



# Raport Roczny Dług Publiczny 2003



MINISTERSTWO FINANSÓW





# Raport Roczny Dług Publiczny 2003



MINISTERSTWO FINANSÓW

# Spis treści

Wstęp	3
1. Sytuacja gospodarki polskiej w 2003 roku	4
2. Podstawy prawne i definicja państwowego długu publicznego	9
2.1. Podstawy prawne państwowego długu publicznego	10
2.2. Definicja państwowego długu publicznego	10
2.3. Zakres przedmiotowy państwowego długu publicznego	11
2.4. Zakres podmiotowy państwowego długu publicznego	11
2.5. Oddziaływanie na dług sektora finansów publicznych	12
2.6. Podstawy prawne długu publicznego w Unii Europejskiej oraz różnice między długiem sektora <i>general government</i> a państwowym długiem publicznym	14
2.7. Ogólne zasady i tryb emisji papierów wartościowych oraz zaciągania kredytów i pożyczek przez Skarb Państwa	15
3. Poziom, dynamika i struktura zadłużenia sektora finansów publicznych	17
3.1. Czynniki kształtujące dług publiczny w 2003 roku	18
3.2. Poziom i dynamika zadłużenia sektora finansów publicznych	19
3.3. Zadłużenie Skarbu Państwa w 2003 roku	22
3.4. Państwowy dług publiczny obliczony według metodologii Unii Europejskiej	28
3.5. Obsługa zadłużenia Skarbu Państwa w 2003 roku	29
4. Strategia zarządzania długiem	31
4.1. Cele i zadania strategii zarządzania długiem w 2003 roku	32
4.2. Ocena realizacji strategii w 2003 roku	33
5. Finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w 2003 roku	38
5.1. Finansowanie krajowe	39
5.2. Finansowanie zagraniczne	42
5.3. Sytuacja budżetu w zakresie płynności	44
6. Rynek wtórny skarbowych papierów wartościowych	45
6.1. Rynek krajowy	46
6.2. Rynek zagraniczny	49
Spis tablic	50
Spis wykresów	50
<a href="#">Aneks</a>	

# Wstęp

Niniejszy *Raport Roczny 2003 – Państwowy Dług Publiczny* jest kolejną edycją publikacji zawierającej podstawowe informacje nt. kształtowania się państwowego długu publicznego w Polsce w roku 2003, jak również jego dynamiki w ciągu kilku ostatnich lat. Zasadniczą treść *Raportu* stanowią zagadnienia dotyczące:

- poziomu i struktury zadłużenia oraz kosztów jego obsługi,
- zarządzania długiem, z uwzględnieniem zapisów *Strategii Zarządzania Długiem Sektora Finansów Publicznych* oraz ustawy budżetowej,
- ustawodawstwa regulującego zaciąganie długu, z uwzględnieniem ograniczeń w tym zakresie.

Ponadto włączono do *Raportu* rozdziały dotyczące:

- sytuacji gospodarki w roku 2003, ze względu na jej istotne znaczenie dla kształtowania się długu, oraz
- rynku wtórnego instrumentów dłużnych, oddziaływającego w sposób istotny na zarządzanie długiem.

Poświęcono również więcej uwagi metodologii wyliczania długu wg wymogów Unii Europejskiej, ze względu na fakt przystąpienia do tej struktury oraz konieczność rozstrzygnięcia kontrowersji odnośnie zakresu sektora, którego dług i deficyt jest przedmiotem sprawozdawczości dla Unii.

*Raport* składa się z sześciu rozdziałów oraz [Aneksu](#) z danymi statystycznymi, dostępnego wyłącznie w wersji elektronicznej. Rozdział pierwszy jest

poświęcony sytuacji gospodarki polskiej w 2003 r. oraz sytuacji sektora finansów publicznych.

W rozdziale drugim przedstawiono regulacje prawne normujące zaciąganie długu przez podmioty z sektora finansów publicznych, w tym również regulacje prawne zapobiegające nadmiernemu narastaniu długu.

Rozdział trzeci zawiera omówienie poziomu, dynamiki i struktury zadłużenia sektora finansów publicznych w ciągu ostatnich kilku lat, ze szczególnym uwzględnieniem zadłużenia Skarbu Państwa.

W rozdziale czwartym przedstawiono cele *Strategii Zarządzania Długiem*, przyjęte na rok 2003, ocenę ich realizacji na tle sytuacji makroekonomicznej i rynkowej oraz cele strategii na lata 2004-2006.

W rozdziale piątym omówiono finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa – krajowe i zagraniczne – oraz problematykę płynności budżetu.

Rozdział szósty zawiera prezentację: struktury rynku wtórnego instrumentów dłużnych oraz sytuacji na tym rynku w roku 2003.

Autorzy *Raportu* mają nadzieję, że jego treść, wraz z innymi materiałami nt. długu publicznego, wypełni zapotrzebowanie na wiedzę z tego zakresu. Są również otwarci na uwagi, opinie i propozycje dotyczące kolejnych edycji *Raportu*.



Most Świętokrzyski w Warszawie



# Rozdział 1

## Sytuacja gospodarki polskiej w 2003 roku

Po okresie wyraźnego pogorszenia koniunktury w latach 2001-2002, w kolejnym roku 2003 gospodarka polska weszła na ścieżkę szybszego wzrostu. W głównej mierze do tej zmiany przyczynił się szybki wzrost eksportu, który miał miejsce mimo gorszego od oczekiwań tempa wzrostu PKB w krajach Unii Europejskiej. Stabilnie rosły również wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych, które miały pozytywny wkład we wzrost PKB. W dalszym ciągu utrzymywał się jednak spadek produkcji budowlano-montażowej oraz nakładów brutto na środki trwałe, choć w tym ostatnim przypadku w II połowie 2003 r. nastąpił nieznaczny wzrost aktywności inwestycyjnej. Jednocześnie należy podkreślić wysoki wzrost inwestycji w przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego, w szczególności w działach wysokiej techniki, mających istotne znaczenie dla trwałości wzrostu gospodarczego i poprawy konkurencyjności gospodarki.

W efekcie tych tendencji tempo wzrostu realnego PKB wyniosło 3,8%, wobec 1,4% w 2002 r. Wkład popytu krajowego we wzrost PKB wyniósł ok. 2,5 pkt proc., natomiast eksportu netto

ok. 1,3 pkt proc. W ujęciu nominalnym poziom PKB wyniósł 814,7 mld zł<sup>1)</sup> i był o 4,3% wyższy niż przed rokiem.

### Sytuacja finansów publicznych<sup>2)</sup>

W 2003 r. dochody budżetu państwa wyniosły 152,1 mld zł i stanowiły 97,7% poziomu zaplanowanego w ustawie budżetowej, natomiast wydatki budżetu 189,2 mld zł, tj. 97,3% planowanej kwoty w ustawie budżetowej. W konsekwencji deficyt budżetu państwa osiągnął poziom 37,0 mld zł i był o 4,4% niższy od planowanego. W porównaniu z 2002 r. deficyt budżetowy był niższy o 6,0%. Deficyt budżetowy został sfinansowany głównie ze źródeł krajowych, choć w porównaniu z 2002 r. wyraźnie wzrósł udział finansowania ze źródeł zagranicznych. Przychody z prywatyzacji wyniosły 2,96 mld zł, tj. o 4,4 mld zł mniej, niż przewidywano w ustawie budżetowej. W porównaniu z 2002 r. przychody z prywatyzacji były wyższe

<sup>1)</sup> Dane wg nowej metodologii liczenia PKB, nieporównywalne w stosunku do publikowanych we wcześniejszych raportach.

<sup>2)</sup> Opracowano na podstawie *Sprawozdania operatywnego z wykonania budżetu państwa za okres styczeń-grudzień 2003*, Warszawa, maj 2004. Sprawozdanie to nie ma charakteru ostatecznego i może ulec niewielkim korektom.

o 0,99 mld zł. Występowanie znaczących deficytów budżetowych oraz niewielkich wpływów z prywatyzacji w ciągu kilku kolejnych lat spowodowało wzrost poziomu długu publicznego (por. rozdz. 3) oraz znaczne pogorszenie sytuacji w sferze finansów publicznych. Państwowy dług publiczny wraz z przewidywanymi wypłatami z tytułu gwarancji i poręczeń przekroczył w 2003 r. pierwszy próg ostrożnościowy, określony w ustawie o finansach publicznych (50% w relacji do PKB). Ryzyko dalszego narastania długu (por. rozdz. 3) było jednym z głównych czynników, które wywołały konieczność opracowania programu reformy finansów publicznych.

### Polityka pieniężna i kursowa

W 2003 r. polityka pieniężna była prowadzona w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, w warunkach płynnego kursu walutowego. Celem polityki pieniężnej – ogłoszonym przez Radę Polityki Pieniężnej w czerwcu 2002 r. – było osiągnięcie na koniec 2003 r. inflacji w zakresie  $3\% \pm 1$  pkt proc. W grudniu 2003 r. dwunastomiesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych ukształtował się nieco poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego i wyniósł 1,7%.

Wobec spadku inflacji oraz braku zagrożenia wzrostem presji inflacyjnej ze strony wzrostu popytu krajowego, Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w pierwszej połowie 2003 r. podstawowe stopy procentowe NBP sześciokrotnie. Główna stopa referencyjna została obniżona łącznie o 150 pb do poziomu 5,25%. W II połowie 2003 r. RPP nie dokonała kolejnych zmian parametrów polityki pieniężnej, wskazując m.in. na rosnącą niepewność odnośnie kształtu polityki fiskalnej w 2004 r. i latach następnych oraz umacnia-

jące się trendy wzrostowe w gospodarce, stopniowo zwiększające ryzyko presji inflacyjnej.

Kurs złotego w 2003 r. był szczególnie wrażliwy na sytuację polityczną w kraju oraz wydarzenia na globalnym rynku walutowym. Powyższe czynniki zdecydowały o następującym ukształtowaniu się kursu polskiej waluty:

- średni w roku kurs PLN/EUR wyniósł 4,40 i był o 14,1% wyższy niż w 2002 r.;
- średni w roku kurs PLN/USD wyniósł 3,89 i był o 4,7% niższy niż w 2002 r.;
- w 2003 r. odnotowano efektywną deprecjację złotego (kurs ważony geograficzną strukturą polskiego eksportu) w stosunku do 2002 r.: o 11,3% w ujęciu nominalnym oraz odpowiednio 13,2% i 10,6% dla kursu realnego, deflowanego wskaźnikami cen – odpowiednio CPI i PPI.

### Inflacja

W 2003 r. inflacja w Polsce kształtowała się na bardzo niskim poziomie. Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) wyniósł 0,8% średnio w roku i był najniższy od momentu rozpoczęcia przemian gospodarczych oraz niższy od przeciętnego poziomu inflacji w krajach Unii Europejskiej. Niska dynamika cen wynikała przede wszystkim z braku presji popytowej (pomimo pojawienia się symptomów ożywienia gospodarczego) oraz z niskich cen żywności.

### Rynek pracy

W 2003 r. wzrost ludności w wieku produkcyjnym wyniósł około 1%, przy jednoczesnym spadku





udziału ludności aktywnej zawodowo. W efekcie, stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie z końca 2002 r., tj. 20,0%, mimo spadku liczby osób bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy. Poprawa koniunktury gospodarczej nie przełożyła się

na poprawę sytuacji na rynku pracy. W konsekwencji w 2003 r. po raz kolejny zanotowano spadek liczby pracujących w gospodarce narodowej o około 1%, w porównaniu z 2002 r. (wg stanu na koniec roku).

Tablica 1.1. Podstawowe dane makroekonomiczne Polski w latach 2000-2003

	2000	2001	2002	2003
PKB (nominalnie, mld zł)	723,9	760,6	781,1	814,7
PKB (realne tempo wzrostu w %)	4,0	1,0	1,4	3,8
spożycie indywidualne	2,8	2,1	3,3	3,1
nakłady brutto na środki trwałe	2,7	-8,8	-5,8	-0,9
eksport	23,2	3,1	4,8	14,7
import	15,6	-5,3	2,6	9,3
Produkcja <sup>1)</sup> (realne tempo wzrostu w %)				
przemysł	6,7	0,6	1,1	8,7
budownictwo	1,4	-11,7	-4,1	-5,9
Stopa bezrobocia (koniec okresu) w %	–	19,4	20,0	20,0
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w %				
XII/XII	8,5	3,6	0,8	1,7
średnio w okresie	10,1	5,5	1,9	0,8
Saldo na rachunku obrotów bieżących <sup>2)</sup>				
mld euro	-10,8	-6,0	-5,4	-3,7
% PKB	-6,0	-2,9	-2,6	-2,0
Oficjalne aktywa rezerwowe (koniec okresu, mld USD)	27,5	26,6	29,8	34,0
Kurs walutowy (średni w okresie)				
PLN/USD	4,35	4,09	4,08	3,89
PLN/EUR	4,01	3,67	3,86	4,40
USD/EUR	0,92	0,90	0,95	1,13
Stopa operacji otwartego rynku				
koniec okresu	19,0	11,5	6,75	5,25
średnio w okresie	17,9	15,9	8,8	5,7

<sup>1)</sup> W latach 2000-2002 pełna zbiorowość podmiotów, natomiast w 2003 r. niepełna (powyżej 9 osób).

<sup>2)</sup> Na podstawie bilansu płatniczego na bazie transakcji.

## Produkcja przemysłowa oraz budowlano-montażowa

Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu był wyraźnie szybszy niż w poprzednim roku i wyniósł 8,7%. Za dobrymi wynikami przemysłu, w szczególności przetwórstwa przemysłowego, stały efekty restrukturyzacji, redukcji kosztów i korzystnie kształtujące się relacje kursowe, które sprzyjały produkcji lokowanej poza granicami kraju.

W przypadku produkcji budowlano-montażowej zrealizowanej przez przedsiębiorstwa budowlane na terenie kraju, po raz kolejny odnotowano spadek, który wyniósł 5,9%. Bardzo słabe wyniki sektora budowlanego były spowodowane, w głównej mierze, niską aktywnością inwestycyjną przedsiębiorstw. Ponadto, bariery w pozyskiwaniu kapitału wpłynęły negatywnie na popyt na inwestycje budowlane sektora publicznego i gospodarstw domowych.

## Handel zagraniczny oraz inwestycje zagraniczne

Stopniowa poprawa koniunktury na rynkach zagranicznych i korzystne warunki kursowe skłaniały przedsiębiorstwa do poszukiwania zagranicznych rynków zbytu dla swoich towarów. W 2003 r. eksport w ujęciu rachunków narodowych wzrósł realnie o 14,7%, wobec 4,8% w 2002 r. Jednocześnie rosnący

popyt na rynku krajowym (w 2003 r. popyt krajowy wzrósł realnie o 2,4% w porównaniu z 0,8% wzrostem w 2002 r.) przyczynił się do zwiększenia tempa wzrostu importu. Import w ujęciu rachunków narodowych wzrósł w 2003 r. o 9,3% realnie, w porównaniu z 2,6% wzrostem w 2002 r. Znaczny przyrost tempa wzrostu eksportu, przy umiarkowanym przyroście tempa wzrostu importu, przyczynił się do znacznego zwiększenia wkładu eksportu netto we wzrost PKB: z ok. 0,5 pkt proc. w 2002 r. do ok. 1,3 pkt proc. w 2003 r.

Wyższa dynamika eksportu niż importu przyczyniła się do wyraźnego ograniczenia deficytu w obrotach towarowych. W ujęciu bilansu płatniczego na bazie transakcji ujemne saldo tej kategorii wyniosło w 2003 r. 5,077 mld EUR, wobec 7,701 mld EUR w 2002 r. Wpłynęło to na zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących – z 5,404 mld EUR w 2002 r. do 3,660 mld EUR w 2003 r. W relacji do PKB deficyt w obrotach bieżących obniżył się do 2,0%, wobec 2,6% w 2002 r.

W obrotach kapitałowych bilansu płatniczego w dalszym ciągu następował spadek napływu inwestycji bezpośrednich. W 2003 r. napływ ten wyniósł 3,756 mld EUR, wobec 4,371 mld EUR w 2002 r. i 10,334 mld EUR w rekordowym 2000 r. Ta niekorzystna tendencja w dużej mierze wynika ze spowolnienia procesu prywatyzacji w ostatnich latach.

# Rozdział 2

## Podstawy prawne i definicja państwowego długu publicznego





Wydział Prawa Uniwersytetu Śląskiego

Definicja państwowego długu publicznego, sformułowana w ustawodawstwie polskim, wykazuje pewne różnice metodologiczne w stosunku do regulacji UE. Poniżej podano obie te definicje oraz omówiono różnice. Ponadto przedstawiono zasady zaciągania długu w Polsce oraz ograniczenia prawne w tym zakresie.

## 2.1. Podstawy prawne państwowego długu publicznego

Zasady dotyczące państwowego długu publicznego są uregulowane w aktach prawnych o różnej randze:

1) w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej w rozdziale X – Finanse Publiczne. Ustawa zasadnicza wprowadziła zasadę, iż nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości produktu krajowego brutto. Przyznała wyłączne prawo inicjatywy ustawodawczej Radzie Ministrów w zakresie: ustawy budżetowej, ustawy o prowizorium budżetowym, zmiany ustawy budżetowej, ustawy regulującej zaciąganie długu publicznego oraz ustawy o udzie-

laniu poręczeń i gwarancji finansowych przez państwo. Ponadto, Konstytucja RP wprowadziła zakaz finansowania deficytu budżetu państwa poprzez zaciąganie zobowiązań w banku centralnym;

- 2) w ustawie z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych<sup>3)</sup>. Ustawa ta jest zasadniczym aktem prawnym zawierającym, między innymi, kompleksowe regulacje dotyczące państwowego długu publicznego. Wprowadza niezbędne definicje, określa ogólne zasady zaciągania długu, emisji papierów wartościowych i zarządzania długiem Skarbu Państwa, a także procedury ostrożnościowe i sanacyjne;
- 3) w aktach wykonawczych do ustawy o finansach publicznych (rozporządzeniach) regulujących szczegółowo niektóre kwestie, w tym: podział tytułów dłużnych zaliczanych do państwowego długu publicznego oraz zasady obliczania wartości nominalnej długu.

## 2.2. Definicja państwowego długu publicznego

Państwowy dług publiczny obejmuje nominalne zadłużenie podmiotów sektora finansów publicznych

<sup>3)</sup> Dz.U. z 2003 r. Nr 15, poz. 148, z późn. zm.

ustalone po wyeliminowaniu przepływów finansowych pomiędzy podmiotami należącymi do tego sektora (skonsolidowane zadłużenie brutto), zaciągnięte z tytułów wymienionych w pkt. 2.3 poniżej.

Państwowy dług publiczny jest liczony według wartości nominalnej.

Wartość wyemitowanych papierów wartościowych oblicza się według ich wartości nominalnej, rozumianej jako:

- kwota świadczenia głównego z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych, należna do zapłaty w dniu ich wykupu,
- kwota świadczenia głównego z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych, w których zobowiązania finansowe są indeksowane lub kapitalizowane z uwzględnieniem przyrostu kapitału, wynikającego ze sposobu indeksacji lub kapitalizacji danego papieru wartościowego, naliczona na koniec okresu sprawozdawczego.

Wartość zaciągniętych kredytów i pożyczek oblicza się według wartości nominalnej, rozumianej jako kwota świadczenia głównego z tytułu zaciągniętej pożyczki lub kredytu, należna do zapłaty w dniu wymagalności zobowiązania.

Wartość przyjętych depozytów oblicza się jako kwotę depozytu, którą dłużnicy zgodnie z zawartą umową zobowiązani są zapłacić wierzycielom w terminie, w którym następuje likwidacja depozytu; jest to wartość, od której nalicza się oprocentowanie.

Wartość wymagalnych zobowiązań, z wyłączeniem zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń, obejmuje kwotę zobowiązań, z wyłączeniem odsetek, których termin płatności minął, a nie są przedawnione ani umorzone.

Wartość nominalna zobowiązań indeksowanych lub kapitalizowanych (np. obligacje lub kredyty ze skapitalizowanymi odsetkami) odpowiada kwocie świad-

czenia głównego z uwzględnieniem przyrostu kapitału, wynikającego z mechanizmu indeksacji lub kapitalizacji, naliczonego na koniec okresu sprawozdawczego.

Dług wyrażony w walutach obcych przelicza się na walutę krajową według kursu średniego walut obcych ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w ostatnim dniu roboczym danego okresu sprawozdawczego.

### 2.3. Zakres przedmiotowy państwowego długu publicznego

Państwowy dług publiczny obejmuje zobowiązania podmiotów sektora finansów publicznych z następujących tytułów dłużnych:

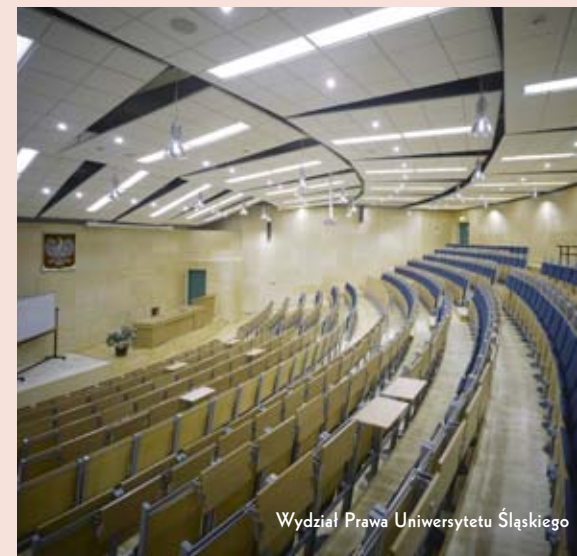
- 1) papierów wartościowych opiewających wyłącznie na świadczenia pieniężne (poza papierami udziałowymi),
- 2) pożyczek (w tym papierów wartościowych, których zbywalność jest ograniczona),
- 3) kredytów,
- 4) przyjętych depozytów,
- 5) zobowiązań wymagalnych (tzn. zobowiązań, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone).

### 2.4. Zakres podmiotowy państwowego długu publicznego

Ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych.

Sektor finansów publicznych obejmuje:

- 1) organy władzy publicznej, organy administracji rządowej, organy kontroli państwowej i ochrony



- prawa, sądy i trybunały, a także jednostki samorządu terytorialnego i ich organy oraz związki,
- 2) jednostki budżetowe, zakłady budżetowe i gospodarstwa pomocnicze jednostek budżetowych,
  - 3) fundusze celowe,
  - 4) państwowe szkoły wyższe,
  - 5) jednostki badawczo-rozwojowe,
  - 6) samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej,
  - 7) państwowe lub samorządowe instytucje kultury,
  - 8) Zakład Ubezpieczeń Społecznych, Kasę Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego i zarządzane przez nie fundusze,
  - 9) Narodowy Fundusz Zdrowia,
  - 10) Polską Akademię Nauk i tworzone przez nią jednostki organizacyjne,
  - 11) państwowe lub samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego.

Aktualne ustawodawstwo nie określa podziału sektora finansów publicznych na podsektory. Dla celów niniejszego *Raportu* można dokonać podziału sektora finansów publicznych na następujące podsektory:

- a) *rządowy*, do którego zalicza się organy władzy publicznej, organy administracji rządowej, organy kontroli państwowej i ochrony prawa, sądy i trybunały, Polską Akademię Nauk i tworzone przez nią jednostki organizacyjne, Zakład Ubezpieczeń Społecznych i zarządzane przez niego fundusze, Kasę Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego i zarządzane przez nią fundusze, Narodowy Fundusz Zdrowia oraz jednostki, wymienione w pkt 2-7 oraz 11, dla których organem założycielskim lub nadzorującym jest organ administracji rządowej albo inne jednostki zaliczane do sektora rządowego,

- b) *samorządowy*, do którego zalicza się jednostki samorządu terytorialnego i ich organy oraz związki, a także jednostki wymienione w pkt 2, 3, 6, 7 i 11, dla których organem założycielskim lub nadzorującym jest jednostka samorządu terytorialnego.

## 2.5. Oddziaływanie na dług sektora finansów publicznych

W ustawie o finansach publicznych wprowadzone zostały pojęcia strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz oddziaływania na dług sektora finansów publicznych. Ministrowi Finansów zostało powierzone opracowanie strategii i przedłożenie Radzie Ministrów, która po zatwierdzeniu przedkłada ją Sejmowi wraz z uzasadnieniem do projektu ustawy budżetowej. Rozróżnienie i użycie pojęć „zarządzanie” oraz „oddziaływanie” wynika z faktu, że w odniesieniu do długu Skarbu Państwa, Minister Finansów posiada uprawnienia władcze, pozwalające mówić o zarządzaniu tym agregatem finansowym. W odniesieniu do jednostek sektora finansów publicznych, których zadłużenie jest wliczane do państwowego długu publicznego, a nie stanowi zadłużenia zaliczanego do długu Skarbu Państwa, tzn. głównie w stosunku do zadłużenia jednostek sektora samorządowego, możemy mówić jedynie o pośrednich formach oddziaływania. W ustawie o finansach publicznych zostały wprowadzone następujące ograniczenia w zakresie zaciągania zobowiązań finansowych przez jednostki samorządu terytorialnego oraz inne podmioty sektora finansów publicznych, które mają wpływ na wysokość oraz kształtowanie się ich zadłużenia:

- jednostki samorządu terytorialnego (JST) mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe tylko na określone cele wskazane w ustawie,



- zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe, z których uzyskane środki mają służyć finansowaniu bieżącego deficytu, muszą być spłacone lub wykupione w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane,
- JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe o terminie spłaty lub wykupu dłuższym niż rok, przy czym uzyskane środki z tego tytułu mogą być przeznaczone tylko i wyłącznie na finansowanie wydatków nie znajdujących pokrycia w planowanych dochodach JST,
- płatności z tytułu obsługi zaciągniętych długoterminowych zobowiązań muszą być dokonywane co najmniej raz w roku,
- dyskonto od emitowanych przez JST papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej,
- w przypadku emisji papierów wartościowych, czy też zaciągnięcia kredytów lub pożyczek, o terminie spłaty dłuższym niż rok, nie jest dopuszczalna kapitalizacja odsetek,
- JST oraz inne jednostki sektora finansów publicznych, z wyłączeniem Skarbu Państwa, mogą zaciągać tylko takie zobowiązania finansowe, których wartość nominalna, wyrażona w złotych, została ustalona w dniu zawarcia transakcji,
- w przypadku ubiegania się JST o udzielenie kredytu lub pożyczki, a także w przypadku zamiaru wyemitowania papierów wartościowych, jest ona obowiązana otrzymać od regionalnej izby obrachunkowej opinię o możliwości spłaty kredytu lub pożyczki albo wykupu papierów wartościowych,
- regionalne izby obrachunkowe przedstawiają opinie w sprawach możliwości sfinansowania deficytu przedstawionego przez JST oraz prawidłowości załączonej do budżetu prognozy kwoty długu JST. Opinia ta jest podawana do publicznej wiadomo-

- ści. W przypadku negatywnej opinii regionalnej izby obrachunkowej organ stanowiący JST jest zobowiązany do podjęcia stosownej uchwały,
- łączna kwota z tytułu przypadających do spłaty, w danym roku budżetowym, rat kredytowych i pożyczek oraz potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń wraz z należnymi w danym roku odsetkami od tych kredytów oraz należnych odsetek od dyskonta, a także przypadających w danym roku budżetowym wykupów papierów wartościowych emitowanych przez JST, nie może przekroczyć 15% planowanych na dany rok budżetowy dochodów JST,
  - w przypadku, gdy łączna kwota państwowego długu publicznego powiększona o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych do PKB, przekroczy 55%, to kwota z tytułu spłaty łącznego obciążenia z tytułu obsługiwanego zadłużenia w danym roku nie może przekroczyć 12% planowanych dochodów danej JST, chyba że przedmiotowe obciążenia finansowe wynikają w całości z zobowiązań zaciągniętych przed datą ogłoszenia tej relacji,
  - łączna kwota długu JST na koniec roku budżetowego nie może przekraczać 60% dochodów tej jednostki w tym roku budżetowym.

Kontrolę nad sektorem finansów publicznych w zakresie przestrzegania konstytucyjnej zasady, iż nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości produktu krajowego brutto, sprawuje, na podstawie ustawy o finansach publicznych, Minister Finansów.

Ustawa o finansach publicznych wprowadza procedury oszczędnościowe i sanacyjne mające na celu niedopuszczenie do przekroczenia limitu konstytucyjnego.





III Kampus Uniwersytetu w Krakowie

Przewidziane procedury ostrożnościowe i sanacyjne, dotyczące kształtowania się relacji państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji, przedstawiają się następująco:

**1) relacja w roku  $x$  jest większa od 50%, a nie większa od 55% PKB:**

- a) wprowadza się ograniczenie na relację deficytu budżetu państwa do jego dochodów, relacja ta w uchwalonym przez Radę Ministrów projekcie budżetu państwa na rok następny ( $x+2$ ) nie może być wyższa niż w bieżącym roku budżetowym ( $x+1$ ),
- b) relacja deficytu do dochodów uchwalona w budżecie państwa na następny rok budżetowy stanowi ograniczenie dla każdej jednostki samorządu terytorialnego (JST) do jej dochodów, jaka może zostać uchwalona w budżecie JST;

**2) relacja w roku  $x$  jest większa od 55%, a mniejsza od 60% PKB:**

- a) projekt budżetu państwa na rok  $x+2$  przedstawiony przez Radę Ministrów ma zapewniać spadek relacji kwoty długu Skarbu Państwa powiększonej o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez Skarb Państwa do PKB w stosunku do ogłoszonej relacji dla roku  $x$ ,
- b) ograniczeniom podlegają również możliwe do uchwalenia deficyty poszczególnych budżetów JST,
- c) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń

i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora publicznego do PKB;

**3) relacja w roku  $x$  jest równa lub większa od 60% PKB:**

- a) w projekcie ustawy budżetowej na kolejny rok budżetowy ( $x+2$ ) nie zawiera się deficytu budżetu państwa, a budżety JST uchwała się, nie zawierając w nich deficytu,
- b) wprowadza się zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych,
- c) Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny, którego podstawowym celem jest opracowanie i wdrożenie przedsięwzięć mających na celu obniżenie relacji długu publicznego poniżej 60% PKB.

**2.6. Podstawy prawne długu publicznego w Unii Europejskiej oraz różnice między długiem sektora *general government* a państwowym długiem publicznym**

W Unii Europejskiej podstawy prawne długu publicznego zostały uregulowane w następujących aktach prawnych:

- 1) Traktat z Maastricht – poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich. Komisja ocenia, czy stosunek zadłużenia publicznego do PKB nie przekracza wartości bazowej, chyba że stosunek ten maleje w wystarczającym stopniu i zbliża się do wartości bazowej w zadowalającym tempie;



- 2) Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu z Maastricht – określa:
- wartość bazową relacji długu publicznego do PKB na poziomie 60%,
  - ogólną definicję długu;
- 3) Rozporządzenie dotyczące stosowania Protokołu w sprawie procedury stosowanej w przypadku nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu z Maastricht:
- wprowadza precyzyjną definicję długu sektora *general government* jako skonsolidowanego długu brutto tego sektora, liczonego według wartości nominalnej,
  - określa kategorie zobowiązań finansowych stanowiące dług sektora *general government*; są nimi:
    - gotówka i depozyty,
    - papiery wartościowe inne niż akcje z wyłączeniem instrumentów pochodnych,
    - pożyczki,
  - zawiera definicję wartości nominalnej;
- 4) Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych (ESA 1995) przyjęty w formie rozporządzenia Rady Unii Europejskiej z dnia 25 czerwca 1996 r.; wprowadza m.in. podział sektora *general government* na trzy podsektory oraz kryteria zaliczania do poszczególnych podsektorów.

Różnice między długiem sektora *general government* a państwowym długiem publicznym wynikają z:

- innego zakresu sektora finansów publicznych i *general government*:
  - otwarte fundusze emerytalne nie są zaliczane do sektora finansów publicznych (zgodnie z ustawą o finansach publicznych), powinny natomiast stanowić, zdaniem strony polskiej, element sek-

tora *general government* (trwają uzgodnienia w tym zakresie z UE),

- Agencja Rynku Rolnego jest podmiotem sektora finansów publicznych, nie wchodzi natomiast w skład sektora *general government*,
  - jednostki badawczo-rozwojowe zaliczane do sektora finansów publicznych nie są podmiotami sektora *general government*;
- innego zakresu przedmiotowego długu; dług liczony zgodnie z regulacjami UE, w przeciwieństwie do liczonego zgodnie z polskimi regulacjami, nie obejmuje zobowiązań wymagalnych (zgodnie z zasadami UE stanowią one wydatek na bazie memoriałowej).

W Polsce ograniczenia odnośnie do limitów zadłużenia odnoszą się do państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji. W regulacjach UE nie uwzględnia się natomiast długu potencjalnego.

Wymienione różnice powodują, że obecnie polski dług publiczny liczony zgodnie z zasadami UE (dług sektora *general government*) jest niższy niż obliczony na podstawie polskich regulacji prawnych.

## 2.7. Ogólne zasady i tryb emisji papierów wartościowych oraz zaciągania kredytów i pożyczek przez Skarb Państwa

Ogólne zasady i tryb emisji papierów wartościowych oraz zaciągania kredytów i pożyczek przez Skarb Państwa reguluje Dział II Ustawy o finansach publicznych – Państwowy Dług Publiczny.

Wyłączne prawo do emisji skarbowych papierów wartościowych opiekujących na świadczenia pieniężne oraz zaciągania pożyczek i kredytów w imieniu Skarbu Państwa przyznane zostało Ministrowi Finansów.



III Kampus Uniwersytetu w Krakowie

Wyjątkiem są pożyczki lub kredyty zaciągane na podstawie umowy międzynarodowej, kiedy wymagane jest, aby pożyczkobiorcą był rząd. W takich przypadkach Rada Ministrów upoważnia Ministra Finansów do podpisania umowy i określa warunki jej wykorzystania.

Kwoty zaciągniętych pożyczek i kredytów oraz wielkości wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych są ograniczone limitami określonymi w corocznych ustawach budżetowych.

Ustawa o finansach publicznych rozróżnia następujące rodzaje skarbowych papierów wartościowych, jakie może emitować Minister Finansów w imieniu Skarbu Państwa:

- 1) obligacje skarbowe, przez które rozumie się papiery wartościowe oferowane do sprzedaży w kraju lub za granicą, oprocentowane w postaci odsetek lub dyskonta;
- 2) bony skarbowe, przez które rozumie się krótkoterminowe papiery wartościowe oferowane do sprzedaży w kraju na rynku pierwotnym z dyskontem i wykupywane według wartości nominalnej, po upływie okresu, na jaki zostały wyemitowane;
- 3) skarbowe papiery oszczędnościowe, przez które rozumie się skarbowe papiery wartościowe, oferowane

do sprzedaży wyłącznie rezydentom, będącym osobami fizycznymi, a po wejściu do Unii Europejskiej również nierezydentom, będącym osobami fizycznymi.

Ogólne warunki emisji skarbowych papierów wartościowych zostały określone w rozporządzeniach, a szczegółowe warunki podawane są w listach emisyjnych wydawanych przez Ministra Finansów. Podanie listu emisyjnego do publicznej wiadomości jest warunkiem dojścia emisji do skutku. Za podanie do publicznej wiadomości uznaje się zarówno publikację listów emisyjnych w prasie o zasięgu ogólnopolskim, jak i zamieszczanie ich na stronach internetowych Ministerstwa Finansów.

Na podstawie delegacji zawartej w art. 55 Ustawy o finansach publicznych Minister Finansów wydał w 1999 roku pięć rozporządzeń regulujących ogólne warunki emisji określonych grup skarbowych papierów wartościowych<sup>4)</sup>.

Rozporządzenia te przedstawiają ogólne warunki konstrukcji instrumentów, procedury sprzedaży, grupy inwestorów, którym skarbowe papiery wartościowe są oferowane, zasady obsługi i wykupu (w tym odkupu i przedterminowego lub wcześniejszego wykupu).



III Kampus Uniwersytetu w Krakowie

<sup>4)</sup> 1) Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 26 kwietnia 1999 r. w sprawie ogólnych warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych na przetargach (Dz.U. Nr 38, poz. 368, z późn. zm.),  
2) Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 26 kwietnia 1999 r. w sprawie ogólnych warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych w sieci sprzedaży detalicznej (Dz.U. Nr 38, poz. 369, z późn. zm.),  
3) Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 26 sierpnia 1999 r. w sprawie warunków emitowania bonów skarbowych (Dz.U. Nr 74, poz. 831, z późn. zm.),  
4) Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 7 września 1999 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych na rynkach zagranicznych (Dz.U. Nr 75, poz. 845, z późn. zm.),  
5) Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 8 września 1999 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych przeznaczonych na zamianę zobowiązań Skarbu Państwa (Dz.U. Nr 74, poz. 834, z późn. zm.).

# Rozdział 3



## Poziom, dynamika i struktura zadłużenia sektora finansów publicznych





Lotnisko w Poznaniu

Relacja państwowego długu publicznego (PDP) do PKB jest jednym z głównych wskaźników makroekonomicznych, służących do oceny kondycji gospodarki i stabilności finansów publicznych w kraju. Wzrost zadłużenia powoduje, iż jego koszty obsługi stanowią coraz bardziej znaczącą pozycję w sztywnych wydatkach budżetu państwa.

### 3.1. Czynniki kształtujące dług publiczny w 2003 roku

W celu analizy czynników kształtujących wysokość długu publicznego zasadne jest wyodrębnienie zadłużenia Skarbu Państwa (SP) oraz pozostałych podmiotów sektora finansów publicznych.

W przypadku Skarbu Państwa do najważniejszych czynników kształtujących poziom długu w 2003 r. zaliczyć należy:

- konieczność sfinansowania wysokiego deficytu budżetowego, który wyniósł 37 043 mln zł, przy niskich wpływach z prywatyzacji (przychody z prywatyzacji ukształtowały się na poziomie 2 963 mln zł, wobec zakładanych 7 400 mln zł);

- realizację kolejnej operacji przedterminowego wykupu niektórych składników długu zagranicznego;
  - kontynuowanie rozpoczętego w 2000 r. programu wypłat rekompensat z tytułu niepodwyższania wynagrodzeń w sferze budżetowej<sup>5)</sup> (spowodowało to zmniejszenie długu o 2 989,5 mln zł);
  - rozpoczęcie w listopadzie 2003 r. operacji konwersji przejmowanych przez Skarb Państwa zobowiązań ZUS z tytułu zaległych składek wobec OFE, na obligacje rynkowe (wzrost długu z tego tytułu w SPW wyniósł 387,7 mln zł);
  - różnice kursowe (przyrost długu o 11 660 mln zł);
  - kapitalizację odsetek (przyrost długu o 100,9 mln zł).
- W przypadku pozostałych podmiotów sektora finansów publicznych istotne znaczenie miały następujące czynniki:
- konieczność finansowania deficytów (w przypadku JST łączny deficyt ukształtował się na poziomie 1 813,9 mln zł);
  - operacje dokonywane na dłużu, jak np. umorzenie przez SP pożyczki udzielonej FUS, w wysokości

<sup>5)</sup> Są to rekompensaty z tytułu: niepodwyższania wynagrodzeń w sferze budżetowej z powodu niestosowania, w okresie od 1 lipca 1991 r. do 28 czerwca 1992 r., przepisów w zakresie kształtowania środków na wynagrodzenia i uposażenia w tej sferze oraz utraty niektórych wzrostów i dodatków do emerytur i rent z tytułu pracy w szczególnych warunkach lub w szczególnym charakterze.

**Tablica 3.1. Państwowy dług publiczny w latach 1999-2003, wg wartości nominalnej, w mln zł oraz w relacji do PKB<sup>\*)</sup>, stan na koniec roku**

Wyszczególnienie	1999	2000	2001	2002	2003
Państwowy dług publiczny (PDP)	273 357,6	280 321,8	302 107,4	352 610,6	408 637,7
Relacja PDP do PKB (%)	41,9	38,7	39,7	45,1	50,2
PDP powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych	281 650,9	289 812,0	311 603,5	364 734,5	420 047,1
PDP powiększony o przewidywane wypłaty w relacji do PKB (%)	43,2	40,0	41,0	46,7	51,6
PKB (mln zł)	652 517,1	723 886,3	760 595,3	781 112,4	814 698,1

<sup>\*)</sup> W 2002 r. Główny Urząd Statystyczny dokonał zmiany metodologii liczenia PKB. Wartość PKB wg nowej metodologii.

6 000 mln zł oraz rozpoczęcie przez SP operacji przejmowania części zobowiązań ZUS wobec OFE (w 2003 r. przejęto 386,7 mln zł);

- zaległości w regulowaniu bieżących zobowiązań, czego wyrazem jest przyrost w 2003 roku zobowiązań wymagalnych o 1 172,8 mln zł (przed konsolidacją w ramach sektora finansów publicznych).

### 3.2. Poziom i dynamika zadłużenia sektora finansów publicznych

Analiza poziomu i dynamiki zadłużenia sektora finansów publicznych w ciągu ostatnich kilku lat prowadzi do następujących zasadniczych konkluzji:

- 1) od roku 2001 doszło do odwrócenia tendencji relacji długu do PKB – ze spadkowej na wzrostową;
- 2) w latach 2002-2003 miał miejsce znaczący przyrost zadłużenia, zarówno w liczbach bezwzględnych, jak i w relacji do PKB (por. dane z tablicy 3.1).

**Tablica 3.2. Państwowy dług publiczny wg kryterium miejsca emisji, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)**

Wyszczególnienie	2002	Struktura	2003	Struktura	Zmiana w 2003 r.	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
<b>Państwowy dług publiczny</b>	<b>352 610,6</b>	<b>100,0</b>	<b>408 637,7</b>	<b>100,0</b>	<b>56 027,1</b>	<b>15,9</b>
<b>1. Dług krajowy</b>	<b>243 528,0</b>	<b>69,1</b>	<b>280 080,3</b>	<b>68,5</b>	<b>36 552,2</b>	<b>15,0</b>
1.1. Dług z tytułu papierów wartościowych	213 562,1	60,6	248 271,6	60,8	34 709,6	16,3
1.2. Dług z tytułu pożyczek i kredytów	14 855,2	4,2	19 548,4	4,8	4 693,3	31,6
1.3. Pozostały dług sektora	15 110,8	4,3	12 260,2	3,0	-2 850,6	-18,9
<b>2. Dług zagraniczny</b>	<b>109 082,6</b>	<b>30,9</b>	<b>128 557,4</b>	<b>31,5</b>	<b>19 474,9</b>	<b>17,9</b>
2.1. Dług z tytułu papierów wartościowych	29 330,7	8,3	44 430,8	10,9	15 100,1	51,5
2.2. Dług z tytułu pożyczek i kredytów	79 725,1	22,6	84 094,8	20,6	4 369,7	5,5
2.3. Pozostały dług sektora	26,8	0,0	31,8	0,0	5,1	18,9



Lotnisko w Poznaniu

Relacja PDP do PKB wyniosła 50,2% na koniec grudnia 2003 r. i wzrosła w stosunku do końca 2002 roku o 5 pp.; relacja PDP powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych do PKB wzrosła z 46,7% na koniec 2002 roku do 51,6% na koniec 2003 roku. Oznacza to przekroczenie pierwszego progu ostrożnościowego określonego w ustawie o finansach publicznych.

Dane o zadłużeniu sektora finansów publicznych, z podziałem na zadłużenie krajowe i zagraniczne, prezentowane są w dwojaki sposób: według kryterium miejsca emisji oraz kryterium rezydenta. **Zadłużenie według kryterium miejsca emisji** uwzględnia miejsce zaciągania zobowiązań (krajowy lub zagraniczny rynek finansowy), natomiast **dług według kryterium**

**rezydenta** uwzględnia podmiot (rezydent lub nie-rezydent<sup>6)</sup>), który jest w posiadaniu wierzytelności. Kształtowanie się wysokości zadłużenia sektora finansów publicznych według kryterium miejsca emisji i rezydenta przedstawiają tablice 3.2 i 3.3.

Wzrost długu sektora finansów publicznych wynikał przede wszystkim ze zwiększenia zadłużenia sektora rządowego. Wśród podmiotów należących do tego sektora największy przyrost długu odnotowano w przypadku Skarbu Państwa, ZUS oraz samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej (SPZOZ). Znaczący był również wzrost zadłużenia sektora samorządowego, głównie w wyniku zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego oraz SPZOZ. Dług ZUS i zarządzanych przez niego funduszy stanowił – na koniec 2003 r. – 2,7% długu sektora przed konsolidacją.

Tablica 3.3. Państwowy dług publiczny wg kryterium rezydenta, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)

Wyszczególnienie	2002	Struktura	2003	Struktura	Zmiana w 2003 r.	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
<b>Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji</b>	<b>352 610,6</b>	<b>100,0</b>	<b>408 637,7</b>	<b>100,0</b>	<b>56 027,1</b>	<b>15,9</b>
<b>1. Dług krajowy</b>	<b>214 509,2</b>	<b>60,8</b>	<b>242 913,8</b>	<b>59,4</b>	<b>28 404,6</b>	<b>13,2</b>
1.1. Dług z tytułu papierów wartościowych	184 573,9	52,3	211 232,4	51,7	26 658,6	14,4
1.2. Dług z tytułu pożyczek i kredytów	14 855,2	4,2	19 548,4	4,8	4 693,3	31,6
1.3. Pozostały dług sektora	15 080,2	4,3	12 133,0	3,0	-2 947,2	-19,5
<b>2. Dług zagraniczny</b>	<b>138 101,4</b>	<b>39,2</b>	<b>165 723,9</b>	<b>40,6</b>	<b>27 622,5</b>	<b>20,0</b>
2.1. Dług z tytułu papierów wartościowych	58 318,9	16,5	81 470,1	19,9	23 151,2	39,7
2.2. Dług z tytułu pożyczek i kredytów	79 725,1	22,6	84 094,8	20,6	4 369,7	5,5
2.3. Pozostały dług sektora	57,4	0,0	159,0	0,0	101,6	177,0

<sup>6)</sup> Pojęcia rezydent i nierezydent zostały określone w ustawie z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe (Dz.U. z 2002 r. Nr 141, poz. 1178, z późn. zm.).

Główną przyczyną narastających zobowiązań wymagalnych tych podmiotów są problemy z terminowym przekazywaniem do OFE należnej części składek na ubezpieczenie emerytalne.

W związku z ciągłym wzrostem zadłużenia ZUS wobec OFE podjęto decyzję, wyrażoną w ustawie z dnia 23 lipca 2003 r.<sup>7)</sup>, o przejściu przez Skarb Państwa zobowiązań (wraz z narosłymi odsetkami) powstałych w okresie 1999-2002. Przejmowane przez Skarb Państwa zobowiązania są konwertowane na obligacje skarbowe. Do końca 2003 r. wyemitowano z tego tytułu obligacje o wartości nominalnej 387,7 mln zł.

Spośród innych podmiotów sektora rządowego istotny poziom wykazuje **zadłużenie pozostałych państwowych osób prawnych, w tym agencji rządowych**. Dynamika tego zadłużenia ma tendencję wzrostową. Najwyższe zadłużenie w tej grupie podmiotów wykazała Agencja Rynku Rolnego (ARR) – w kwocie 1 201,0 mln zł. Narastający dług tej jednostki jest przede wszystkim konsekwencją pozyskiwania środków, w formie kredytów, na interwencyjny skup zbóż.

W przypadku sektora samorządowego należy zwrócić szczególną uwagę na systematycznie wzrastające

**Tablica 3.4. Zadłużenie ZUS i zarządzanych funduszy w latach 2002-2003, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)**

Wyszczególnienie	2002	2003
<b>Dług ZUS i zarządzanych funduszy, w tym:</b>	<b>15 014,6</b>	<b>11 225,4</b>
– kredyty w bankach komercyjnych	2 388,8	4 756,0
– pożyczka ze środków budżetu państwa	6 000,0	0,0
– zobowiązania wymagalne ogółem, w tym:	6 625,8	6 469,5
wobec OFE	6 586,8	6 451,0

zadłużenie **jednostek samorządu terytorialnego**, przy stosunkowo stabilnej jego strukturze (dominacja zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek).

Zobowiązania zaciągane są przez JST głównie na rynku krajowym (95,7%). Krajowy charakter tego długu wynika przede wszystkim z ograniczeń nałożonych ustawą o finansach publicznych. Do czasu uzyskania przez Polskę członkostwa w UE jednostki samorządu terytorialnego mogły finansować swój deficyt, obok emisji papierów wartościowych, kredytami zaciąganych jedynie w bankach krajowych.

Wśród pozostałych podmiotów sektora finansów publicznych należy zwrócić szczególną uwagę na poziom i dynamikę zadłużenia SPZOZ.

**Tablica 3.5. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego w latach 2002-2003, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)**

Wyszczególnienie	2002	Struktura	2003	Struktura	Zmiana w 2003 r.	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
<b>Dług JST ogółem</b>	<b>15 358,4</b>	<b>100,0</b>	<b>17 276,8</b>	<b>100,0</b>	<b>1 918,5</b>	<b>12,5</b>
Kredyty i pożyczki	12 237,5	79,7	13 785,7	79,8	1 548,3	12,7
Papiery wartościowe	2 381,0	15,5	2 817,8	16,3	436,8	18,3
Pozostały dług, w tym:	740,0	4,8	673,3	3,9	-66,6	-9,0
Zobowiązania wymagalne	712,4	4,6	648,4	2,6	-64,0	-9,0

<sup>7)</sup> Dz.U. Nr 149, poz. 1450.

Tablica 3.6. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej w latach 2002-2003, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)

Wyszczególnienie	2002	Struktura	2003	Struktura	Zmiana w 2003 r.	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
Zadłużenie SPZOZ ogółem, w tym:	3 545,8	100,0	5 132,9	100,0	1 587,1	44,8
zobowiązania wymagalne	3 248,0	100,0	4 729,8	100,0	1 481,8	45,6
Zadłużenie SPZOZ	542,9	15,3	721,1	14,0	178,2	32,8
– sektor rządowy, w tym:						
zobowiązania wymagalne	531,1	16,4	708,6	15,0	177,5	33,4
Zadłużenie SPZOZ	3 002,9	84,7	4 411,8	86,0	1 408,9	46,9
– sektor samorządowy, w tym:						
zobowiązania wymagalne	2 716,9	83,6	4 021,2	85,0	1 304,3	48,0



Most Świętokrzyski w Warszawie

Zadłużenie SPZOZ-ów jest przede wszystkim następstwem nieterminowego regulowania zobowiązań. Wysoki poziom tego długu może stanowić zagrożenie dla stabilności finansowej jednostek nadzorujących, które w przypadku likwidacji SPZOZ przejmują ich zobowiązania.

Na jego zmianę wpłynął przede wszystkim:

- 1) **wzrost zadłużenia w obligacjach rynkowych o oprocentowaniu stałym** o 35 187,3 mln zł, tj. o 26,3%;
- 2) **wzrost zadłużenia w bonach skarbowych** o 6 036,6 mln zł, tj. o 14,4%;

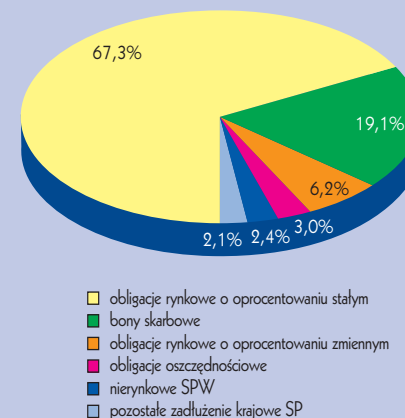
### 3.3. Zadłużenie Skarbu Państwa w 2003 roku

Dominującą pozycją w zadłużeniu sektora finansów publicznych jest dług Skarbu Państwa, który stanowi ok. 93% tego zadłużenia. Na koniec 2003 roku wyniósł on 378 943,8 mln zł (tj. ok. 101,3 mld USD lub ok. 80,3 mld EUR – w przeliczeniu po kursach z dnia 31.12.2003 r., wynoszących odpowiednio 1 USD = 3,7405 PLN, 1 EUR = 4,7170 PLN).

Zadłużenie Skarbu Państwa, podobnie jak PDP, jest prezentowane według kryterium miejsca emisji oraz kryterium rezydenta. Składniki zadłużenia SP według kryterium miejsca emisji przedstawiono w tablicy 3.7.

**Zadłużenie krajowe SP wg kryterium miejsca emisji na koniec 2003 roku** wyniosło 251 165,9 mln zł i wzrosło, w stosunku do końca 2002 roku, o 31 818,9 mln zł.

Wykres 3.1. Struktura zadłużenia krajowego SP wg kryterium miejsca emisji w 2003 r.

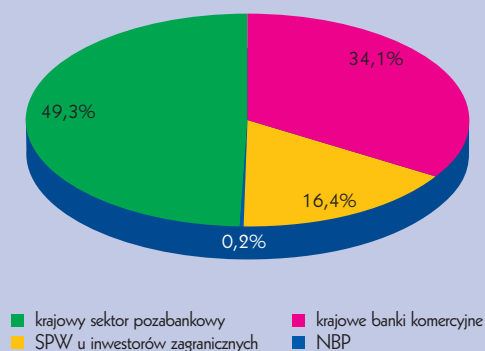




- 3) spadek zadłużenia w obligacjach nierynkowych o 2 800,3 mln zł, tj. o 31,9%;
- 4) spadek zadłużenia w obligacjach rynkowych o oprocentowaniu zmiennym o 4 547,0 mln zł, tj. o 22,6%;
- 5) spadek pozostałego zadłużenia krajowego SP o 1 789,2 mln zł, tj. o 25,6%. Zmiana ta była przede wszystkim wypadkową:
- spadku zadłużenia z tytułu niepodwyższania płac w sferze budżetowej o 2 989,5 mln zł, tj. o 62,8%;
  - spadku zobowiązań wymagalnych o 94,8 mln zł, tj. o 23,3%;
  - wzrostu zadłużenia Funduszu Pracy o 1 300 mln zł, tj. o 72,2%;
- 6) spadek zadłużenia w obligacjach oszczędnościowych o 268,5 mln zł, tj. o 3,5%.

Dominującą pozycję w zadłużeniu krajowym Skarbu Państwa stanowią obligacje rynkowe o oprocentowaniu stałym. Ich udział w długu ma znaczny wpływ na ograniczenie ryzyka związanego ze zmiennością kosztów jego obsługi oraz na zwiększenie stopnia

Wykres 3.2. Struktura podmiotowa zadłużenia krajowego SP w 2003 r.



Tablica 3.7. Zadłużenie Skarbu Państwa wg kryterium miejsca emisji w latach 2002-2003, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)

Wyszczególnienie	2002	Struktura	2003	Struktura	Zmiana w 2003 r.	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
<b>Zadłużenie Skarbu Państwa</b>	<b>327 904,2</b>	<b>100,0</b>	<b>378 943,8</b>	<b>100,0</b>	<b>51 039,7</b>	<b>15,6</b>
<b>I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa</b>	<b>219 347,0</b>	<b>66,9</b>	<b>251 165,9</b>	<b>66,3</b>	<b>31 818,9</b>	<b>14,5</b>
1. Dług z tytułu SPW	212 371,3	64,8	245 979,3	64,9	33 608,1	15,8
1.1. Rynkowe SPW	195 887,5	59,7	232 564,4	61,4	36 676,9	18,7
– bony skarbowe	42 030,8	12,8	48 067,4	12,7	6 036,6	14,4
– obligacje skarbowe wyemitowane na rynek krajowy	153 856,7	46,9	184 496,9	48,7	30 640,3	19,9
1.2. Obligacje oszczędnościowe	7 718,1	2,4	7 449,6	2,0	-268,5	-3,5
1.3. Nierynkowe SPW	8 765,7	2,7	5 965,4	1,6	-2 800,3	-31,9
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	6 975,8	2,1	5 186,6	1,4	-1 789,2	-25,6
<b>II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa</b>	<b>108 557,2</b>	<b>33,1</b>	<b>127 777,9</b>	<b>33,7</b>	<b>19 220,8</b>	<b>17,7</b>
1. Dług z tytułu SPW	29 187,7	8,9	44 267,4	11,7	15 079,7	51,7
– obligacje typu Brady	10 358,3	3,2	4 463,3	1,2	-5 895,0	-56,9
– pozostałe obligacje zagraniczne	18 829,4	5,7	39 804,1	10,5	20 974,7	111,4
2. Dług z tytułu kredytów	79 369,4	24,2	83 510,6	22,0	4 141,1	5,2
– Klub Paryski	65 960,5	20,1	67 121,5	17,7	1 161,0	1,8
– MIF <sup>1)</sup>	11 538,2	3,5	15 279,1	4,0	3 740,9	32,4
w tym Bank Światowy	7 215,3	2,2	7 476,8	2,0	261,5	3,6
– Pozostałe	1 870,7	0,6	1 109,9	0,3	-760,8	-40,7

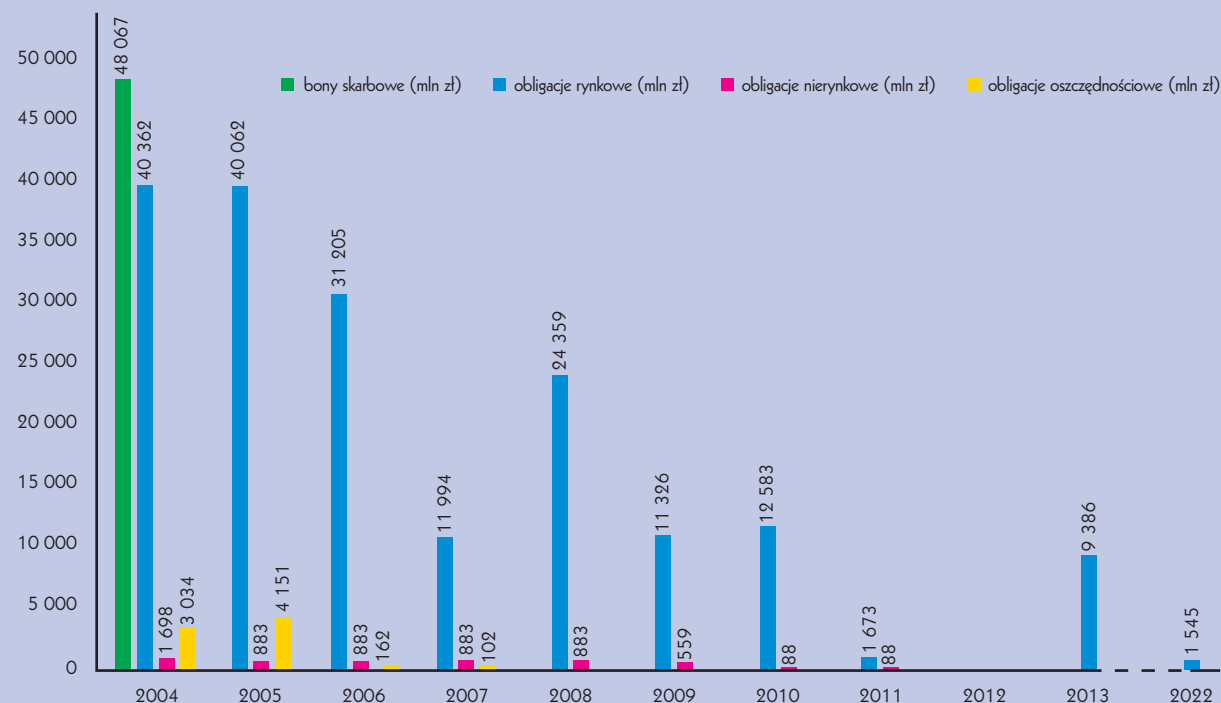
<sup>1)</sup> Międzynarodowe Instytucje Finansowe (Bank Światowy, Europejski Bank Inwestycyjny, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, Bank Rozwoju Rady Europy).

przewidywalności tych kosztów. Warto podkreślić również zmniejszenie udziału całego długu nierynkowego w zadłużeniu krajowym ogółem – z 7,2% na koniec 2002 r. do 4,4% w grudniu 2003 r. Spadek ten jest związany bezpośrednio z dążeniem do uelastycznienia struktury długu poprzez zastąpienie zadłużenia nie posiadającego cech umożliwiających płynny obrót na rynku wtórnym – długiem o parametrach rynkowych.



Most Siekierkowski w Warszawie

Wykres 3.3. Terminy zapadalności SPW wyemitowanych na rynek krajowy



W strukturze podmiotowej długu SP (pozwalającej na określenie głównych grup wierzycieli Skarbu Państwa) w 2003 r. należy podkreślić następujące zmiany:

- 1) **spadek zadłużenia wobec NBP** o 6 138,5 mln zł, tj. o 94,1%;
- 2) **wzrost zadłużenia wobec banków komercyjnych** o 13 677,8 mln zł, tj. o 19,0%;
- 3) **wzrost zadłużenia wobec krajowego sektora pozabankowego** o 14 556,3 mln zł, tj. o 13,3%;
- 4) **wzrost zadłużenia z tytułu SPW wyemitowanych na rynek krajowy wobec inwestorów zagranicznych** o 9 723,3 mln zł, tj. o 31,0%.

Istotnymi parametrami z punktu widzenia zarządzania długiem są: przeciętny okres zapadalności i duracja. Na koniec grudnia 2003 r. **średni okres zapadalności**<sup>9)</sup> rynkowych SPW wyemitowanych na rynku krajowym wyniósł 2,66 roku (spadek z 2,73 na koniec grudnia 2002 r.). Dla poszczególnych rodzajów rynkowych papierów wartościowych średnia zapadalność wyniosła (w latach):

- 1) obligacje rynkowe – 3,22 (3,36 w grudniu 2002 r.);
- 2) bony skarbowe – 0,52 (0,47 w grudniu 2002 r.).

<sup>9)</sup> Wskaźnik poziomu średniej zapadalności jest istotną miarą w ocenie ryzyka refinansowania, w większości państw UE wskaźnik ten waha się w przedziale od 5 do 6 lat.

W tym samym okresie duracja<sup>9)</sup> rynkowych SPW spadła z 2,16 do 2,12 roku i wyniosła dla:

- 1) obligacji rynkowych – 2,53 roku (2,61 w grudniu 2002 r.);
- 2) bonów skarbowych – 0,52 roku (0,47 w grudniu 2002 r.).

**Zadłużenie zagraniczne SP według kryterium miejsca emisji** wzrosło w roku 2003 o 19 220,8 mln zł (tj. o 17,7%) w stosunku do końca 2002 r. i wyniosło 127 777,9 mln zł (34 160,7 mln USD). Zmiana tego zadłużenia była wypadkową: spłaty części zobowiązań zagranicznych, zaciągnięcia nowych zobowiązań oraz zmiany kursu złotego w relacji do innych walut, w których nominowana jest część zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa.

Na zadłużenie zagraniczne SP w 2003 roku składały się głównie dwie pozycje:

- 1) zadłużenie z tytułu SPW – 44 267,4 mln zł (11 834,6 mln USD),
- 2) zadłużenie z tytułu zaciągniętych kredytów – 83 510,6 mln zł (22 326,0 mln USD).

Zadłużenie zagraniczne z tytułu obligacji obejmowało dług z tytułu obligacji Brady'ego (wyemitowanych w 1994 r., w ramach realizacji umowy o redukcji i restrukturyzacji polskiego zadłużenia wobec banków komercyjnych, zrzeszonych w tzw. Klubie Londyńskim) oraz obligacji wyemitowanych na międzynarodowych rynkach kapitałowych.

Zmiany w zadłużeniu zagranicznym z tytułu obligacji w 2003 r. obejmowały:

- 1) spadek zadłużenia z tytułu obligacji Brady'ego o 1 505,1 mln USD (55,8%), do poziomu 1 193,2 mln USD, głównie w wyniku przedterminowego wykupu w kwietniu obligacji PDI,

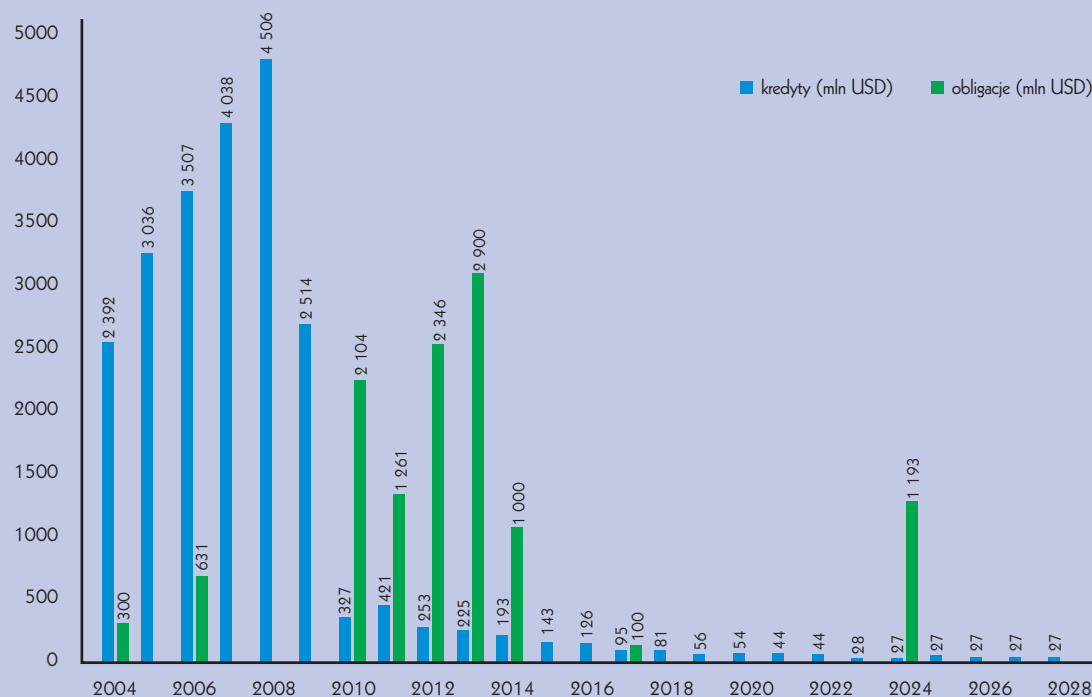
w kwocie 1 089,2 mln USD oraz DCB o wartości 393,0 mln USD, w październiku 2003,

- 2) wzrost zadłużenia z tytułu obligacji wyemitowanych na międzynarodowych rynkach kapitałowych o 5 736,4 mln USD (116,9%), do poziomu 10 641,4 mln USD.

Na kwotę zadłużenia z tytułu obligacji Brady'ego na koniec 2003 r. składają się dwie obligacje: Par – 744,7 mln USD oraz RSTA – 448,6 mln USD.

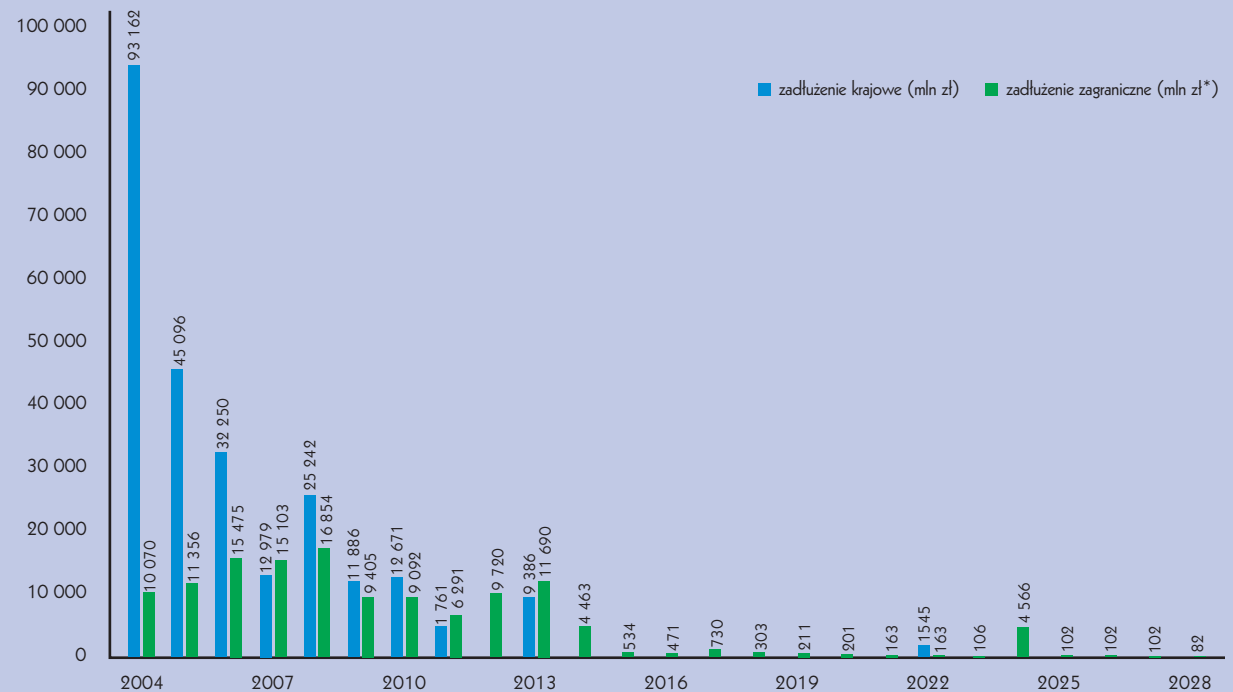
Na kwotę długu z tytułu emisji obligacji zagranicznych na koniec 2003 r. składają się instrumenty wyemitowane w latach 1997-2003. 61% całości emisji,

**Wykres 3.4. Terminy zapadalności obligacji i kredytów zagranicznych**



<sup>9)</sup> Duracja oznacza średni okres, jaki zajmuje dostosowanie się kosztów obsługi długu do nowego poziomu stóp procentowych. Jest on zatem miarą wrażliwości kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych. Im wyższy poziom stóp procentowych oraz większy udział instrumentów krótkoterminowych i o zmiennym oprocentowaniu, tym wyższe ryzyko stopy procentowej i niższa duracja. W większości krajów rozwiniętych miernik ten kształtuje się na poziomie 3-5 lat.

Wykres 3.5. Terminy zapadalności zadłużenia Skarbu Państwa ogółem



\* Według kursów walut obcych z dnia 31.12.2003 r.

według danych na koniec 2003 r., stanowią obligacje nominowane w euro, 30% w dolarach amerykańskich, 7% w funcie szterlingu oraz 2% w jenie japońskim. Zmiana zadłużenia w wyżej wymienionych instrumentach jest wypadkową:

- emisji w lutym 2003 r. obligacji o wartości nominalnej 1 500 mln EUR i dziesięcioletnim okresie zapadalności; w maju 2003 r. dokonano powtórnego otwarcia emisji na kwotę 800 mln EUR,
- emisji obligacji na rynku japońskim, o wartości nominalnej 25 mld JPY, w lipcu 2003 r.
- emisji trzyletnich obligacji zagranicznych o oprocentowaniu zmiennym, o wartości nominalnej 500 mln EUR, we wrześniu 2003 r.

- emisji obligacji dolarowych, w październiku 2003 r., o wartości nominalnej 1 000 mln USD i terminie zapadalności w 2014 r.
- emisji siedmioletnich obligacji o oprocentowaniu zmiennym i wartości nominalnej 400 mln USD w grudniu 2003 r.

Średni termin zapadalności dla wszystkich obligacji skarbowych wyemitowanych na rynki zagraniczne na koniec roku 2003 wynosił 9 lat i 2 miesiące.

Na zmiany zadłużenia z tytułu zaciągniętych kredytów zagranicznych w 2003 roku złożyło się:

- zaciągnięcie nowych kredytów w wysokości 2 003,1 mln USD,
- spłata kredytów w wysokości 3 261,9 mln USD,

- deprecjacja dolara amerykańskiego w stosunku do innych walut, w których nominowana jest część zadłużenia zagranicznego SP.

Największą część zadłużenia z tytułu kredytów otrzymanych stanowił dług wobec wierzycieli zrzeszonych w Klubie Paryskim. Na koniec 2003 r. wynosił on 80,4% całości kredytów zagranicznych Skarbu Państwa.

### Zadłużenie SP według kryterium rezydenta

Dane o zadłużeniu Skarbu Państwa wg kryterium rezydenta prezentowane są w podziale na zadłużenie krajowe (wobec rezydentów) i zadłużenie zagraniczne (wobec nierezydentów).

Na koniec grudnia 2003 r. zadłużenie krajowe SP (wobec rezydentów) wyniosło 213 999,4 mln zł, natomiast zadłużenie zagraniczne (wobec nierezydentów) wyniosło 164 944,4 mln zł.

W zadłużeniu krajowym dominował (89,5%) dług z tytułu emisji krajowych rynkowych SPW. Obligacje skarbowe wyemitowane na rynek zagraniczny i obligacje Brady'ego znajdujące się w portfelu rezydentów (krajowych banków komercyjnych) stanowiły jedynie 1,9% całości krajowego zadłużenia.

Dług zagraniczny według kryterium rezydenta uwzględnia wszystkie papiery wartościowe znajdujące się w portfelu inwestorów zagranicznych, niezależnie od

Tablica 3.8. Zadłużenie Skarbu Państwa wg kryterium rezydenta w latach 2002-2003, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)

Wyszczególnienie	2002	Struktura	2003	Struktura	Zmiana w 2003 r.	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
<b>Zadłużenie Skarbu Państwa</b>	<b>327 904,2</b>	<b>100,0</b>	<b>378 943,8</b>	<b>100,0</b>	<b>51 039,7</b>	<b>15,6</b>
<b>I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa (wobec rezydentów)</b>	<b>190 328,2</b>	<b>58,0</b>	<b>213 999,4</b>	<b>56,5</b>	<b>23 671,3</b>	<b>12,4</b>
1. Dług z tytułu SPW	183 383,1	55,9	208 940,1	55,1	25 557,0	13,9
1.1. Rynkowe SPW	166 899,4	50,9	195 525,2	51,6	28 625,8	17,2
– bony skarbowe	40 975,3	12,5	47 265,1	12,5	6 289,8	15,4
– obligacje skarbowe wyemitowane na rynek krajowy	123 519,0	37,7	144 182,9	38,0	20 663,8	16,7
– obligacje skarbowe typu Brady i wyemitowane na rynek zagraniczny	2 405,0	0,7	4 077,3	1,1	1 672,3	69,5
1.2. Obligacje oszczędnościowe	7 718,0	2,4	7 449,5	2,0	-268,5	-3,5
1.3. Obligacje nierynkowe	8 765,7	2,7	5 965,4	1,6	-2 800,3	-31,9
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	6 945,1	2,1	5 059,3	1,3	-1 885,8	-27,2
<b>II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa (wobec nierezydentów)</b>	<b>137 576,0</b>	<b>42,0</b>	<b>164 944,4</b>	<b>43,5</b>	<b>27 368,4</b>	<b>19,9</b>
1. Dług z tytułu SPW	58 175,9	17,7	81 306,6	21,5	23 130,7	39,8
1.1. Rynkowe SPW	58 175,8	17,7	81 306,6	21,5	23 130,7	39,8
– bony skarbowe	1 055,5	0,3	802,4	0,2	-253,1	-24,0
– obligacje skarbowe wyemitowane na rynek krajowy	30 337,6	9,3	40 314,1	10,6	9 976,5	32,9
– obligacje skarbowe typu Brady i wyemitowane na rynek zagraniczny	26 782,8	8,2	40 190,1	10,6	13 407,4	50,1
1.2. Obligacje oszczędnościowe	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-52,9
2. Dług z tytułu kredytów	79 369,4	24,2	83 510,6	22,0	4 141,1	5,2
3. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	30,7	0,0	127,2	0,0	96,6	314,9



Most Siekierkowski w Warszawie

Tablica 3.9. Zadłużenie Skarbu Państwa w latach 1999-2003, wg wartości nominalnej, w mln zł oraz w relacji do PKB; stan na koniec roku

Wyszczególnienie	1999	2000	2001	2002	2003
Zadłużenie Skarbu Państwa	264 370,3	266 816,8	283 938,2	327 904,2	378 943,8
Relacja do PKB (%)	40,5	36,9	37,3	42,0	46,5
Zadłużenie SP powiększone o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP	272 532,1	276 202,6	293 274,8	339 960,0	390 281,0
Relacja do PKB (%)	41,8	38,2	38,6	43,5	47,9
PKB (mln zł)	652 517,1	723 886,3	760 595,3	781 112,4	814 698,1

miejsca emisji tych instrumentów. Udział długu zagranicznego w długu SP ogółem wyniósł 43,5% wobec 42,0% na koniec 2002 r. Wzrost ten spowodowany był głównie zwiększeniem stanu posiadania (przez nierezydentów) obligacji skarbowych emitowanych na rynku krajowym oraz obligacji wyemitowanych na rynki zagraniczne. Ich udział w długu zagranicznym ogółem wyniósł 49,3% (42,3% na koniec 2002 r.).

#### Relacja długu Skarbu Państwa do Produktu Krajowego Brutto

Relacja długu SP do PKB wyniosła 46,5% na koniec grudnia 2003 r., wobec 42,0% na koniec

2002 roku. Tym samym miał miejsce wzrost relacji długu SP powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez Skarb Państwa do PKB – z 43,5% na koniec 2002 roku do 47,9% na koniec 2003 roku.

#### 3.4. Państwowy dług publiczny obliczony według metodologii Unii Europejskiej

Już w okresie przed przystąpieniem do Unii Europejskiej Polska była zobowiązana do opracowywania kwestionariusza nt. deficytu i długu

Tablica 3.10. Dług sektora *general government* w latach 2001-2003, wg wartości nominalnej, w mln zł oraz w relacji do PKB, stan na koniec roku

Wyszczególnienie	2001	2002	2003
Dług sektora <i>general government</i> (mln zł)	279 145,5	321 335,2	369 694,8
Relacja do PKB (%)	36,7	41,1	45,4

Tablica 3.11. Dług sektora *general government* w relacji do PKB (w %) w strefie euro oraz w krajach UE w latach 2001-2003, stan na koniec roku

Wyszczególnienie	2001	2002	2003 <sup>1)</sup>
Strefa euro (średnio)	69,4	69,2	70,4
Kraje członkowskie UE (średnio)	63,2	62,5	64,0

<sup>1)</sup> Dane szacunkowe.

sektora instytucji rządowych i samorządowych (*general government*), służącego do oceny stopnia spełnienia w danym roku fiskalnych kryteriów konwergencji zawartych w Traktacie z Maastricht. Kwestionariusz jest aktualizowany co pół roku, a następnie przesyłany do Komisji Europejskiej i Eurostatu. Ze względu na opisane w rozdziale 2 niniejszego opracowania różnice metodologiczne, poziom zadłużenia określony wg wymogów UE jest niższy niż państwowy dług publiczny liczony zgodnie z metodologią krajową.

Powyżej przedstawione zostały tablice 3.10 i 3.11 zawierające dane o długu sektora *general government* w Polsce oraz krajach Unii Europejskiej w latach 2001-2003<sup>10)</sup>.

### 3.5. Obsługa zadłużenia Skarbu Państwa w 2003 roku

Występujący w ostatnich latach wzrost poziomu zadłużenia Skarbu Państwa pociągnął za sobą zwiększenie poziomu kosztów jego obsługi – zwłaszcza w latach 2001-2002. W związku z tym, koszty obsługi zadłużenia Skarbu Państwa stały się coraz bardziej znaczącą pozycją wydatków budżetu państwa, co wpływało również na wzrost poziomu niedoborów budżetowych. W roku 2003, podobnie jak i w poprzedzających go latach, budżet nie wykazywał nadwyżki pierwot-

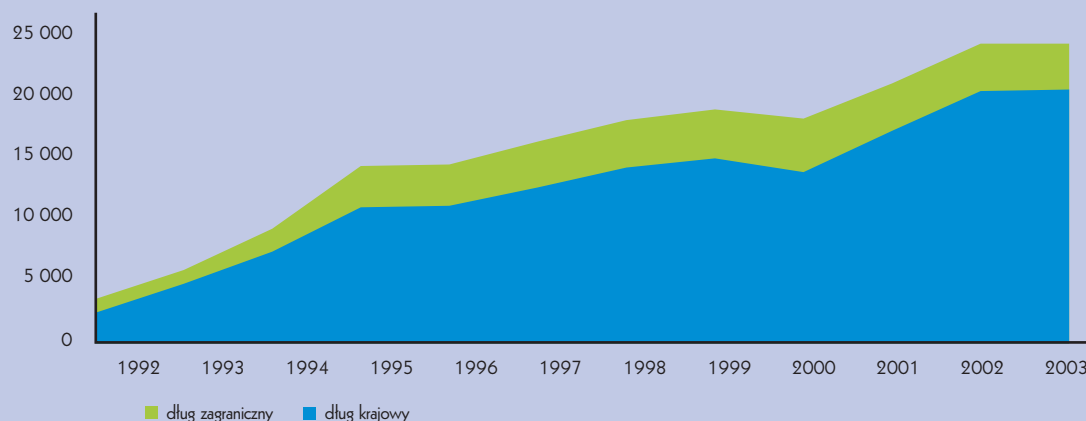
nej, co oznacza, że wydatki pomniejszone o koszty obsługi długu publicznego były wyższe od poziomu dochodów budżetowych.

Wydatki ponoszone na obsługę długu publicznego są znaczącą pozycją w budżecie, przy czym ich poziom zależy od sytuacji na rynkach finansowych, a zwłaszcza:

- od poziomu rynkowych stóp procentowych – bieżących oraz ukształtowanych w okresach wcześniejszych;
- kursów wymiany walut obcych – dotyczy to wszelkich zobowiązań w walutach obcych.

W związku z powyższym, część kosztów nie może być dokładnie określona w chwili tworzenia budżetu, można

Wykres 3.6. Koszty obsługi zadłużenia w podziale na część krajową i zagraniczną (wg kryterium miejsca emisji, w mln zł)



Tablica 3.12. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa w latach 1995-2003 (w mln zł)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Koszty obsługi zadłużenia SP</b>	<b>14 202,1</b>	<b>14 390,7</b>	<b>16 271,1</b>	<b>17 910,6</b>	<b>18 777,5</b>	<b>18 023,1</b>	<b>20 898,5</b>	<b>24 048,3</b>	<b>24 137,4</b>
krajowego	10 939,6	11 021,2	12 587,9	14 140,7	14 893,5	13 726,5	17 104,7	20 323,9	20 378,3
zagranicznego	3 262,5	3 369,5	3 683,2	3 769,9	3 884,0	4 296,6	3 793,8	3 724,4	3 759,1

<sup>10)</sup> Więcej informacji na stronie: <http://europa.eu.int/comm/eurostat/>



Most Siekierkowski w Warszawie

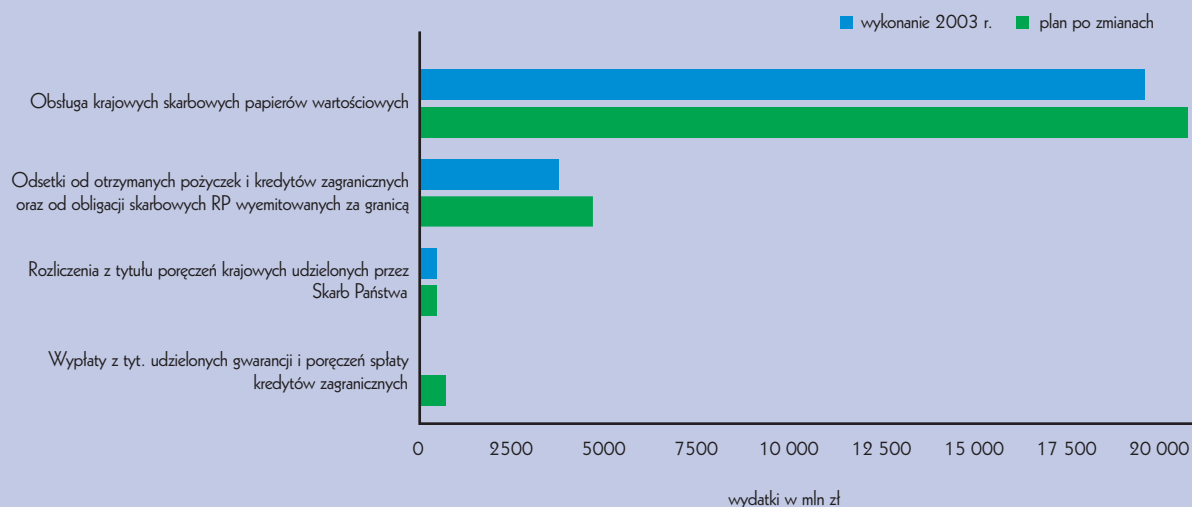
jedynie zaplanować wydatki z tego tytułu z pewnym przybliżeniem. Ze względów ostrożnościowych, jak również w celu aktywnego zarządzania długiem publicznym, zarządzający nim zmuszony jest planować rezerwę na nieprzewidziany wzrost kursów walut wymienialnych oraz stóp procentowych na rynku finansowym, a także ze względu na możliwość dokonywania operacji na istniejącym długu, m.in. zamiany istniejących zobowiązań na nowe, przedterminowego wykupu itp.

W ustawie budżetowej na rok 2003<sup>11)</sup> założono, iż wydatki na obsługę długu wyniosą 27 156,6 mln zł (ok. 13,4% więcej niż wydatki wykonane w roku 2002), z czego 21 777,1 mln zł (tj. 80,2%) stanowiła część krajowa, a 5 379,5 mln zł – część zagraniczna. Faktyczna wielkość wydatków na koszty obsługi zadłużenia, zrealizowanych w roku 2003, była niższa o 3 019,2 mln zł i wyniosła 24 137,4 mln zł (por. wykres 3.7.).

Niższe, niż zakładano, wykonanie wydatków w roku 2003 było głównie spowodowane:

- ukształtowaniem się korzystniejszych, niż zaplanowano, kursów PLN/USD i PLN/EUR dla zrealizowanych płatności;
- niższym od zakładanego poziomem stóp procentowych na rynku krajowym i zagranicznym;
- niższym od zakładanego wykorzystaniem kredytów zaciąganych w międzynarodowych bankach i instytucjach finansowych;
- znacznie niższymi, niż zaplanowano, wypłatami z tytułu gwarancji spłaty kredytów zagranicznych;
- niższą sprzedażą bonów i obligacji skarbowych, od których ponoszono koszty w 2003 r.;
- przedterminowym wykupem rat od obligacji nominowanej w USD z 2001 r.;
- niższymi kosztami emisji obligacji skarbowych.

Wykres 3.7. Plan i wykonanie ustawy budżetowej na rok 2003 w zakresie wydatków na obsługę zadłużenia



<sup>11)</sup> Minister Finansów dwukrotnie podjął decyzję o zmianie kwot planu obsługi zadłużenia.





Stadion Śląski w Chorzowie

# Rozdział 4

## Strategia zarządzania długiem



Stadion Śląski w Chorzowie



Stadion Śląski w Chorzowie

Zarządzanie długiem, z uwagi na odległe terminy zapadalności przeważającej części składników zadłużenia, powinno być rozpatrywane w horyzoncie co najmniej średnioterminowym. Efektywne zarządzanie wymaga zatem przyjęcia strategii określającej jego cele i zadania oraz instrumenty ich realizacji.

#### 4.1. Cele i zadania strategii zarządzania długiem w roku 2003

Znaczące zwiększenie wysokości deficytu budżetu państwa, występujące od 2001 r., w warunkach spadających wpływów z prywatyzacji spowodowało istotny wzrost poziomu długu publicznego. W związku z tym podstawowym celem *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003-05* stało się, obok minimalizacji kosztów obsługi długu, powstrzymanie narastania długu publicznego.

Cele *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003-05* zostały sformułowane następująco:

1. Utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie.
2. Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasowym, przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomu:

- a) ryzyka refinansowania w walucie krajowej,
- b) ryzyka kursowego i ryzyka refinansowania w walutach obcych,
- 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.

Za bezpieczny poziom długu publicznego uznano taką jego wartość, która nie powoduje istotnego negatywnego oddziaływania na sytuację makroekonomiczną kraju, trudności w konstruowaniu budżetu państwa oraz przekroczenia ograniczeń zawartych w ustawodawstwie krajowym i unijnym (por. rozdz. 2). Cel ten miał być realizowany poprzez:

- ograniczanie poziomów deficytów budżetu państwa w kolejnych latach,
- ograniczenie udzielania nowych poręczeń i gwarancji tylko do wspierania inwestycji, które przyczynią się do przyspieszenia rozwoju gospodarczego,
- zahamowanie procesu narastania zadłużenia w sektorze finansów publicznych poza Skarbem Państwa i JST,
- wdrożenie procedur ostrożnościowych wynikających z ustawy o finansach publicznych, w przypadku przekroczenia progu 50%.

Realizacja drugiego celu (minimalizacji kosztów obsługi) miała być dokonywana na dwóch płaszczyznach:

- przez optymalny dobór struktury instrumentów dłużnych i terminów ich emisji, w horyzoncie określonym przez długość okresów życia instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu;
- jako stałe działania podnoszące efektywność i płynność rynku skarbowych papierów wartościowych.

Zadania wynikające z powyższych celów koncentrowały się na:

- 1) zwiększeniu płynności, efektywności i przejrzystości rynku papierów skarbowych,
- 2) rozpoczęciu programu refinansowania spłat zadłużenia zagranicznego przypadających na lata 2004-09 w najlepszy, z punktu widzenia ponoszonego kosztu i ryzyka, sposób,
- 3) doskonaleniu systemu dealerów skarbowych papierów wartościowych,
- 4) rozwoju systemu zarządzania płynnością budżetu państwa,
- 5) rozwoju systemu sprzedaży instrumentów detalicznych,
- 6) kontynuowaniu zamiany długu nierynkowego na instrumenty rynkowe.

W 2003 r. została opracowana *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2004-06*. Przyjęte w niej cele pozostały zasadniczo bez zmian. Biorąc jednak pod uwagę tempo przyrostu długu w 2003 r. i prognozy dotyczące relacji długu do PKB w okresie objętym strategią (możliwość zbliżenia się tej relacji do poziomu 55% już w 2004 r.), realizacja celu pierwszego, tj. utrzymania wielkości długu na bezpiecznym poziomie, nabiera szczególnej wagi. Osiągnięcie tego celu nie będzie możliwe bez głębokiej reformy finansów publicznych.

W horyzoncie czasowym objętym strategią szczególne

znaczenie dla zarządzania długiem publicznym mają dwa zjawiska: rosnący poziom długu oraz wstąpienie Polski do UE. W związku z tym, w strategii opracowanej w 2003 r. wiele uwagi poświęcono zagrożeniom, jakie może spowodować rosnące zadłużenie, oraz kwestiom dotyczącym przepływów finansowych związanych z członkostwem w UE i zmianom otoczenia, w jakim odbywać się będzie zarządzanie długiem.

## 4.2. Ocena realizacji strategii w roku 2003

Na realizację strategii w roku 2003 istotny wpływ miała sytuacja budżetowa, makroekonomiczna oraz na rynkach finansowych, a także perspektywy w tych zakresach.

### 1. Utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie

Wyższe niż w latach poprzednich potrzeby pożyczkowe, niskie przychody z prywatyzacji oraz osłabienie złotego spowodowały, że w 2003 r. wzrosło tempo przyrostu długu. W konsekwencji, państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych przekroczył 50% PKB. Wzrosło również ryzyko przekroczenia już w 2004 r. kolejnego 55% prognozy ostrożnościowego, jak również – w bliskiej przyszłości – prognozy 60%.

### 2. Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu

Cel minimalizacji kosztów obsługi długu był realizowany głównie poprzez odpowiednią politykę emisyjną. Musiała ona uwzględniać realia rynku finansowego, w tym zwłaszcza reakcję inwestorów na ryzyko wynikające z sytuacji budżetowej i politycznej. Jedną z konsekwencji tej sytuacji był brak poprawy parametrów długu określających różne rodzaje ryzyka, tzn.:

niewielki wzrost udziału długu zagranicznego oraz nieznaczne zmniejszenie średniej zapadalności i *duration*. Struktura emisji krajowych SPW w 2003 r. była dostosowana do warunków panujących na krajowym rynku finansowym; w szczególności starano się, aby nadmierne podaż w poszczególnych segmentach krzywej rentowności nie prowadziły do konieczności akceptowania zbyt wysokich kosztów obsługi długu. W pierwszej połowie roku dokonywało się to w warunkach kontynuacji spadku rentowności na całej długości krzywej. W drugim półroczu wzrost stóp procentowych na całej krzywej dochodowości (szczególnie silny w segmencie instrumentów średnio- i długoterminowych) oraz malejący popyt na instrumenty średnio- i długoterminowe sprawiły, że racjonalne z punktu widzenia kosztów obsługi, było finansowanie potrzeb pożyczkowych instrumentami o krótszym okresie życia. Ograniczeniem dla tej polityki było dążenie do ograniczania ryzyka refinansowania. Minimalizacja kosztów obsługi długu zagranicznego oznaczała podejmowanie możliwie najkorzystniejszych działań w zakresie nowych emisji, z punktu widzenia kosztów ich obsługi, przy uwzględnieniu poziomu ryzyka, oraz zastępowanie zobowiązań drogiej w obsłudze instrumentami tańszymi. Realizacji tego celu służył m.in. przedterminowy wykup obligacji Brady'ego typu PDI i DCB.

Do najważniejszych działań służących obniżaniu kosztów obsługi długu poprzez podnoszenie efektywności rynku skarbowych papierów wartościowych należy zaliczyć:

- politykę ograniczania liczby emisji obligacji przy jednoczesnym zwiększeniu wartości nominalnej poszczególnych serii,
- wprowadzenie z początkiem 2003 r. systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW),

- wprowadzenie kredytu technicznego (*intra-day*) w NBP pod zastaw obligacji skarbowych.
- Minimalizacja kosztów obsługi długu odbywała się przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomu uwzględnionych rodzajów ryzyka.

### **Ryzyko refinansowania w walucie krajowej**

Średnia zapadalność długu rynkowego (wyrażona w latach) spadła z 2,74 na koniec 2002 r. do 2,66 na koniec 2003 r. Było to głównie następstwem:

- zmniejszenia sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych (tj. powyżej 5 lat) w drugiej połowie roku w rezultacie spadku popytu wynikającego głównie z reakcji rynku na kształtowanie się sytuacji w sferze finansów publicznych,
- wzrostu zadłużenia w bonach skarbowych, z uwagi na konieczności sfinansowania wysokiego deficytu budżetowego przy niskich przychodach z prywatyzacji i ograniczonej chłonności rynku obligacji (jego udział w długu krajowym SP pozostał na niezmiennym poziomie ok. 19% – na koniec 2003 r.),
- przetargów zamiany, które ograniczyły spadek średniej zapadalności długu oraz służyły równomiernemu rozłożeniu płatności z tytułu obsługiwanego i wykupywanego długu (ogółem sprzedano w ten sposób obligacje o wartości nominalnej 6,8 mld zł).

### **Ryzyko kursowe i ryzyko refinansowania w walutach obcych**

Udział długu zagranicznego w długu Skarbu Państwa (SP) ogółem, według kryterium miejsca emisji, zwiększył się w 2003 r. nieznacznie (z 33,1% do 33,7%), głównie w następstwie znacznego osłabienia złotego – przede wszystkim w stosunku do euro. Udział długu nominowanego w złotych w długu SP zwiększył się z 64,9% do 66,1%, co wynikało ze spłat obligacji dolarowych wyemitowanych na rynku krajowym.

W długu zagranicznym SP wzrósł udział długu nominalnego w euro – z 46,7% do 58,4%; jednocześnie jego udział w długu ogółem zwiększył się – z 15,5% do 19,1%. Jest to pozytywne zjawisko w kontekście przyszłego wejścia Polski do strefy euro, gdyż spowoduje wyeliminowanie ryzyka kursowego w odniesieniu do tej części długu.

Ryzyko refinansowania pozostawało relatywnie niewielkie. Średni termin zapadalności długu zagranicznego nieznacznie zmniejszył się – z 5,9 roku w 2002 roku do 5,7 roku na koniec 2003, pozostając na bezpiecznym poziomie.

Nowe emisje na rynki zagraniczne uwzględniały spiętrzenia płatności zagranicznych przypadających na lata 2004-09.

### **Ryzyko stopy procentowej**

Wartość *duration* krajowego długu rynkowego (w 2003 r.) zmniejszyła się nieznacznie z 2,15 do 2,12 roku. Na zmiany *duration* wpływ miały następujące czynniki:

- spadek średniej zapadalności długu (z 2,74 do 2,66 roku),
- zmiana w połowie 2003 r. trendu stóp procentowych z malejącego na rosnący,
- zmniejszenie udziału w długu instrumentów rynkowych o oprocentowaniu zmiennym (z 8,4% do 6,78%), przyczyniające się do ograniczania skali ryzyka wynikającego ze wzrostu stopy procentowej.

Udział zobowiązań oprocentowanych według zmiennej stopy procentowej w długu zagranicznym zmniejszył się z 42,3% do 39,8%. Znaczną część zobowiązań opartych o stopę zmienną stanowiły kredyty Klubu Paryskiego oprocentowane zmienną zredukowaną stopą procentową. Zmniejszanie ryzyka stopy procentowej realizowano przez zaciąganie nowych zobowiązań – głównie o stałym oprocentowaniu.

### **Ryzyko płynności budżetu państwa**

Utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa było realizowane przede wszystkim przy pomocy oprocentowanych lokat złotych i walutowych utrzymywanych w NBP. Na ograniczanie ryzyka płynności i związanego z nim ryzyka refinansowania korzystnie wpływały również przetargi zamiany obligacji.

### **Pozostałe rodzaje ryzyka, w szczególności ryzyko kredytowe i operacyjne**

W omawianym okresie nie były zawierane transakcje mogące być źródłem ryzyka kredytowego. Ograniczeniu ryzyka operacyjnego służyło wdrożenie systemu informatycznego zarządzania długiem Skarbu Państwa z bazą danych o długu.

### **Rozkład kosztów obsługi długu w czasie**

Poziom kosztów obsługi długu w 2003 r. nie uległ znaczącym zmianom w porównaniu z poprzednim rokiem. Był on wypadkową dwóch zjawisk: wzrostu poziomu zadłużenia i malejących (w okresie od końca 2000 r. do połowy 2003 r.) stóp procentowych. Dokonując emisji nowych serii SPW, kierowano się również dążeniem do równomiernego rozkładu płatności z tytułu ich obsługi. W szczególności wysokość kuponów nowych emisji obligacji hurtowych była zbliżona do ich rentowności, aby ograniczyć kumulację kosztów obsługi z tytułu dyskonta przy ich wykupie.

Realizację zadań strategii w 2003 r. można scharakteryzować w następujący sposób:

### **Zwiększenie płynności, efektywności i przejrzystości rynku papierów skarbowych**

W 2003 r. kontynuowano zwiększanie płynności obligacji średnio- i długoterminowych poprzez ogra-



Hala Sportowo-Widowiskowa w Bydgoszczy

niczanie liczby emisji, przy jednoczesnym zwiększaniu wartości nominalnej każdej serii.

Do realizacji tego zadania przyczyniał się również rozwój rynku elektronicznego (ERSPW). W maju 2003 r. rynek ERSPW został rozszerzony o możliwość zawierania transakcji warunkowych typu *repo* i *sell/buy back* na obligacjach i bonach skarbowych.

W przyszłości zostanie uruchomiona w Polsce, zgodnie z listem intencyjnym podpisanym przez Centralną Tabelę Ofert S.A. (prowadzącą rynek ERSPW) i spółką MTS S.p.A., europejska platforma obrotu MTS, która zastąpi dotychczasowy system służący do obrotu instrumentami dłużnymi Skarbu Państwa.

### **Rozpoczęcie programu refinansowania spłat zadłużenia zagranicznego przypadających na lata 2004-2009**

Refinansowanie narastających spłat rat kapitałowych od zadłużenia, głównie w Klubie Paryskim, przypadających na lata 2004-2009, odbywa się przez emisję obligacji zagranicznych o długich terminach zapadalności. W 2003 r. podstawową część nowych emisji stanowiły obligacje 10-letnie o stałej stopie procentowej (2,3 mld EUR i 1 mld USD). Przy podejmowaniu decyzji o nowych emisjach kierowano się też zasadami: dywersyfikacji bazy inwestorów i zmniejszania kosztów obsługi długu. Dotyczyło to emisji nominowanej w jenach japońskich, trzyletniej obligacji w euro o zmiennej stopie procentowej oraz pierwszej emisji typu „private placement”.

### **Doskonalenie systemu dealerów skarbowych papierów wartościowych**

Z początkiem 2003 r. rozpoczął funkcjonowanie system Dealerów Skarbowych Papierów

Wartościowych (DSPW). W grudniu 2002 r. zostały podpisane umowy z dwunastoma najbardziej aktywnymi bankami, które uzyskały w ten sposób status dealera SPW na 2003 r. W konsekwencji, od początku 2003 r. w przetargach SPW mogą uczestniczyć jedynie banki posiadające status DSPW oraz państwowy bank BGK. Jednocześnie 1 stycznia 2003 roku rozpoczął się konkurs na wyłonienie DSPW na 2004 r. Na podstawie jego wyników w grudniu Minister Finansów przyznał, podpisując stosowne umowy, status DSPW na 2004 rok ponownie dwunastu bankom.

W zamierzeniu emitenta system DSPW ma służyć m.in. minimalizacji kosztów obsługi długu, zwiększeniu przejrzystości i płynności rynku SPW oraz zwiększeniu efektywności współpracy z bankami w zakresie polityki emisyjnej i potrzeb rynku kapitałowego. W tym celu w lutym 2003 r. powołano Radę Uczestników Rynku, organ opiniodawczo-doradczy przy Ministrze Finansów. W jej skład wchodzi przedstawiciele banków – DSPW, a w posiedzeniach uczestniczą także przedstawiciele Ministerstwa Finansów, NBP, KDPW i spółki prowadzącej platformę elektronicznego obrotu SPW. Posiedzenia, odbywające się nie rzadziej niż raz na trzy miesiące, prowadzi przedstawiciel Ministerstwa Finansów.

W ramach dalszego doskonalenia systemu dealerów rozpoczęto pod koniec 2003 r. prace związane z planowanym na koniec 2004 r. włączeniem do konkursu banków zagranicznych.

### **Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa**

Rozpoczęte zostały przygotowania do modyfikacji systemu zarządzania płynnością w celu zwiększenia jego efektywności i elastyczności.

### **Rozwój systemu sprzedaży instrumentów detalicznych**

Od sierpnia 2003 r. dotychczasowego agenta CDM Pekao S.A. zastąpił bank PKO BP S.A. Rozszerzona została sieć punktów sprzedaży obligacji – w grudniu 2003 r. obligacje można było zakupić w 887 placówkach banku PKO BP S.A. oraz w 35 Punktach Obsługi Klienta BDM PKO BP S.A, wobec ok. 460 punktów obsługi klienta w sieci konsorcjum CDM Pekao S.A. w połowie 2003 r. Od sierpnia 2003 r. możliwy jest zakup obligacji za pośrednictwem systemów teleinformatycznych, tj. przez internet i telefon. Sprzedaż odbywa się w systemie „on-line” z jednoczesnym dokonywaniem rozliczeń finansowych prowadzonych operacji. Wykonywanie rozliczeń finansowych, zapisów transakcji oraz ewidencja emisji i operacji obsługi odbywa się w czasie rzeczywistym. System sprzedaży obligacji skarbowych zapewnia płynność oferowania instrumentów oraz pełne odmierzenie obsługi obligacji, co oznacza, że klienci mogą składać swoje dyspozycje w dowolnym punkcie sprzedaży na obszarze całego kraju.

### **Kontynuowanie zamiany długu nierynkowego na instrumenty rynkowe**

W 2003 r. udział długu nierynkowego w długu krajowym zmniejszył się z 7,2% do 4,4%, w tym nierynkowych SPW z 4,0% do 2,4%. Zmniejszenie zadłużenia w nierynkowych SPW osiągnięto w wyniku planowych wykupów obligacji nierynkowych oraz przedterminowego wykupu obligacji restrukturyzacyjnej serii A. Na zmniejszenie pozostałego zadłużenia Skarbu Państwa największy wpływ miała wypłata rekompensat z tytułu niepodwyższania płac w sferze budżetowej. Przeciwny wpływ miało natomiast zwiększenie zadłużenia Funduszu Pracy (por. rozdz. 3). W listopadzie 2003 r. Skarb Państwa rozpoczął proces przejmowania od ZUS zweryfikowanych zobowiązań wobec OFE i ich konwersji na obligacje skarbowe. Do końca 2003 r. zostały przejęte zobowiązania o wartości 387 mln zł i wydano OFE obligacje o wartości 388 mln zł.



# Rozdział 5



Filharmonia Łódzka



Filharmonia Łódzka

**Finansowanie potrzeb  
pożyczkowych budżetu  
państwa w roku 2003**



Deficyt budżetu państwa wyniósł w 2003 r. 37 043 mln zł, wobec 38 734 mln zł zakładanych w ustawie budżetowej (95,6% planu). Był on wynikiem osiągniętych dochodów w kwocie 152 111 mln zł, wobec przyjętych w ustawie 155 698 mln zł (97,7%) oraz wydatków na poziomie 189 154 mln zł, wobec planowanych 194 432 mln zł (97,3%).

Finansowanie deficytu oraz pozostałych potrzeb pożyczkowych odbywało się zarówno na rynku krajowym (31 081 mln zł, tj. 84% udziału w strukturze), jak i na rynku zagranicznym (5 962 mln zł, 16%). Faktyczna wielkość środków uzyskanych ze źródeł zagranicznych wyniosła 6 576 mln zł. Dodatnia różnica pomiędzy tymi kwotami oznaczała przyrost środków walutowych na koniec 2003 r. z tytułu finansowania zagranicznego.

## 5.1. Finansowanie krajowe

Krajowe potrzeby pożyczkowe brutto wyniosły 129 249 mln zł, a ich głównym składnikiem był wykup skarbowych papierów wartościowych (84 624 mln zł). Najważniejszym źródłem finansowania tych potrzeb była sprzedaż skarbowych papierów wartościowych. Uzyskane z tego tytułu środki wyniosły 118 963 mln zł, co oznaczało dodatnie saldo finansowania

wania w wysokości 34 339 mln zł. Istotną rolę odegrały również środki przechodzące z 2002 roku (7 174 mln zł), przy czym z finansowania krajowego w 2003 r. pozostały w budżecie na 2004 r. środki o wartości 10 393 mln zł. Źródła finansowania krajowego zostały przedstawione, w sposób zagregowany, na wykresie 5.2.

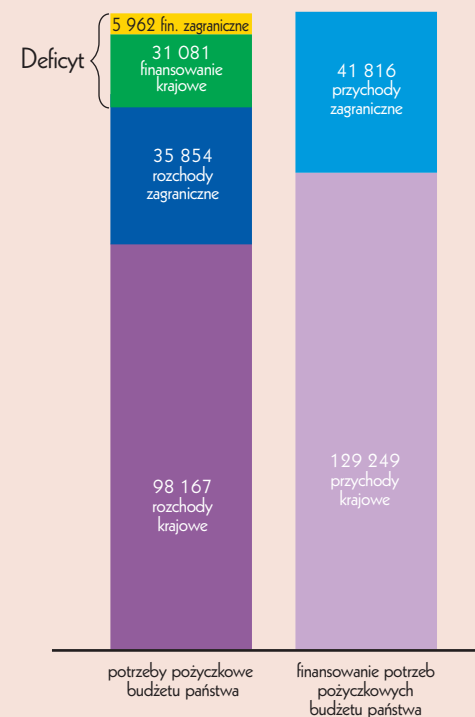
Finansowanie krajowe odbywało się w warunkach:

- szybszego przyrostu deficytu w pierwszym półroczu (zgodnie z tendencją obserwowaną również w latach ubiegłych); wyniósł on w pierwszych 6 miesiącach 23 818 mln zł, podczas gdy w kolejnych miesiącach 13 225 mln zł,
- niskich przychodów z prywatyzacji (40% założonej kwoty),
- dodatniego przez większość roku salda finansowania zagranicznego,
- zmiennej sytuacji na rynku SPW i rynku walutowym.

### 5.1.1. Wpływy ze skarbowych papierów wartościowych

Wpływy ze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych były głównym źródłem finansowania krajowego. Sprzedaż SPW miała miejsce w zmiennych warunkach rynkowych oraz w zmiennej sytuacji budżetowej (por. pkt 5.3 poniżej).

Wykres 5.1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, w tym wynik budżetu w roku 2003 (w mln zł)





Filharmonia Łódzka

W pierwszym półroczu rynek SPW systematycznie się umacniał i odnotowywano kolejne, rekordowo niskie rentowności (por. wykres 6.1, w rozdz. 6). Na rynku wtórnym rentowności spadły o ok. 80 pb. w przypadku obligacji 2-letnich, 70 pb. – 5-letnich, 60 pb. – 10-letnich i 50 pb. – 20-letnich, a bonów rocznych (na rynku pierwotnym) o ok. 120 pb. Było to przede wszystkim wynikiem:

- obniżek podstawowych stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej (główna stopa procentowa banku centralnego spadła o 150 pb. – do poziomu 5,25%),
- procesu nominalnej konwergencji stóp na rynku polskim i europejskim (rentowności na głównych rynkach światowych w tym okresie również zniżkowały).

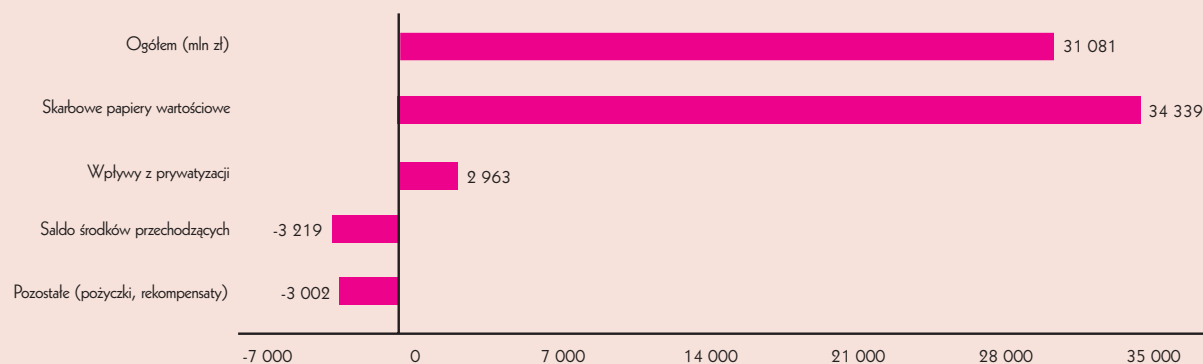
Warunki finansowania na rynku krajowym w drugim półroczu uległy znacznemu pogorszeniu wskutek:

- wzrostu rentowności na głównych rynkach światowych (krzywa rentowności podniosła się o ok. 100 pb.),
- planowanego i uchwalonego ostatecznie znacznego zwiększenia potrzeb pożyczkowych budżetu w 2004 r.,
- niepewności co do sytuacji finansów publicznych (wzrost potrzeb pożyczkowych, wzrost długu publicznego i zbliżanie się do ustawowych progów ostroż-

nościowych), a następnie – niepewności związanej z kształtem przygotowywanej reformy (plan Hausnera) oraz oczekiwań na wzrost podstawowych stóp.

W efekcie, rentowności SPW odnotowały okresowo wzrost w zakresie od 150 do 300 pb. – w porównaniu z najniższymi poziomami z pierwszego półrocza. Znacząco obniżył się też popyt na obligacje średnio- i długoterminowe. W ostatnim miesiącu ubiegłego roku nastąpiło pewne uspokojenie rynku finansowego w rezultacie ogłoszenia przez Ministerstwo Finansów planu finansowania pierwszego kwartału 2004 r. Ostatecznie, rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich osiągnęły na koniec roku 2003 poziom wyższy o – odpowiednio: 60, 110 i 90 pb., w porównaniu z sytuacją sprzed 12 miesięcy. Należy zaznaczyć, że osłabienie popytu na SPW wynikało głównie z braku zainteresowania podmiotów krajowych. Inwestorzy zagraniczni powiększyli w IV kwartale udział obligacji w swoich portfelach o 7,2 mld zł (wg wartości nominalnej), podczas gdy w całym roku przyrost ten wyniósł 10,0 mld zł. Syntetyczne dane dotyczące finansowania przy użyciu skarbowych papierów wartościowych przedstawiono w tabelicy 5.1. Najważniejsze źródło finansowania netto stanowiły obligacje hurtowe oraz bony skarbowe, natomiast saldo obligacji detalicznych było ujemne.

Wykres 5.2. Finansowanie krajowe



Ponadto kontynuowano wykup obligacji nierynkowych (2 957 mln zł, w tym przedterminowy wykup jednej z obligacji restrukturyzacyjnych) oraz zakończono obsługę obligacji wyemitowanej w związku z wykupem długu wobec Brazylii (4 179 mln zł, z czego 2 117 mln zł stanowił przedterminowy wykup).

Spośród obligacji hurtowych, oferowanych na przetargach sprzedaży (standardowych i uzupełniających) oraz przetargach zamiany, największy udział miały instrumenty 2-letnie oraz 5-letnie. Ich sprzedaż według wartości nominalnej wyniosła odpowiednio 34 013 mln zł oraz 20 592 mln zł, tj. 54% i 33% całości sprzedaży obligacji hurtowych na aukcjach. Struktura sprzedaży wynikała z realizacji celu strategii zarządzania długiem dotyczącego minimalizacji kosztów obsługi długu przy przyjętych ograniczeniach, odnoszących się m.in. do ryzyka stopy procentowej i refinansowania (wydłużanie *duration* i średniej zapadalności SPW). Istotny wpływ na kształtowanie się struktury sprzedaży miała również bieżąca sytuacja rynkowa. Poziom sprzedaży na aukcjach charakteryzował się istotnym zróżnicowaniem w czasie (64% oferty zostało uplasowane w pierwszym półroczu). Było to wynikiem ustalonego kalendarza przetargów (więcej przetargów w pierwszych 6 miesiącach) oraz spadku, w drugiej połowie roku, zainteresowania inwestorów średnio- i długoterminowymi SPW.

Drugą podstawową grupą instrumentów dla finansowania potrzeb pożyczkowych były bony skarbowe. Przychody ze sprzedaży tych papierów wyniosły 56 967 mln zł wg wartości nominalnej (54 352 mln zł wg kapitału). Oznaczało to dodatnie saldo finansowania w kwocie 6 774 mln zł, tj. o 4 888 mln zł więcej niż planowano w ustawie budżetowej. Wynikało to głównie z mniejszych niż zakładano wpływów z prywatyzacji oraz ze stopniowo pogarszającej się, od sierpnia 2003 r., sytuacji na rynku obligacji skarbowych.

**Tablica 5.1. Skarbowe papiery wartościowe na rynku krajowym w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (mln zł)**

	Pozycja	Przychody	Rozchody	Saldo
	Skarbowe papiery wartościowe	118 963	84 624	34 339
	1. Bony skarbowe	54 352	47 577	6 774
Obligacje hurtowe	2. Obligacje rynkowe	60 682	29 809	30 873
	– 2-letnie zerokuponowe (OK)	30 763	15 708	15 055
	– 5-letnie stałoprocentowe (PS, OS)	20 476	8 156	12 320
	– 10-letnie stałoprocentowe (DS)	8 048	–	8 048
	– 20-letnie stałoprocentowe (WS)	145	–	145
	– nominowana w USD (2001)	–	4 179	-4 179
Obligacje detaliczne	– 3-letnie zmiennoprocentowe (TZ)	930	1 766	-836
	– 5-letnie stałoprocentowe (SP)	319	–	319
	3. Obligacje oszczędnościowe	3 929	4 280	-351
	– 2-letnie stałoprocentowe (DOS)	3 821	4 237	-416
	– 4-letnie indeksowane (COI)	109	44	65
	4. Obligacje nierynkowe	–	2 957	-2 957
	– nominowana w USD (1991)	–	1 755	-1 755
	– restrukturyzacyjne	–	1 116	-1 116
	– na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	–	86	-86

W przypadku obligacji detalicznych (rynkowych i oszczędnościowych) łączne saldo sprzedaży i wykupu było ujemne i wyniosło 868 mln zł. Sprzedaż ukształtowała się na poziomie 5 260 mln zł, wobec 5 915 mln zł rok wcześniej. Stanowiło to 8% całości obligacji sprzedanych w 2003 r. (9% w 2002 r.). Podobnie jak w przypadku obligacji hurtowych, w poziomie sprzedaży na rynku detalicznym odnotowano duże zróżnicowanie w czasie. Znaczna część wpływów została osiągnięta w drugiej połowie roku (68%), w tym rekordowe miesięczne wpływy w wysokości 1 280 mln zł w grudniu. W segmencie rynku detalicznego przeprowadzono w 2003 r. kilka zmian. Dotyczyły one m.in.: zmiany agenta emisji, co spowodowało powiększenie



sieci sprzedaży, oraz modyfikacji konstrukcji obligacji 3-letnich (wydłużenie do 6 miesięcy okresów odsetkowych i przyjęcie stawki 6-miesięcznego Włboru jako podstawy do formuły oprocentowania) oraz 4-letnich (coroczna wypłata odsetek zamiast ich kapitalizacji).

### 5.1.2. Wpływy z prywatyzacji

Podobnie jak w roku ubiegłym, nie osiągnięto całej zaplanowanej kwoty wpływów z tytułu prywatyzacji przedsiębiorstw. Łącznie przychody z prywatyzacji wyniosły 2 963 mln zł (1 972 mln zł w 2002 r.), z czego połowa wpłynęła w ostatnim kwartale. Ponadto znaczna część wpływów z prywatyzacji w 2003 r. zrealizowana została w walutach obcych (1 805 mln zł). Mniejsze wpływy z prywatyzacji oznaczały konieczność zwiększenia emisji papierów skarbowych, a w konsekwencji wzrost długu oraz kosztów jego obsługi w latach następnych.

### 5.1.3. Saldo środków przechodzących

Saldo środków przechodzących z 2002 r. oraz środków zgromadzonych na koniec 2003 r. w części krajowej było ujemne i wyniosło 3 219 mln zł. Było to wynikiem wykorzystania środków z roku 2002 w wysokości 7 174 mln zł (7 173 mln zł – złotych oraz 1 mln zł – walutowych z prywatyzacji) oraz zgromadzenia na koniec roku 2003 kwoty 10 393 mln zł (środki złote – 9 608 mln zł, walutowe z prywatyzacji – 785 mln zł). W finansowaniu potrzeb pożyczkowych wykorzystywano również środki walutowe z emisji obligacji na rynkach zagranicznych. Na początku roku stan tych środków wynosił 159 mln zł, a na koniec 808 mln zł. Całość środków zgromadzonych na koniec 2003 r. służyła do finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w pierwszych miesiącach 2004 r.

### 5.1.4. Inne pozycje finansowania krajowego

#### Przychody

Pozostałymi przychodami, które wystąpiły w 2003 roku, były: zwrot pożyczki zaciągniętej w budżecie przez Orbis S.A. (6 mln zł) oraz spłata zobowiązań Agencji Własności Rolnej Skarbu Państwa (143 mln zł).

#### Rozchody

W roku 2003 była kontynuowana wypłata świadczeń z tytułu okresowego niepodwyższania płac w sferze budżetowej oraz utraty niektórych wzrostów lub dodatków do emerytur i rent (wypłata rekompensat). Rozchody z tego tytułu wyniosły 3 134 mln zł. Ze środków budżetowych uruchomiono również pożyczkę dla Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych S.A. (16 mln zł).

### 5.2. Finansowanie zagraniczne

Saldo finansowania zagranicznego ukształtowało się na poziomie 5 961,6 mln zł (w 2002 r. wynosiło ono 3 448 mln zł). Było ono rezultatem zrealizowanych przychodów w kwocie 41 815,9 mln zł oraz rozchodów w wysokości 35 854,3 mln zł. Powyższe kwoty przychodów i rozchodów nie oddają precyzyjnie finansowania zagranicznego, są one po części efektem operacji na rachunku walutowym Ministerstwa Finansów, wynikających z potrzeb księgowości budżetowej. Gdyby nie uwzględnić tych wewnętrznych operacji, to saldo finansowania zagranicznego wyniosłoby 6 576,3 mln zł, przy przychodach 25 335,3 mln zł i rozchodach 18 759,0 mln zł. Saldo operacji (ujemne) na rachunku walutowym wyniosło -615 mln zł. W roku 2003 dokonano przedterminowego wykupu tzw. obligacji Brady'ego wyemitowanych w roku 1994 w związku z redukcją i restrukturyzacją zadłu-

zenia wobec Klubu Londyńskiego. W kwietniu 2003 wykupiono, realizując prawo do wcześniejszego wykupu po cenie nominalnej, całość pozostających do spłaty obligacji typu PDI. Kwota przedterminowego wykupu wyniosła 1 089,2 mln USD. W październiku 2003 wykupiono przed terminem całość obligacji DCB o wartości nominalnej 393,0 mln USD. Łącznie operacje wykupu obligacji Brady'ego zamknęły się w ubiegłym roku kwotą 5 794,5 mln zł. Warto zaznaczyć, że przedterminowy wykup tych obligacji był przeprowadzony dotychczas siedmiokrotnie, począwszy od 1997 r., pozwalając na zredukowanie zadłużenia z tego tytułu o 6 546,4 mln USD.

W roku 2003 dokonano sześciu emisji skarbowych papierów wartościowych na rynkach zagranicznych (w tym jednego powtórnego otwarcia wcześniejszej emisji). W lutym 2003 r. wyemitowano obligacje o wartości nominalnej 1 500 mln EUR i dziesięcioletnim okresie zapadalności, w maju 2003 r. dokonano powtórnego otwarcia tej emisji na kwotę 800 mln EUR, w lipcu 2003 r. wyemitowano obligacje na rynku japońskim o wartości nominalnej 25 mld JPY, we wrześniu 2003 r. dokonano emisji trzyletnich obligacji zagranicznych o oprocentowaniu zmiennym i wartości nominalnej 500 mln EUR, w październiku 2003 miała miejsce emisja obligacji dolarowych o wartości nominalnej 1 000 mln USD i terminie zapadalności w 2014 r., w grudniu 2003 wyemitowano siedmioletnie obligacje o oprocentowaniu zmiennym i wartości nominalnej 400 mln USD. Łączne przychody z tych sześciu emisji wyniosły 18 159,2 mln zł.

W kwietniu 2003 r. dokonano ciągnięcia kredytu rewolwingowego w wysokości 950 mln EUR (4 145,0 mln zł). Uzyskane środki były wykorzystane jako finansowanie pomostowe przedterminowego wykupu obligacji PDI. Kredyt został spłacony w czerwcu – po uzyskaniu środków z powtórnego otwarcia emisji obli-

Tablica 5.2. Finansowanie zagraniczne w roku 2003, w mln zł

Pozycja	Przychody	Rozchody	Saldo
<b>Finansowanie zagraniczne</b>	<b>41 816</b>	<b>35 854</b>	<b>5 962</b>
<b>Obligacje</b>	<b>18 159</b>	<b>89</b>	<b>18 070</b>
– obligacje zagraniczne	18 159	–	18 159
– obligacje Brady'ego	–	89	-89
<b>Przedterminowa spłata zobowiązań</b>	<b>–</b>	<b>6 111</b>	<b>-6 111</b>
– wykup obligacji Brady'ego	–	5 795	-5 795
<b>Kredyty zagraniczne otrzymane</b>	<b>2 972</b>	<b>6 920</b>	<b>-3 948</b>
– Klub Paryski	–	5 925	-5 925
– Bank Światowy	221	792	-570
– Europejski Bank Inwestycyjny	2 634	113	2 521
– Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju	–	18	-18
– Bank Rozwoju Rady Europy	116	–	116
– inne	–	72	-72
<b>Instrumenty płynnościowe (kredyt rewolwingowy)</b>	<b>4 145</b>	<b>5 289</b>	<b>-1 144</b>
<b>Obroty na rachunku walutowym</b>	<b>16 481</b>	<b>17 095</b>	<b>-615</b>
<b>Inne pozycje finansowania zagranicznego</b>	<b>59</b>	<b>350</b>	<b>-291</b>
– kredyty udzielone	24	140	-116
– ekofundusz	–	167	-167

gacji w euro zapadającej w 2013 r. Rozchody z tytułu kredytu rewolwingowego wyniosły 5 289,0 mln zł (dodatkowo spłacono w lutym 2003 r. 275 mln USD kredytu zaciągniętego jeszcze w 2002 roku).

Oprócz omówionych wyżej operacji, w 2003 roku realizowano planowe spłaty zapadającego długu w stosunku do wierzycieli zrzeszonych w Klubie Paryskim, jak i pozostałych kredytodawców (Bank Światowy, Europejski Bank Inwestycyjny, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju i inne) – na kwotę 6 920 mln zł. Przychody z tytułu zaciągniętych kredytów od międzynarodowych instytucji finansowych wyniosły w 2003 r. 2 971,8 mln zł, a przychody od kredytów udostępnionych podmiotom krajowym z linii kredytów Banku Światowego 35 mln zł.

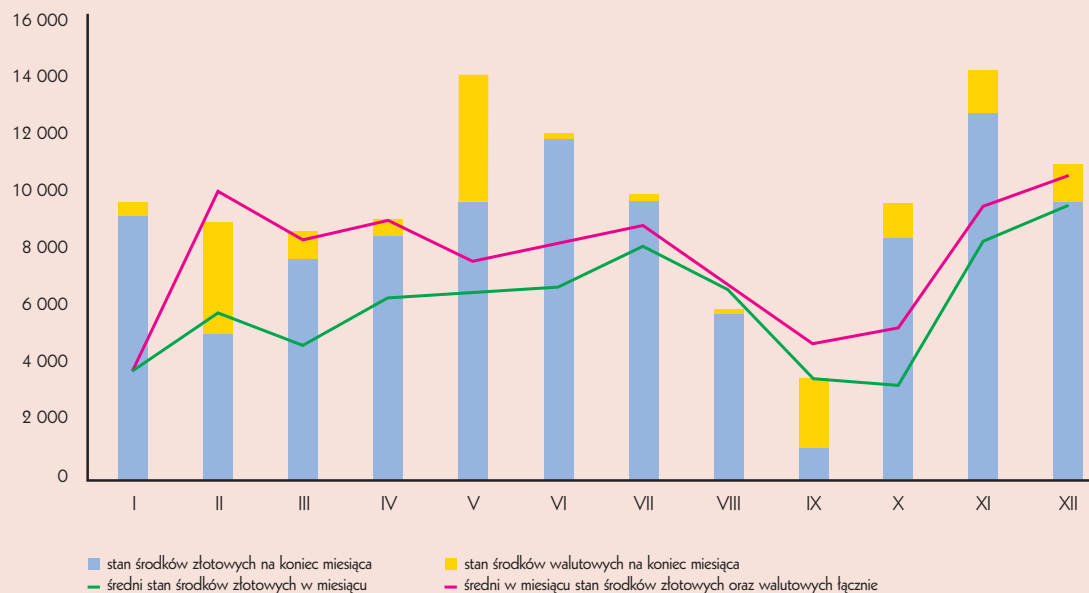
W 2003 r. Rząd RP udzielił kredytów zagranicznych Wietnamowi, Chinom oraz Serbii i Czarnogórze na sfinansowanie eksportu towarów i usług na kwotę 139,9 mln zł (36 mln USD). W tym samym okresie odnotowano spłaty kredytów przez Algierię, Jemen i Wietnam na kwotę 23,6 mln zł (6,3 mln USD).

W 2003 r. wypłaty z tytułu ekokonwersji/ekofunduszu wyniosły 167,4 mln zł (37 mln USD i 4,1 mln EUR), a wypłaty wynikające z członkostwa w międzynarodowych instytucjach finansowych 35 mln zł.

### 5.3. Sytuacja budżetu w zakresie płynności

Przez prawie cały ubiegły rok sytuacja w zakresie płynności zapewniała bezpieczne finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (wykres 5.3). Okresowo niski poziom rezerwy płynnych aktywów na przełomie września i października został szybko odbudowany w efekcie

Wykres 5.3. Środki złotowe i walutowe w kolejnych miesiącach 2003 r. w mln zł (stan na koniec miesiąca oraz średni stan w miesiącu)



sprzedaży krótkoterminowych bonów skarbowych o wartości nominalnej 3,5 mld zł. Płynność budżetu była zapewniana dzięki utrzymywaniu ciągłej rezerwy zarówno w złotych, jak i walutach obcych.

Poziom wolnych środków złotych był uwarunkowany:

- koniecznością dysponowania rezerwą na wypadek niekorzystnej sytuacji rynkowej – ograniczającej lub uniemożliwiającej sprzedaż SPW po akceptowalnym koszcie,
- wykorzystaniem przetargów zamiany obligacji; spowodowały one rozładowanie występujących kumulacji wykupów SPW,
- dążeniem do stabilnej (równomiernej) wielkości podaży SPW w ciągu roku, przy uwzględnieniu czynników sezonowych dotyczących popytu na SPW,
- wielkością potrzeb pożyczkowych w kolejnych miesiącach roku 2003 oraz 2004, a także nierównomiernym rozkładem tych potrzeb w czasie,
- poziomem finansowania zagranicznego, w tym wykorzystaniem środków zgromadzonych na rachunku walutowym,
- niepewnością co do zaplanowanych wpływów z prywatyzacji (zrealizowano 40% założonej kwoty).

Dominującą formą rezerw płynnych aktywów złotych były lokaty terminowe zawiązywane w Narodowym Banku Polskim. Odsetki z tych lokat, w wysokości ok. 0,3 mld zł, zasiliły konto dochodów budżetowych.

Dla zabezpieczenia płatności w walutach obcych gromadzone były również środki walutowe. Ich źródłem były przede wszystkim wpływy ze sprzedaży obligacji na rynkach zagranicznych oraz wpływy walutowe z prywatyzacji. Okresowo obsługa zobowiązań walutowych odbywała się również w wyniku zakupu walut w banku centralnym.

Poziom środków walutowych w ciągu roku był zróżnicowany. Na koniec 2003 r. na rachunku walutowym pozostawały środki o wartości ok. 426 mln USD, wobec 42 mln USD w grudniu 2002 r.



# Rynek wtórny skarbowych papierów wartościowych

## Rozdział 6





Biblioteka Uniwersytecka w Warszawie

Efektywność i płynność rynku wtórnego mają bardzo duże znaczenie dla emisji oraz zarządzania długiem publicznym. Sytuacja kształtująca się na tym rynku, jak również prognozy jej dalszego rozwoju, stanowią jedną z głównych podstaw dla podejmowania decyzji przez emitenta.

## 6.1. Rynek krajowy

Rynek wtórny skarbowych papierów wartościowych (SPW) jest miejscem, w którym dokonuje się transakcji nabycia lub zbycia papierów sprzedanych uprzednio przez Skarb Państwa na rynku pierwotnym. Do podstawowych funkcji efektywnego rynku wtórnego należy zaliczyć:

- możliwość nabywania papierów skarbowych przez podmioty inne niż banki posiadające status Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW), co wpływa na poziom cen na rynku pierwotnym, a co za tym idzie, na koszty obsługi długu,
- dostarczanie informacji o ofercie, wielkości obrotów i kwotowaniach papierów skarbowych wszystkim uczestnikom rynku,
- dostarczanie płynności przez możliwość zawierania transakcji warunkowych,

– zapewnienie bieżącej rynkowej wyceny papierów skarbowych.

Rynek wtórny papierów skarbowych można podzielić na dwa podstawowe segmenty – rynek bonów skarbowych i rynek obligacji. Transakcje zawierane na bonach rozliczane są za pośrednictwem prowadzonego przez NBP Rejestru Papierów Wartościowych (RPW). Za rozliczanie transakcji na obligacjach odpowiedzialny jest natomiast Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW), przy czym możliwe jest wyłączenie udziału KDPW z rozliczenia pieniężnego – w takim przypadku ryzyko związane z przepływem pieniężnym biorą na siebie strony transakcji, a rola KDPW ogranicza się do zapewniania dostarczenia obligacji (rejestracji zmian na kontach depozytowych). Wtórny obrót bonami jest realizowany na rynku nieregulowanym i na Elektronicznym Rynku Skarbowych Papierów Wartościowych (ERSPW) prowadzonym przez CeTO. W przypadku obligacji, do dyspozycji inwestorów pozostają dodatkowo Giełda Papierów Wartościowych (GPW) oraz regulowany rynek CeTO (od grudnia 2003 r.).

Łączna wartość przeprowadzonych w 2003 r. transakcji na rynku wtórnym papierów skarbowych wyniosła 3,8 bln zł i była o 1,5 bln zł wyższa niż w roku 2002. Udział obrotów na bonach i obligacjach skarbowych na rynku wtórnym SPW kształtował



Tablica 6.1. Wartość transakcji na rynku wtórnym papierów skarbowych w 2002 i 2003 r.

Instrument	2002		2003		zmiana w roku	
	wartość transakcji	udział	wartość transakcji	udział		
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
bony skarbowe	1 081 078,7	48,6	1 782 067,4	47,5	700 988,8	64,8
obligacje skarbowe	1 141 349,9	51,4	1 970 358,6	52,5	829 008,8	72,6
razem	2 222 428,5	100	3 752 426,1	100	1 529 997,5	68,8

się na dość zbliżonym poziomie, choć utrzymała się niewielka przewaga segmentu obligacji skarbowych (52,5% udziału w rynku ogółem). Wzrost wartości transakcji zawartych na bonach i obligacjach skarbowych był przede wszystkim efektem wyraźnego przyrostu zadłużenia z tytułu tych papierów oraz rozpoczęcia funkcjonowania systemu DSPW. W przypadku obligacji istotnym czynnikiem było także zwiększenie emisji poszczególnych serii *benchmarkowych*.

Wartość transakcji na rynku bonów skarbowych wyniosła 1,8 bln zł, co oznaczało wzrost o 65% w porównaniu z rokiem ubiegłym. Wzrost obrotów dokonał się głównie w segmencie transakcji typu *sell-buy back*, których udział w transakcjach ogółem zwiększył się z 83,0% w 2002 r. do 91,7% w 2003. Transakcje warunkowe (*sell-buy back* i *repo*) pozostały dominującym segmentem rynku wtórnego bonów przy relatywnie niskim i malejącym udziale bezwarunkowych transakcji kupna/sprzedaży (spadek z 10,2% do 5,8%). Taka struktura rynku wynika przede wszystkim z faktu, że bony skarbowe są instrumentem zarządzania bieżącą płynnością, a rynek wtórny bonów pełni rolę rynku krótkoterminowych pożyczek między bankami i ich największymi klientami.

Rok 2003 był kolejnym rokiem bardzo wyraźnego wzrostu transakcji zawartych na rynku wtórnym obligacji skarbowych. W porównaniu z poprzednim rokiem wartość transakcji zwiększyła się o 829,0 mld zł i osią-

gnęła poziom 1,97 bln zł. Dominującą pozycję w strukturze rynku zachował rynek nieregulowany, na którym koncentrowało się 95,1% obrotów ogółem. Bardzo nieznacznie zwiększył się udział rynku elektronicznej platformy obrotu na CeTO (z 4,2% do 4,7%).

Tablica 6.2. Wartość transakcji na rynku wtórnym bonów skarbowych w podziale na typy transakcji w 2002 i 2003 r.

Rok	Wartość transakcji ogółem	Transakcje <i>sell-buy back</i>		Transakcje <i>repo</i>		Transakcje bezwarunkowe	
	mln zł	mln zł	udział	mln zł	udział	mln zł	udział
2002	1 081 078,7	897 207,1	83,0%	73 077,4	6,8%	110 794,1	10,2%
2003	1 782 067,4	1 634 511,7	91,7%	43 336,3	2,4%	104 219,4	5,8%

Tablica 6.3. Wartość transakcji na rynku wtórnym obligacji w 2002 i 2003 r.

Rynek	2002		2003		zmiana w roku	
	wartość transakcji	udział w rynku	wartość transakcji	udział w rynku		
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
<b>Rynek wtórny</b>	<b>1 141 349,9</b>	<b>100,0</b>	<b>1 970 358,6</b>	<b>100</b>	<b>829 008,8</b>	<b>72,6</b>
Nieregulowany	1 091 402,1	95,6	1 874 101,1	95,1	782 699,0	71,7
CeTO	47 990,0	4,2	92 485,0	4,7	44 495,0	92,7
GPW	1 957,8	0,2	3 772,5	0,2	1 814,8	92,7

Aktywność inwestorów na rynku nieregulowanym koncentrowała się na papierach 5-letnich o stałym oprocentowaniu (PS), przy czym w 2003 roku odnotowano spadek udziału tych obligacji w rynku ogółem z 57,9% do 52,7%. Wyraźnie zwiększył się natomiast udział transakcji na papierach 2-letnich zerokuponowych (z 18,2% do 27,3%) i 10-letnich o stałym oprocentowaniu (z 10,0% do 14,7%). Największe obroty odnotowano na obligacjach *benchmarkowych* i papierach, które do niedawna posiadały tego typu status. Wartość transakcji na ośmiu seriach obligacji (zob. tablica 6.4) wyniosła aż 1,4 bln zł, co stanowiło 70,7% wartości transakcji zawartych na rynku wtórnym ogółem.

Tablica 6.4. Wartość transakcji na najbardziej płynnych papierach na rynku wtórnym obligacji w 2003 r.

Obligacja	Wartość transakcji mln zł	Udział w rynku
OK1204	112 936,3	5,7%
OK0405	95 932,1	4,9%
OK0805	47 622,3	2,4%
PS1106	89 126,6	4,5%
PS0507	193 548,3	9,8%
PS0608	610 747,6	31,0%
DS1110	81 186,4	4,1%
DS1013	161 721,0	8,2%

Tablica 6.5. Struktura podmiotowa nieregulowanego rynku obligacji w 2002 i 2003 r.

Strony transakcji	2002		2003	
	wartość transakcji	udział	wartość transakcji	udział
	mln zł	%	mln zł	%
bank-bank	306 086,6	28,0	585 182,5	31,2
bank-sektor pozabankowy	238 102,0	21,8	675 495,5	36,0
bank-nierezydent	323 084,8	29,6	422 366,8	22,5
sektor pozabankowy-sektor pozabankowy	2 997,9	0,3	5 418,7	0,3
sektor pozabankowy-nierezydent	25 175,9	2,3	28 869,5	1,5
nierezydent-nierezydent	195 954,8	18,0	156 768,1	8,4

Tablica 6.6. Płynność rynku wtórnego obligacji skarbowych w latach 2002 i 2003

Rok	OK*			PS*			DS*			Razem		
	zadłużenie (średnie)	wartość transakcji (średnia)	płynność	zadłużenie (średnie)	wartość transakcji (średnia)	płynność	zadłużenie (średnie)	wartość transakcji (średnia)	płynność	zadłużenie (średnie)	wartość transakcji (średnia)	płynność
	mln zł	mln zł	%	mln zł	mln zł	%	mln zł	mln zł	%	mln zł	mln zł	%
2002	7 955,0	28 128,4	403,5	5 223,2	8 383,4	186,9	8 537,4	7 235,8	83,7	136 054,7	95 385,3	69,2
2003	16 929,4	50 895,6	348,4	7 837,7	10 503,3	137,0	8 036,2	13 256,7	169,7	175 044,1	164 144,2	94,0

\* Aktualnie sprzedawana seria.

W konsekwencji wprowadzenia systemu DSPW nastąpiło umocnienie dominującej pozycji banków w strukturze podmiotowej rynku. Wartość transakcji na rynku nieregulowanym, w których przynajmniej jedną stroną był bank, stanowiła 89,8% wartości wszystkich transakcji (wobec 79,5% w roku 2002). W największym stopniu zwiększył się udział transakcji zawieranych przez banki i krajowy sektor pozabankowy – transakcje pomiędzy tymi grupami inwestorów stanowiły 36,0% wszystkich zawartych transakcji (21,8% w 2002 r.).

W minionym roku odnotowano wyraźny wzrost wskaźnika wartości transakcji zawartych na rynku wtórnym do wartości zadłużenia. W porównaniu z rokiem 2002, wzrósł on (średnia miesięczna) z 69,2% do 94,0%. Omawiana relacja dość wyraźnie zmniejszyła się dla aktualnie sprzedawanych na rynku pierwotnym papierów 2- i 5-letnich, co było głównie konsekwencją wzrostu wartości nowych emisji tych obligacji. W przypadku benchmarków, poprawę odnotowano jedynie dla papierów 10-letnich, co wynikało jednak głównie z dość ograniczonej płynności tych obligacji w poprzednich latach.

Wzrost wspomnianego wskaźnika nie był jednak jednoznaczny z faktycznym zwiększeniem płynności rynku wtórnego obligacji. Obserwowane od połowy roku spadki cen obligacji – i związane z tym rosnące straty dealerów – spowodowały znaczne zmniejszenie aktywności największych banków pełniących do tej pory funkcje *market-makerów*. Doprowadziło to do wyraźnego zmniejszenia płynności rynku rozumianej jako możliwość sprzedaży dużych pakietów obligacji bez konieczności akceptowania niższych cen oraz wyraźny wzrost *spreadów* pomiędzy kwotowaniami *bid* i *offer* dla poszczególnych papierów.

## 6.2. Rynek zagraniczny

Większość obligacji zagranicznych wyemitowanych przez Skarb Państwa w latach 1995-2003 (a także polskie obligacje Brady'ego) jest zarejestrowana na zagranicznych giełdach papierów wartościowych. Jednak obrót tymi walorami koncentruje się na nieregulowanych rynkach międzybankowych charakteryzujących się znacznym stopniem decentralizacji oraz dużą ilością instytucji aktywnie uczestniczących w transakcjach. Te cechy rynków międzybankowych sprawiają, iż obserwacja transakcji na poszczególnych emisjach jest bardzo utrudniona.

Pod koniec roku 2003 uruchomiona została platforma elektroniczna do obrotu obligacjami nominowanymi w euro, z krajów przystępujących do Unii Europejskiej (NewEuroMTS). Uczestniczący w niej dealerzy mają obowiązek ciągłego dostarczania kwotowań z niewielką różnicą pomiędzy oferowaną ceną zakupu i sprzedaży. Od czasu uruchomienia platformy duża część obrotu wtórnego odbywa się za jej pośrednictwem. Na koniec roku 2003 na platformie kwotowane były dwie polskie najbardziej płynne obligacje zagraniczne (o terminie zapadalności w 2011 i 2013 roku).

Rozliczenia transakcji zawartych na obligacjach zagranicznych są realizowane przez dwa systemy: w przypadku inwestorów amerykańskich za rozliczenia odpowiada wyspecjalizowana instytucja finansowa Depository Trust Company, w przypadku inwestorów spoza USA rozliczenia realizowane są przez dwie europejskie instytucje clearingowe – Euroclear i Clearstream.



## Spis tablic

**Tablica 1.1.** Podstawowe dane makroekonomiczne Polski w latach 2000-2003

**Tablica 3.1.** Państwowy dług publiczny w latach 1999-2003, wg wartości nominalnej, w mln zł oraz w relacji do PKB, stan na koniec roku

**Tablica 3.2.** Państwowy dług publiczny wg kryterium miejsca emisji, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)

**Tablica 3.3.** Państwowy dług publiczny wg kryterium rezydenta, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)

**Tablica 3.4.** Zadłużenie ZUS i zarządzanych funduszy w latach 2002-2003, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)

**Tablica 3.5.** Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego w latach 2002-2003, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)

**Tablica 3.6.** Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej w latach 2002-2003, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)

**Tablica 3.7.** Zadłużenie Skarbu Państwa wg kryterium miejsca emisji w latach 2002-2003, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)

**Tablica 3.8.** Zadłużenie Skarbu Państwa wg kryterium rezydenta w latach 2002-2003, stan na koniec roku (w mln zł, wg wartości nominalnej)

**Tablica 3.9.** Zadłużenie Skarbu Państwa w latach 1999-2003, wg wartości nominalnej, w mln zł oraz w relacji do PKB, stan na koniec roku

**Tablica 3.10.** Dług sektora *general government* w latach 2001-2003, wg wartości nominalnej, w mln zł oraz w relacji do PKB, stan na koniec roku

**Tablica 3.11.** Dług sektora *general government* w relacji do PKB (w %) w strefie euro oraz w krajach UE w latach 2001-2003, stan na koniec roku

**Tablica 3.12.** Koszty obsługi długu Skarbu Państwa w latach 1995-2003

**Tablica 5.1.** Skarbowe papiery wartościowe na rynku krajowym w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (mln zł)

**Tablica 5.2.** Finansowanie zagraniczne w roku 2003, w mln zł

**Tablica 6.1.** Wartość transakcji na rynku wtórnym papierów skarbowych w 2002 i 2003 r.

**Tablica 6.2.** Wartość transakcji na rynku wtórnym bonów skarbowych, w podziale na typy transakcji w 2002 i 2003 r.

**Tablica 6.3.** Wartość transakcji na rynku wtórnym obligacji w 2002 i 2003 r.

**Tablica 6.4.** Wartość transakcji na najbardziej płynnych papierach na rynku wtórnym obligacji w 2003 r.

**Tablica 6.5.** Struktura podmiotowa nieregulowanego rynku obligacji w 2002 i 2003 r.

**Tablica 6.6.** Płynność rynku wtórnego obligacji skarbowych w latach 2002 i 2003

## Spis wykresów

**Wykres 3.1.** Struktura zadłużenia krajowego SP, wg kryterium miejsca emisji, w 2003 r.

**Wykres 3.2.** Struktura podmiotowa zadłużenia krajowego SP w 2003 r.

**Wykres 3.3.** Terminy zapadalności SPW wyemitowanych na rynek krajowy (w mln zł)

**Wykres 3.4.** Terminy zapadalności obligacji i kredytów zagranicznych (w mln USD)

**Wykres 3.5.** Terminy zapadalności zadłużenia Skarbu Państwa ogółem (w mln zł)

**Wykres 3.6.** Koszty obsługi zadłużenia w podziale na część krajową i zagraniczną (wg kryterium miejsca emisji w mln zł)

**Wykres 3.7.** Plan i wykonanie ustawy budżetowej na rok 2003 w zakresie wydatków na obsługę zadłużenia

**Wykres 5.1.** Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, w tym wynik budżetu w roku 2003 (w mln zł)

**Wykres 5.2.** Finansowanie krajowe

**Wykres 5.3.** Środki złotowe i walutowe w kolejnych miesiącach 2003 r. w mln zł (stan na koniec miesiąca oraz średni stan w miesiącu)

Wszystkie ilustracje, wykorzystane w raporcie, przedstawiają obiekty finansowane ze środków publicznych.



Materiał opracowano  
w Departamencie Długu Publicznego Ministerstwa Finansów.

Dalsze informacje można uzyskać na stronach Ministerstwa Finansów:  
[www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl)

oraz

w serwisie Reuters na stronie PLMINFIN

lub w Departamencie Długu Publicznego

tel.: (48 22) 694 50 00, 694 50 31

faks: (48 22) 694 50 08

e-mail: [sekretariat.dp@mofnet.gov.pl](mailto:sekretariat.dp@mofnet.gov.pl)