w 2008 r. ogółu sprzedanych na przetargach obligacji<sup>3</sup>. Ich udział w 2009 r. spadł do 51,6%, a następnie wzrósł w I połowie 2010 r. do 57,0%. Udział sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych zmniejszył się na rzecz finansowania w bonach skarbowych oraz obligacjach 2-letnich, głównie na skutek ograniczonego popytu na te instrumenty w wyniku kryzysu finansowego i wzrostu awersji do ryzyka. Główną przyczyną zmian w strukturze popytu na SPW były przepływy inwestorów zagranicznych na rynku krajowym (odpływ 18,6 mld zł w 2008 r. oraz napływ odpowiednio 25,9 mld zł w 2009 i 42,8 mld zł do sierpnia 2010 r.);
- zmian zadłużenia w bonach skarbowych:
  - spadku w latach 2001-2007, zarówno wartości nominalnej z 35,2 mld zł do 22,6 mld zł, jak i udziału w krajowych SPW z 20,0% do 5,9%,
  - przejściowego wzrostu w latach 2008-2009 (maksymalnie do 64,3 mld zł, tj. do 14,3% zadłużenia w krajowych SPW w lipcu 2009 r.), a następnie spadku do 39,7 mld zł (8,0% zadłużenia w krajowych SPW) w połowie 2010 r. Wzrost zadłużenia w bonach skarbowych wynikał z powrotu do wykorzystywania tych instrumentów do finansowania potrzeb pożyczkowych netto. W II połowie 2009 r. emisja bonów skarbowych została wyraźnie ograniczona, a względna stabilizacja na rynku finansowym oraz powrót na rynek krajowy inwestorów zagranicznych przełożyły się na wzrost popytu na obligacje;
- dużej skali przetargów zamiany. W 2002 r. odkupiono obligacje o zbliżającym się terminie zapadalności na łączną kwotę 9,6 mld zł, w 2009 r. 32,2 mld zł, a w I połowie 2010 r. 19,3 mld zł. Przeważającą część obligacji wydawanych na przetargach zamiany stanowiły

<sup>3</sup> Łącznie z przetargami zamiany i uzupełniającymi.

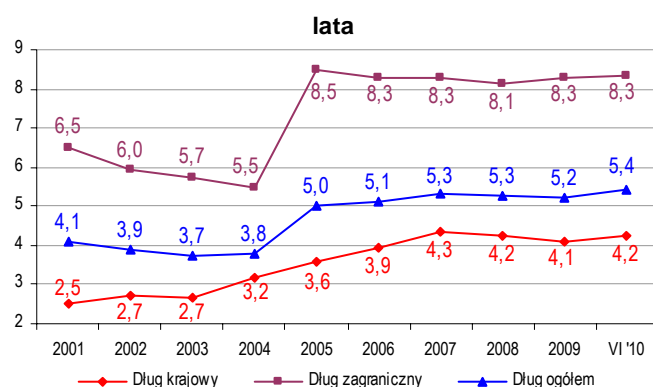


obligacje średnio- i długoterminowe (odpowiednio 83,3% i 95,6% w 2009 r. i I połowie 2010 r.).

Wykres 5. Struktura długu SP wg faktycznych terminów wykupu w latach 2001-2010



Wykres 6. Średnia zapadalność długu SP w latach 2001-2010



Ryzyko refinansowania długu zagranicznego jest w porównaniu do długu krajowego istotnie niższe. Uległo ono skokowemu ograniczeniu w 2005 r., kiedy część zobowiązań wobec Klubu Paryskiego została spłacona przed terminem i refinansowana emisjami obligacji o znacznie dłuższej zapadalności. Od tego czasu średnia zapadalność długu zagranicznego pozostawała na stosunkowo stabilnym poziomie, powyżej 8 lat. Wzrost średniej zapadalności długu zagranicznego w 2009 r. wynikał m.in. z zakończenia wykupu długu wobec Klubu Paryskiego oraz zaciągnięcia długoterminowego kredytu w Banku Światowym.

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. średniej zapadalności długu zagranicznego. Średnia zapadalność długu SP jest niższa niż przeciętna w państwach UE<sup>4</sup>. W 2009 r. wiele krajów UE odnotowało spadek średniej zapadalności na skutek zmian polityki emisyjnej wywołanych kryzysem finansowym - nastąpił wzrost potrzeb pożyczkowych finansowanych w znacznym stopniu krótkoterminowym zadłużeniem w sytuacji niskich stóp procentowych.

#### b) Ryzyko kursowe

Udział długu nominowanego w walutach obcych w długi SP, za wyjątkiem niewielkiego wzrostu w 2005 r., systematycznie spadał do 23,3% na koniec III kwartału 2008 r., następnie zwiększył się do 28,2% w I półroczu 2010 r.

Ograniczaniu ulegał udział innych niż euro walut obcych. Od połowy 2006 r. udział długu w euro utrzymywał się w przedziale 70%-75%. Na koniec czerwca 2010 r. wyniósł 69,8%, co było

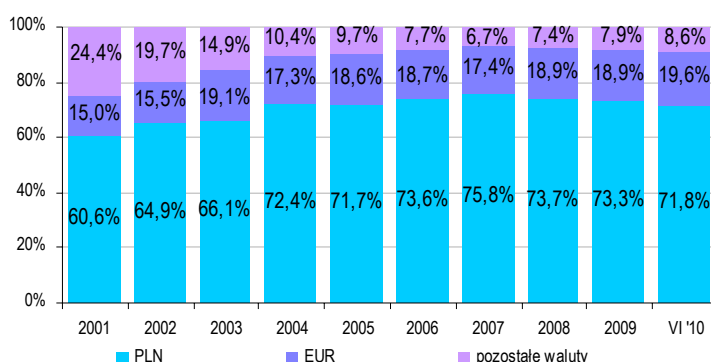
<sup>4</sup> Niższa zapadalność występuje w Finlandii (4,1), na Węgrzech (4,4) i Słowacji (4,6). Szczegółowe dane o średniej zapadalności i *duration* w państwach UE znajdują się w aneksie 5.

efektem wyraźnego osłabienia się euro wobec dolara przy większej niż w poprzednich latach aktywności SP zarówno na rynku euro jak i na innych głównych rynkach.

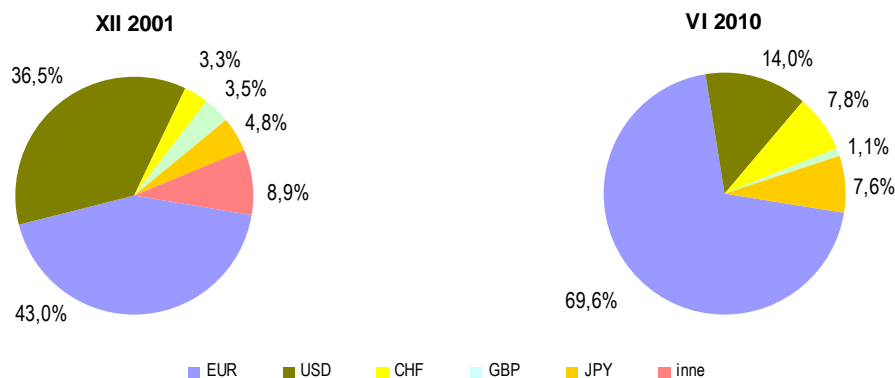
Zwiększenie roli długu w walutach obcych w latach 2008-2010 były rezultatem:

- elastycznego podejścia do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu w kontekście ograniczeń wynikających z ryzyka kursowego i pozwalającego na przejściowe zwiększenie finansowania zagranicznego, uzasadnionego dążeniem do stabilizacji rynku krajowego, dywersyfikacją źródeł pozyskiwania kapitału oraz wykorzystaniem możliwości zaciągania nisko oprocentowanych kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych (MIF),
- dużej zmienności kursu złotego, w tym znacznej aprecjacji w okresie od końca 2001 r. do połowy 2008 r. (kiedy to kurs euro obniżył się o 5%, a kurs dolara o 47%), gwałtownej deprecjacji w IV kwartale 2008 r. i I kwartale 2009 r. (kiedy to kurs euro wzrósł o 40%, a kurs dolara o 67%) oraz powrotowi do trendu aprecyjnego od II półrocza 2009 r.,
- strategicznej roli euro jako przyszłej waluty krajowej (przyjęcie euro oznaczać będzie skokowy spadek ryzyka kursowego).

Wykres 7. Struktura walutowa zadłużenia SP



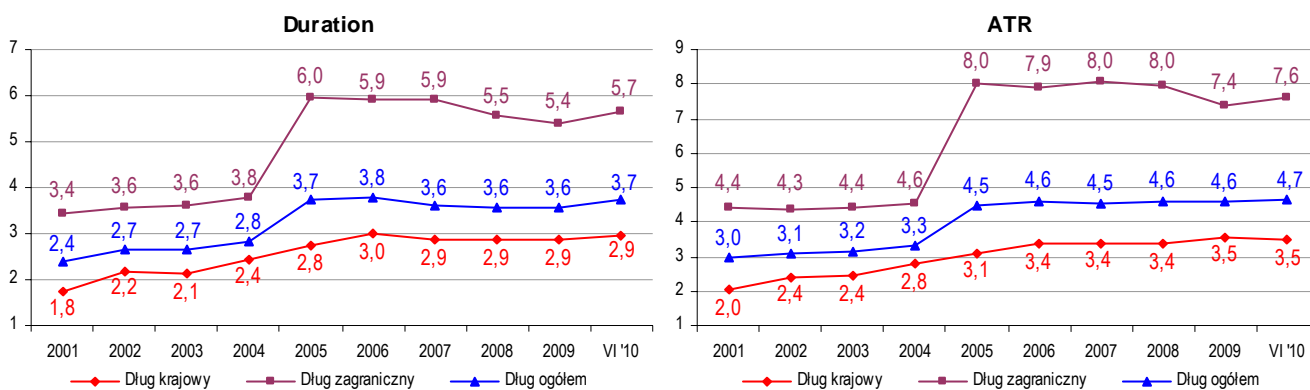
Wykres 8. Struktura walutowa długu zagranicznego SP



### 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.

Wykres 9. Duration i ATR długu SP w latach 2001-2010



Duration długu SP jest jednym z niższych w UE<sup>5</sup>. Podobnie jak w przypadku ryzyka refinansowania, ryzyko stopy procentowej długu w walutach obcych znajduje się na akceptowalnym poziomie.

### II.3. Ocena realizacji celu Strategii w 2009 r. i w pierwszej połowie 2010 r.

W 2009 r. i pierwszym półroczu 2010 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2009-11*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2008 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010-12*, zaakceptowanej we wrześniu 2009 r.

Tabela 3 przedstawia ocenę stopnia realizacji celu Strategii wraz z ograniczeniami na ryzyko w 2009 r. i w I połowie 2010 r.

<sup>5</sup> Szczegółowe dane o średniej zapadalności i duration w państwach UE znajdują się w aneksie 5.

Tabela 3. Ocena stopnia realizacji Strategii w 2009 r. i I połowie 2010 r.

I. Cel Strategii		
Minimalizacja kosztów obsługi długu	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
	Wysoki	<p><b>1. Dobór instrumentów</b></p> <p>Podstawowym rynkiem pozyskiwania środków był rynek krajowy (w 2009 r. wartość nominalna emisji SPW na rynku krajowym wyniosła 159,6 mld zł, a na rynkach zagranicznych 25,6 mld zł, dodatkowo z MIF pozyskano 10,7 mld zł, w I połowie 2010 r. było to odpowiednio 99,0 mld zł wobec 18,6 mld zł i 0,2 mld zł). Głównymi czynnikami branymi pod uwagę przy realizacji struktury finansowania były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• sytuacja na światowych rynkach finansowych. W 2009 r. kryzys na rynkach finansowych przełożył się na recesję w głównych gospodarkach świata. Utrzymująca się wysoka awersja do ryzyka, w szczególności w I kwartale, wpływała na przepływ kapitałów w stronę inwestycji uznawanych za bezpieczne oraz na wysoką zmienność i deprecjację wielu walut wobec głównych walut światowych. Po I kwartale sytuacja zarówno na rynku walutowym jak i rynku SPW stopniowo zaczęła się poprawiać. Ustępująca panika na rynku finansowym oraz stabilizacja systemowego ryzyka pozwoliła inwestorom powrócić do fundamentalnej oceny poszczególnych gospodarek, w tym polskiej. Dodatkowo pozytywny wpływ na złotego oraz rynek SPW miało przyznanie w maju 2009 r. przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy elastycznej linii kredytowej (FCL) w wysokości ok. 20,5 mld USD. W II kwartale 2010 r. obawy o kondycję fiskalną Grecji, a także Hiszpanii i Portugalii oraz wynikające z niej zagrożenia dla stabilności całej strefy euro wywołały kolejną falę pogorszenia globalnych nastrojów skutkującą wzrostem awersji do ryzyka i silnym osłabieniem euro wobec dolara. Poprawę nastrojów na rynkach globalnych przyniosły: porozumienie pomiędzy Grecją a krajami strefy euro i MFW (110 mld euro pomocy dla Grecji) oraz uzgodnienie przez MFW i UE pakietu stabilizacyjnego (750 mld euro dla państw strefy euro dotkniętych problemem nadmiernego zadłużenia) zawarte w maju 2010 r.;</li> <li>• sytuacja na rynku krajowym. W związku z eskalacją kryzysu pod koniec 2008 r. oraz słabnącą aktywnością gospodarczą NBP obniżył w 2009 r. główną stopę procentową łącznie o 150 pb, do 3,5% w lipcu. Dodatkowo z uwagi na znaczny spadek płynności rynku międzybankowego, będący efektem kryzysu, NBP obniżył w połowie roku stopę rezerw obowiązkowych o 50 pb do poziomu 3%. W I kwartale 2009 roku nastąpił silny wzrost rentowności wzdłuż całej krzywej dochodowości z powodu nasilenia się awersji do ryzyka, następnie rentowności zaczęły się stabilizować, choć z czasem powiększał się spread pomiędzy krótkim a długim końcem krzywej dochodowości. Popyt na SPW koncentrował się głównie na krótkim końcu krzywej dochodowości, a od połowy roku wraz z poprawą sytuacji na rynku finansowym zaczął przesuwać się w kierunku instrumentów o dłuższych okresach zapadalności. W 2009 r. zadłużenie Skarbu Państwa w bonach skarbowych spadło o 2,9 mld zł, natomiast w I półroczu 2010 o 7,8 mld zł. Od II kwartału 2009 r. widoczny był stały napływ inwestorów zagranicznych, których zaangażowanie w krajowe SPW wzrosło od początku 2009 r. do końca czerwca 2010 r. o 49,7 mld zł (do końca sierpnia 2010 r. o 66,6 mld zł). W znacznym stopniu było to efektem kryzysu zadłużenia Grecji oraz obawami o wypłacalność kolejnych emitentów. Kryzys grecki pokazał, że ryzyko kredytowe poszczególnych państw strefy euro jest zróżnicowane i wynika ze strukturalnych problemów gospodarek części z nich. Głównymi czynnikami napływu inwestorów zagranicznych od 2009 r. była pozytywna ocena fundamentów makroekonomicznych i sytuacji fiskalnej Polski na tle innych państw UE, wyższy poziom stóp procentowych w stosunku do emitentów o podobnej wycenie ryzyka kredytowego, oczekiwania na aprecjację złotego oraz polityka taniego pieniądza realizowana przez EBC i FED;</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• rozkład w czasie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, w tym związanych z wykupem dużych serii obligacji. W 2009 r. potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa ukształtowały się na poziomie 57,5 mld zł wobec planu 39,0 mld zł w ustawie budżetowej oraz 56,7 mld zł w nowelizacji ustawy budżetowej przyjętej w lipcu 2009 r. Wyższe potrzeby pożyczkowe wynikały przede wszystkim ze zwiększenia deficytu budżetowego, wyższego salda prefinansowania, pożyczki udzielonej dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz niższych od założonych przychodów z prywatyzacji. W I połowie 2010 r. potrzeby pożyczkowe netto wyniosły 42,2 mld zł, a deficyt 36,8 mld zł (odpowiednio 51,2% i 72,5% wartości przyjętych w ustawie budżetowej);</li> <li>• elastyczne podejście do wyboru instrumentów oraz dążenie do dywersyfikacji rynków i walut w związku z ograniczeniami chłonności rynku krajowego.</li> </ul> <p>W zakresie długu zagranicznego najważniejszymi operacjami były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• benchmarkowe emisje na strategicznym rynku euro (5-letnie o wartości 1,75 mld EUR w lutym 2009 r., 10-letnie i 15-letnie o wartości odpowiednio 0,5 mld EUR i 0,41 mld EUR w październiku 2009 r. oraz 15-letnie o wartości 3,0 mld EUR w styczniu 2010 r. i 7-letnie o wartości 1,25 mld EUR w marcu 2010 r.);</li> <li>• utrzymywanie obecności Polski na pozostałych głównych rynkach, w tym pierwsza od 2005 r. emisja benchmarkowa w dolarze amerykańskim (obligacje 10-letnie o wartości 3,5 mld USD w lipcu 2009 r.), emisje obligacji w jenach (3- i 5-letnich o łącznej wartości 44,8 mld JPY w listopadzie 2009 r.), frankach szwajcarskich (5-letnie o wartości 750 mln CHF we wrześniu 2009 r. i 4-letnie o wartości 475 mln CHF w marcu 2010 r.);</li> <li>• ciągnięcia kredytów z MIF (łącznie w 2009 r. i I połowie 2010 r. 2,6 mld EUR, w tym z Banku Światowego ok. 2 mld EUR – dwie transze w styczniu i sierpniu 2009 r.)</li> </ul> <p>Pozyskiwanie środków na rynkach zagranicznych kontynuowane było w III kwartale 2010 r., poprzez emisję obligacji 5-letnich na rynku amerykańskim na kwotę 1,5 mld USD oraz 4-letnich na rynku szwajcarskim na kwotę 150 mln CHF, jak również zaciągnięcie kredytu w Banku Światowym na kwotę 1,0 mld EUR.</p> <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 emisji płynnych serii obligacji benchmarkowych na rynku krajowym. Na koniec czerwca 2010 r. próg 5 mld EUR na rynku krajowym przekraczało 13 serii obligacji (w tym 12 o oprocentowaniu stałym). Koncentracja emisji stanowiła istotny czynnik mający pozytywny wpływ na płynność na rynku wtórnym obligacji. Średni wskaźnik płynności<sup>6</sup> po spadku w wyniku kryzysu na rynkach finansowych w 2009 r. do poziomu 111,2% wzrósł w I połowie 2010 r. do 141,0%;</li> <li>• kontynuacja polityki emisji płynnych serii obligacji benchmarkowych na strategicznym rynku euro, (5 lat w 2009 r., 7 i 15 lat w 2010 r.);</li> <li>• publikowanie podaży na przetargach SPW, począwszy od grudnia 2008 r., przedziałowo w celu zwiększenia elastyczności sprzedaży w zmiennym otoczeniu rynkowym przy zachowaniu przejrzystości rynku SPW;</li> <li>• dostosowanie poziomu i struktury podaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej uwzględniające oczekiwania uczestników rynku.</li> </ul>
--	---

<sup>6</sup> Wskaźnik płynności – iloraz miesięcznej wartości transakcji zawartych na obligacjach do zadłużenia na koniec miesiąca.

II. Ograniczenia celu – mierzalne						
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2008	2009	VI 2010
Ryzyko refinansowania	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>Elastyczne podejście do finansowania w warunkach dużej zmienności popytu</li> <li>Oddłużenie w bonach skarbowych począwszy od IV kwartału 2009 r. (na skutek zmian w strukturze popytu na SPW, polityki emisyjnej oraz zastosowania przetargów odkupu w 2009 r. bonów o wartości 3,5 mld zł),</li> <li>Wzrost sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych w I półroczu 2010 r.</li> <li>Duża rola przetargów zamiany</li> <li>Wzrost w 2010 r. , mimo trudnych warunków rynkowych, średniej zapadalności długu krajowego do poziomu z końca 2008 r.</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>	4,23	4,08	4,22
			Udział w SPW krajowych:			
			- SPW do 1 roku	23,6%	23,9%	19,0%
			- bonów skarbowych	12,0%	10,3%	8,0%
Ryzyko kursowe	Zadowalający	<ul style="list-style-type: none"> <li>Udział długu zagranicznego zgodnie ze Strategią w przedziale 20-30%</li> <li>Udział euro w długi zagranicznym na koniec czerwca 2010 r. na granicy określonego w Strategii prognozy 70%</li> <li>Wzrost roli długoterminowego finansowania nierynkowego w MIF</li> </ul>	Udział długu zagranicznego w długi SP	26,3%	26,7%	28,2%
			Udział długu w euro w długi zagranicznym	71,8%	70,6%	69,6%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>Duration długu krajowego pozostawało 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 i nie stanowiło ograniczenia dla celu minimalizacji kosztów.</li> </ul>	Duration (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> <li>- kraj</li> <li>- zagranica</li> <li>- razem</li> </ul>	2,86	2,88	2,95
			ATR (w latach)			
			- kraj	3,38	3,53	3,50
			- zagranica	7,96	7,37	7,59
			- razem	4,60	4,57	4,67

III. Ograniczenia celu – niemierzalne		
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
<b>Ryzyko płynności</b>	Wysoki	<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 - w 2009 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 199 mld zł, a w I półroczu 2010 r. odpowiednio 83 mld zł,</li> <li>• lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK, obejmujące transakcje warunkowe typu <i>buy-sell-back</i> oraz lokaty międzybankowe. W 2009 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 491 mld zł, a w I półroczu 2010 r. odpowiednio 213 mld zł,</li> <li>• transakcje rynkowej wymiany walut typu FX swap, wprowadzone w grudniu 2009 r., pozwalające na okresowe wykorzystanie posiadanych walut w celu pozyskania środków złotych. W 2009 zawarto transakcje na parze walut EUR/PLN oraz USD/PLN na kwotę 1,5 mld EUR oraz 0,2 mld USD, natomiast w I półroczu 2010 r. na parze EUR/PLN na kwotę 1,6 mld EUR, Transakcje te pozwoliły na obniżenie podaży spw na rynku krajowym.</li> <li>• utrzymywanie środków na oprocentowanych rachunkach w NBP oraz w formie oprocentowanych lokatach walutowych - w 2009 r. zawarto lokaty o łącznej wartości 11,5 mld EUR, a w I półroczu 2010 r. 1 mld EUR,</li> <li>• oprocentowane lokaty walutowe w BGK - w 2009 roku zawarto lokaty na kwotę 8,7 mld EUR,</li> <li>• okresowe wykorzystanie środków z Komisji Europejskiej w celu finansowania potrzeb pożyczkowych (1,2 mld EUR w 2009 r.),</li> <li>• krótkoterminowe pożyczki zaciągane w bankach komercyjnych - w 2009 r. zawarto transakcje o wartości 0,4 mld zł,</li> <li>• wprowadzenie jako nowego instrumentu transakcji depozytowych w EUR z agencjami zarządzania długiem, zwiększających efektywność lokowania okresowo wolnych środków oraz stwarzających możliwość pozyskania krótkookresowych środków na atrakcyjnych warunkach,</li> <li>• okresowa sprzedaż krótkoterminowych bonów skarbowych w momentach wysokich potrzeb pożyczkowych w związku z wykupami emisji obligacji o dużej wartości nominalnej,</li> <li>• odkup bonów skarbowych na przetargach (służący ograniczeniu ryzyka refinansowania), stosowany od sierpnia 2009 r.</li> </ul> <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa (średnio 7,1 mld zł w 2009 r. i 6,3 mld zł w I połowie 2010 r. na rachunkach złotych i odpowiednio równowartość 5,7 mld zł i 6,7 mld zł na rachunkach walutowych) zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.</p> <p>W maju 2009 r. wykupiony został benchmark DS0509 o początkowym zadłużeniu 28,6 mld zł (po przetargach zamiany 9,4 mld zł), w marcu 2010 r. kolejny benchmark PS0310 o początkowym zadłużeniu 29,6 mld zł (po przetargach zamiany 11,8 mld zł).</p>
<b>Ryzyko kredytowe</b>	Wysoki	<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>• Ryzyko związane z transakcjami na instrumentach pochodnych jest ograniczane poprzez wybór partnerów o wysokiej wiarygodności kredytowej (warunkiem niezbędnym zawarcia transakcji jest posiadanie podpisanej z MF Umowy Ramowej lub Umowy Głównej ISDA) oraz limity nałożone na łączną wartość transakcji zawieranych z poszczególnymi partnerami, służące dywersyfikacji ryzyka kredytowego. Wiarygodność kredytowa potencjalnych partnerów jest na bieżąco monitorowana, w przypadku stwierdzenia istotnego wzrostu ryzyka kredytowego następuje zawieszenie zawierania transakcji z partnerem.</li> <li>• W nowych Umowach Ramowych zawieranych z bankami krajowymi wprowadzono mechanizm tzw. depozytów zabezpieczających, służący ograniczaniu ryzyka.</li> </ul>
<b>Ryzyko</b>	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zarządzanie długiem skupione w jednej jednostce organizacyjnej MF.</li> </ul>

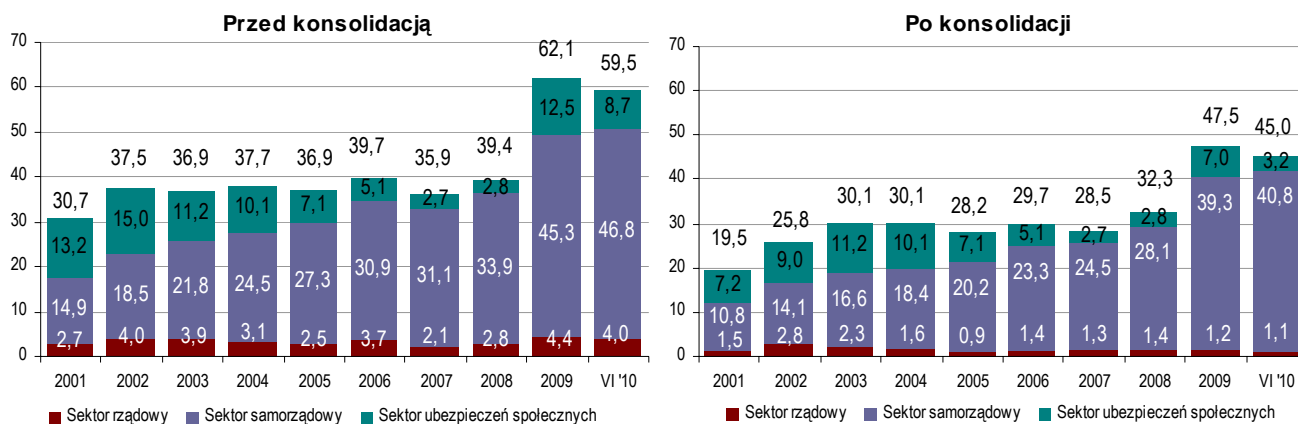
operacyjne		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Odpowiednia infrastruktura techniczna do zawierania transakcji rynkowych.</li> <li>• Bezpieczeństwo informacji związanych z zarządzaniem długiem.</li> <li>• Zintegrowana baza danych długu SP.</li> </ul>
Rozkład kosztów obsługi długu w czasie	Zadowalający	<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 oraz przetargi odkupu bonów skarbowych.</li> <li>• Na poziom kosztów obsługi w 2009 r. miały wpływ transakcje zawarte na instrumentach pochodnych w 2008 r., w wyniku których wydatki w 2009 r. uległy obniżeniu o 0,9 mld zł oraz transakcje zawarte w 2009 r. W okresie od listopada do grudnia 2009 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 4,8 mld zł, zmniejszając tym samym koszty obsługi długu o 0,3 mld zł w 2009 r. i zwiększając je w 2010 r. Celem transakcji było umożliwienie przeprowadzenia transakcji odkupu obligacji PS0310 na przetargach zamiany, co wpłynęło na zmniejszenie ryzyka refinansowania obligacji w 2010 r.</li> </ul>

\*) Wg skali: wysoki, zadowalający, umiarkowany, niski.

#### II.4. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych

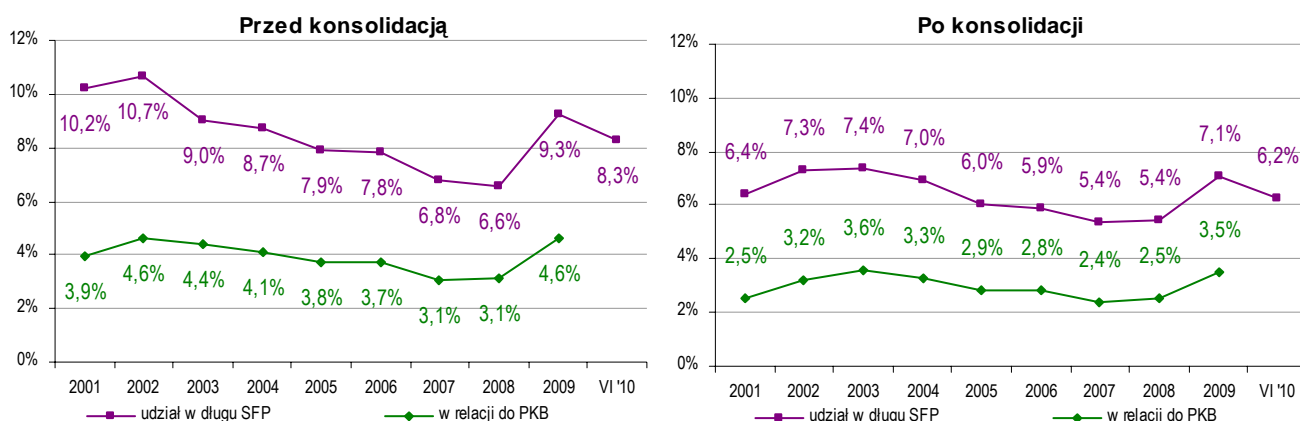
Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2009 r. 9,3% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (7,1% po konsolidacji) wobec 6,6% (5,4%) na koniec 2008 r. (w połowie 2010 r. odpowiednio 8,3% i 6,2%). Największy udział w tej części długu miał dług sektora samorządowego, w szczególności zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego (JST). Udział zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych systematycznie spadał do 2008 r., po czym w 2009 r. nastąpił jego ponowny wzrost. Szczegółowe dane o zadłużeniu jednostek sektora finansów publicznych zostały przedstawione w aneksie 7.

Wykres 10. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory (mld zł)

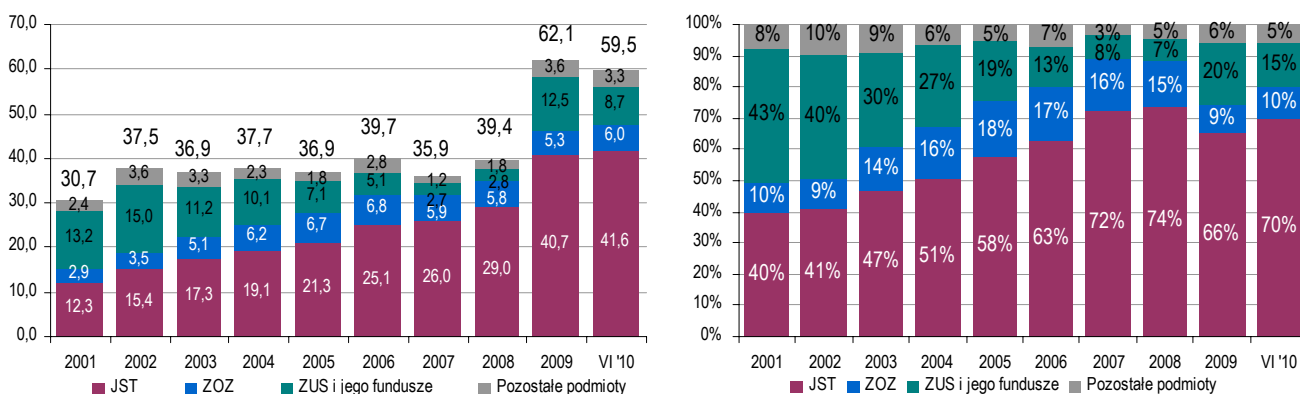




Wykres 11. Udział zadłużenia innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w długi sektora finansów publicznych i w relacji do PKB



Wykres 12. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP przed konsolidacją (mld zł i struktura)

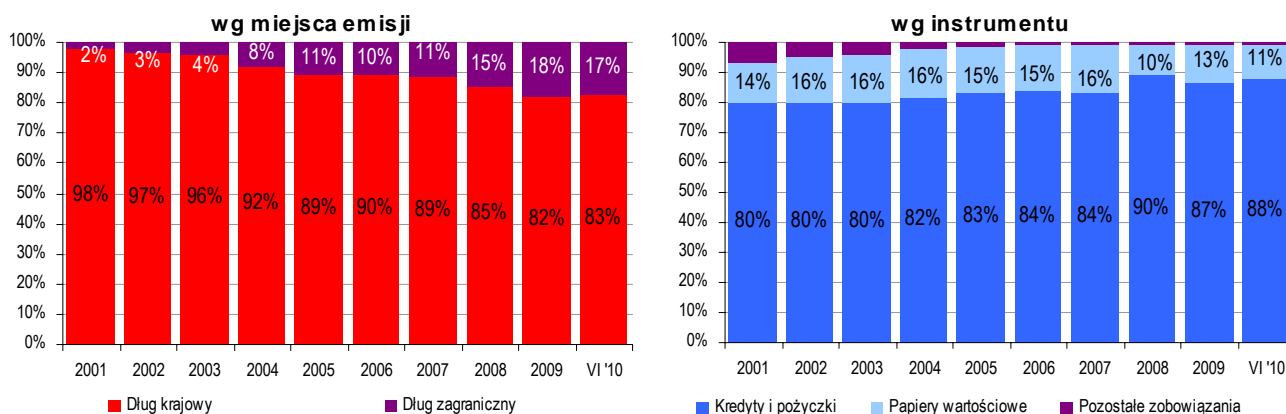


W dalszej części podrozdziału przedmiotem analizy jest zadłużenie innych niż SP jednostek SFP przed konsolidacją.

### 1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

Zadłużenie JST i ich związków systematycznie rosło, na koniec 2009 r. wyniosło 40,7 mld zł wobec 29,0 mld zł na koniec 2008 r. (na koniec czerwca 2010 r. 41,6 mld zł). Dominowało zadłużenie krajowe, choć udział zadłużenia zagranicznego stale się zwiększał i na koniec 2009 r. wynosił ok. 17,7% (w połowie 2010 r. 17,5%). W strukturze zobowiązań JST i ich związków największy udział stanowiły kredyty i pożyczki.

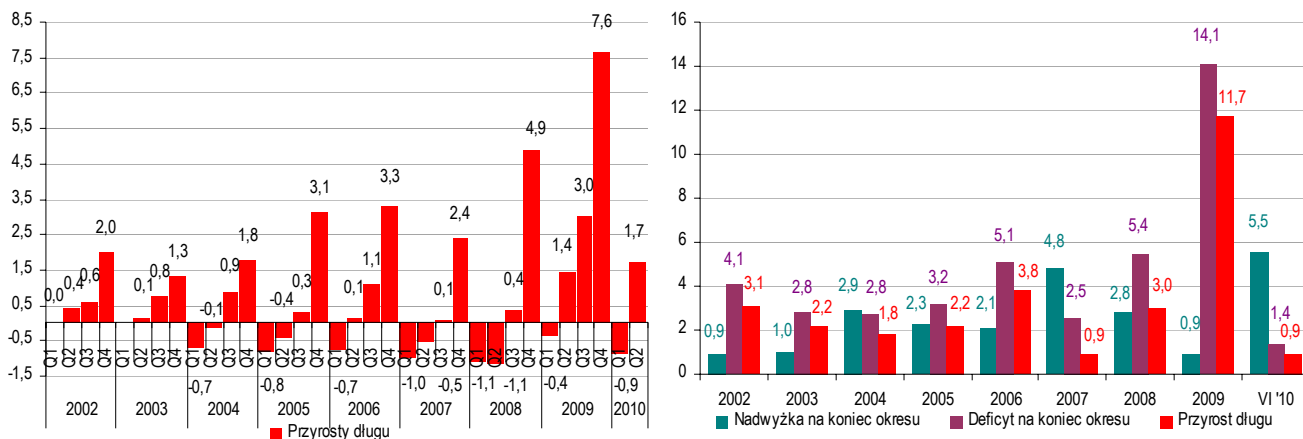
Wykres 132. Struktura długu jednostek samorządu terytorialnego i ich związków



W 2009 r. łącznie JST i ich związki zanotowały deficyt budżetowy w wysokości 13,2 mld zł wobec 2,6 mld zł w 2008 r. (4,1 mld zł nadwyżki w połowie 2010 r.). Na wynik JST w 2009 r. złożyły się: deficyty poszczególnych jednostek w łącznej wysokości 14,1 mld zł oraz nadwyżki w

łącznej wysokości 0,9 mld zł (odpowiednio w I połowie 2010 r. 5,5 mld zł i 1,4 mld zł). Dług tych jednostek wzrósł natomiast o 11,7 mld zł (40,3%) w 2009 r. i o 0,9 mld zł, tj. 2,2% w I połowie 2010 r. Brak wyraźnego związku między wynikiem JST a przyrostem długu w poszczególnych latach 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.

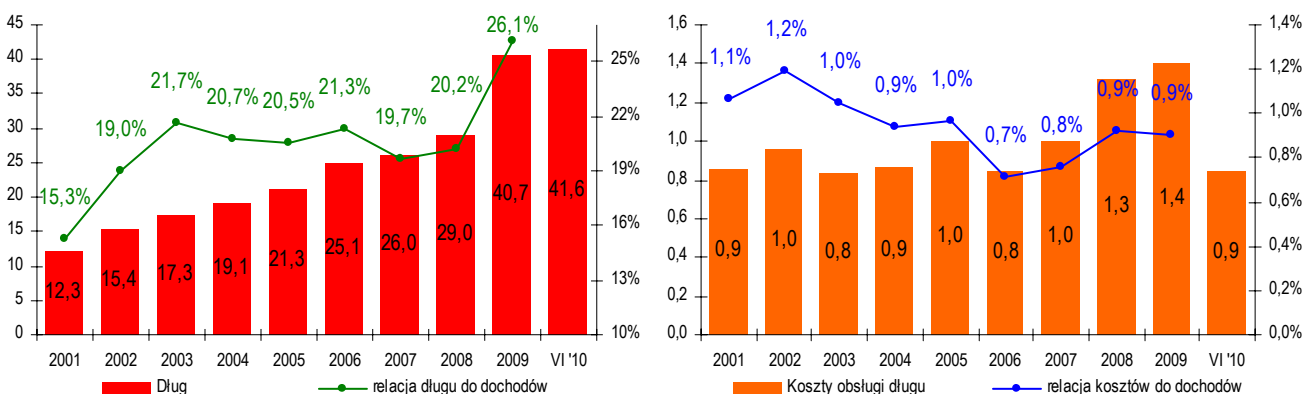
Wykres 14. Wynik jednostek samorządu terytorialnego i ich związków a zmiany w zadłużeniu (mld zł)



Relacja łącznej kwoty długu JST do dochodów tych jednostek (wskaźnik zadłużenia) kształtuje się znacznie poniżej ustawowego limitu 60%. W 2009 r. wyniósł on 26,1% i był wyższy w porównaniu z 2008 r. o 5,9 pp. W 2009 r. w 17 JST (wobec 2 w 2008 r.) wskaźnik zadłużenia przekroczył 60%. Największy wzrost liczby jednostek o wskaźniku zadłużenia powyżej 60% nastąpił w grupie gmin (12 jednostek).

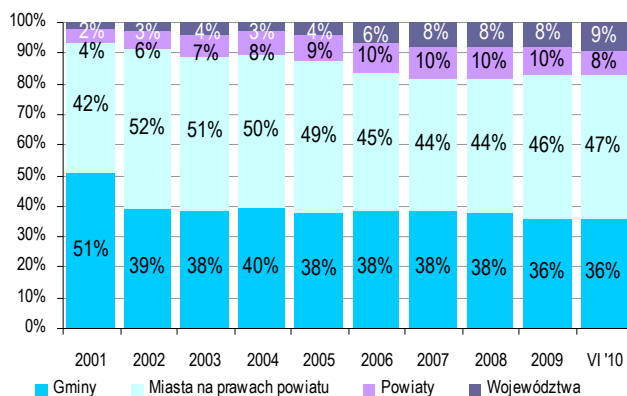
W 2009 r. najwyższy średni wskaźnik zadłużenia wystąpił w miastach na prawach powiatu (37,2%) a najniższy w powiatach (19,5%). W 2 miastach na prawach powiatu wskaźnik przekroczył poziom 60%. W stosunku do 2008 r. wskaźnik ten zwiększył się we wszystkich grupach JST. W 2009 r. wydatki na obsługę długu JST i ich związków wyniosły 1,4 mld zł (tj. 0,8% wydatków ogółem) i były wyższe o 6,4% w stosunku do 2008 r.

Wykres 15. 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 (46,5% w 2009 r. i 47,2% na koniec czerwca 2010 r.). Udział zobowiązań gmin w latach 2002-09 utrzymywał się na stabilnym poziomie ok. 36-39% (na koniec czerwca 2010 r. udział spadł do 36%), a udział zobowiązań województw i powiatów rósł (odpowiednio z 2% do 9% i z 4% do 8%).

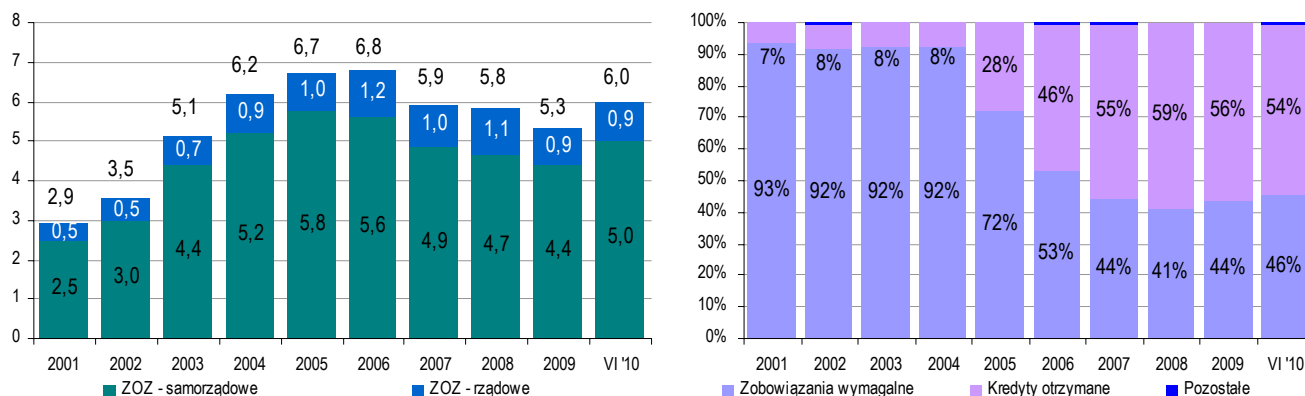
Wykres 16. Struktura zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w podziale na szczeble



## 2) Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

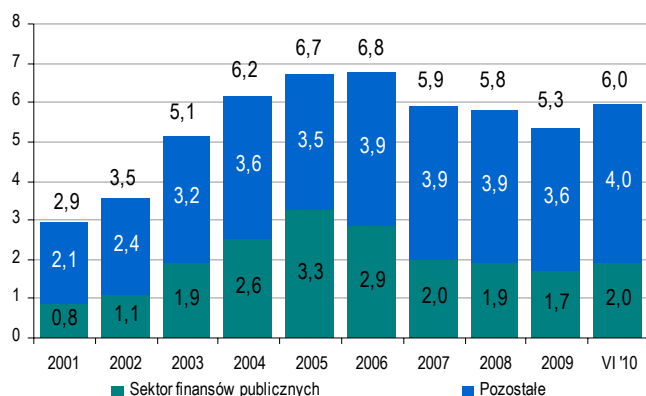
Zadłużenie SPZOZ na koniec 2009 r. wyniosło 5,3 mld zł wobec 5,8 mld zł w 2008 r. (na koniec czerwca 2010 r. 6,0 mld zł). Od 2007 r. w strukturze zadłużenia dominującym składnikiem są kredyty otrzymane. Nadal znaczący udział w zadłużeniu stanowią zobowiązania wymagalne powstałe w wyniku nieterminowej regulacji zobowiązań. Zmiany w strukturze zadłużenia w latach 2005-2008 wynikały z ograniczenia wzrostu zobowiązań wymagalnych przy jednoczesnej realizacji postępowań naprawczych.

Wykres 17. Zadłużenie i struktura przedmiotowa zadłużenia SPZOZ (mld zł)



W latach 2006-09 zmniejszało się zadłużenie SPZOZ wobec sektora finansów publicznych, na koniec 2009 r. wyniosło ok. 1,7 mld zł (na koniec czerwca 2010 r. 2,0 mld zł). Wpływ na to w szczególności miała restrukturyzacja SPZOZ i częściowo umarzone pożyczki z budżetu państwa, udzielane na mocy ustawy z 2005 r., oraz spadek zobowiązań wobec ZUS.

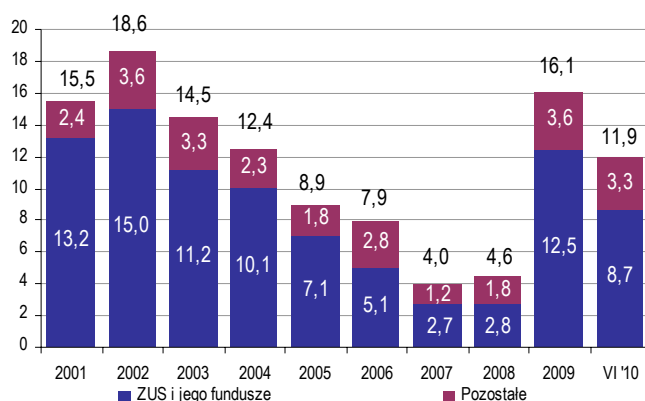
Wykres 18. Zadłużenie SPZOZ w podziale na dług wobec sektora finansów publicznych oraz pozostałych jednostek (mld zł)



### 3) Zadłużenie pozostałych jednostek

Spośród pozostałych podmiotów największą pozycją w latach 2001-09 było zadłużenie ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy, na które niemal w całości składały się zobowiązania FUS. W latach 2003-08 zadłużenie FUS systematycznie malało w wyniku spłaty kredytów w bankach komercyjnych oraz konwersji zobowiązań wymagalnych na obligacje SP. Na koniec 2009 r. dług FUS wyniósł 12,5 mld zł. Składały się na niego pożyczka z budżetu państwa (5,5 mld zł), kredyty w bankach komercyjnych (4 mld zł) oraz zobowiązania wymagalne (3 mld zł). W połowie 2010 r. zobowiązania FUS wyniosły 8,7 mld zł, przy czym spadek zobowiązań nastąpił wobec banków komercyjnych (1,5 mld zł). Wzrost zadłużenia FUS był efektem znaczącej nierównowagi funduszu będącej wynikiem niskiej dynamiki dochodów związanej z obniżeniem w latach 2007-2008 składki rentowej i spowolnieniem gospodarczym oraz istotnego wzrostu wydatków związanych ze świadczeniami rentowymi i emerytalnymi.

Wykres 19. Zadłużenie innych niż SP, JST i SPZOZ jednostek sektora finansów publicznych (mld zł)



Zobowiązania wymagalne FUS były w przeszłości głównie rezultatem problemów z terminowym przekazywaniem do OFE należnej części składek na ubezpieczenie emerytalne w latach 1999-2002. Zobowiązania powstałe w tym okresie, wraz z narosłymi odsetkami były od listopada 2003 r. do końca 2008 r. przejmowane przez SP i konwertowane na obligacje skarbowe. Pozostała część zobowiązań wymagalnych FUS wynikała głównie z nienależnie pobranych składek oraz bieżących składek nierozliczonych i nieprzekazanych terminowo do OFE. Zobowiązania wymagalne w stosunku do 2008 r. wzrosły o ok. 0,2 mld zł (w połowie 2010 r. wyniosły 1,7 mld zł).

Zadłużenie innych podmiotów stanowiło znikomą część długu publicznego i kształtowało się głównie pod wpływem zadłużenia agencji rządowych wobec SP (na koniec 2009 r. 2,7 mld zł, tj. 0,4% długu SFP przed konsolidacją, a na połowę 2010 r. 3,3 mld zł).

#### II.5. 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 2009 r. został ustalony limit gwarancji i poręczeń SP na kwotę 55,0 mld zł, z czego wykorzystano 21,1 mld zł.

Na koniec 2009 r. ponad 80% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Potencjalne niewymagalne zobowiązania w ujęciu nominalnym na koniec 2009 r. wyniosły ok. 48,9 mld zł, tj. 3,6% PKB, wobec 31,5 mld zł, tj. 2,5% PKB na koniec 2008 r. Wzrost potencjalnych niewymagalnych zobowiązań był wynikiem gwarancji przyznawanych na wsparcie rozwoju infrastruktury drogowej.

W 2009 r. SP udzielił gwarancji na łączną kwotę 22,0 mld zł, w tym:

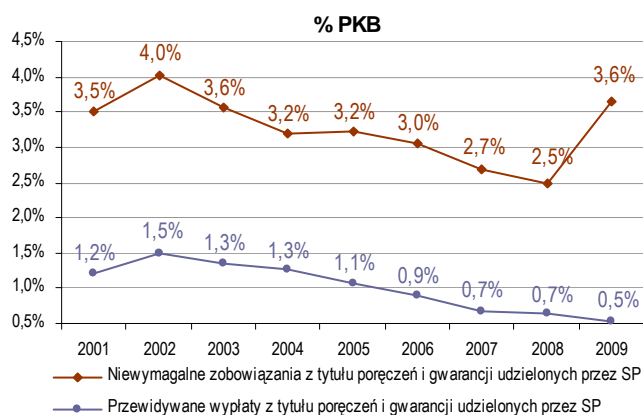
- na spłatę zobowiązań z tytułu obligacji 12,4 mld zł (z czego wyemitowanych przez BGK na rzecz KFD 11,4 mld zł),
- na spłatę zobowiązań z tytułu zaciągniętych kredytów 3,9 mld zł (z czego zaciągniętych przez BGK na rzecz KFD 2,8 mld zł),
- wypłatę środków z KFD w BGK na rzecz partnera publiczno-prywatnego 5,8 mld zł.

Jednocześnie przewidywane wypłaty z tytułu gwarancji i poręczeń spadły o 1,1 mld zł w ujęciu nominalnym i w relacji do PKB na koniec 2009 r. wyniosły ok. 0,5%. Długoterminowy

współczynnik ryzyka dla całego portfela poręczeń i gwarancji spadł z ok. 26% do 15%.

W połowie 2010 r. niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń SP wyniosły 71,4 mld zł.

Wykres 20. Niewymagalne zobowiązania oraz przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP



Wartość niewymagalnych zobowiązań JST z tytułu udzielonych poręczeń spadła z 6,8 mld zł na koniec 2008 r. do 4,9 mld zł na koniec 2009 r., a następnie wzrosła do 5,2 mld zł w połowie 2010 r.

### 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>7</sup>.

##### 1. Wzrost PKB

Gospodarka polska okazała się wyjątkowo odporna na skutki światowego kryzysu finansowego i jako jedna z nielicznych w OECD odnotowała w 2009 r. wzrost gospodarczy (o 1,7%). Bieżąca kondycja polskiej gospodarki, jak i oczekiwana poprawa wyników u głównych partnerów handlowych wskazują, że wzrost PKB w 2010 r. w Polsce przyspieszy do 3,0%. Głównym czynnikiem wzrostu w 2010 r. będzie popyt krajowy, co związane jest z oczekiwanym zwiększeniem się popytu konsumpcyjnego oraz inwestycji. Utrzymująca się odbudowa popytu zagranicznego przy umiarkowanej skali aprecjacji złotego skutkować będzie stopniową poprawą kondycji gospodarki. Ponadto oczekuje się, że po spadkach w latach 2009-2010, zaczną odbudowywać się również inwestycje prywatne. W konsekwencji wzrost PKB w stosunku do 2010 r. przyspieszy o ok. 0,5 pkt. proc. i w 2011 r. wyniesie 3,5%. W latach 2012-2014 realne tempo wzrostu PKB wyraźnie przyspieszy w stosunku do wyniku z lat 2010-2011, przy czym najwyższe będzie w 2012 r., a w kolejnych latach będzie stopniowo obniżać się w kierunku średniej długookresowej.

##### 2. Deficyt fiskalny

W 2009 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł 7,1% PKB, co stanowiło wzrost o 3,4 pkt. proc. w stosunku do 2008 r., istotnie przekraczając próg 3%. Pogorszenie wyniku odnotowano w każdym podsektorze i wyniosło ono nie mniej niż 1,0 pkt. proc. PKB. Znaczący wpływ na tak wysoki poziom deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych miał deficyt podsektora instytucji samorządowych (gł. w IV kw. 2009 r.), który wyniósł aż 15,8 mld zł, tj. 1,2 pkt. proc. PKB oraz deficyt Krajowego Funduszu Drogowego (KFD), co związane jest z realizacją „Programu budowy dróg krajowych 2008-2012”.

W dniu 13 maja 2009 r. Komisja Europejska ponownie objęła Polskę procedurą nadmiernego deficytu, a Rada ECOFIN zgodnie z trybem sformułowanym w ówczesnym art. 104 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską – TWE ogłosiła, że w Polsce istnieje nadmierny deficyt i zaleciła zredukowanie jego wysokości poniżej wartości referencyjnej do 2012 r.

##### 3. Inflacja

Założono, że w całym 2010 r. wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniesie 2,0%. W 2011 r. dynamika inflacji powinna utrzymywać się na poziomie zbliżonym do tegorocznego i wynieść 2,3%. Stosunkowo niskie tempo inflacji będzie wynikało z nadal ograniczonej presji płacowej w gospodarce i wciąż niskiej realnej dynamiki spożycia gospodarstw domowych, a także z efektów aprecjacji złotego. Czynnikiem zwiększającym dynamikę cen będzie planowana podwyżka stawek VAT, chociaż jej wpływ na wzrost cen powinien być częściowo zniwelowany poprzez inne czynniki (np. aprecjację złotego, czy ograniczenie marż). W przypadku cen żywności wpływ ten powinien być neutralny ze względu na różny kierunek zmian stawek dla poszczególnych grup towarów żywnościowych. W latach 2012-2014 celem polityki pieniężnej NBP będzie stabilizacja tempa wzrostu cen konsumpcyjnych na poziomie celu inflacyjnego, co pozwoli na wypełnienie przez Polskę inflacyjnego kryterium konwergencji. Inflacja w tym okresie powinna kształtować się na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego (2,5%).

---

<sup>7</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.

#### 4. Kurs złotego

Prognoza kursu walutowego zakłada, że w latach 2010-2011, w miarę stabilizacji nastrojów na globalnych rynkach finansowych i powrotu gospodarki światowej na ścieżkę wzrostu, złoty powinien się stopniowo umacniać. Aprecjację złotego będą wspierały relatywnie silne fundamenty polskiej gospodarki, w tym niski stopień nierównowagi zewnętrznej oraz napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Umocnieniu polskiej waluty powinny w tym okresie sprzyjać również podwyżki stóp procentowych NBP w ramach cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. W kolejnych latach oczekiwane jest utrzymanie się tendencji aprecjacyjnej złotego.

#### 5. Stopy procentowe

Biorąc po uwagę przewidywany przebieg procesów inflacyjnych w średnim okresie założono, że zmiany kosztu pieniądza banku centralnego będą tak jak dotychczas podporządkowane realizacji ciągłego celu inflacyjnego. Średnio w 2010 r. stopa referencyjna ukształtuje się na poziomie 3,5%. Tempo zmian stóp procentowych będzie zależało od ewentualnego narastania presji inflacyjnej w warunkach postępującego ożywienia gospodarczego.

Tabela 5. Założenia makroekonomiczne przyjęte w Strategii

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Realny wzrost PKB (%)	101,7	103,0	103,5	104,8	104,1	104,0
PKB w cenach bieżących (mld zł)	1343,7	1412,1	1496,3	1608,9	1716,8	1829,5
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	103,5	102,0	102,3	102,5	102,5	102,5
PLN/USD - średnio w okresie	3,1	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7
PLN/EUR - średnio w okresie	4,3	3,9	3,7	3,6	3,5	3,5

#### 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.

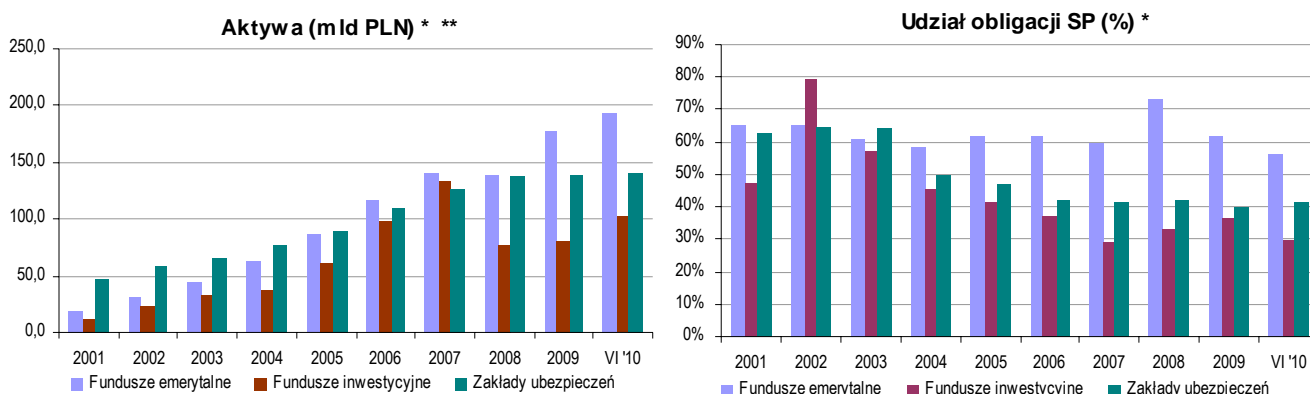
Ostatnia dekada to okres dynamicznego wzrostu wysokości aktywów zarządzanych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych. Do połowy 2008 r. głównym czynnikiem była hossa na rynku akcji. Na skutek względnie niskiego poziomu oprocentowania depozytów, następowało odejście od lokat bankowych na rzecz oferujących potencjalnie wyższe stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych i innych produktów finansowych.

Tendencja ta uległa odwróceniu w 2008 r. w wyniku kryzysu na rynkach finansowych. Znacznie obniżyła się wartość aktywów pozabankowych instytucji finansowych. Największe spadki, ok. 60 mld zł aktywów zanotowały fundusze inwestycyjne, głównie za sprawą załamania na GPW oraz dużej skali umorzeń jednostek. Dodatkową rolę odgrywała rosnąca dochodowość depozytów. Od roku 2009 aktywa krajowych funduszy inwestycyjnych powróciły na ścieżkę wzrostu, do czego przyczynił się powrót koniunktury na rynku akcji i lepszy klimat do inwestowania.

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

- reforma emerytalna z 1999 r. i powstanie otwartych funduszy emerytalnych (OFE) których aktywa są regularnie zasilane przez składki przyszłych emerytów;
- dynamiczny rozwój rynku ubezpieczeniowego (systematyczny wzrost aktywów )
- koniunktura na rynku akcji, która jest jednym z czynników determinujących decyzje w zakresie alokacji oszczędności przez gospodarstwa domowe.

Wykres 21. Aktywa pozabankowych instytucji finansowych i udział obligacji SP w aktywach

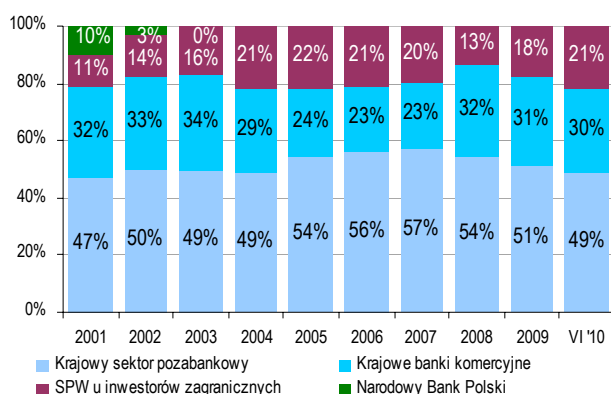


\*) w przypadku zakładów ubezpieczeniowych stan na koniec marca 2010 r.

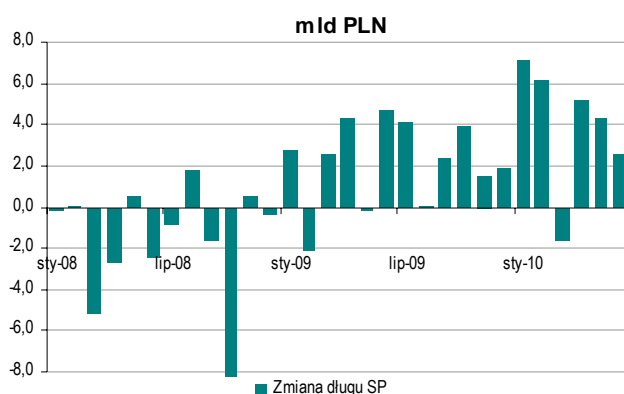
\*\*\*) W przypadku funduszy emerytalnych i inwestycyjnych prezentowane są aktywa netto (aktywa pomniejszone o zobowiązania).

Od 2005 r. w posiadaniu sektora pozabankowego, znajduje się ponad połowa SPW emitowanych na rynek krajowy. Rozwój krajowego sektora pozabankowego przyczynia się do zwiększania stabilności popytu na SPW oraz, ze względu na długoterminowy charakter inwestycji znacznej części instytucji do niego należących, do zwiększania popytu na instrumenty długoterminowe.

Wykres 22. Zadłużenie krajowe SP – struktura podmiotowa



Wykres 23. Zmiany zadłużenia krajowego SP wobec inwestorów zagranicznych



Znaczącą rolę w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym odgrywają również inwestorzy zagraniczni. Popyt z ich strony charakteryzuje się dużą zmiennością, silnie uzależnioną od sytuacji międzynarodowej. Po znaczącym odpływie inwestorów zagranicznych z rynku SPW w 2008 r., w wyniku którego ich udział w długu krajowym obniżył się z ok. 20% do ok. 13%, ponowny napływ tej grupy inwestorów od 2009 r. spowodował zwiększenie ich zaangażowania na rynku krajowym do rekordowych poziomów, tak w ujęciu absolutnym, jak i udziału w długu krajowym SP (odpowiednio 124,6 mld zł, tj. ok. 25% na koniec sierpnia 2010 r.). Postrzeganie Polski przez inwestorów zagranicznych będzie



miało silny wpływ na warunki finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w horyzoncie Strategii.

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

Gospodarka światowa powoli wychodzi z głębokiej recesji. I kwartał 2009 roku wiązał się jeszcze z wysokim poziomem niepewności, za to w II połowie 2009 r. ożywienie gospodarcze na świecie nabierało tempa. Nie zmienia to jednak faktu, że w 2009 r. trzy główne gospodarki, tj. USA, strefa euro i Japonia odnotowały znaczne spadki PKB (kolejno 2,4%, 4,1%, 5,2%). Według prognoz Komisji Europejskiej w 2010 r. PKB w UE wzrośnie o 1,0% (w strefie euro o 0,9%). Pogarsza się jednak stan finansów publicznych. Trzydzieści państw należących do strefy euro jest objętych procedurą nadmiernego deficytu. W I półroczu 2010 r. kontynuowane było stosunkowo silne i wyższe od wcześniejszych oczekiwań ożywienie aktywności w gospodarce światowej, wspierane przez stymulację ze strony polityki makroekonomicznej. Szybko rosły obroty światowego handlu i produkcja przemysłowa. Poprawa koniunktury nie przebiegała jednak równomiernie. Kraje rozwinięte odrabiały straty poniesione w czasie ostatniej recesji wyraźnie wolniej niż kraje *emerging markets*. W 2011 r. nastąpi przyspieszenie tempa wzrostu PKB w strefie euro do 1,5%, tj. wciąż poniżej tempa długookresowego. W kolejnych latach kontynuacja ożywienia będzie utrzymana.

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 i dolara amerykańskiego;
- postrzeganie ryzyka kredytowego polskiego rządu i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych,
- znaczny wzrost potrzeb pożyczkowych wielu państw, będący konsekwencją ubytku dochodów budżetowych wynikającego z dekoniunktury w gospodarce światowej oraz działań poszczególnych rządów, stymulujących wzrost gospodarczy. Mimo podjęcia przez część państw działań zmierzających do obniżenia potrzeb pożyczkowych (spowodowanych kryzysem zadłużenia Grecji i obawami o sytuację fiskalną innych państw strefy euro), efekty w zakresie mniejszej podaży spw będą widoczne bardziej w dłuższym horyzoncie niż w krótkiej perspektywie.

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

Europejski Bank Centralny w efekcie dalszego pogarszania się sytuacji na rynku na początku 2009 r. kontynuował obniżkę podstawowej stopy procentowej do poziomu 1%. Od tego momentu jest ona utrzymywana na tym poziomie i rynek nie przewiduje jej znaczącego wzrostu w najbliższej przyszłości.

#### **2. Rynek amerykański (USD)**

Deficyt budżetu USA w 2009 r. wzrósł do ok. 10% PKB z powodu obniżenia się wpływów podatkowych i wydatków podejmowanych na rzecz ożywienia gospodarki. II połowa 2009 r. przyniosła stopniową stabilizację warunków na rynku finansowym, m in. na skutek mocnych bodźców fiskalno- pieniężnych. FED od grudnia 2008 roku utrzymuje podstawową stopę w przedziale od 0,00 do 0,25% i zapewnił, że stopy zostaną utrzymane na poziomie bliskim zera przez dłuższy czas. Podejmuje też dalsze działania wspierające płynność na rynku finansowym, w tym kontynuuje zakup spw emitowanych przez USA. Rynek nie przewiduje znaczącego wzrostu stóp w najbliższej przyszłości.

#### **3. Rynek japoński (JPY)**

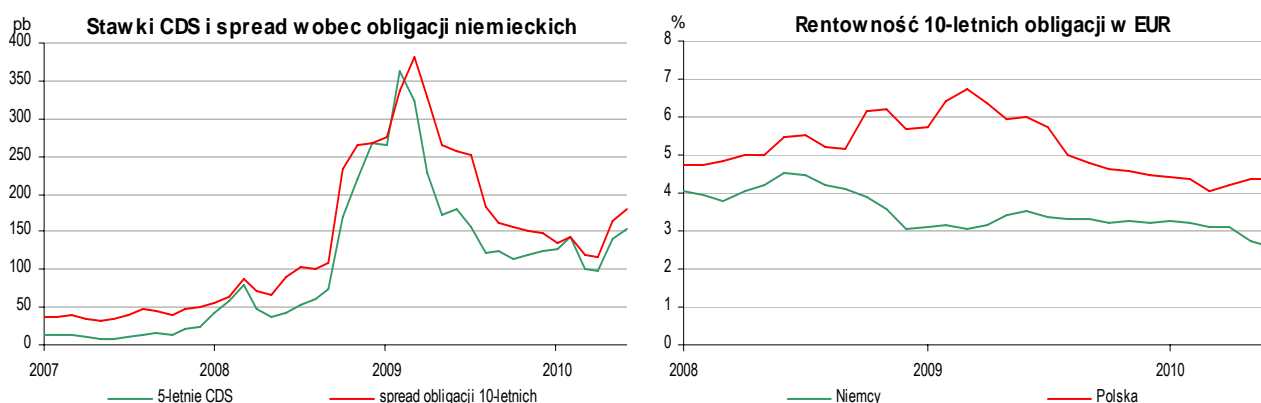
Wychodzenie z recesji gospodarki japońskiej następuje bardzo powoli, istotnym problemem jest wysoki dług publiczny oraz deflacja i słaby popyt wewnętrzny hamujący dalszy rozwój. Japonia ma jeden z największych długów publicznych spośród krajów uprzemysłowionych. Według danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego w 2009 r. wyniósł on ok. 218% PKB. Zadłużenie to jest skutkiem ogromnych wydatków na pobudzenie gospodarki w latach 90. ubiegłego wieku, jak również pakietów stymulujących mających zwalczyć recesję z 2008 r. Bank centralny utrzymuje od grudnia 2008 r. stopy procentowe na poziomie 0,1%, dążąc do pobudzenia gospodarki. Rynek nie przewiduje jej wzrostu w najbliższej przyszłości.

#### 4. Marże kredytowe

Jednym ze skutków kryzysu na światowym rynku finansowym były znaczące zmiany zachowań inwestorów lokujących środki na rynkach instrumentów dłużnych. Niepewność wynikająca z potencjalnych strat oraz ich wpływu na sytuację finansową partnerów transakcji skutkuje znaczącym zmniejszeniem płynności oraz wzrostem awersji do ryzyka. Na przełomie 2008 i 2009 r. wyraźny jest odpływ kapitału z rynków mniejszych, które nie są w stanie zapewnić odpowiedniej płynności w kierunku rynków dużych emitentów. Doprowadziło to do znaczącego rozszerzenia spreadów pomiędzy rentownościami obligacji dużych emitentów o wysokiej wiarygodności kredytowej a rentownościami obligacji skarbowych mniejszych emitentów, w szczególności tych które postrzegane są jako *emerging markets* lub dopiero niedawno przestały być tak kwalifikowane, w tym również Polski.

Stopniowa odbudowa zaufania na światowych rynkach finansowych od II połowy 2009 r. pozwoliła na powrót rynków do wyceny różnic w fundamentach gospodarczych poszczególnych krajów. Różnica między rentownością polskich i niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych w euro zmniejszyła się z ponad 300 pb na początku 2009 r. do ok. 150 pb w połowie 2010 r. Uwzględniając spadek stóp procentowych na rynkach bazowych, koszt finansowania rynkowego w euro obniżył się w stosunku do poziomu sprzed kryzysu. W tym samym czasie w związku z kryzysem greckim rosła rynkowa wycena ryzyka kredytowego znacznej części państw UE, w tym strefy euro, co znalazło również odzwierciedlenie w obniżce ratingów części państw<sup>8</sup>.

Wykres 24. 5-letnie stawki CDS dla Polski oraz rentowności polskich i niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych w EUR



<sup>8</sup> Ocena ryzyka kredytowego państw UE, w tym ratingów kredytowych i kwotowań CDS, zamieszczona została w aneksie 6.

#### IV. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2011-14

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.

Doświadczenia zarządzania długiem wskazują na znaczenie elastyczności i dywersyfikacji źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych. W sytuacjach zawirowań na rynkach finansowych wskazane jest wykorzystanie instrumentów adekwatnych do sytuacji rynkowej. Możliwość wyboru rynku i waluty pozwala jednocześnie na odpowiedni rozkład zaciągania zobowiązań w czasie i gromadzenie rezerw w sytuacji okresowych zawirowań rynkowych, a w konsekwencji na obniżenie ogólnego kosztu pozyskiwania kapitału.

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 zakładanym wysokim poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w latach 2011-14, wciąż duża będzie rola środków pozyskiwanych na rynkach międzynarodowych w ich finansowaniu. Finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu w walutach obcych powinno więc:

- zapewniać dywersyfikację źródeł pozyskiwania środków poprzez dostęp Polski do bazy inwestorów na głównych rynkach finansowych,
- uwzględniać potrzeby pożyczkowe budżetu w walutach obcych, obejmujące spłaty rat kapitałowych i odsetki od długu zagranicznego,
- wzmacniać pozycję Polski na rynku euro, stanowiącym rynek o strategicznym znaczeniu z uwagi na perspektywę pełnej integracji w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej,
- wykorzystywać możliwości, jakie daje dostęp do atrakcyjnego finansowania w międzynarodowych instytucjach finansowych,
- działać stabilizująco na rynek krajowy poprzez zapewnienie bezpieczeństwa finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sytuacji przejściowych zaburzeń na rynku krajowym,

- uwzględniać możliwość zakupu i sprzedaży walut w NBP jako instrumentu zarządzania potrzebami walutowymi budżetu państwa oraz wykorzystania środków pozyskanych na rynkach zagranicznych do finansowania potrzeb pożyczkowych w walucie krajowej, 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

- dążenie do zwiększania 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 średniej zapadalności długu krajowego w wysokości co najmniej 4,5 lat w horyzoncie Strategii,
- obecny poziom ryzyka refinansowania długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;

b) ryzyka kursowego

- utrzymanie przedziału 20-30% dopuszczalnego udziału długu nominowanego w walutach obcych w długu ogółem w okresie poprzedzającym wstąpienie do strefy euro, związane ze zwiększoną zmiennością kursów walutowych oraz potrzebą utrzymania elastycznego podejścia w zakresie zaciągania zobowiązań,
- możliwość zastosowania instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem kursowym w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu oraz finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa,
- 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,
- możliwość oddzielenia 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,
- wykorzystanie wolnych środków niektórych jednostek sektora finansów publicznych, w tym państwowych funduszy celowych, w zarządzaniu płynnością budżetu państwa,
- 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,
- możliwość wykorzystania płynnych środków walutowych w zarządzaniu płynnością złotową;

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 CZTEROLETNIM

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 długoterminowy i obejmują działania realizowane w sposób ciągły. Zadania Strategii są w dużej mierze współzależne, tj. poszczególne działania mogą się przyczyniać jednocześnie do realizacji więcej niż jednego zadania.

### 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, minimalizację kosztów obsługi długu SP. Płynność rynku ma kluczowe znaczenie w kontekście planowanego wejścia Polski do strefy euro, 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 horyzoncie Strategii możliwe będzie zwiększenie jednostkowej wartości obligacji benchmarkowych powyżej 30 mld zł. W połowie 2010 r. zadłużenie w 13 seriach obligacji (w tym 12 o oprocentowaniu stałym) przekraczało równowartość 5 mld EUR.

- Emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro, służących budowaniu polskiej krzywej rentowności. W połowie 2010 r. 4 serie obligacji miały wartość 3 mld EUR lub więcej, z czego jedna przekraczała 5 mld EUR.
- Dostosowanie polityki emisyjnej, w tym przetargów sprzedaży, zamiany i odkupu, 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),

- 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,
  - 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, z zachowaniem zasad konkurencyjności oraz transparentności, 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. 74 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. 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 zmianą legislacyjną, które będzie miała wpływ na gospodarkę finansową jednostek sektora finansów publicznych jest projekt zmiany ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw. W zakresie oddziaływania na dług publiczny projekt zmian ustawy wprowadzi następujące zmiany w stosunku do obecnie obowiązującej:

- zmianę zakresu sektora finansów publicznych poprzez włączenie do sektora Państwowe Gospodarstwo Leśne Lasy Państwowe;
- wzmocnienie systemu zarządzania płynnością budżetu państwa polegające na:
  - obowiązku lokowania wolnych środków państwowych funduszy celowych, agencji wykonawczych oraz innych niektórych jednostek sektora finansów publicznych na rachunku Ministra Finansów,
  - możliwości lokowania przez jednostki samorządu terytorialnego oraz inne jednostki sektora finansów publicznych wolnych środków w formie depozytu prowadzonego przez Ministra Finansów;

Działania te stanowią zmianę systemową, prowadzącą do zwiększenia efektywności zarządzania aktywami sektora. Ich wynikiem będzie zmniejszenie potrzeb pożyczkowych o wykorzystane wolne środki jednostek sektora finansów publicznych, jak również obniżenie poziomu państwowego długu publicznego i kosztów obsługi długu SP, przy zachowaniu samodzielności jednostek w dysponowaniu środkami niezbędnymi na realizację ich zadań. Zakładanym w ustawie budżetowej na 2011 r. wpływem wejścia w życie nowelizacji ustawy o finansach publicznych będzie obniżenie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa o ok. 19,8 mld zł;

- wprowadzenie wydatkowej reguły dyscyplinującej w celu osiągnięcia trwałej stabilności finansów publicznych, która będzie polegała na:
  - ograniczeniu wzrostu wydatków o charakterze uznaniowym (tzw. elastycznych) oraz nowych wydatków prawnie zdeterminowanych do poziomu tempa inflacji powiększonej o 1 p. proc. w okresie obowiązywania procedury nadmiernego deficytu (Polska została objęta procedurą nadmiernego deficytu 7 lipca 2009 r.),
  - stabilizacji deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie celu średniokresowego, tj. 1% PKB, po uchyleniu procedury nadmiernego deficytu.
- wzmocnienie procedur ostrożnościowych gdy relacja państwowego długu publicznego do produktu krajowego brutto przekracza 55%, polegające m.in. na:
  - okresowym zwiększeniu obowiązujących stawek podatku od towarów i usług,
  - okresowym wyłączeniu stosowania części ulg i zwolnień w podatku dochodowym od osób fizycznych,
  - dokonaniu przez Radę Ministrów przeglądu obowiązujących przepisów w celu przedstawienia propozycji dodatkowych rozwiązań prawnych, mających wpływ na poziom dochodów budżetu państwa,



- ograniczeniu możliwości zaciągania nowych zobowiązań na przygotowanie inwestycji przez organy administracji rządowej do inwestycji współfinansowanych z udziałem środków z UE.

Zgodnie z ustawą z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych od 2011 r. będą obowiązywać zasady zrównoważonego budżetu bieżącego JST, a od 2014 r. system indywidualnych limitów dotyczących zaciągania długu, uzależniających możliwą wysokość zadłużenia poszczególnych jednostek od zdolności do jego spłaty<sup>9</sup>.

## **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 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%.
- 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.

W horyzoncie objętym Strategią zarządzania długiem sektora finansów publicznych nastąpi wzrost potencjalnych zobowiązań z tytułu udzielanych poręczeń i gwarancji SP. Na koniec 2010 r. w relacji do PKB mogą przekroczyć próg 4,5% przyjęty w Strategii udzielania poręczeń i gwarancji. Limit na 2010 r. w przyjętej ustawie budżetowej został ustalony na poziomie 55 mld zł, a w projekcie ustawy budżetowej na 2011 r. zapisano limit 40 mld zł. Zakłada się, że nie wzrośnie ryzyko wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji SP.

Skala wykorzystania instrumentu gwarancji i poręczeń SP będzie wynikała z kontynuacji inwestycji infrastrukturalnych oraz inicjatyw wspierających polską gospodarkę. Największy wpływ we wzroście potencjalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SP będą miały poręczenia i gwarancje udzielane następującym podmiotom:

- Bankowi Gospodarstwa Krajowego na:
  - emisję obligacji na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) w celu finansowania budowy infrastruktury drogowej;
  - emisję obligacji oraz zaciągania kredytów i pożyczek w celu wspierania polskiego eksportu;
- podmiotom realizującym budowę autostrad w trybie koncesyjnym (koncesjonariuszom), gwarancje SP na wypłatę środków z KFD w wysokości koniecznej do spłaty zobowiązań z tytułu kredytów zaciągniętych w krajowych i międzynarodowych instytucjach finansowych oraz wyemitowanych obligacji korporacyjnych.

<sup>9</sup> Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST omówione zostały w aneksie 2.

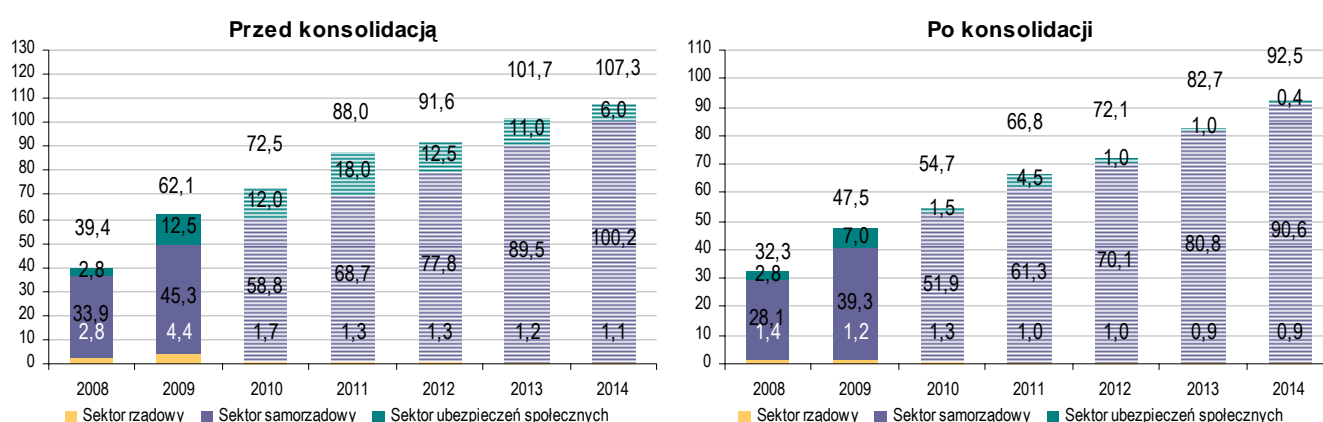
### VI.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa

Przy przyjętych założeniach nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP w horyzoncie Strategii wzrośnie z 72,5 mld zł do 107,3 mld zł przed konsolidacją i z 54,7 mld zł do 92,5 mld zł po konsolidacji. Wzrost ten będzie wypadkową:

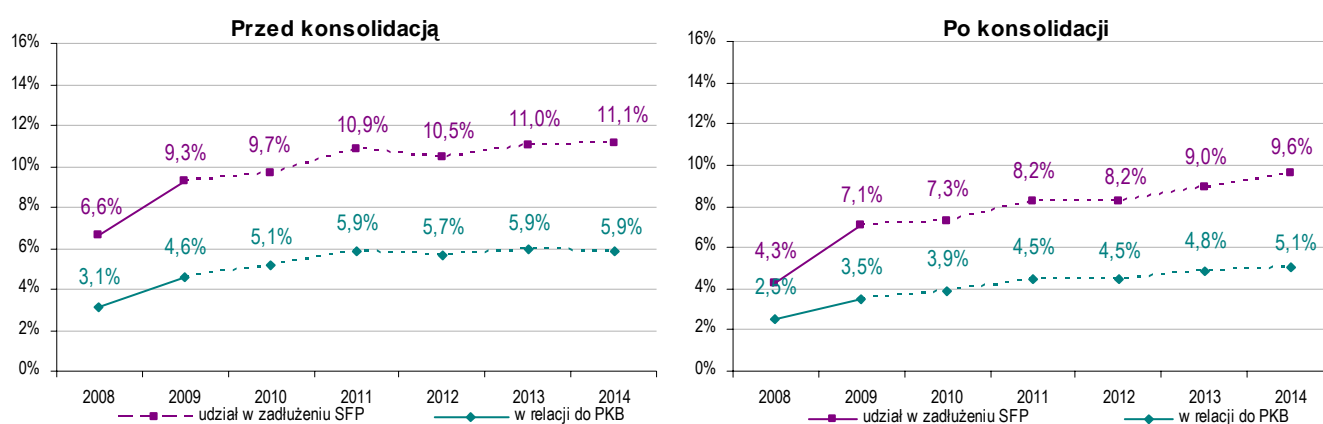
- systematycznego wzrostu długu JST i ich związków,
- stabilizacji zadłużenia SPZOZ,
- stopniowej poprawy wyniku FUS,
- stabilizacji zadłużenia pozostałych jednostek sektora rządowego i samorządowego.

Zadłużenie przed konsolidacją pozostałego sektora w relacji do PKB w horyzoncie Strategii będzie kształtować się na poziomie ok. 5,9%, z kolei zadłużenie po konsolidacji wzrośnie z 3,9% na koniec 2010 r. do 5,1% w 2014 r. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych przed konsolidacją będzie kształtować się na poziomie odpowiednio ok. 11%, z kolei po konsolidacji wzrośnie z 7,3% do 9,6%.

Wykres 25. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory (w mld zł)



Wykres 26. 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 będzie systematycznie rosło i będzie pochodną deficytów oraz nadwyżek poszczególnych jednostek. Potrzeby pożyczkowe JST będą wynikać przede wszystkim z wysokich wydatków przeznaczonych na realizację projektów infrastrukturalnych, w tym współfinansowanych środkami z funduszy UE z perspektywy finansowej 2007-13. Podobnie jak w latach poprzednich, najwięcej długu będą generować miasta na prawach powiatu oraz gminy.

Dominującym instrumentem w finansowaniu potrzeb pożyczkowych JST pozostaną kredyty pozyskiwane z banków komercyjnych na rynku krajowym. Rosnąć będzie zadłużenie z tytułu obligacji komunalnych, w szczególności emitowanych przez duże jednostki. Prawdopodobny

jest dalszy wzrost roli zadłużenia zagranicznego, tak z tytułu obligacji emitowanych na rynkach międzynarodowych, jak i kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych.

Od 2011 r. zacznie obowiązywać reguła zrównoważonego budżetu bieżącego JST, która będzie miała wpływ na skalę zaciągania nowych zobowiązań. Zaciąganie zobowiązań przez JST do 2013 r. będzie odbywało się na zasadach określonych w nieobowiązującej ustawie z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych. Reguły zaciągania zobowiązań zdefiniowane w ustawie z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych mające na celu przeciwdziałanie nadmiernemu zadłużaniu się JST zaczną obowiązywać od 2014 r.

## **2) Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej**

Założono, że zadłużenie SPZOZ przed konsolidacją w horyzoncie Strategii ustabilizuje się. Zadłużenie jednostek samorządowych będzie nadal dominować w strukturze całości zobowiązań SPZOZ.

Zmiany zadłużenia będą wynikiem:

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

Dominującym składnikiem zadłużenia pozostaną kredyty.

## **3) Zadłużenie pozostałych jednostek**

Zadłużenie przed konsolidacją pozostałych jednostek sektora finansów publicznych w horyzoncie Strategii będzie wypadkową:

- zmian zadłużenia pozostałych państwowych osób prawnych, głównie agencji rolnych,
- stopniowej poprawy wyniku FUS,
- stabilizacji zadłużenia państwowych szkół wyższych, państwowych i samorządowych instytucji kultury, PAN i tworzonych przez PAN jednostek organizacyjnych.

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

## 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 oczekiwany 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 rosła, przekraczając próg 50% w 2010 r. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych, przekroczenie progu 50% w 2010 r. oznaczać będzie konieczność przyjęcia w ustawie budżetowej na 2012 r. nie wyższej relacji deficytu budżetowego do dochodów niż przyjęta w budżecie na 2011 r. Ograniczenie to będzie miało wpływ na poziom deficytów budżetowych w kolejnych latach.

W latach 2010-12 relacja długu do PKB będzie utrzymywać się blisko progu 55%. Oznacza to występowanie ryzyka przekroczenia tego progu i uruchomienia sankcji wynikających z ustawy o finansach publicznych. Z uwagi na znaczny udział długu w walutach obcych w długu SP duże znaczenie dla kształtowania się relacji będzie miał poziom kursu złotego na koniec poszczególnych lat. W latach 2013-2014 przewiduje się spadek tej relacji do poziomu 52,7%.

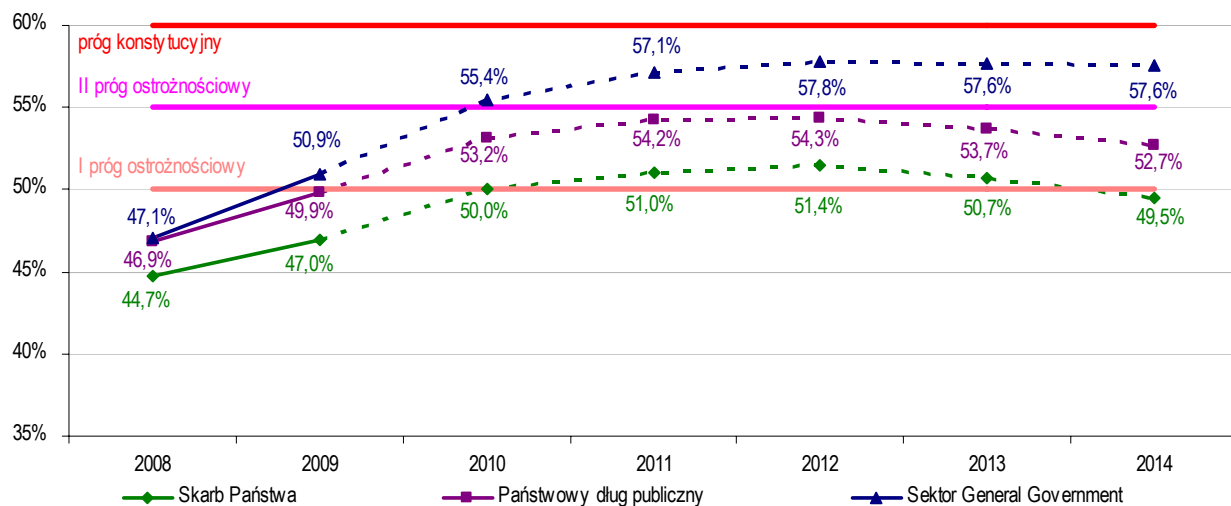
Spadkowi relacji państwowego długu publicznego do PKB towarzyszyć będzie wzrost relacji długu sektora *general government* do PKB do poziomu 57,8% w 2012 r., a następnie jej stabilizacja. Przy przyjętych założeniach w horyzoncie Strategii nie wystąpi zagrożenie przekroczenia przez tę relację progu 60% przewidzianego w Traktacie z Maastricht.

Wzrost kosztów obsługi długu SP będzie wynikać przede wszystkim z przyrostu długu, a ich relacja do PKB wzrośnie do 2,7% w latach 2012-13 i obniży się do 2,6% w 2014 r.

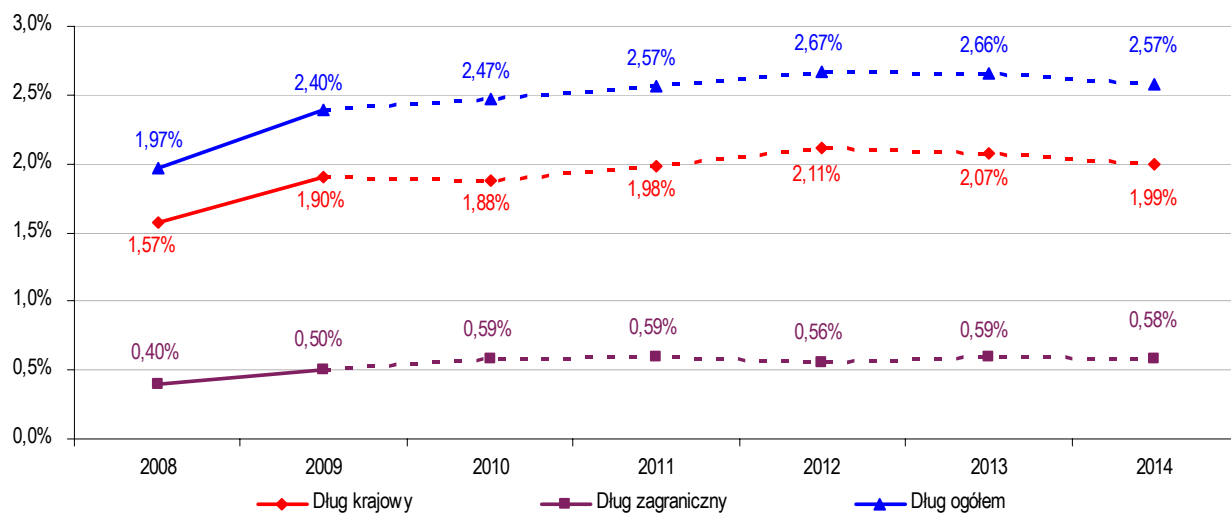
Tabela 6. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>1. Dług Skarbu Państwa</b>						
a) w mld zł	631,5	706,5	763,7	827,5	870,1	905,8
krajowy	462,7	516,4	557,9	611,1	642,0	661,8
zagraniczny	168,8	184,9	205,7	216,4	228,1	244,1
b) w relacji do PKB	47,0%	50,0%	51,0%	51,4%	50,7%	49,5%
<b>2. Państwowy dług publiczny</b>						
a) w mld zł	669,9	750,8	811,4	873,9	922,5	964,8
b) w relacji do PKB	49,9%	53,2%	54,2%	54,3%	53,7%	52,7%
<b>3. Dług sektora <i>general government</i></b>						
a) w mld zł	684,1	783,0	854,6	930,5	989,5	1.054,2
b) w relacji do PKB	50,9%	55,4%	57,1%	57,8%	57,6%	57,6%
<b>4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)</b>						
a) w mld zł	32,2	34,9	38,4	43,0	45,7	47,1
b) w relacji do PKB, w tym:	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,7%	2,6%
- długu krajowego	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%	2,0%
- długu zagranicznego	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%

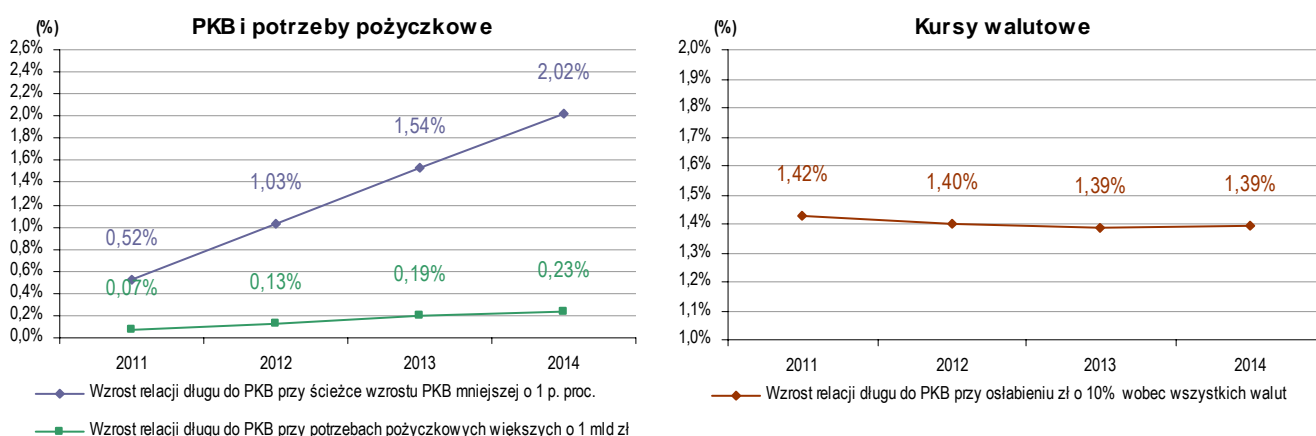
Wykres 27. Relacja długu publicznego do PKB



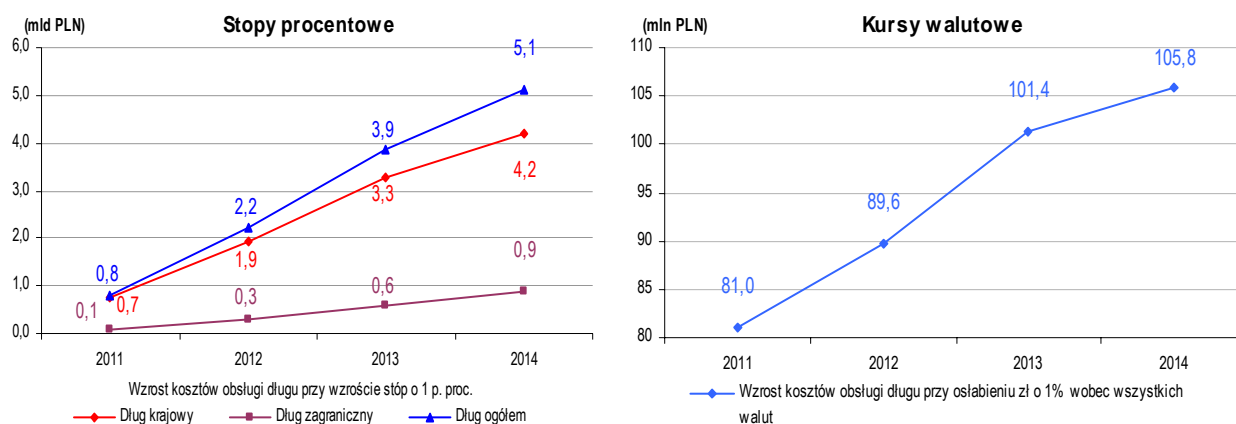
Wykres 28. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB



Wykres 29. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń



Wykres 30. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP do PKB na zmiany założeń



### Dług potencjalny (gwarancje i poręczenia)

Przewiduje się, że relacja potencjalnych zobowiązań SP z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB przekroczy 4,5%. Jednocześnie wysokość przewidywanych wypłat z tego tytułu pozostanie na bezpiecznym poziomie, tj. nie przekroczy progu 1,4% PKB zapisanego w Strategii udzielania poręczeń i gwarancji.

Tabela 7. Prognoza niewymagalnych zobowiązań i przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji SFP i SP

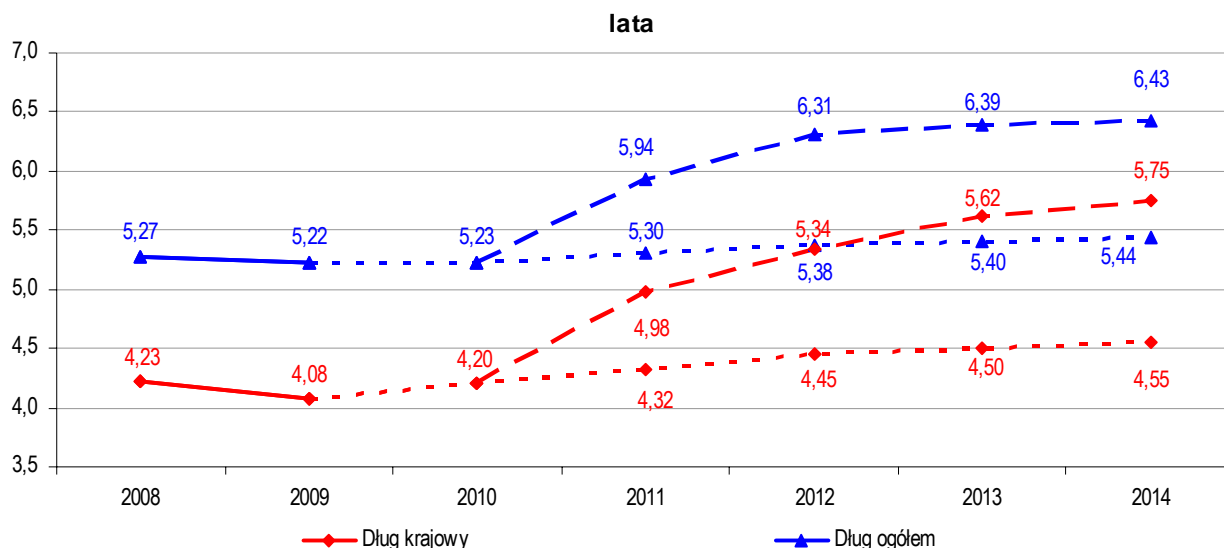
Sektor finansów publicznych		2010	2011	2012	2013	2014
Zobowiązania niewymagalne	w mld zł	95,6	126,5	138,3	138,9	140,6
	w % PKB	6,77%	8,45%	8,60%	8,09%	7,68%
Przewidywane wypłaty	w mld zł	7,0	5,8	6,5	6,8	6,6
	w % PKB	0,50%	0,39%	0,40%	0,40%	0,36%
Skarb Państwa		2010	2011	2012	2013	2014
Zobowiązania niewymagalne	w mld zł	92,5	123,4	135,2	135,9	137,6
	w % PKB	6,55%	8,25%	8,40%	7,92%	7,52%
Przewidywane wypłaty	w mld zł	6,8	5,6	6,4	6,7	6,5
	w % PKB	0,48%	0,37%	0,40%	0,39%	0,36%

### VII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

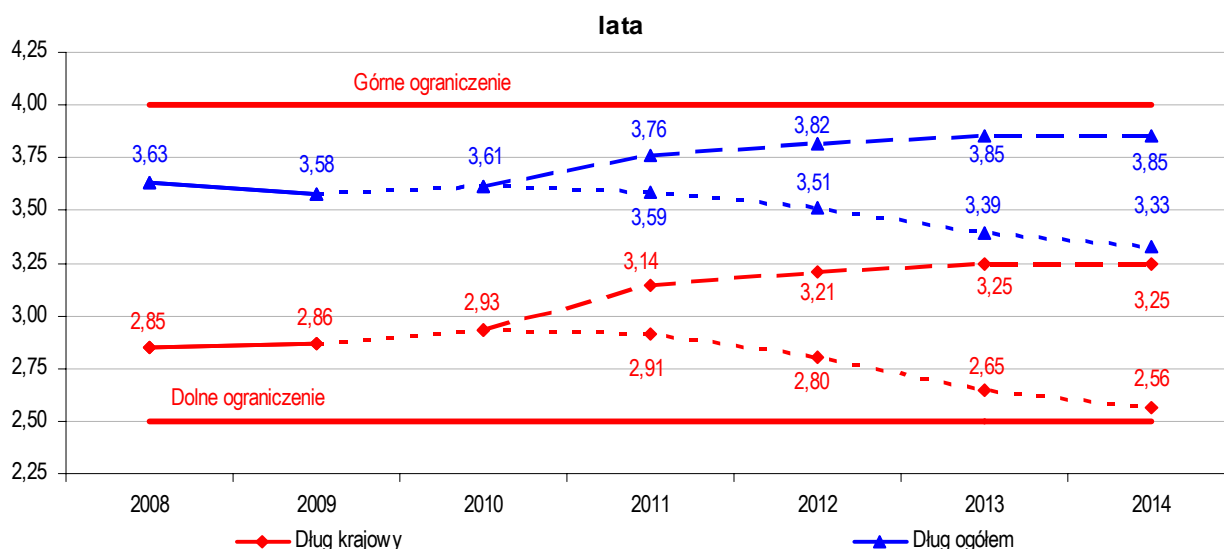
Przewiduje się, że w horyzoncie Strategii:

- ograniczeniu ulegnie ryzyko refinansowania - średnia zapadalność rynkowego długu krajowego SP wzrośnie, w zależności od przyjętej strategii finansowania, do ok. 4,6-5,8 roku, a całego długu SP będzie się mieścić w przedziale ok. 5,4-6,4 roku,

Wykres 31. Średnia zapadalność długu SP



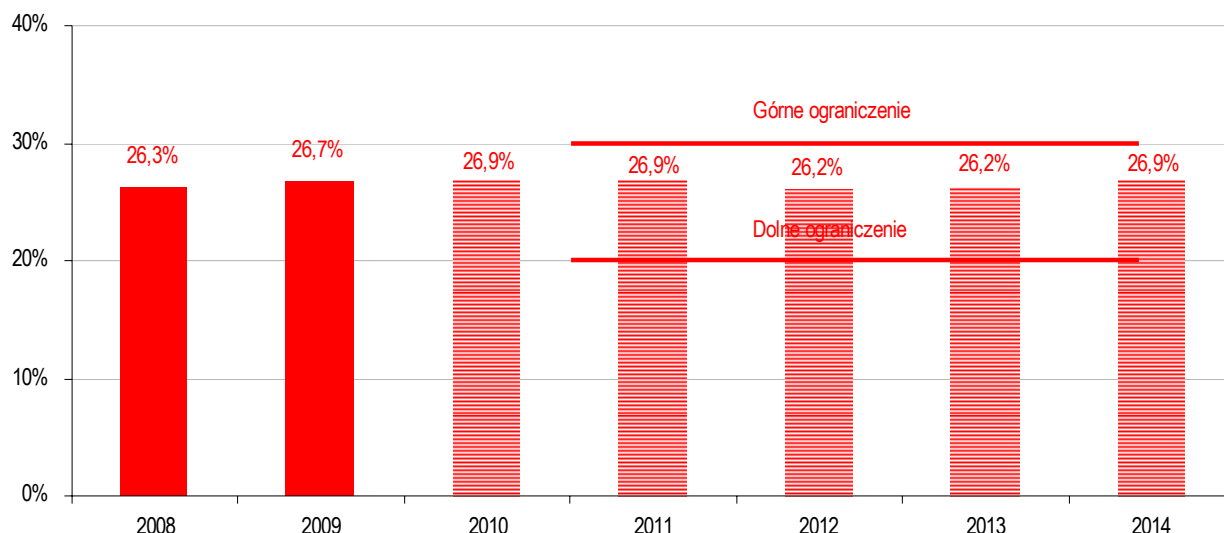
- ryzyko stopy procentowej pozostawać będzie w założonym w Strategii przedziale, w zależności od przyjętej struktury finansowania *duration* rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 2,6-3,3 roku wobec ok. 2,9 roku przewidywanego na koniec 2010 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,4 – 4,0 roku,



Wykres 32. Duration długu SP

- średni udział długu zagranicznego wyniesie ok. 26,6%, przy czym możliwe są odchylenia od scenariusza bazowego w przyjętym w Strategii przedziale 20-30%, związane z elastycznym podejściem do finansowania zagranicznego.

Wykres 33. 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 wolniejszym wzrostem PKB, wyższymi stopami procentowymi oraz wahaniami kursu walutowego;
- 2) uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
  - wolniejszym tempem wychodzenia głównych gospodarek z recesji oraz kryzysu finansowego,
  - ponownym odpływem kapitału pożyczkowego w kierunku inwestycji na rynkach bazowych, spowodowanym obawami o sytuację fiskalną emitentów ze strefy euro i awersją inwestorów globalnych do ryzyka;
- 3) ryzykiem przekroczenia w horyzoncie *Strategii* progu 55% relacji długu publicznego do PKB oraz progu 60% relacji długu sektora *general government*, w związku z:
  - wyższym poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zależnym m.in. od koniunktury w polskiej gospodarce,
  - wielkością wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych w dyspozycji Ministra Finansów w związku z planowaną zmianą ustawy o finansach publicznych,
  - niższym kursem złotego w stosunku do założonego w *Strategii*,
  - znacznym przyrostem zadłużenia innych niż SP podmiotów sektora finansów publicznych, przede wszystkim JST,
  - podziałem ryzyka między partnera publicznego i prywatnego w umowach partnerstwa publiczno-prywatnego,
  - koniecznością wykonania poręczeń lub gwarancji udzielanych przez podmioty sektora finansów publicznych.

Wyzwaniem we wszystkich trzech obszarach będą szczególnie nakłady na inwestycje infrastrukturalne współfinansowane ze środków UE.

- 4) niepewnością związaną z harmonogramem wejścia Polski do strefy euro i jej wpływem na kurs walutowy i stopy procentowe.



## Aneks 1. Słowniczek pojęć

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

$NS_t$  – wyrażony w złotych nominał dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,

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

$I_0$  – bieżący wskaźnik indeksacji dla nominału 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** – miara wrażliwości kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych, a więc miara ryzyka stopy procentowej związanego z długiem publicznym. *Duration* interpretowana jest jako wyrażona w latach średnia długość okresu dostosowania kosztów obsługi długu do zmiany poziomu stop procentowych. Im wyższy jest poziom stóp procentowych oraz większy udział instrumentów krótkoterminowych i o zmiennym oprocentowaniu, tym wyższe ryzyko stopy procentowej i niższa *duration*. *Duration* 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.

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

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

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. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
<p>1. Konstytucja RP</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 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);</li> </ul>	<p>1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 126) - określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (<i>Excessive Deficit Procedure - EDP</i>);</li> </ul>
<p>2. Ustawa o finansach publicznych</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia;</li> <li>➤ definicja sektora finansów publicznych.</li> </ul>	<p>2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%;</li> </ul>
	<p>3. Rozporządzenie o stosowaniu Protokołu w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych;</li> </ul>
	<p>4. Rozporządzenie statystyczne <i>European System of Accounts</i> (ESA 95)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych;</li> <li>➤ definicja sektora general government.</li> </ul>

Tabela 2. Limity określone w ustawie o finansach publicznych dotyczące zaciągania długu publicznego

Obowiązująca ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych
<p><b>I. Procedury dotyczące limitów na relację państwowego długu publicznego do PKB</b></p> <p><b>1) jeśli relacja w roku x jest większa od 50%, a nie większa od 55% PKB:</b></p> <p>2. relacja deficytu budżetu państwa do jego dochodów w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 nie może być wyższa niż w roku x+1;</p>
<p><b>2) jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60% PKB:</b></p> <p>a) przyjmuje się brak deficytu lub poziom różnicy dochodów i wydatków budżetu państwa w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 zapewniający spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x;</p> <p>b) deficyt budżetowy JST pomniejszony o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych oraz wolne środki w uchwale budżetowej na rok x+2 może wynikać jedynie z wydatków związanych z realizacją zadań współfinansowanych ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA;</p> <p>c) 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>➤ 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, Krajowej Rady Sądownictwa, sądownictwa powszechnego oraz wojewódzkich sądów administracyjnych, Rzecznika Praw Obywatelskich, Rzecznika Praw Dziecka, Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji, Generalnego Inspektora Ochrony Danych Osobowych, Instytutu Pamięci Narodowej – Komisji Ścigania Zbrodni przeciwko Narodowi Polskiemu, Krajowego Biura Wyborczego, Państwowej Inspekcji Pracy nie może być wyższy niż w administracji rządowej;</li> </ul> <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>

## Obowiązująca ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

### 3) jeśli relacja w roku x jest równa lub większa od 60% PKB:

- a) obowiązują procedury przewidziane w pkt. a, c i d dla relacji większej od 55%, a nie większej od 60% PKB;
- b) uchwalane na rok x+2 budżety JST muszą być przynajmniej zrównoważone;
- c) wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych;
- d) Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu ograniczenie relacji państwowego długu publicznego do PKB do poziomu poniżej 60%;

### II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST

- a) JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:
  - spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów,
  - pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST,
  - finansowanie planowanego deficytu budżetu JST;
  - wyprzedzające finansowanie zadań finansowych ze środków pochodzących z budżetu EU;
- 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;
- c) JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym:
  - dyskonto od emitowanych przez JST papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej,
  - kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna;
- d) Relacja łącznych kwot z tytułu:
  - spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek,
  - wykupów papierów wartościowych emitowanych przez JST wraz z należnymi odsetkami i dyskontem od papierów wartościowych,
  - potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń oraz gwarancji,do planowanych dochodów budżetu JST nie może przekroczyć:  
(obowiązuje do 31 grudnia 2013 r.)

➤ w danym roku budżetowym 15%, a gdy relacja państwowego długu publicznego do PKB przekroczy 55% to 12%;

(obowiązuje od 1 stycznia 2014 r.)

➤ 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;

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%;

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;

(obowiązuje od 1 stycznia 2011 r.)

g) 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;

h) 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;

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

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora <i>general government</i>
<b>1) zakres sektora finansów publicznych</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ zakres sektora <i>general government</i> został zdefiniowany w ESA95<sup>2)</sup>; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;</li> </ul>
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, FK):	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ są zaliczane do sektora <i>general government</i><sup>3)</sup>;</li> </ul>
<b>2) tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi);</li> <li>➤ kredyty i pożyczki (w tym papiery wartościowe, których zbywalność jest ograniczona);</li> <li>➤ przyjęte depozyty;</li> <li>➤ zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone);</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych;</li> <li>➤ pożyczki<sup>4)</sup>;</li> <li>➤ gotówka i depozyty;</li> </ul>
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ zobowiązania wymagalne;</li> </ul>	- <sup>5)</sup>
<b>3) dług potencjalny</b>	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
<p><b>a.</b> 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;</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami;</li> <li>➤ po spełnieniu określonych kryteriów (zgodnie z zasadami ESA'95) dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejęcia długu);</li> </ul>

- 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) Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć związanych z budową infrastruktury, po spełnieniu określonych kryteriów w zadłużeniu sektora instytucji rządowych i samorządowych poza zobowiązaniami przedmiotowych Funduszy mogą być ujmowane także nakłady inwestycyjne poniesione przez podmioty spoza sektora realizujące inwestycje tego typu (imputed loan = pożyczka przypisana).
- 4) Eurostat stosuje szerszą definicję pożyczek, wg której jako pożyczkę przypisaną (imputed loan) należy traktować również np. płatności początkowe otrzymywane od partnera transakcji swap.
- 5) Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie lub nadwyżce) sektora *general government*.

### Aneks 3. 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>10</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 zburokratyzowania 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>10</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 10 z 16 państw strefy euro).

Tabela 4. 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
	Słowacja		Štátna pokladnica
Strefa euro	Cypr	rządowy	Υπουργείο Οικονομικών
	Grecja		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
	Szwecja		Riksgäldskontoret
	Węgry		Államadósság Kezelő Központ Zrt.
	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 4. Deficyt i dług publiczny oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE

	2008			2009		
	deficyt/nadwyżka %PKB	dług %PKB	stopa 10-letnia (%)	deficyt/nadwyżka % PKB	dług % PKB	stopa 10-letnia (%)
Włochy	-2,7	106,1	4,68	-5,3	115,8	4,31
Grecja	-7,7	99,2	4,80	-13,6	115,1	5,17
Belgia	-1,2	89,8	4,42	-6,0	96,7	3,90
Węgry	-3,8	72,9	8,24	-4,0	78,3	9,12
Francja	-3,3	67,5	4,23	-7,5	77,6	3,65
Portugalia	-2,8	66,3	4,52	-9,4	76,8	4,21
Niemcy	0,0	66,0	3,98	-3,3	73,2	3,22
Malta	-4,5	63,7	4,81	-3,8	69,1	4,54
Austria	-0,4	62,6	4,36	-3,4	66,5	3,94
Holandia	0,7	58,2	4,23	-5,3	60,9	3,69
Wielka Brytania	-4,9	52,0	4,50	-11,5	68,1	3,36
Cypr	0,9	48,4	4,60	-6,1	56,2	4,60
<b>Polska</b>	<b>-3,7</b>	<b>47,2</b>	<b>6,07</b>	<b>-7,1</b>	<b>50,9</b>	<b>6,12</b>
Irlandia	-7,3	43,9	4,53	-14,3	64,0	5,23
Hiszpania	-4,1	39,7	4,37	-11,2	53,2	3,98
Szwecja	2,5	38,3	3,89	-0,5	42,3	3,25
Finlandia	4,2	34,2	4,29	-2,2	44,0	3,74
Dania	3,4	34,2	4,28	-2,7	41,6	3,59
Czechy	-2,7	30,0	4,63	-5,9	35,4	4,84
Słowacja	-2,3	27,7	4,72	-6,8	35,7	4,71
Słowenia	-1,7	22,6	4,61	-5,5	35,9	4,38
Litwa	-3,3	15,6	5,61	-8,9	29,3	14,00
Łotwa	-4,1	19,5	6,43	-9,0	36,1	12,36
Luksemburg	2,9	13,7	4,61	-0,7	14,5	4,23
Bułgaria	1,8	14,1	5,38	-3,9	14,8	7,22
Rumunia	-5,4	13,3	7,70	-8,3	23,7	9,69
Estonia	-2,7	4,6	-	-1,7	7,2	-
<b>UE 27</b>	<b>-2,3</b>	<b>61,5</b>	<b>-</b>	<b>-6,8</b>	<b>73,6</b>	<b>4,13</b>
<b>Strefa euro</b>	<b>-1,9</b>	<b>69,6</b>	<b>-</b>	<b>-6,3</b>	<b>78,7</b>	<b>3,82</b>

<sup>1)</sup> Stopa 10-letnia - średnia ze średnich miesięcznych rentowności obligacji 10-letnich za okres ostatnich dwunastu miesięcy; średnia w grudniu; Eurostat.

<sup>2)</sup> Dane dot. wyniku deficytu i długu dla Polski – dane MF, pozostałe dane na podstawie Eurostat Euro-indicators news release 56/2009 z 22 kwietnia 2009 r.

## Aneks 5. Średnia zapadalność i duration długu wybranych państw UE w 2009 r.

Tabela 5. Średnia zapadalność i duration długu wybranych państw UE w 2009 r.

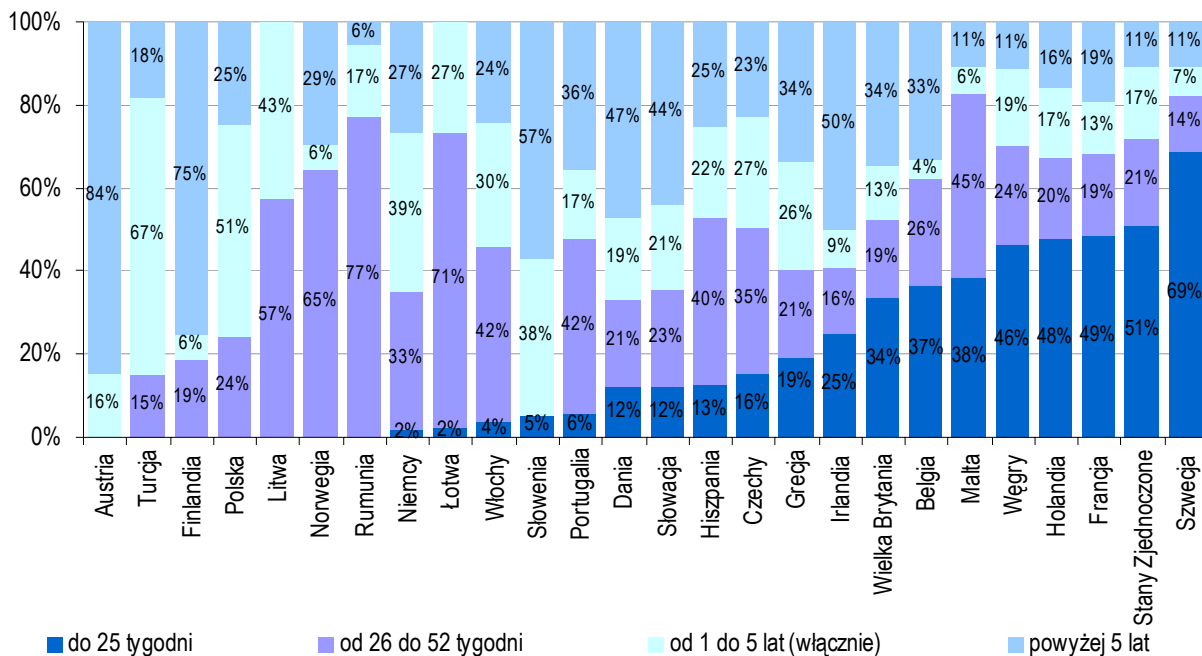
	ATM			Duration		
	Razem	Krajowy	Zagraniczny	Razem	Krajowy	Zagraniczny
Austria	8,40	8,60	2,50	6,10	6,20	2,20
Belgia	5,94	5,96	0,25	3,87**	3,89**	0,10**
Czechy	6,50	*	*	4,2**	*	*
Dania	8,20	9,70	2,70	10,50	6,70	0,20
Estonia	*	*	*	*	*	*
Finlandia	4,10	4,10	0,00	2,70	2,70	0,00
Francja	6,60	6,60	*	5,10**	5,10**	*
Grecja	7,90	*	*	*	4,90	*
Hiszpania	6,40	6,40	*	4,50	4,50	*
Holandia	6,60	6,60	*	*	*	*
Irlandia	6,70	*	*	6,00	*	*
Luksemburg	5,40	5,40	*	*	*	*
Niemcy	5,90	5,90	1,40	4,5**	4,5**	0,3**
<b>Polska</b>	<b>5,22</b>	<b>4,08</b>	<b>8,27</b>	<b>3,59</b>	<b>2,88</b>	<b>5,39</b>
Portugalia	6,06	*	*	3,60	*	*
Słowacja	4,60	4,01	5,75	3,46	3,51	5,15
Słowenia	6,02	4,82	6,88	5,00**	4,32**	5,40**
Szwecja	5,40	6,30	0,13	*	*	*
Węgry	4,42	3,93	5,03	2,88	2,56	3,29
Wielka Brytania	*	14,15	*	*	8,50	*
Włochy	7,10	6,90	10,30	4,80	4,80	5,10

\*) Brak danych.

\*\*) Modyfikowane *duration*.

Źródło: OECD's Statistical Data Warehouse, www.oecd.int.

Wykres 1. Sprzedaż SPW na rynku krajowym w Polsce i wybranych krajach UE pod względem zapadalności w 2010 r. \*



\*) w formie przetargów i syndykatu od 1 stycznia do 15 września 2010 r.

## Aneks 6. Ocena kredytowa długu rządowego państw UE

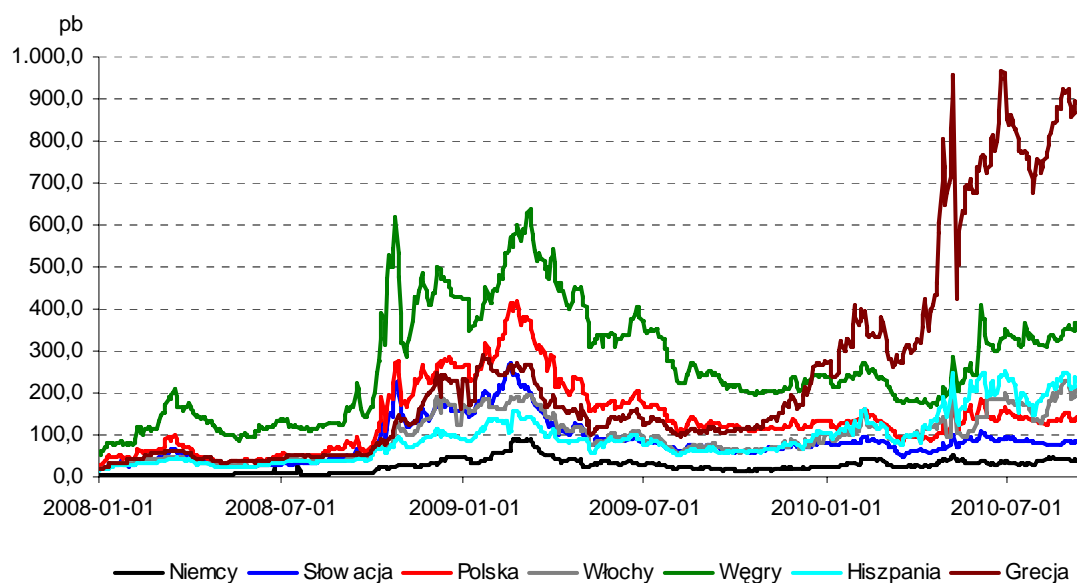
Tabela 6. Ocena kredytowa (rating) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE  
stan na 3 września 2010 r.

	Moody's	StandardHPoor's	Fitch
Austria	Aaa	AAA	AAA
Belgia	Aa1	AA+	AA+
Bułgaria	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	Ba1 ↓↓↓↓↓↓	BB+ ↓↓↓↓	BBB- ↓↓↓↓
Hiszpania	Aaa	AA ↓	AA+ ↓↓
Holandia	Aaa	AAA	AAA
Irlandia	Aa2 ↓	AA- ↓	AA- ↓↓
Litwa	Baa1 ↓	BBB	BBB
Łotwa	Baa3	BB ↓	BB+
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	A1 ↓↓↓	A- ↓↓	AA- ↓
Rumunia	Baa3	BB+	BB+
Słowacja	A1	A+	A+
Słowenia	Aa2	AA	AA
Szwecja	Aaa	AAA	AAA
Węgry	Baa1	BBB-	BBB
Wielka Brytania	Aaa	AAA	AAA
Włochy	Aa2	A+	AA-

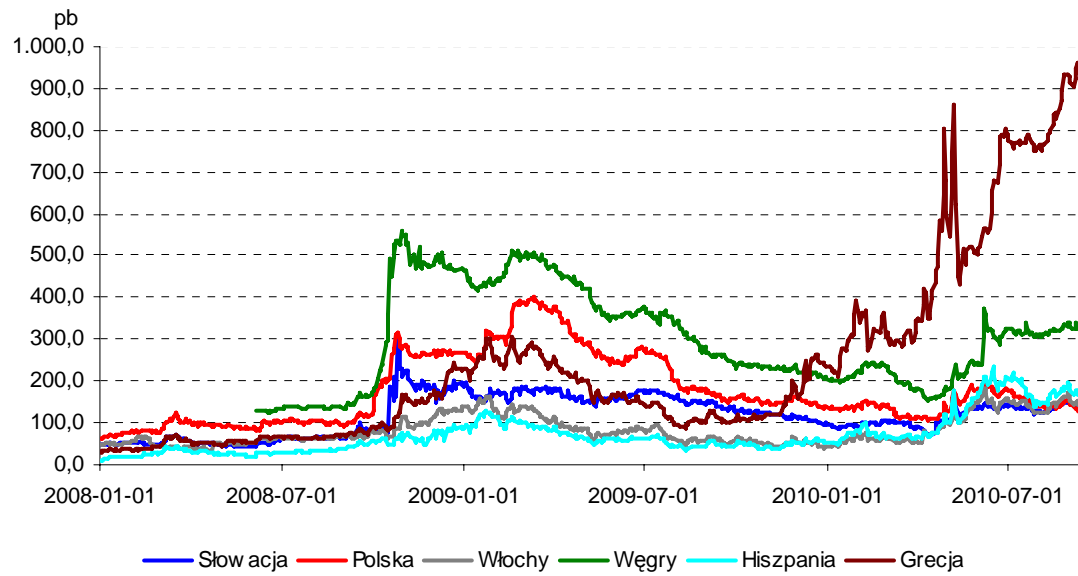
Źródło: International Financing Review, 4 września 2010 r.

↓ ↑ - spadek lub wzrost ratingu o jeden stopień w porównaniu do poprzedniej Strategii.

Wykres 2. 5-letnie stawki CDS dla Polski i wybranych krajów UE



Wykres 3. Spread wybranych 10-letnich obligacji emitowanych w EUR do obligacji niemieckich



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

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2001-VI 2010

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	VI 2010
<b>1. Dług Skarbu Państwa</b>										
a) w mld zł	283,9	327,9	378,9	402,9	440,2	478,5	501,5	569,9	631,5	688,2
krajowy *	185,0	219,3	251,2	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2	462,7	494,3
zagraniczny *	98,9	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	121,1	149,7	168,8	193,9
b) w relacji do PKB	36,4%	40,6%	44,9%	43,6%	44,8%	45,1%	42,6%	44,8%	47,0%	-
<b>2. Państwowy dług publiczny</b>										
a) w mld zł	302,1	352,4	408,3	431,4	466,6	506,3	527,4	597,8	669,9	721,2
b) w relacji do PKB	38,8%	43,6%	48,4%	46,7%	47,5%	47,8%	44,8%	47,0%	49,9%	-
<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	529,3	600,8	684,1	745,1
b) w relacji do PKB	37,6%	42,3%	47,2%	45,7%	47,1%	47,6%	45,0%	47,2%	50,9%	-

\*) wg kryterium miejsca emisji

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2001-VI 2010

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	VI 2010
<b>1. Produkt krajowy brutto</b>										
w mld zł	779,6	808,6	843,2	924,5	983,3	1 060,2	1 176,7	1 272,8	1 343,7	-
<b>2. Kursy walutowe (na koniec okresu)</b>										
a) EUR	3,5219	4,0202	4,7170	4,0790	3,8598	3,8312	3,5820	4,1724	4,1082	4,1458
b) USD	3,9863	3,8388	3,7405	2,9904	3,2613	2,9105	2,4350	2,9618	2,8503	3,3946

Tabela 9. Liczba zadłużonych JST z uwzględnieniem relacji długu do dochodów w okresie 2008-09

	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%
<b>XII 2008</b>	Gminy	2 413	2 273	832	1109	306	24	2
	Miasta na prawach powiatu	65	65	8	36	20	1	0
	Powiaty	314	306	110	152	40	4	0
	Województwa	16	16	8	3	5	0	0
	<b>Ogółem</b>	<b>2 808</b>	<b>2 660</b>	<b>958</b>	<b>1 300</b>	<b>371</b>	<b>29</b>	<b>2</b>
<b>XII 2009</b>	Gminy	2 413	2 272	579	1 111	504	64	14
	Miasta na prawach powiatu	65	65	3	26	30	4	2
	Powiaty	314	311	72	171	64	3	1
	Województwa	16	15	6	8	1	0	0
	<b>Ogółem</b>	<b>2 808</b>	<b>2 663</b>	<b>660</b>	<b>1 316</b>	<b>599</b>	<b>71</b>	<b>17</b>

Tabela 10. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją \*

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2008		2009				2010			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2008 - XII 2009		XII	Struktura	Zmiana XII 2009 - VI 2010		VI	Struktura
		mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
<b>PRZED KONSOLIDACJĄ</b>		<b>609 368,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>84 240,8</b>	<b>13,8%</b>	<b>693 609,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>54 094,4</b>	<b>7,8%</b>	<b>747 703,5</b>	<b>100,0%</b>
1.	Zadłużenie sektora rządowego	572 696,2	94,0%	63 171,1	11,0%	635 867,3	91,7%	56 363,1	8,9%	692 230,3	92,6%
1.1.	Dług Skarbu Państwa	569 945,9	93,5%	61 560,6	10,8%	631 506,5	91,0%	56 696,9	9,0%	688 203,4	92,0%
1.2.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
1.3.	Państwowe szkoły wyższe	319,5	0,1%	-64,6	-20,2%	254,8	0,0%	44,0	17,3%	298,8	0,0%
1.4.	Jednostki badawczo-rozwojowe	352,6	0,1%	79,4	22,5%	432,0	0,1%	-432,0	-100,0%	-	-
1.5.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1 131,8	0,2%	-229,1	-20,2%	902,8	0,1%	40,5	4,5%	943,3	0,1%
1.6.	Państwowe instytucje kultury	39,2	0,0%	-12,5	-32,0%	26,7	0,0%	20,5	76,8%	47,2	0,0%
1.7.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	9,4	0,0%	1,3	14,0%	10,7	0,0%	0,9	7,9%	11,6	0,0%
1.8.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	897,7	0,1%	1 836,0	204,5%	2 733,8	0,4%	-7,7	-0,3%	2 726,1	0,4%
2.	Zadłużenie sektora samorządowego	33 897,5	5,6%	11 384,6	33,6%	45 282,1	6,5%	1 530,8	3,4%	46 812,9	6,3%
2.1.	Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego i ich związków	29 029,1	4,8%	11 697,4	40,3%	40 726,6	5,9%	889,6	2,2%	41 616,2	5,6%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	129,7	0,0%	-47,7	-36,8%	82,0	0,0%	-82,0	-100,0%	0,0	0,0%
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	4 676,9	0,8%	-250,8	-5,4%	4 426,1	0,6%	592,3	13,4%	5 018,4	0,7%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	45,1	0,0%	-7,9	-17,5%	37,2	0,0%	44,3	118,9%	81,5	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	16,6	0,0%	-6,5	-38,9%	10,1	0,0%	86,6	855,3%	96,7	0,0%
3.	Zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych	2 774,7	0,5%	9 685,1	349,1%	12 459,8	1,8%	-3 799,5	-30,5%	8 660,3	1,2%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
3.2.	Dług funduszy zarządzanych przez ZUS	2 774,7	0,5%	9 685,1	349,1%	12 459,8	1,8%	-3 799,5	-30,5%	8 660,3	1,2%
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%
3.4.	Narodowy Fundusz Zdrowia	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 10 września 2010 r.

Tabela 11. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji \*

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2008		2009				2010			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2008 - XII 2009		XII	Struktura	Zmiana XII 2009 - VI 2010		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
<b>PO KONSOLIDACJI</b>		<b>597 764,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>72 112,0</b>	<b>12,1%</b>	<b>669 876,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>51 335,2</b>	<b>7,7%</b>	<b>721 211,6</b>	<b>100,0%</b>
1.	Zadłużenie sektora rządowego	566 883,0	94,8%	56 709,0	10,0%	623 592,0	93,1%	53 642,5	8,6%	677 234,5	93,9%
1.1.	Dług Skarbu Państwa	565 461,6	94,6%	56 928,2	10,1%	622 389,8	92,9%	53 790,2	8,6%	676 179,9	93,8%
1.2.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
1.3.	Państwowe szkoły wyższe	298,2	0,0%	-59,0	-19,8%	239,1	0,0%	48,9	20,4%	288,0	0,0%
1.4.	Jednostki badawczo-rozwojowe	242,1	0,0%	-8,5	-3,5%	233,6	0,0%	-233,6	-100,0%	-	-
1.5.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	775,5	0,1%	-75,3	-9,7%	700,2	0,1%	26,3	3,8%	726,5	0,1%
1.6.	Państwowe instytucje kultury	20,3	0,0%	-5,6	-27,6%	14,7	0,0%	17,0	116,0%	31,7	0,0%
1.7.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	5,5	0,0%	1,0	18,7%	6,5	0,0%	-1,7	-26,8%	4,7	0,0%
1.8.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	79,9	0,0%	-71,9	-89,9%	8,1	0,0%	-4,5	-56,3%	3,5	0,0%
2.	Zadłużenie sektora samorządowego	28 106,8	4,7%	11 217,9	39,9%	39 324,7	5,9%	1 492,2	3,8%	40 816,9	5,7%
2.1.	Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego i ich związków	24 966,7	4,2%	11 404,6	45,7%	36 371,3	5,4%	1 097,5	3,0%	37 468,8	5,2%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	14,5	0,0%	-14,5	-99,8%	0,0	0,0%	0,0	-100,0%	0,0	0,0%
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	3 087,5	0,5%	-171,0	-5,5%	2 916,5	0,4%	362,4	12,4%	3 278,9	0,5%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	24,5	0,0%	2,7	10,9%	27,1	0,0%	34,7	127,9%	61,8	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	13,6	0,0%	-3,9	-28,7%	9,7	0,0%	-2,3	-24,1%	7,4	0,0%
3.	Zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych	2 774,7	0,5%	4 185,1	150,8%	6 959,8	1,0%	-3 799,5	-54,6%	3 160,3	0,4%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
3.2.	Dług funduszy zarządzanych przez ZUS	2 774,7	0,5%	4 185,1	150,8%	6 959,8	1,0%	-3 799,5	-54,6%	3 160,3	0,4%
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%
3.4.	Narodowy Fundusz Zdrowia	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 10 września 2010 r.



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

	XII 2008	XII 2009	VI 2010	struktura VI 2010 w %	zmiana XII 2009 - XII 2008 w mln zł w %		zmiana VI 2010 - XII 2009 w mln zł w %	
<b>Zadłużenie Skarbu Państwa</b>	<b>569 945,9</b>	<b>631 506,5</b>	<b>688 203,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>61 560,6</b>	<b>10,8%</b>	<b>56 696,9</b>	<b>9,0%</b>
<b>I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa</b>	<b>420 202,1</b>	<b>462 733,6</b>	<b>494 301,3</b>	<b>71,8%</b>	<b>42 531,5</b>	<b>10,1%</b>	<b>31 567,7</b>	<b>6,8%</b>
<b>1. Dług z tytułu SPW 1)</b>	<b>419 422,7</b>	<b>462 483,7</b>	<b>494 058,1</b>	<b>71,8%</b>	<b>43 061,0</b>	<b>10,3%</b>	<b>31 574,4</b>	<b>6,8%</b>
<b>1.1. Rynkowe SPW</b>	<b>411 218,7</b>	<b>452 956,2</b>	<b>484 771,1</b>	<b>70,4%</b>	<b>41 737,5</b>	<b>10,1%</b>	<b>31 814,8</b>	<b>7,0%</b>
bony skarbowe	50 403,4	47 544,6	39 729,5	5,8%	-2 858,8	-5,7%	-7 815,1	-16,4%
obligacje rynkowe	360 815,2	405 411,6	445 041,6	64,7%	44 596,4	12,4%	39 630,0	9,8%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu stałym	294 952,3	342 883,1	372 308,6	54,1%	47 930,8	16,3%	29 425,5	8,6%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	24 816,1	59 941,9	88 425,0	12,8%	35 125,8	141,5%	28 483,1	47,5%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	105 910,4	128 841,2	122 747,7	17,8%	22 930,8	21,7%	-6 093,5	-4,7%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	1 110,7	623,6	71,2	0,0%	-487,1	-43,9%	-552,4	-88,6%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	135 880,8	123 065,9	129 642,6	18,8%	-12 814,9	-9,4%	6 576,7	5,3%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	23 278,8	29 023,2	30 034,9	4,4%	5 744,4	24,7%	1 011,7	3,5%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	1 387,2	1 387,2	1 387,2	0,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane 2)	2 568,3	0,0	0,0	0,0%	-2 568,3	-100,0%	0,0	-
obligacje rynkowe o oprocentowaniu zmiennym	55 073,0	51 595,3	61 613,7	9,0%	-3 477,7	-6,3%	10 018,4	19,4%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	1 307,1	1 235,0	1 188,2	0,2%	-72,1	-5,5%	-46,8	-3,8%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	19 670,4	19 670,4	19 670,4	2,9%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	22 081,6	21 781,6	32 771,0	4,8%	-300,0	-1,4%	10 989,4	50,5%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	11 264,0	8 158,3	7 234,2	1,1%	-3 105,6	-27,6%	-924,2	-11,3%
obligacje typu private placement	750,0	750,0	750,0	0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje rynkowe indeksowane 3)	10 789,9	10 933,2	11 119,3	1,6%	143,3	1,3%	186,0	1,7%
obligacje 12-letnie indeksowane	10 337,0	10 464,6	10 642,6	1,5%	127,6	1,2%	178,1	1,7%
obligacje 15-letnie indeksowane	453,0	468,6	476,6	0,1%	15,6	3,5%	8,0	1,7%
<b>1.2. Obligacje oszczędnościowe</b>	<b>7 897,5</b>	<b>9 317,0</b>	<b>9 127,2</b>	<b>1,3%</b>	<b>1 419,5</b>	<b>18,0%</b>	<b>-189,8</b>	<b>-2,0%</b>
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	5 483,6	5 706,4	5 023,3	0,7%	222,8	4,1%	-683,1	-12,0%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	1 131,4	1 461,5	1 548,7	0,2%	330,1	29,2%	87,3	6,0%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	1 282,5	2 149,0	2 555,1	0,4%	866,6	67,6%	406,1	18,9%
<b>1.3. Nierynkowe SPW</b>	<b>306,6</b>	<b>210,5</b>	<b>159,9</b>	<b>0,0%</b>	<b>-96,0</b>	<b>-31,3%</b>	<b>-50,6</b>	<b>-24,0%</b>
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	306,6	210,5	159,9	0,0%	-96,0	-31,3%	-50,6	-24,0%
<b>2. Pozostałe zadłużenie krajowe SP</b>	<b>779,4</b>	<b>249,9</b>	<b>243,1</b>	<b>0,0%</b>	<b>-529,5</b>	<b>-67,9%</b>	<b>-6,7</b>	<b>-2,7%</b>
przedpłaty na samochody 4)	3,2	3,3	3,3	0,0%	0,1	3,1%	0,0	-0,4%
zobowiązania wymagalne 4) 5)	725,9	246,5	239,8	0,0%	-479,4	-66,0%	-6,7	-2,7%
zobowiązania z tytułu rekompensat 6)	50,2	0,0	0,0	0,0%	-50,2	-100,0%	0,0	-
<b>II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa</b>	<b>149 743,8</b>	<b>168 772,9</b>	<b>193 902,1</b>	<b>28,2%</b>	<b>19 029,1</b>	<b>12,7%</b>	<b>25 129,2</b>	<b>14,9%</b>
<b>1. Dług z tytułu SPW</b>	<b>121 156,2</b>	<b>134 064,7</b>	<b>159 206,0</b>	<b>23,1%</b>	<b>12 908,4</b>	<b>10,7%</b>	<b>25 141,4</b>	<b>18,8%</b>
obligacje typu Brady	1 008,5	846,6	1 008,2	0,1%	-162,0	-16,1%	161,7	19,1%
obligacje zagraniczne	120 147,7	133 218,1	158 197,8	23,0%	13 070,4	10,9%	24 979,7	18,8%
<b>2. Dług z tytułu kredytów</b>	<b>28 587,6</b>	<b>34 708,2</b>	<b>34 696,1</b>	<b>5,0%</b>	<b>6 120,7</b>	<b>21,4%</b>	<b>-12,2</b>	<b>0,0%</b>
Klub Paryski	3 172,6	326,2	364,4	0,1%	-2 846,4	-89,7%	38,2	11,7%
Międzynarodowe Instytucje Finansowe	24 996,8	34 185,6	34 110,2	5,0%	9 188,9	36,8%	-75,4	-0,2%
w tym: Europejski Bank Inwestycyjny	19 265,5	20 846,0	20 759,9	3,0%	1 580,5	8,2%	-86,1	-0,4%
pozostałe	418,2	196,4	221,4	0,0%	-221,8	-53,0%	25,0	12,7%

1) skarbowe papiery wartościowe wg pierwotnego terminu zapadalności;

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

3) 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 plac w sferze budżetowej;

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

	XII 2008	XII 2009	VI 2010	struktura VI 2010	zmiana XII 2009 - XII 2008		zmiana VI 2010 - XII 2009	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
<b>Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa</b>	<b>420 202,1</b>	<b>462 733,6</b>	<b>494 301,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>42 531,5</b>	<b>10,1%</b>	<b>31 567,7</b>	<b>6,8%</b>
<b>KRAJOWY SEKTOR BANKOWY</b>	<b>135 603,6</b>	<b>146 018,4</b>	<b>150 360,6</b>	<b>30,4%</b>	<b>10 414,8</b>	<b>7,7%</b>	<b>4 342,1</b>	<b>3,0%</b>
Dług z tytułu SPW	135 603,6	146 018,4	150 360,6	30,4%	10 414,8	7,7%	4 342,1	3,0%
- w tym: SPW na rachunku MF *	0,0	988,0	3 998,9	0,8%	988,0	-	3 010,9	304,8%
<b>Rynkowe SPW</b>	<b>135 297,0</b>	<b>145 807,9</b>	<b>150 200,7</b>	<b>30,4%</b>	<b>10 510,8</b>	<b>7,8%</b>	<b>4 392,8</b>	<b>3,0%</b>
bony skarbowe	38 098,3	32 742,4	26 531,1	5,4%	-5 355,9	-14,1%	-6 211,3	-19,0%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	7 474,7	24 174,1	34 385,7	7,0%	16 699,3	223,4%	10 211,6	42,2%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	5,4	5,4	6,6	0,0%	-0,1	-1,4%	1,2	22,4%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	31 024,0	36 804,0	31 219,0	6,3%	5 780,1	18,6%	-5 585,1	-15,2%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	11,2	7,0	2,5	0,0%	-4,2	-37,2%	-4,6	-64,8%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	11 588,2	12 260,4	13 391,8	2,7%	672,2	5,8%	1 131,4	9,2%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	10 733,7	10 587,7	16 915,5	3,4%	-146,0	-1,4%	6 327,8	59,8%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	2 968,3	2 073,7	2 621,4	0,5%	-894,6	-30,1%	547,7	26,4%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	31 554,4	24 544,2	23 024,9	4,7%	-7 010,2	-22,2%	-1 519,3	-6,2%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	243,6	0,0	0,0	0,0%	-243,6	-100,0%	0,0	-
obligacje typu private placement	15,0	15,0	15,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 12-letnie indeksowane	862,1	1 082,1	1 178,4	0,2%	220,0	25,5%	96,4	8,9%
obligacje 15-letnie indeksowane	15,0	15,6	15,8	0,0%	0,5	3,5%	0,3	1,7%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	617,5	1 221,3	775,5	0,2%	603,8	97,8%	-445,8	-36,5%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	85,6	275,0	117,5	0,0%	189,5	221,4%	-157,5	-57,3%
<b>Nierynkowe SPW</b>	<b>306,6</b>	<b>210,5</b>	<b>159,9</b>	<b>0,0%</b>	<b>-96,0</b>	<b>-31,3%</b>	<b>-50,6</b>	<b>-24,0%</b>
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	306,6	210,5	159,9	0,0%	-96,0	-31,3%	-50,6	-24,0%
<b>Pozostałe zadłużenie krajowe SP</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0</b>	<b>-100,0%</b>	<b>0,0</b>	<b>-</b>
zobowiązania wymagalne	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-100,0%	0,0	-
<b>KRAJOWY SEKTOR POZABANKOWY</b>	<b>228 723,3</b>	<b>234 901,9</b>	<b>238 376,0</b>	<b>48,2%</b>	<b>6 178,5</b>	<b>2,7%</b>	<b>3 474,1</b>	<b>1,5%</b>
Dług z tytułu SPW	227 944,0	234 652,0	238 132,8	48,2%	6 708,0	2,9%	3 480,8	1,5%
<b>Rynkowe SPW</b>	<b>220 062,1</b>	<b>225 355,3</b>	<b>229 026,9</b>	<b>46,3%</b>	<b>5 293,3</b>	<b>2,4%</b>	<b>3 671,5</b>	<b>1,6%</b>
bony skarbowe	11 685,3	11 540,4	10 292,2	2,1%	-144,9	-1,2%	-1 248,2	-10,8%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	15 437,0	29 775,8	39 510,6	8,0%	14 338,7	92,9%	9 734,8	32,7%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	1 299,8	1 227,7	1 177,9	0,2%	-72,0	-5,5%	-49,9	-4,1%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	59 483,3	59 930,0	56 352,8	11,4%	446,8	0,8%	-3 577,3	-6,0%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	1 095,2	612,9	68,4	0,0%	-482,3	-44,0%	-544,5	-88,8%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	7 352,5	6 643,6	5 447,8	1,1%	-708,9	-9,6%	-1 195,8	-18,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	11 303,3	11 174,1	15 766,2	3,2%	-129,3	-1,1%	4 592,1	41,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	8 084,3	5 923,8	4 462,4	0,9%	-2 160,6	-26,7%	-1 461,4	-24,7%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	77 980,4	69 655,5	66 500,5	13,5%	-8 324,9	-10,7%	-3 155,0	-4,5%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	2 324,7	0,0	0,0	0,0%	-2 324,7	-100,0%	0,0	-
obligacje typu private placement	735,0	735,0	735,0	0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 12-letnie indeksowane	6 102,9	7 014,2	6 713,1	1,4%	911,3	14,9%	-301,1	-4,3%
obligacje 15-letnie indeksowane	416,4	430,8	438,1	0,1%	14,4	3,5%	7,3	1,7%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	15 653,8	19 695,4	20 409,6	4,1%	4 041,6	25,8%	714,3	3,6%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	1 108,2	996,3	1 152,4	0,2%	-111,9	-10,1%	156,2	15,7%
<b>Obligacje oszczędnościowe</b>	<b>7 881,9</b>	<b>9 296,7</b>	<b>9 106,0</b>	<b>1,8%</b>	<b>1 414,8</b>	<b>17,9%</b>	<b>-190,7</b>	<b>-2,1%</b>
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	5 470,3	5 698,2	5 015,7	1,0%	227,8	4,2%	-682,5	-12,0%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	1 129,6	1 452,9	1 539,0	0,3%	323,3	28,6%	86,1	5,9%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	1 282,0	2 145,6	2 551,3	0,5%	863,7	67,4%	405,7	18,9%
<b>Pozostałe zadłużenie krajowe SP</b>	<b>779,4</b>	<b>249,9</b>	<b>243,1</b>	<b>0,0%</b>	<b>-529,5</b>	<b>-67,9%</b>	<b>-6,7</b>	<b>-2,7%</b>
przedpłaty na samochody	3,2	3,3	3,3	0,0%	0,1	3,1%	0,0	-0,4%
zobowiązania wymagalne	725,9	246,5	239,8	0,0%	-479,4	-66,0%	-6,7	-2,7%
zobowiązania z tytułu rekompensat	50,2	0,0	0,0	0,0%	-50,2	-100,0%	0,0	-
<b>SPW W PORTFELU INWESTORÓW ZAGRANICZNYCH</b>	<b>55 875,1</b>	<b>81 813,3</b>	<b>105 564,7</b>	<b>21,4%</b>	<b>25 938,1</b>	<b>46,4%</b>	<b>23 751,5</b>	<b>29,0%</b>
Dług z tytułu SPW	55 875,1	81 813,3	105 564,7	21,4%	25 938,1	46,4%	23 751,5	29,0%
<b>Rynkowe SPW</b>	<b>55 859,6</b>	<b>81 793,0</b>	<b>105 543,5</b>	<b>21,4%</b>	<b>25 933,4</b>	<b>46,4%</b>	<b>23 750,5</b>	<b>29,0%</b>
bony skarbowe	619,9	3 261,8	2 906,2	0,6%	2 641,9	426,2%	-355,6	-10,9%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	1 904,3	5 992,1	14 528,8	2,9%	4 087,8	214,7%	8 536,7	142,5%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	1,9	1,9	3,8	0,0%	0,0	2,1%	1,9	96,0%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	15 403,2	32 107,1	35 176,0	7,1%	16 704,0	108,4%	3 068,8	9,6%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	4,3	3,7	0,3	0,0%	-0,6	-13,4%	-3,4	-90,7%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	729,6	766,4	830,8	0,2%	36,7	5,0%	64,4	8,4%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	44,6	19,8	89,3	0,0%	-24,7	-55,5%	69,4	349,8%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	211,3	160,9	150,4	0,0%	-50,4	-23,9%	-10,5	-6,5%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	26 346,0	28 866,3	40 117,2	8,1%	2 520,2	9,6%	11 251,0	39,0%
obligacje typu private placement	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
obligacje 12-letnie indeksowane	3 372,0	2 368,3	2 751,2	0,6%	-1 003,7	-29,8%	382,9	16,2%
obligacje 15-letnie indeksowane	21,6	22,3	22,7	0,0%	0,7	3,5%	0,4	1,7%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	7 007,5	8 106,5	8 849,7	1,8%	1 099,0	15,7%	743,2	9,2%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	193,5	115,9	117,3	0,0%	-77,5	-40,1%	1,3	1,2%
<b>Obligacje oszczędnościowe</b>	<b>15,6</b>	<b>20,3</b>	<b>21,2</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,7</b>	<b>30,3%</b>	<b>0,9</b>	<b>4,5%</b>
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	13,3	8,3	7,6	0,0%	-5,0	-37,9%	-0,6	-7,6%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	1,8	8,6	9,7	0,0%	6,8	385,5%	1,1	13,3%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	0,5	3,4	3,8	0,0%	2,9	579,3%	0,4	11,8%

\* 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