

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2005-07

Warszawa, wrzesień 2004 r.

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2005-07

I. WPROWADZENIE	2
II. REALIZACJA CELÓW STRATEGII W 2003 R. I W PIERWSZEJ POŁOWIE 2004 R.	3
II.1. Ocena realizacji celów	3
II.2. Wnioski z realizacji celów	6
III. UWARUNKOWANIA STRATEGII	7
III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski oraz prognozy jej rozwoju	7
III.2. Uwarunkowania międzynarodowe	8
III.3. Zmiany w zakresie długu publicznego w 2003 r. i pierwszej połowie 2004 r.	9
IV. PRZYCZYNY I KONSEKWENCJE WZROSTU RELACJI DŁUGU DO PKB	11
IV.1. Regulacje dotyczące długu w Polsce i w Unii Europejskiej	11
IV.2. Przyczyny narastania relacji długu do PKB	13
IV.3. Konsekwencje wzrostu relacji długu do PKB	14
V. ANALIZA RYZYKA ZWIĄZANEGO Z DŁUGIEM PUBLICZNYM	16
V.1. Ryzyko związane z wielkością długu publicznego	16
V.2. Ryzyko związane z kosztami obsługi długu	18
V.3. Ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami oraz niektórymi innymi operacjami sektora	22
VI. CELE STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2005-07	24
VII. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM	26
VIII. CHARAKTERYSTYKA NOWYCH INSTRUMENTÓW REALIZACJI CELÓW STRATEGII	28
IX. PROGNOZY ZADŁUŻENIA I KOSZTÓW OBSŁUGI DŁUGU	29
X. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	30
X.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych	30
X.2. Zadłużenie podmiotów sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	31
XI. ZAGROŻENIA DLA REALIZACJI CELÓW STRATEGII	34
XII. EFEKTY REALIZACJI STRATEGII	35
Aneks 1. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE	36
Aneks 2. Deficyt i dług sektora general government oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE	39
Aneks 3. Ocena kredytowa (<i>rating</i>) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE	40

I. WPROWADZENIE

Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2005-07 obejmuje strategię zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz strategię oddziaływania na dług sektora finansów publicznych. Zgodnie z *Ustawą o finansach publicznych* Minister Finansów sprawuje kontrolę nad poziomem długu sektora finansów publicznych. W przypadku długu Skarbu Państwa dysponuje on instrumentami pozwalającymi na bezpośrednie zarządzanie długiem, zaś w przypadku pozostałych podmiotów sektora finansów publicznych, autonomicznych w zaciąganiu zobowiązań, kontrola ma charakter oddziaływania pośredniego.

Prezentowana Strategia zachowała strukturę dokumentów z lat poprzednich. Zawiera ona ocenę realizacji celów zarządzania długiem w 2003 r. i w pierwszej połowie 2004 r., analizę ryzyka związanego z poziomem długu oraz jego strukturą, cele zarządzania długiem na lata 2005-07, zadania i instrumenty służące realizacji celów oraz prognozy dotyczące poziomu długu, jego struktury i kosztów obsługi. W strategii omówiono też przyczyny i konsekwencje wzrostu długu publicznego oraz zagrożenia związane z narastaniem długu.

Cele strategii na lata 2005-07 nie uległy zmianie w stosunku do określonych w poprzednim dokumencie. W związku z przekroczeniem w 2003 r. pierwszego prognozy określonego w *Ustawie o finansach publicznych* istotnego znaczenia nabierają działania zmierzające do zahamowania tendencji narastania długu w relacji do PKB, w tym reforma finansów publicznych i ograniczanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Przewiduje się, że w horyzoncie objętym Strategią relacja długu do PKB do 2006 r. będzie rosła, a w 2007 r. ustabilizuje się na poziomie zbliżonym do roku poprzedniego. Głównym czynnikiem łagodzącym skutki programu reformy finansów publicznych oraz wpływającym na stabilizację i spadek relacji długu do PKB powinno być otoczenie makroekonomiczne, w tym głównie powrót na ścieżkę wysokiego wzrostu gospodarczego.

W prezentowanej Strategii prognozy długu sektora finansów publicznych przedstawiane są w dwóch przekrojach tj. zgodnie z obecnie obowiązującą metodologią (wynikającą z rozwiązań przyjętych w ustawie o finansach publicznych) oraz metodologią UE. Konieczność prezentacji prognoz dotyczących długu w dwóch wariantach wynika z prac związanych z wprowadzeniem do ustawy o finansach publicznych rozwiązań dotyczących zakresu sektora finansów publicznych oraz struktury przedmiotowej długu zgodnych z metodologią UE.

Realizacja programu reformy finansów publicznych powinna umożliwić rozpoczęcie w horyzoncie czasowym objętym prezentowaną Strategią przygotowań do kolejnego etapu integracji z Unią Europejską, tj. wejścia do strefy euro.

II. REALIZACJA CELÓW STRATEGII W 2003 R. I W PIERWSZEJ POŁOWIE 2004 R.

II.1. Ocena realizacji celów

1. Utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie

Konieczność finansowania wysokiego deficytu budżetowego (37,0 mld zł w 2003 r. i 19,9 mld zł w pierwszej połowie 2004 r.) i rozchodów nie będących spłatą długu przy niskich przychodach z prywatyzacji (w ujęciu netto 3,0 mld zł w 2003 r. i 1,9 mld zł w pierwszej połowie 2004 r.) oraz osłabienie złotego spowodowały, że tempo przyrostu długu nie zostało zahamowane. Najważniejsze kategorie długu publicznego w ujęciu bezwzględny i w odniesieniu do PKB przedstawia poniższa tabela.

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

	XII 2002		XII 2003		VI 2004 ¹⁾
	mln zł	% PKB	mln zł	% PKB	mln zł
Dług Skarbu Państwa	327.904,2	42,0%	378.943,8	46,5%	411.234,2
- krajowy	219.347,0	28,1%	251.165,9	30,8%	276.905,6
- zagraniczny	108.557,2	13,9%	127.777,9	15,7%	134.328,6
Państwowy dług publiczny	352.610,6	45,1%	408.637,7	50,2%	438.842,7
Państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji	364.734,5	46,7%	420.047,1	51,6%	450.672,9

1) dane skorygowane w stosunku do obwieszczenia Ministra Finansów z września 2004 r.

Wzrost długu Skarbu Państwa w 2003 r. wynikał zarówno ze wzrostu długu krajowego (o 31,8 mld zł), jak i zagranicznego (o 19,2 mld zł). Wzrost poziomu długu zagranicznego był rezultatem osłabienia złotego oraz nowych emisji obligacji na rynkach zagranicznych – saldo finansowania zagranicznego wyniosło 6,0 mld zł. W pierwszej połowie 2004 r. dług krajowy wzrósł o 25,7 mld zł, a dług zagraniczny o 6,6 mld zł¹.

Stosunek państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB osiągnął w 2003 r. 51,6%, a więc przekroczył 50%, tj. pierwszy próg powodujący, na mocy *Ustawy o finansach publicznych*, stosowanie procedur ostrożnościowych i sanacyjnych (por. Rozdział IV).

2. Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu

Cel ten rozumiany był jako:

- minimalizowanie kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu – poprzez optymalny dobór instrumentów zarządzania długiem, ich struktury i terminów emisji,
- działania polegające na podnoszeniu efektywności rynku skarbowych papierów wartościowych, tak by koszty ich obsługi były najmniejsze z możliwych przy przyjętej strategii emisji.

Minimalizacja kosztów obsługi długu w pierwszym rozumieniu tego celu polegała na dostosowaniu struktury emisji SPW do warunków panujących na krajowym rynku finansowym. Struktura sprzedaży była taka, by nadmierna podaż w poszczególnych segmentach krzywej rentowności nie generowała dodatkowej presji na wzrost tej krzywej. W pierwszej połowie

¹ Wzrost długu zagranicznego był wypadkową przede wszystkim nowych emisji obligacji, spłaty zapadającego zadłużenia oraz umocnienia się PLN w stosunku do euro i USD.

2003 r. dokonywało się to w warunkach kontynuacji spadku rentowności na całej długości krzywej. W drugim półroczu 2003 r. wzrost stóp procentowych oraz malejący popyt na instrumenty średnio i długoterminowe sprawiły, że racjonalne było finansowanie potrzeb pożyczkowych instrumentami o oprocentowaniu zmiennym oraz przejściowo o krótszych okresach wykupu. W marcu 2004 r. zrealizowano transakcję sprzedaży obligacji długoterminowych w systemie *private placement* o strukturyzowanych kuponach zabezpieczonych *swapem* procentowym. Sprzedaż obligacji w systemie *private placement* jest instrumentem uzupełniającym finansowanie potrzeb pożyczkowych, służącym m.in. minimalizacji kosztów obsługi długu.

Minimalizacja kosztów obsługi długu zagranicznego oznaczała zastępowanie zobowiązań drogich w obsłudze instrumentami tańszymi, z uwzględnieniem poziomu ryzyka. Realizacji tego celu służył m.in. przedterminowy wykup obligacji Brady'ego typu PDI w kwocie 1.089,2 mln USD (w kwietniu 2003 r.) oraz DCB w kwocie 393 mln USD (w październiku 2003 r.).

Do najważniejszych działań służących minimalizacji kosztów obsługi długu w drugim rozumieniu tego celu zaliczyć należy:

- politykę ograniczania liczby emisji obligacji przy jednoczesnym zwiększeniu ich wartości nominalnej,
- wprowadzenie z początkiem 2003 r. systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW),
- kontynuacja starań o obniżenie opłat pobieranych przez KDPW,
- usuwanie barier prawno-organizacyjnych związanych z rozwojem rynku transakcji repo z użyciem obligacji i bonów skarbowych (ustalenie przez NBP z dniem 30 czerwca 2004 r. zerowej stawki rezerwy obowiązkowej od transakcji repo zawieranych przez banki z podmiotami niebankowymi),

Minimalizacja kosztów obsługi długu odbywała się przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomu:

1) ryzyka refinansowania w walucie krajowej

Wartość podstawowego miernika ryzyka refinansowania, tj. wyrażonej w latach średniej zapadalności długu rynkowego, spadła z 2,74 na koniec 2002 r. do 2,66 na koniec 2003 r. i zwiększyła się do 2,71 w połowie 2004 r. Do zmniejszenia średniej zapadalności przyczyniło się głównie zmniejszenie sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych (tj. od 5 lat) w drugiej połowie 2003 r. i w I kwartale 2004 r., będące rezultatem spadku popytu na te papiery. Reakcja inwestorów na sytuację finansów publicznych spowodowała poważne perturbacje w tym segmencie rynku prowadzące do znacznego ograniczenia popytu i wzrostu rentowności. Dodatkowo na wzrost rentowności oddziaływał wzrost stóp na rynkach zagranicznych. Do ograniczenia trendu spadku średniej zapadalności w 2003 r. i jego odwrócenia w pierwszej połowie 2004 r. przyczyniły się:

- przetargi zamiany. Ogółem w 2003 r. wydano obligacje o wartości nominalnej 6,8 mld zł, a w pierwszej połowie 2004 r. 5,8 mld zł. Największy udział miały obligacje 5- i 10-letnie (5,5 mld zł i 4,9 mld zł). Przetargi zamiany przyczyniły się również do zmniejszenia „kominów” płatniczych z tytułu wykupów obligacji w pierwotnym terminie zapadalności,
- rozpoczęcie w styczniu 2004 r. sprzedaży 3- i 7-letnich obligacji o zmiennym oprocentowaniu w sytuacji zmniejszonego popytu na instrumenty o stałym oprocentowaniu,
- emisja 10-letnich obligacji w systemie *private placement* o strukturyzowanych kuponach zabezpieczonych *swapem*.

Udział SPW zapadających do 1 roku zmniejszył się z 38,0% na koniec 2002 r. do 37,9% na koniec 2003 r. i 37,3% w połowie 2004 r. Podobnie zmniejszył się udział bonów skarbowych

w długu krajowym Skarbu Państwa (z 19,2% w 2002 r. do 19,1% w 2003 r. i 18,4% w połowie 2004 r.).

2) ryzyka kursowego

Udział długu zagranicznego w długu Skarbu Państwa ogółem zwiększył się z 33,1% w 2002 r. do 33,7% w 2003 r., głównie w następstwie znacznego osłabienia złotego - przede wszystkim w stosunku do euro. Na koniec czerwca 2004 r. dzięki umocnieniu złotego udział ten zmniejszył się do 32,7%. W strukturze długu zagranicznego SP udział długu nominowanego w euro wzrósł z 46,7% na koniec 2002 r. do 58,4% na koniec 2003 r. i 58,2% na koniec czerwca 2004 r. Jego udział w długu ogółem zwiększył się odpowiednio z 15,5% do 19,1%, a na koniec czerwca 2004 r. wyniósł 18,5%. Jest to pozytywne zjawisko w kontekście przyszłego wejścia Polski do strefy euro, gdyż spowoduje wyeliminowanie ryzyka kursowego w odniesieniu do tej części długu. W odniesieniu do obligacji wyemitowanych w latach 1997 – 2003, 61% wszystkich emisji na koniec 2003 r. stanowiły obligacje nominowane w euro, 30% w dolarach amerykańskich, 7% w funtach szterlingu oraz 2% w jenie japońskim.

3) ryzyka refinansowania w walutach obcych

Średni termin zapadalności długu zagranicznego zmienił się nieznacznie w porównaniu z 2002 r. i wyniósł na koniec 2003 r. 5,73 roku, a na koniec czerwca 2004 r. 5,58 roku, pozostając na bezpiecznym poziomie. Średni termin zapadalności dla wszystkich obligacji skarbowych wyemitowanych na rynki zagraniczne wynosił 9,17 lat na koniec 2003 r. i 8,25 lat na koniec czerwca 2004 r. Średni poziom spłat rat kapitałowych zadłużenia zagranicznego będzie wynosił w latach 2005-2007 ok. 3,1 mld euro rocznie.

Z myślą o dalszej dywersyfikacji rynków zbytu obligacji zagranicznych i zwiększaniu możliwości ich sprzedaży przeprowadzono transakcję sprzedaży obligacji typu *private placement* oraz ustanowiono program EMTN ułatwiający emisje na rynkach zagranicznych.

4) ryzyka stopy procentowej

Średnia *duration* krajowego długu rynkowego, będąca miarą wrażliwości kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych, nieznacznie zmniejszyła się z 2,15 do 2,12 roku w 2003 r. i do 2,09 roku w połowie 2004 r. Na zmiany *duration* wpływ miały następujące czynniki:

- zmiany średniej zapadalności długu (odpowiednio z 2,74 do 2,66 i 2,71 roku),
- odwrócenie się w połowie 2003 r. trendu zmian stóp procentowych z malejącego na rosnący,
- zmniejszenie udziału instrumentów rynkowych o oprocentowaniu zmiennym z 10,3% do 6,7% w 2003 r. i zwiększenie do 8,1% w pierwszej połowie 2004 r.

W przypadku długu zagranicznego Skarbu Państwa, na koniec 2003 r. około 60% oprocentowane było wg stałych stóp procentowych. Dotyczy to ok. 42% zobowiązań z tytułu kredytów wobec wierzycieli z Klubu Paryskiego, 91% obligacji zagranicznych i prawie całości pozostałych zobowiązań. Czynnikiem ograniczającym ryzyko stopy procentowej w przypadku zobowiązań o zmiennym oprocentowaniu są zredukowane, tj. niższe od rynkowych, stopy procentowe odnoszące się do kredytów z Klubu Paryskiego.

5) ryzyka płynności budżetu państwa

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

- a) przetargów zamiany (ograniczenie ryzyka refinansowania w przy wykupie dużych emisji),
- b) oprocentowanych lokat złotych w NBP,
- c) lokat złotych w bankach komercyjnych zabezpieczonych papierami skarbowymi (nowy instrument wprowadzony w maju 2004 r.),

- d) oprocentowanych lokat walutowych w NBP,
- e) odnawialnego kredytu pomostowego w walutach obcych (instrument zabezpieczający płynność walutową budżetu państwa do chwili uzyskania wpływów z emisji lub z prywatyzacji).

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

W celu ograniczenia ryzyka kredytowego przy transakcjach *swapowych*, zawieranie umów typu ISDA następuje tylko z podmiotami o najwyższej wiarygodności kredytowej.

W lutym 2004 r. ogłoszona została procedura wyboru banku do zorganizowania emisji obligacji w systemie *private placement* z możliwością niestandardowych kuponów zabezpieczonych *swapem* na stopę procentową. Warunkiem emisji jest, by złożony z obligacji i transakcji pochodnej syntetyczny instrument umożliwił obniżenie kosztu w stosunku do obligacji standardowych, tj. by przyczyniał się do obniżenia kosztów obsługi długu. Ceną za oszczędność w kosztach obsługi jest ryzyko kredytowe związane z niebezpieczeństwem, że bank będący stroną umowy nie wywiąże się z płatności wynikających z umowy *swapowej*. Ryzyko to jest jednak ograniczane przez wybór partnerów o bardzo wysokiej wiarygodności. W marcu 2004 r. miała miejsce pierwsza emisja w systemie *private placement* obligacji 10-letnich o wartości nominalnej 750 mln zł.

Depozyty lokowane na rynku międzybankowym zabezpieczane były w całości papierami skarbowymi, w związku z czym nie generowały ryzyka kredytowego.

Ograniczeniu ryzyka operacyjnego służyło wdrożenie systemu informatycznego zarządzania długiem Skarbu Państwa wraz ze zintegrowaną bazą danych o długu.

7) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie

W 2003 r. koszty obsługi długu Skarbu Państwa stanowiły 3,0% PKB (wobec 3,1% w 2002 r.), z czego na koszty obsługi długu krajowego przypadało 2,5% PKB (wobec 2,6% w 2002 r.) Brak istotnych zmian w wysokości kosztów obsługi długu wynikał ze wzrostu wielkości zadłużenia, którego skali nie zrekompensował spadek stóp procentowych w okresie od końca 2000 r. do maja 2003 r.

II.2. Wnioski z realizacji celów

Tempo przyrostu długu w 2003 r. nie uległo ograniczeniu z uwagi na zwiększoną, w porównaniu z latami poprzednimi, skalę potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i niskie przychody z prywatyzacji. Stosunek długu publicznego do PKB przekroczył pierwszy próg ostrożnościowy, przewidziany w *Ustawie o finansach publicznych*, tj. 50% i ukształtował się na poziomie prognozowanym w strategii zarządzania długiem opracowanej w 2003 r.

Cel minimalizacji kosztów obsługi długu był realizowany głównie poprzez odpowiednią politykę emisyjną, przy czym w drugim półroczu 2003 r. niepokoje uczestników rynku o sytuację finansów publicznych sprawiły, że ceną płynnej realizacji potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, przy uwzględnieniu minimalizacji kosztów w długim okresie, było nieznaczne pogorszenie większości parametrów ryzyka (zwiększenie udziału długu zagranicznego, zmniejszenie średniej zapadalności i *duration*). Poprawa nastrojów inwestorów, wprowadzenie nowych instrumentów oraz duża skala przetargów zamiany pozwoliły w pierwszej połowie 2004 r. na zwiększenie średniej zapadalności długu krajowego. Umocnienie złotego spowodowało, pomimo dodatniego salda finansowania zagranicznego, zmniejszenie udziału długu zagranicznego.

III. UWARUNKOWANIA STRATEGII

III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski oraz prognozy jej rozwoju

Główne czynniki makroekonomiczne oddziałujące na nominalny poziom długu publicznego, jego relację do PKB oraz koszty obsługi to tempo wzrostu gospodarczego, poziom stóp procentowych i kursów walutowych.

W 2003 r., po okresie pogorszenia koniunktury w latach 2001-2002, tempo wzrostu gospodarczego osiągnęło 3,8%. W pierwszym półroczu 2004 r. realny wzrost PKB wyniósł 6,5%, natomiast w całym 2004 r. szacowany jest na około 5,7%. Wysoki poziom aktywności gospodarczej prognozowany jest również w kolejnych latach, tempo realnego wzrostu PKB w latach 2005-2007 wyniesie od 4,8 do 5,6%. Zmianie ulegną czynniki wzrostu gospodarczego. Obniży się tempo wzrostu eksportu, w dalszym ciągu jednak utrzymywać się będzie na wysokim poziomie (14,2% w 2004 r. oraz 12,0% w 2005 r.). Przewiduje się natomiast zwiększenie tempa wzrostu popytu krajowego, szczególnie inwestycji.

W 2003 r. spadek kursu złotego do dolara i euro, będący konsekwencją przede wszystkim sytuacji w finansach publicznych, wpłynął niekorzystnie na ukształtowanie się poziomu i relacji długu do PKB na koniec 2003 r. W okresie objętym strategią przewidywana jest natomiast stopniowa aprecjacja złotego w stosunku do euro.

Wzrost wskaźnika inflacji w pierwszej połowie 2004 r. (rezultat m.in. procesu wyrównywania cen po wstąpieniu Polski do UE, wzrostu cen ropy naftowej na światowych rynkach oraz szybszego wzrostu PKB) spowodował podniesienie przez RPP podstawowych stóp procentowych banku centralnego i dalszy wzrost stóp procentowych na rynku finansowym. Tempo wzrostu cen w 2004 r. prognozowane jest na 3,4% średnio w roku i 4% na koniec roku. W latach następnych dynamika CPI powinna być niższa. Prognoza wzrostu CPI na koniec 2005 r. wynosi 2,8%. W założeniach makroekonomicznych budżetu na 2005 r. przyjęto, że w końcu 2005 r. stopa operacji otwartego rynku ukształtuje się na poziomie 7,5%.

W 2005 r. planowany jest spadek deficytu budżetu państwa z 4,9% w 2004 r. do 3,7% PKB. Obniżenie deficytu poniżej poziomu 3,0% planowane jest na rok 2007.

Prognozy głównych wskaźników makroekonomicznych przyjętych do przygotowania prezentowanej Strategii (zbieżne z założeniami do „Ustawy budżetowej na 2005 r.”) przedstawia tabela.

Tabela 2. Prognozy podstawowych zmiennych makroekonomicznych na lata 2004-2007

	2004	2005	2006	2007
Realny wzrost PKB (%)	5,7	5,0	4,8	5,6
PKB w cenach bieżących (mld zł)	884,0	952,6	1.023,3	1.105,1
Deficyt budżetu państwa (% PKB)	4,9	3,7	3,1	2,7
Deficyt budżetu państwa (mld zł)	43,7	35,0	32,0	30,0
Wynik JST (% PKB)	-0,4	-0,3	-0,3	0,0
Wpływy netto z prywatyzacji (mld zł)	7,0	4,5	4,5	4,5
CPI średnioroczny (%)	3,4	3,0	2,7	2,5
Stopa operacji otwartego rynku (%)	5,80	7,40	7,40	7,00
- średnio w okresie	7,00	7,50	7,25	6,75
- na koniec okresu				
PLN/USD				
- średnio w okresie	3,75	3,68	3,70	3,79
- na koniec okresu	3,65	3,72	3,73	3,85
PLN/EUR				
- średnio w okresie	4,60	4,42	4,29	4,24
- na koniec okresu	4,45	4,39	4,25	4,24

III.2. Uwarunkowania międzynarodowe

Ożywienie koniunktury w gospodarce światowej, które nastąpiło w drugiej połowie 2003 r., w głównej mierze było efektem silnej stymulacji ze strony polityki makroekonomicznej, zarówno pieniężnej jak i fiskalnej. Motorem globalnego wzrostu były USA i kraje Azji Południowo-Wschodniej, w tym przede wszystkim Chiny. Lepsze od oczekiwań były wyniki gospodarki Japonii. Początek 2004 r. przyniósł wzmocnienie i rozszerzenie tej pozytywnej tendencji na kolejne kraje i regiony. Na tym tle stosunkowo słabo wypada gospodarka strefy euro, choć i tutaj w I kwartale 2004 r. nastąpiło przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, głównie za sprawą konsumpcji prywatnej i eksportu netto; na niskim poziomie utrzymywała się natomiast aktywność inwestycyjna.

Oczekuje się, że po wyraźnym przyspieszeniu tempa wzrostu globalnego PKB w 2003 r., w całym 2004 r. nastąpi dalszy jego wzrost, co w głównej mierze będzie stanowić odzwierciedlenie wyższej dynamiki w krajach należących do OECD. Przewiduje się, że w USA wzrost PKB wyniesie 4,3%, wobec 3,0% w 2003 r., a w Japonii 4,2%, wobec 2,4% przed rokiem. Wyraźnie wolniej będzie rozwijała się gospodarka strefy euro, choć w tym przypadku wzrost będzie wyraźnie wyższy niż przed rokiem – 1,9% wobec 0,5%.

W 2005 r. przewidywane jest zmniejszenie dynamiki wzrostu PKB w całej grupie krajów OECD. W USA i Japonii wzrost gospodarczy wyniesie odpowiednio 3,3% i 2,6%, a w strefie euro 2,2%.

Stopniowe wychodzenie gospodarki światowej z okresu gorszej koniunktury, który miał miejsce w latach 2001-02, przyczynia się do wzrostu presji inflacyjnej. Sprzyjała temu także luźna polityka fiskalna w największych gospodarkach świata oraz czynniki jednorazowe takie jak wysokie ceny surowców naturalnych czy podwyżki podatków pośrednich. Przewiduje się, że w 2004 r. nastąpi wzrost przeciętnej stopy inflacji w krajach OECD, w tym w USA. W porównaniu z USA inflacja w strefie euro będzie niższa i zbliżona do poziomu z 2003 r. Presja na wzrost cen krajowych ze strony wysokich cen surowców naturalnych łagodzona jest silniejszym euro.

Głównym zagrożeniem dla wzrostu globalnego PKB jest dalszy wzrost cen ropy naftowej, co może ograniczyć siłę nabywczą gospodarstw domowych oraz poziom zysków w przedsiębiorstwach. Na wysokim poziomie utrzymuje się deficyt na rachunku obrotów bieżących w USA. Zmniejszenie skali tej nierównowagi – czy to poprzez osłabienie kursu USD, czy ograniczenie popytu wewnętrznego – będzie miało swoje negatywne konsekwencje nie tylko dla USA, ale również dla innych krajów. W dalszym ciągu utrzymują się napięcia o charakterze geopolitycznym, które mogą zaburzyć zachodzące procesy w gospodarce światowej.

III.3. Zmiany w zakresie długu publicznego w 2003 r. i pierwszej połowie 2004 r.

Dług sektora finansów publicznych (państwowy dług publiczny) wzrósł w 2003 r. z 352,6 mld zł do 408,6 mld zł (tj. o 15,9%). Znaczny wzrost długu o 30,2 mld zł (tj. o 7,4%) odnotowano również w pierwszym półroczu 2004 r.

Tabela 3. Dług krajowy i zagraniczny sektora finansów publicznych (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2002	XII 2003	VI 2004	Zmiana XII'03-XII'02		Zmiana VI'04-XII'03	
				mln zł	%	Mln zł	%
Dług sektora finansów publicznych	352.610,6	408.637,7	438.842,7	56.027,1	15,9%	30.205,0	7,4%
<i>Dług krajowy</i>							
Kryterium miejsca emisji	243.528,0	280.080,3	303.684,2	36.552,2	15,0%	23.603,9	8,4%
Kryterium rezydenta	214.509,2	242.913,8	254.908,0	28.404,6	13,2%	11.994,2	4,9%
<i>Dług zagraniczny</i>							
Kryterium miejsca emisji	109.082,6	128.557,4	135.158,5	19.474,8	17,9%	6.601,1	5,1%
Kryterium rezydenta	138.101,4	165.723,9	183.934,7	27.622,4	20,0%	18.210,8	11,0%
<i>kurs PLN/USD</i>	<i>3,8388</i>	<i>3,7405</i>	<i>3,7470</i>				
<i>kurs PLN/EUR</i>	<i>4,0202</i>	<i>4,7170</i>	<i>4,5422</i>				

W długu sektora dominowało zadłużenie podmiotów sektora rządowego (ok. 96,0%). Udział sektora samorządowego pozostawał na stabilnym (ok. 4%) poziomie.

Stały trend wzrostowy występował w przypadku zadłużenia Skarbu Państwa, samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej i Państwowej Akademii Nauk (por. Rozdział X).

Zarówno w 2003 r., jak i w pierwszym półroczu 2004 r. odnotowano natomiast spadek zadłużenia w Narodowym Funduszu Zdrowia, państwowych funduszach celowych poza ZUS, jednostkach badawczo-rozwojowych oraz państwowych osobach prawnych utworzonych na podstawie odrębnych ustaw.

W pozostałych jednostkach nie zaobserwowano wyraźnych tendencji w zakresie kształtowania się poziomu długu.

Tabela 4. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji (mln zł)

	Wyszczególnienie	XII 2002	XII 2003	VI 2004	Zmiana XII'03-XII'02		Zmiana VI'04-XII'03	
					Mln zł	%	mln zł	%
	Dług sektora finansów publicznych	352.610,6	408.637,7	438.842,7	56.027,1	15,9%	30.205,0	7,4%
1.	Dług sektora rządowego	338.552,1	392.089,5	422.464,4	53.537,4	15,8%	30.374,8	7,7%
1.1.	Dług Skarbu Państwa	326.750,2	378.511,7	410.604,4	51.761,4	15,8%	32.092,7	8,5%
1.2.	Pozostały dług sektora rządowego	11.801,9	13.577,9	11.860,0	1.776,0	15,0%	-1.717,9	-12,7%
1.2.1.	ZUS i zarządzane przez ZUS fundusze	9.014,6	11.225,4	9.608,1	2.210,8	24,5%	-1.617,3	-14,4%
1.2.2.	Kasy Chorych/Narodowy Fundusz Zdrowia	289,7	152,2	12,6	-137,5	-47,5%	-139,6	-91,7%
1.2.3.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną (bez 1.2.1.)	339,2	95,4	9,9	-243,8	-71,9%	-85,5	-89,7%
1.2.4.	Państwowe szkoły wyższe	216,1	169,4	172,0	-46,8	-21,6%	2,6	1,6%
1.2.5.	Jednostki badawczo-rozwojowe	207,1	182,1	161,7	-25,0	-12,1%	-20,4	-11,2%
1.2.6.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	420,1	496,5	647,4	76,5	18,2%	150,9	30,4%
1.2.7.	Państwowe instytucje kultury	2,9	2,8	4,1	-0,1	-2,4%	1,3	45,4%
1.2.8.	PAN i tworzone jednostki organizacyjne	5,7	8,3	13,6	2,6	45,9%	5,3	63,9%
1.2.9.	Pozostałe państwowe osoby prawne	1.306,5	1.245,8	1.230,6	-60,8	-4,7%	-15,1	-1,2%
2.	Dług sektora samorządowego	14.058,5	16.548,2	16.378,3	2.489,7	17,7%	-169,9	-1,0%
2.1.	Dług jednostek samorządu terytorialnego	12.002,3	13.797,9	13.246,0	1.795,6	15,0%	-551,9	-4,0%
2.2.	Pozostały dług sektora samorządowego	2.056,2	2.750,3	3.132,3	694,0	33,8%	382,0	13,9%
2.2.1.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	5,4	0,0	3,5	-5,3	-99,1%	3,5	-
2.2.2.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1.989,1	2.704,3	3.048,7	715,1	36,0%	344,4	12,7%
2.2.3.	Samorządowe instytucje kultury	32,9	20,2	22,6	-12,7	-38,6%	2,4	12,0%
2.2.4.	Pozostałe samorządowe osoby prawne	28,7	25,7	57,4	-3,0	-10,6%	31,7	123,4%

IV. PRZYCZYNY I KONSEKWENCJE WZROSTU RELACJI DŁUGU DO PKB

IV.1. Regulacje dotyczące długu w Polsce i w Unii Europejskiej

Podstawowe ramy prawne w zakresie państwowego długu publicznego w Polsce tworzą:

- 1) Konstytucja RP – wprowadzająca zasadę, że nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5),
- 2) ustawa o finansach publicznych – zawierająca regulacje dotyczące państwowego długu publicznego, tj. definicje, ogólne zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne odnośnie do przyjętych limitów zadłużenia (50%, 55% i 60% PKB).

Tabela 5. Ustawowe limity na relację długu do PKB

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

Podstawowe regulacje dotyczące długu publicznego w krajach UE zostały zawarte w następujących dokumentach:

- 1) Traktacie z Maastricht (art. 104) - poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich;
- 2) Protokole w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiącym załącznik do traktatu z Maastricht – określającym definicję długu oraz wartość bazową relacji długu publicznego do PKB na poziomie 60%;
- 3) Rozporządzeniu dot. stosowania Protokołu w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu (Excessive Deficit Procedure - EDP), stanowiącego załącznik do

Traktatu z Maastricht – określającym definicje z zakresu długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych.

4) Rozporządzenie statystyczne *European System of Accounts (ESA 95)* określa m.in.:

- a) definicję sektora *general government* - kryteria stosowane w ESA95 dotyczą przede wszystkim funkcji realizowanych przez dane jednostki i sposobu ich finansowania. Głównym kryterium brany pod uwagę jest działalność podstawowa danej jednostki – redystrybucja narodowego dochodu i bogactwa - w pozostałych przypadkach stosowana jest reguła 50% (mniej niż 50% kosztów produkcji jest finansowanych przychodami/dochodami ze sprzedaży).
- b) definicję wszystkich kategorii zobowiązań finansowych.

Kraje członkowskie UE mają prawny obowiązek przedstawiania Komisji Europejskiej dwa razy w roku (do 1 marca i do 1 września) danych o długu publicznym (oraz deficycie) obliczonym zgodnie z metodologią UE².

Tabela 6. Podstawowe różnice między regulacjami polskimi i unijnymi dotyczącymi długu publicznego

POLSKIE REGULACJE (państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji)	REGULACJE UE (dług sektora <i>general government</i> wg procedury nadmiernego deficytu (EDP))
1) zakres sektora finansów publicznych	
ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych	zakres sektora <i>general government</i> został zdefiniowany w ESA95 ³ ; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
-	otwarte fundusze emerytalne ⁴
Agencja Rynku Rolnego jednostki badawczo rozwojowe	- -
2) tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego	
<ul style="list-style-type: none"> • papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi), • kredyty i pożyczki (w tym papiery wartościowe, których zbywalność jest ograniczona), • przyjęte depozyty, • zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone) 	<ul style="list-style-type: none"> • papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych, • pożyczki, • gotówka i depozyty
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
zobowiązania wymagalne	- ⁵
3) dług potencjalny	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
ograniczenia ustawowe dotyczące relacji długu publicznego do PKB uwzględniają dług potencjalny, jaki generują udzielane poręczenia i gwarancje	ograniczenia UE nie uwzględniają długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami

² Jest to tzw. kwestionariusz dot. deficytu i długu (lub inaczej notyfikacja fiskalna). Polska przesyłała wypełniony kwestionariusz do Komisji Europejskiej i Eurostatu jeszcze przed uzyskaniem członkostwa w UE.

³ Council Regulation No 2223/1995 on the European System of National and Regional Accounts in the Community.

⁴ Decyzja Eurostatu z 2 marca 2004 r. stanowi, że kapitałowe systemy emerytalne o zdefiniowanej składce co do zasady nie powinny być zaliczane do sektora *general government*. Równocześnie decyzja określa wyjątki od tej reguły w oparciu o obowiązujący system gwarancji rządowych dla danego systemu emerytalnego. Ostateczne decyzje dotyczące klasyfikacji systemów emerytalnych będą podejmowane osobno dla każdego kraju po zapoznaniu się ze szczegółową specyfiką tych systemów. W chwili obecnej, dla celów sprawozdawczości Polski do UE, OFE traktowane są jako element sektora *general government*.

⁵ Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej są więc uwzględniane w deficycie obliczonym zgodnie z metodologią UE.

Tabela 7. Przejście z polskiej metodologii liczenia długu publicznego (ustawa o finansach publicznych) na metodologię unijną (Excessive Deficit Procedure)

w relacji do PKB

Wyszczególnienie	2001	2002	2003
Państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji	41,0%	46,7%	51,6%
<i>różnice dot. zakresu sektora, w tym:</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>-3,5%</i>
dług ARR (bez zobowiązań wymagalnych)	0,0%	-0,2%	-0,1%
inwestycje OFE w papiery wartościowe sektora general government	-1,8%	-2,5%	-3,3%
dług jednostek badawczo – rozwojowych (bez zobowiązań wymagalnych)	0,0%	0,0%	0,0%
<i>różnice dot. tytułów dłużnych</i>			
zobowiązania wymagalne	-1,2%	-1,3%	-1,3%
<i>różnice dot. długu potencjalnego</i>			
Przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora	-1,2%	-1,6%	-1,4%
Dług sektora general government – wg EDP	36,7%	41,1%	45,4%

Obecnie prowadzone są prace mające na celu zmianę polskiej metodologii liczenia długu publicznego w kierunku zbliżenia lub ujednoczenia jej z metodologią stosowaną dla celów sprawozdawczych do UE. Zmiana zasad statystyki długu wymaga uregulowania w polskim ustawodawstwie przede wszystkim kwestii dotyczących zakresu podmiotowego (jednostki zaliczane do sektora), jak i przedmiotowego (tytuły dłużne) długu publicznego. Taki kierunek działań powinien ograniczyć konieczność równoległego prowadzenia statystyki długu w dwóch ujęciach⁶.

IV.2. Przyczyny narastania relacji długu do PKB

W ostatnich latach tempo wzrostu państwowego długu publicznego przewyższa tempo wzrostu PKB. W konsekwencji od 2001 r. systematycznie wzrasta relacja długu do PKB.

Tabela 8. Dług publiczny w latach 2000-2003

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003
realny wzrost PKB	4,0%	1,0%	1,4%	3,8%
nominalny wzrost PKB	10,9%	5,1%	2,7%	4,3%
zmiana państwowego długu publicznego (nominalnie)	2,5%	7,8%	16,7%	15,9%
zmiana przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez podmioty sektora (nominalnie)	14,4%	0,1%	27,7%	-5,9%
Państwowy dług publiczny powiększony o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych				
w mld zł	289,8	311,6	364,7	420,0
w relacji do PKB	40,0%	41,0%	46,7%	51,6%
Dług sektora general government – wg EDP				
w mld zł	266,7	279,1	321,3	369,7
w relacji do PKB	36,8%	36,7%	41,1%	45,4%

Poziom i dynamika wzrostu państwowego długu publicznego zależą przede wszystkim od skali zaciągania nowych zobowiązań przez Skarb Państwa. Podstawowe czynniki wpływające na wzrost długu SP w relacji do PKB w ostatnim okresie zostały przedstawione w tabeli 9.

⁶ W Strategii, jeśli nie zostało zaznaczone inaczej, podawane wielkości i ograniczenia dotyczą obowiązującego obecnie w Polsce stanu prawnego w zakresie statystyki długu.

Tabela 9. Czynniki wpływające na wzrost długu SP w latach 2001-2003

w relacji do PKB

Wyszczególnienie	2001	2002	2003
Dług Skarbu Państwa	37,3%	42,0%	46,5%
Zmiana relacji dług SP/PKB	0,5%	4,6%	4,5%
Czynniki wpływające na zmianę relacji			
1. Saldo pierwotne budżetu państwa	1,5%	2,0%	1,6%
2. Wydatki z tytułu kosztów obsługi długu Skarbu Państwa	2,7%	3,1%	3,0%
3. Nominalny wzrost PKB	-1,9%	-1,1%	-2,0%
4. Inne czynniki wpływające na zmianę relacji, w tym głównie:	-1,9%	0,7%	2,0%
4.1. potrzeby pożyczkowe budżetu państwa poza finansowaniem deficytu ¹⁾	0,1%	0,3%	0,8%
4.2. przychody netto z prywatyzacji	-0,9%	-0,3%	-0,4%
4.3. różnice kursowe od długu w walutach obcych	-1,1%	0,8%	1,4%
4.4. umorzenie długu ²⁾	-0,4%	0,0%	0,0%
4.5. pozostały dług SP	-0,5%	-0,3%	-0,2%
<i>informacja dodatkowa</i>			
przeciętne oprocentowanie długu SP ³⁾	7,4%	7,3%	6,3%

Uwaga: wartości dodatnie wpływają na wzrost relacji długu do PKB, ujemne na jej spadek;

¹⁾ głównie: saldo środków przechodzących (z poprzedniego roku i na kolejny rok), saldo udzielonych pożyczek, wypłata rekompensat dla sfery budżetowej za brak waloryzacji na początku lat 90-tych;

²⁾ w 2001 r. umorzenie części długu Polski wobec Brazylii w związku z przedterminową spłatą zadłużenia;

³⁾ iloraz wydatków z tytułu kosztów obsługi długu poniesionych w danym roku do poziomu długu na koniec tego roku;

W 2004 r. tempo wzrostu państwowego długu publicznego jest konsekwencją przede wszystkim:

1) wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, w tym głównie:

- deficytu budżetowego,
- dotacji dla FUS na pokrycie ubytku składki do OFE,

2) potrzeb pożyczkowych jednostek samorządu terytorialnego,

3) problemów finansowych w publicznej służbie zdrowia.

W horyzoncie objętym strategią tempo wzrostu państwowego długu publicznego będzie determinowane, podobnie jak w ostatnich latach, przede wszystkim koniecznością finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. W następstwie planowanej w tym okresie znacznej redukcji deficytu budżetu państwa (do ok. 30,0 mld w 2007 r.) tempo wzrostu długu powinno również ulec ograniczeniu (por. Rozdział IV.3).

Z uwagi na zakładane wysokie tempo wzrostu gospodarczego relacja długu do PKB po wzroście w 2005 i 2006 powinna od 2007 r. ulegać obniżeniu.

IV.3. Konsekwencje wzrostu relacji długu do PKB

Konsekwencją przekroczenia w 2003 r. przez państwowy dług publiczny pierwszego progu ostrożnościowego jest konieczność zachowania odpowiedniej relacji deficytu do dochodów w uchwalanych na 2005 r. budżecie państwa i budżetach jednostek samorządu terytorialnego. W każdym przypadku relacja ta nie może być wyższa niż 29,3%.

Problemem zyskującym coraz bardziej na znaczeniu wraz z rosnącym poziomem zadłużenia jest kwestia finansowania potrzeb pożyczkowych. W związku z ograniczonymi wpływami z prywatyzacji są one finansowane przede wszystkim emisją długu. Duże podaż

SPW przekładają się z kolei na wzrost ryzyka związanego z inwestycjami w SPW i w konsekwencji na wzrost ich rentowności. Wzrasta również ryzyko pojawienia się bariery popytu na krajowym rynku finansowym.

Wysoki deficyt oraz rosnący poziom zadłużenia powodują również powstanie określonych konsekwencji wynikających z członkostwa Polski w UE. Traktat z Maastricht (art. 104) obliguje państwa członkowskie do unikania nadmiernych deficytów budżetowych. W szczególności państwa te powinny utrzymywać dyscyplinę budżetową przez przestrzeganie dwóch kryteriów: relacja deficytu do PKB i długu do PKB (zgodnie z definicjami stosowanymi w UE) nie powinny przekraczać wartości referencyjnych odpowiednio 3% i 60%. Traktat z Maastricht określa również tzw. *Procedurę Nadmiernego Deficytu (EDP)*, która służy przeciwdziałaniu nadmiernym deficytom, włączając w to sankcje finansowe. Procedura ta została doprecyzowana w Pakcie Stabilności i Wzrostu (w szczególności w rozporządzeniu Rady 1467/97 z 7 lipca 1997 r.).

W maju 2004 r. Komisja Europejska przyjęła raport⁷, w którym stwierdziła m.in., że w 2003 r. deficyt sektora general government w Polsce wyniósł 4,1% PKB i tym samym przekroczył referencyjną wartość 3%. Stwierdzono również, że przyczyną przekroczenia wartości referencyjnej nie były wydarzenia nadzwyczajne leżące poza kontrolą władz polskich, ani nie było ono rezultatem recesji (co mogłoby wyłączyć wszczęcie procedury nadmiernego deficytu). Ponadto, Komisja wskazała na dalszy wzrost deficytu w 2004 r.

W lipcu 2004 r. Rada ECOFIN (Komitet Ekonomiczny i Finansowy) wydała rekomendacje, zgodnie z którymi Polska powinna zlikwidować nadmierny deficyt najpóźniej w 2007 r., co jest spójne z przedstawionym przez Polskę w maju 2004 r. *Programem Konwergencji*⁸. Rada stwierdza m.in., że Polska powinna ograniczyć nadmierny deficyt tak szybko, jak to jest możliwe, a do 5 listopada 2004 r. przedstawić działania zapewniające ograniczenie deficytu w roku przyszłym (do poziomu prognozowanego w Programie Konwergencji tj. 4,2%PKB). Zdaniem Rady tempo wzrostu długu powinno również zostać zahamowane. Brak realizacji Programu Konwergencji może pozbawić Polskę dostępu do Funduszu Spójności.

⁷ Raport przygotowany zgodnie z wymogami art. 104 Traktatu z Maastricht.

⁸ Program Konwergencji przyjęty przez Radę Ministrów w dniu 30.04.2004 r. i przyjęty na posiedzeniu ECOFIN w dniu 05.07.2004 r.

V. ANALIZA RYZYKA ZWIĄZANEGO Z DŁUGIEM PUBLICZNYM

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się w warunkach niepewności dotyczącej kształtowania się wielu czynników mających wpływ na podejmowane decyzje. Dlatego też z zarządzaniem długiem nieodłącznie związane jest zarządzanie ryzykiem. Zgodnie z określonymi w strategii celami, zarządzanie długiem polega nie tyle na minimalizowaniu ryzyka, lecz na niedopuszczeniu, by ryzyko przekroczyło poziom uznany za akceptowalny przy realizacji celów strategii: utrzymania długu na bezpiecznym poziomie oraz minimalizacji kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu.

Ryzyko dotyczy w szczególności:

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

Istnienie ryzyka wynika zarówno z wielkości długu publicznego, w tym długu potencjalnego związanego z udzielonymi gwarancjami i poręczeniami, jak i jego struktury. Dotyczy potencjalnych zagrożeń niezrealizowania założonych celów, tj. utrzymania długu na bezpiecznym poziomie oraz minimalizacji kosztów obsługi długu.

V.1. Ryzyko związane z wielkością długu publicznego

Bezpieczny poziom długu to taki, który umożliwia jego terminową obsługę i refinansowanie w długim okresie. Jego wysokość jest uzależniona od wielkości gospodarki kraju, dlatego powszechnie stosowaną miarą zadłużenia jest odniesienie jego bezwzględnej wielkości do PKB.

Stosunek długu publicznego do PKB, zapewniający bezpieczną jego obsługę, zależy od szeregu czynników, w tym: poziomu rozwoju gospodarczego, tempa wzrostu gospodarczego, stabilności społeczno-politycznej, jakości funkcjonowania instytucji publicznych, wysokości inflacji i stóp procentowych, struktury rodzajowej i podmiotowej długu, stopnia rozwoju krajowego rynku finansowego, dostępu do międzynarodowego rynku finansowego. Im niższy jest ogólny poziom rozwoju kraju, tym ryzyko wystąpienia zakłóceń w terminowej obsłudze długu i jego refinansowania jest wyższe. Dlatego rynki finansowe wymagają od takich państw niższej relacji długu do PKB i wyższej stopy zwrotu od kapitału finansującego dług publiczny, niż od państw o wysokim poziomie rozwoju.

Duże ryzyko związane z wielkością długu publicznego oznacza zagrożenie realizacji celu utrzymania wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie, ze wszystkimi negatywnymi tego konsekwencjami. Należą do nich:

- możliwość powstania kryzysu zadłużeniowego i częściowej lub całkowitej utraty zdolności do terminowej obsługi długu;
- niebezpieczeństwo, że duże potrzeby pożyczkowe państwa w kolejnych latach natrafiają na barierę popytu na rynku finansowym. Konsekwencją może być:
 - niemożność sfinansowania potrzeb pożyczkowych po racjonalnym koszcie,
 - ograniczenie wpływu emitenta na strukturę emisji i profil ryzyka;
- negatywne następstwa przekroczenia przez relację długu publicznego do PKB progów ostrożnościowych 50% i 55%, wynikających z ustawy o finansach publicznych, jak również

konstytucyjnego limitu 60%, w tym w szczególności ograniczenie swobody tworzenia budżetu państwa, wynikające z przewidzianych w ustawie procedur sanacyjnych;

- negatywne następstwa przekroczenia przez Polskę nominalnego kryterium konwergencji, (tzw. kryterium z Maastricht) oznaczające przede wszystkim opóźnienie planowanego przez Polskę wejścia do strefy euro;
- postrzeganie Polski jako kraju o podwyższonym ryzyku, w tym obniżenie (lub też brak spodziewanego podwyższenia) ratingu długu Polski, prowadzące do wyższego poziomu stóp procentowych i tym samym kosztów obsługi długu oraz w ograniczeniu dostępu do szerszej bazy inwestorów;
- wypieranie kapitału prywatnego w dostępie do oszczędności krajowych, wynikające z dużych potrzeb pożyczkowych państwa i w rezultacie niższy od możliwego wzrost gospodarczy, będący rezultatem mniejszej niż potencjalna wysokości inwestycji finansowanych kredytem;
- negatywny wpływ na poziom rynkowych stóp procentowych i skuteczność polityki monetarnej. Duże potrzeby pożyczkowe państwa mogą powodować pozostawanie stóp procentowych na poziomie wyższym od pożądanego.

Stosunek długu publicznego do PKB w Polsce jest niższy w porównaniu z wielkością tej relacji dla UE, wynoszącej w 2003 r. 64,3% dla 15 państw, 63,3% dla rozszerzonej Unii i 70,7% dla strefy euro. Niemniej Polska jest krajem o niższej niż średnia UE wiarygodności kredytowej, dlatego poziom długu uznawanego za bezpieczny jest odpowiednio niższy. Istotnym zagrożeniem jest tempo przyrostu długu. W ciągu 2003 r. relacja długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB wzrosła o 4,9 p. proc. (o 4,3 p. proc. wg metodologii UE), a w latach 2002-03 łącznie o 10,6 p. proc. (8,7 p. proc. wg metodologii UE).

Pomimo silnego wzrostu długu, ryzyko utraty przez Polskę zdolności terminowej jego obsługi jest niewielkie. Ocena taka wynika z potencjału krajowego rynku finansowego, postrzegania Polski przez inwestorów jako części obszaru gospodarczego charakteryzującego się dużą stabilnością gospodarczą i polityczną (związane z obecnością Polski w UE) i prowadzonej polityki ograniczania ryzyka związanego ze strukturą długu. Należy jednak pamiętać o realnym zagrożeniu wystąpienia pozostałych negatywnych zjawisk, wynikających ze wzrostu wielkości długu publicznego. Wysokie potrzeby pożyczkowe budżetu państwa wywołują presję na wzrost średnio i długoterminowych stóp procentowych. W okresie od połowy 2003 r. do połowy 2004 r. rentowność obligacji 5-letnich wzrosła o ok. 2,5 p. proc., a 10-letnich o ok. 2,2 p. proc. Wzrost ten częściowo wynikał ze wzrostu rentowności na głównych rynkach, w tym europejskim, jednak główną jego przyczyną jest wliczenie przez inwestorów marż związanych z ryzykiem utrzymywania w najbliższych latach wysokich potrzeb pożyczkowych. Rozpiętość (*spread*) między rentownościami *benchmarkowych* obligacji polskich i niemieckich wzrósł o ok. 1,9 p. proc. dla terminu 5 lat i o ok. 1,6 p. proc. dla terminu 10 lat. Pod koniec III kwartału 2004 r. nastąpił spadek nominalnych stóp procentowych (w stosunku do połowy 2004 r. o 0,35 p. proc. dla 5 lat i o 0,47 p. proc. dla 10 lat) oraz zmniejszenie *spreadów* (odpowiednio o 0,08 i 0,10 p. proc.).

W sytuacji dużej niepewności związanej z wielkością potrzeb pożyczkowych w perspektywie średnioterminowej inwestorzy przeszacowują ryzyko, lub też, nie potrafiąc go wycenić, ograniczają popyt na średnio i długoterminowe SPW. Prowadzi to do konieczności akceptowania nadmiernie wysokich kosztów obsługi długu lub przejściowego skracania zapadalności lub *duracji* długu. Sytuacja taka wystąpiła pod koniec 2003 r., gdy na rynku krajowym załamał się popyt na średnio- i długoterminowe obligacje o oprocentowaniu stałym.

Warunkiem realizacji pierwszego celu strategii, tj. utrzymania wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie, jest skuteczne przeprowadzenie reformy finansów publicznych, przede wszystkim strony wydatkowej, w kierunku ograniczania deficytu budżetowego, jak również stworzenie warunków dla stabilnego wzrostu gospodarczego.

V.2. Ryzyko związane z kosztami obsługi długu

Przy określonej wielkości potrzeb pożyczkowych państwa wysokość kosztów obsługi długu, jak również ryzyka związanego z ich odchyleniem od oczekiwanej wartości, wynika z przyjętej struktury finansowania (tj. rodzajów zastosowanych instrumentów dłużnych) i dokonywanych operacji na dług. Struktura rodzajowa długu publicznego może mieć również wpływ na wysokość samego długu.

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

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

Ad a) Ryzyko refinansowania w walucie krajowej

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

Miarami ryzyka refinansowania są średnia zapadalność oraz wielkość i udział długu krótkoterminowego, w tym długu o okresie zapadalności do 1 roku w długu ogółem. Obie miary wzajemnie się uzupełniają. Wielkość i udział długu krótkoterminowego stanowią informację o tym, jak dużo środków trzeba będzie w krótkim czasie pozyskać, by móc dług ten spłacić. Średnia zapadalność długu informuje natomiast, jak szybko istniejący dług staje się krótkoterminowym. Należy zauważyć, że oba wskaźniki są uproszczonymi miarami ryzyka refinansowania. Nie uwzględniają informacji o stopniu równomierności rozkładu spłat. Stąd istnieje konieczność szczegółowego monitorowania profilu zapadalności i unikania spiętrzeń spłat długu w jednym okresie.

Ryzyko refinansowania w walucie krajowej pozostawało w ostatnich kilku latach na podobnym, stosunkowo wysokim poziomie. Średnia zapadalność długu rynkowego wynosiła 2,47 roku w końcu 1999 r. i 2,71 roku w połowie 2004 r. Najwyższą wartość, tj. 2,87 roku, wskaźnik osiągnął w kwietniu 2003 r. Nadal w istotny sposób odbiega od średniej zapadalności długu państw UE sprzed rozszerzenia, gdzie wskaźnik ten wynosi np. ok. 3,9 roku w Austrii, 4,8 w Finlandii, 5,3 w Niemczech, 5,9 w Holandii, 6,2 we Włoszech, 6,3 w Belgii i aż 11,9 w Wielkiej Brytanii.

Stosunkowo duży jest udział SPW o terminie wykupu do 1 roku. W połowie 2004 r. wyniósł on 37,3%, co w wielkościach absolutnych dawało 101,0 mld zł. Przy rosnącej wielkości długu krajowego utrzymanie się tego wskaźnika na podobnym poziomie oznaczałoby istotny wzrost ryzyka refinansowania.

Ograniczanie ryzyka refinansowania polega na zmianie struktury długu na korzyść instrumentów o dłuższych terminach zapadalności, przy jednoczesnym zmniejszeniu roli

instrumentów krótkoterminowych. Ceną jest z reguły akceptowanie wyższych kosztów obsługi długu, wynikających z premii za ryzyko związane z dłuższym horyzontem inwestycji. Nadwyżka kosztu jest tym mniejsza, im bardziej rozwinięty i płynny jest rynek. Z tego względu ważne jest konsekwentne wydłużanie krzywej rentowności. Obecnie najdłuższym instrumentem na rynku krajowym jest obligacja 20-letnia o oprocentowaniu stałym, najdłuższym płynnym zaś obligacja 10-letnia o oprocentowaniu stałym.

Warunkiem ograniczenia ryzyka refinansowania jest zahamowanie znacznego tempa przyrostu długu. Na możliwości emisji instrumentów długoterminowych wpływ mają nie tylko bieżące potrzeby pożyczkowe, ale również oczekiwania inwestorów co do ich wielkości w perspektywie średnioterminowej. Przy spełnieniu tego warunku należy zakładać, że dalszy rozwój rynku służyć będzie ograniczeniu ryzyka refinansowania w przyszłości. Pogłębieniu rynku sprzyjać będzie poszerzenie bazy inwestorów związane z integracją europejską. Wówczas poziom ryzyka refinansowania będzie rezultatem decyzji co do wysokości kosztów, jakie warto ponosić w celu zmniejszenia ryzyka refinansowania poprzez emisję długoterminowe.

Ad b) Ryzyko kursowe

Ryzyko kursowe wynika z istnienia w ramach długu Skarbu Państwa instrumentów nominowanych i rozliczanych w walutach obcych. Ryzyko kursowe przejawia się wrażliwością poziomu długu i kosztów jego obsługi na zmiany kursu walutowego, co jest naturalną konsekwencją obowiązującego w Polsce płynnego kursu walutowego. Aprecjacja lub deprecjacja złotego wobec danej waluty obcej powoduje proporcjonalny wzrost lub spadek zadłużenia w tej walucie wyrażonego w złotych. Zważywszy na strukturę walutową długu zagranicznego, zmiana kursu EUR/PLN o 1% przełożyłaby się na zmianę stanu zadłużenia o ok. 0,6%, a zmiana kursu USD/PLN o 1% wpłynęłaby na zmianę stanu zadłużenia o ok. 0,2%. W przypadku kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego zmiana kursu EUR/PLN o 1% powoduje, przy istniejącej strukturze długu, zmianę wysokości kosztów o ok. 0,58%, a zmiana kursu USD/PLN o 1% powoduje zmianę wysokości kosztów o ok. 0,34%. Analiza ryzyka kursowego w przypadku strategii przekraczającej jeden rok powinna uwzględniać nie tylko możliwość krótkoterminowych wahań kursów walut, lecz również długoterminowe trendy w kształtowaniu kursu polskiej waluty, które przewidują stopniową realną aprecjację złotego do walut obcych.

Po przystąpieniu Polski do strefy euro ryzyko kursowe w odniesieniu do części długu nominowanej w euro zostanie wyeliminowane. Z tego względu istotną miarą ryzyka kursowego jest udział długu nominowanego w euro. Wynosi on ok. 60% całości długu zagranicznego i w kolejnych latach będzie rósł.

Ryzyko kursowe ma szczególne znaczenie ze względu na znaczny udział długu zagranicznego w długi Skarbu Państwa (32,7% w połowie 2004 r.) oraz zbliżanie się relacji długu publicznego do PKB do kolejnych progów ostrożnościowych przewidzianych w Ustawie o finansach publicznych. Jak pokazują dane z Tabeli 9 (por. rdz. IV.2), zmiany kursów walutowych odpowiedzialne były za przyrost tej relacji w odniesieniu do długu Skarbu Państwa o 1,4 p. proc. i były jednym z czynników powodujących przekroczenie pierwszego pasma ostrożnościowego.

Ad c) Ryzyko refinansowania w walutach obcych

Za miary tego ryzyka można przyjąć średni termin zapadalności długu zagranicznego oraz roczną wielkość kwot długu przypadającą do spłaty. W przypadku średniego terminu zapadalności długu zagranicznego stwierdzić można, że choć nieznacznie maleje, pozostaje on na poziomie zbliżonym do standardów europejskich, osiągając na koniec 2003 r. ok. 5,73 roku. Średni poziom spłat rat kapitałowych zadłużenia zagranicznego wynosi w latach 2005 - 2007 ok. 3,1 mld euro rocznie.

Ad d) Ryzyko stopy procentowej

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

Miarą ryzyka stopy procentowej jest wskaźnik *duration*. Informuje on, jak długi jest przeciętny okres dostosowania kosztów obsługi długu do zmiany poziomu stop 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 *duration*.

Do połowy 2003 r. ryzyko stopy procentowej ulegało systematycznemu ograniczaniu. *Duration* krajowego długu rynkowego wynosiła 1,55 roku pod koniec 1999 r. i 2,33 roku w maju 2003 r. Później, w związku z odwróceniem trendu zmian wysokości stóp procentowych na rosnący, zmniejszenia średniej zapadalności długu oraz wzrostem sprzedaży obligacji o zmiennym oprocentowaniu, *duration* zmniejszało się, osiągając 2,09 roku w połowie 2004 r. Poziom ryzyka jest uważany za zbyt wysoki, a wrażliwość kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych jest zbyt duża. W państwach UE przed rozszerzeniem wskaźnik *duration* przyjmuje wyższe niż w Polsce wartości: 2,6 roku w Finlandii, 2,9 w Szwecji, 3,0 w Austrii, 3,2 w Danii, 4,2 w Belgii, 4,9 w Irlandii i 7,3 w Wielkiej Brytanii.

W odniesieniu do zadłużenia zagranicznego większość portfela (ok. 60% na koniec 2003 r.) była oprocentowana wg stałych stóp procentowych. Czynnikiem ograniczającym to ryzyko są zredukowane, tj. niższe od rynkowych, stopy procentowe odnoszące się do kredytów z Klubu Paryskiego. Ponadto z każdym rokiem rośnie udział zadłużenia oprocentowanego wg stopy stałej.

Ryzyko stopy procentowej ma również znaczenie dla kosztów obsługi długu. Zmiana stóp procentowych o 1 p. proc. spowodowałaby zmianę kosztów obsługi długu zagranicznego o ok. 4,7% (w 2005 r.).

Ad e) Ryzyko płynności budżetu państwa

Na zarządzanie ryzykiem płynności składają się dwa rodzaje działań:

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

Głównym instrumentem zarządzania płynnością budżetu państwa jest utrzymywanie na rachunku budżetu państwa płynnych aktywów finansowych oraz lokowanie nadwyżek na krótkoterminowych lokatach w NBP i w bankach komercyjnych. Poziom tych lokat gwarantuje bezpieczeństwo finansowania potrzeb pożyczkowych państwa i uniezależnia od przejściowych zjawisk kryzysowych, uniemożliwiających lub czyniących nieefektywnym pozyskiwanie środków pożyczkowych z rynku finansowego.

Ad f) Pozostałe rodzaje ryzyka

Do pozostałych rodzajów ryzyka należą wszystkie nie wymienione wcześniej źródła niepewności związane z zarządzaniem długiem publicznym, których bezpieczny poziom stanowi

ograniczenie dla celu minimalizacji oczekiwanych kosztów obsługi długu. Najważniejsze rodzaje ryzyka z tej kategorii to ryzyko kredytowe oraz ryzyko operacyjne.

1. Ryzyko kredytowe

Ryzyko kredytowe wiąże się z niebezpieczeństwem, że druga strona transakcji nie wywiąże się, w całości lub w części, ze swojego zobowiązania. Dla zarządzającego długiem wiąże się ono z transakcjami, których przedmiotem są należności. Tak jest w przypadku stosowania instrumentów pochodnych, w szczególności swapów, czyli wymiany strumieni płatności między stronami umowy. Innym przypadkiem występowania ryzyka kredytowego jest zarządzanie płynnymi aktywami, np. poprzez dokonywanie lokat w bankach i nabywanie papierów wartościowych.

Wobec rozpoczęcia w 2004 r. lokowania płynnych środków budżetu państwa w bankach komercyjnych oraz przeprowadzenia pierwszej transakcji z wykorzystaniem instrumentów pochodnych, pojawiło się ryzyko kredytowe, nieobecne dotychczas w zarządzaniu długiem publicznym i płynnością w Polsce. W przypadku lokat jest ono ceną za wyższe dochody związane z oprocentowaniem w bankach komercyjnych w stosunku do otrzymywanego od banku centralnego, a więc efektywniejszym zarządzaniem płynnością. W przypadku instrumentów pochodnych ryzyko kredytowe jest ceną za możliwość elastycznego dostosowywania profilu ryzyka rynkowego (głównie stopy procentowej i kursowego) do aktualnych potrzeb lub, jak miało to miejsce w przypadku emisji w systemie *private placement* zabezpieczonej swapem procentowym, zmniejszenia kosztów obsługi długu dzięki zaspokojeniu specyficznych potrzeb grupy inwestorów.

Ograniczeniu ryzyka kredytowego związanego z takimi transakcjami sprzyjać będzie zdefiniowanie listy podmiotów (o wysokiej wiarygodności kredytowej), jakie mogą być partnerami transakcji, oraz limitów kwot zaangażowania, uzależnionych od wielkości ryzyka związanego z danym rodzajem transakcji. Niezbędne jest również zapewnienie zaplecza organizacyjnego i technicznego, sprzyjającego aktywnemu zarządzaniu ryzykiem kredytowym, w tym szybkiemu reagowaniu na zmieniające się warunki rynkowe wpływające na zmiany wartości rynkowej zawartych transakcji. Obecnie lokowane w bankach komercyjnych środki są zabezpieczone skarbowymi papierami wartościowymi i nie generują ryzyka kredytowego.

2. Ryzyko operacyjne

Ryzyko operacyjne to niebezpieczeństwo, że koszty związane z zarządzaniem długiem lub poziom pozostałych rodzajów ryzyka ulegną zwiększeniu w wyniku nieadekwatnej do zakresu zadań infrastruktury oraz organizacji i kontroli zarządzania długiem. W celu ograniczenia tego ryzyka dąży się do zintegrowania zarządzania długiem w jednej jednostce organizacyjnej, której struktura, stosowane procedury i nadzór łączą rozwiązania stosowane w instytucjach rynkowych i administracji państwowej.

Coraz większa złożoność i wyrafinowanie instrumentów zarządzania długiem publicznym, jak również postępująca integracja europejska wymaga dostosowania struktury instytucjonalnej i organizacyjnej zarządzania długiem, mającego na celu ograniczenie ryzyka operacyjnego i dostosowanie struktur organizacyjnych do wymogów współczesności. Ma to szczególne znaczenie w przypadku stosowania instrumentów pochodnych i transakcji lokacyjnych na rynku finansowym. Nowoczesne zarządzanie długiem publicznym wymaga istnienia efektywnej infrastruktury technicznej oraz sprawnych procedur organizacyjnych, zapewniających szybką ocenę ryzyka i adekwatne reagowanie na zmieniające się warunki rynkowe. Ich brak jest źródłem ryzyka operacyjnego, które uniemożliwia lub znacznie ogranicza zakres stosowania nowoczesnych instrumentów zarządzania długiem, od lat wykorzystywanych standardowo w państwach rozwiniętych. Korzystanie z usług instytucji zewnętrznych w stosunku do zarządzającego długiem jest źródłem nieefektywności wynikających z rozdzielenia procesu decyzyjnego na poziomie strategicznym i operacyjnym oraz kosztów związanych z wynagrodzeniem agentów. Z doświadczeń państw rozwiniętych wynika, że najlepiej, z punktu widzenia kosztu i ryzyka, z zadania zarządzania długiem publicznym oraz płynnością budżetu państwa wywiązuje się autonomiczny podmiot, odpowiedzialny za realizację celów zarządzania

długiem publicznym i uprawniony do wykonywania całokształtu zadań z tego wynikających. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem w państwach UE omówione zostały w aneksie 1.

Dostosowywaniu struktury organizacyjnej towarzyszyć powinien stały rozwój metodologii zarządzania długiem. Dającą się zauważyć tendencją w państwach rozwiniętych jest stosowanie w ocenie wielkości i struktury długu tzw. portfela odniesienia (benchmarkowego).

Ad g) Rozkład kosztów obsługi długu w czasie

Koszty obsługi długu powinny być równomiernie rozłożone w czasie, aby ich zmienna wysokość nie wpływała destabilizująco na konstruowanie budżetu państwa. Przy kasowym systemie księgowości budżetu pozytywny wpływ na stabilizację kosztów w czasie ma unikanie emisji papierów wartościowych z dużym dyskontem, które stają się kosztem w momencie wykupu papieru. W najbliższych latach część zwiększonych kosztów obsługi długu wynikać będzie z wysokiego dyskonta zapadających obligacji 5-letnich, emitowanych w latach 2000-2001. Możliwe i wskazane jest aktywne zarządzanie rozkładem kosztów obsługi długu w czasie. Instrumentami zwiększającymi elastyczność kształtowania rozkładu kosztów są przetargi zamiany i odkupu obligacji, stosowane od 2001 r.

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

Z udzielaniem przez podmioty sektora finansów publicznych, w tym przede wszystkim przez Skarb Państwa, poręczeń i gwarancji wiąże się ryzyko dwojakiego rodzaju:

- 1) wielkość przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń, na skutek wzrostu łącznej kwoty gwarancji i poręczeń lub prawdopodobieństwa ich wykonania, powiększa wartość długu publicznego (podstawowej kategorii, do której odnoszą się relacje ustawowe),
- 2) wypłacone gwarancje i poręczenia stanowią koszty obsługi długu.

Dotychczasowa działalność Skarbu Państwa w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza zagrożeń dla finansów publicznych. Niemniej, w ostatnim okresie ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami Skarbu Państwa wzrosło. Wynikało to w głównej mierze z szerokiego stosowania tych instrumentów wsparcia, w szczególności wobec sektorów gospodarki, które wymagają restrukturyzacji, a które jednocześnie cechuje wysokie ryzyko związane z ich finansowaniem. W konsekwencji w 2002 r. zwiększyła się kwota przewidywanych wypłat z tego tytułu oraz ich relacji do PKB (z 1,29% w 2001 r. do 1,57% w 2002 r.). W 2003 r., na skutek spadku potencjalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń, kwota przewidywanych wypłat obniżyła się, a ich relacja do PKB wyniosła już 1,39%, choć ryzyko całego portfela nieznacznie wzrosło.

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

- skoncentrować udzielanie poręczeń i gwarancji na wspieraniu inwestycji prorozwojowych, z zakresu infrastruktury oraz realizacji projektów mających na celu ochronę środowiska, przede wszystkim realizowanych w oparciu o fundusze z UE (kredyty i obligacje poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa powinny umożliwić pozyskanie funduszy UE stanowiących wielokrotność ich wartości),
- utrzymać zasadę, by relacja przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa do PKB nie przekraczała 2%,
- ograniczyć rolę szczególnie ryzykownych dla Skarbu Państwa poręczeń i gwarancji udzielanych na podstawie ustaw specjalnych, "sektorowych",
- odejść od praktyki udzielania poręczeń i gwarancji Skarbu Państwa dla wspierania tradycyjnych sektorów gospodarki.

Dodatkowym źródłem ryzyka wzrostu długu publicznego mogą być różnego typu transakcje zawierane przez jednostki sektora finansów publicznych. Należą do nich m.in. operacje w ramach partnerstwa publiczno- prywatnego oraz sekurytyzacja.

Wpływ umów zawieranych w ramach partnerstwa publiczno- prywatnego na dług publiczny zależy przede wszystkim od podziału ryzyka między stronami transakcji. Transakcje, w których ryzyko związane z przedmiotem umowy ciąży przede wszystkim na jednostce sektora finansów publicznych są źródłem powstania długu publicznego. W chwili obecnej trwają prace legislacyjne nad uregulowaniem kwestii związanych z partnerstwem publiczno- prywatnym.

Operacje sekurytyzacji prowadzone przez jednostki sektora finansów publicznych mogą z jednej strony mieć pozytywny wpływ z punktu widzenia zarządzania aktywami, z drugiej strony mogą również generować dług publiczny. W zależności od przedmiotu umowy mogą one wpływać w sposób bezpośredni (np. w przypadku sekurytyzacji przez jednostkę sektora przyszłych dochodów) lub pośredni (w formie udzielanych gwarancji lub poręczeń) na dług publiczny.

VI. CELE STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2005-07

Cele z ubiegłorocznej *Strategii* pozostają w niezmiennym kształcie:

1. **Utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie.**
2. **Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomu:**
 - a) ryzyka refinansowania w walucie krajowej,
 - b) ryzyka kursowego,
 - c) ryzyka refinansowania w walutach obcych,
 - d) ryzyka stopy procentowej,
 - e) ryzyka płynności budżetu państwa,
 - f) pozostałych rodzajów ryzyka, w szczególności ryzyka kredytowego i operacyjnego,
 - g) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

Ad. 1) Utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie

W kontekście tego celu zarządzanie długiem stanowi jeden z elementów polityki gospodarczej i finansowej rządu i nie jest ograniczone do działań zmierzających do kształtowania struktury długu zapewniającej minimalizację kosztów przy przyjętych poziomach ryzyka.

Za bezpieczny poziom długu w poprzednich Strategiach uznano taką wartość długu, która nie powoduje istotnego, negatywnego oddziaływania na sytuację makroekonomiczną kraju i trudności w konstruowaniu budżetu państwa (jako konsekwencji wynikającej z przekroczenia limitów nałożonych na poziom długu przewidzianych w ustawie o finansach publicznych). Wynikiem utrzymywania się w latach 2001-03 wysokiego tempa przyrostu długu było przekroczenie w 2003 r. pierwszego progu ostrożnościowego z ustawy o finansach publicznych (poziomu 50% relacji długu do PKB). Oznacza to, że przygotowanie budżetu państwa oraz budżetów jednostek samorządu terytorialnego na 2005 r. podlega ograniczeniom wskazanym w ustawie o finansach publicznych, tj. relacja deficytu do dochodów nie będzie mogła być wyższa niż 29,3 % (por. Rozdział IV).

Działania zmierzające do ograniczenia tempa przyrostu długu w horyzoncie objętym Strategią będą prowadzone w następujących obszarach:

- zmiany legislacyjne powodujące ograniczenie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz zapewniające bardziej efektywną alokację środków,
- rozwiązania mające w sposób systemowy powstrzymać przyrost długu sektora finansów publicznych (szczególnie w obszarze SPZOZ),
- polityka nakierowana na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w kolejnych latach.

Ograniczanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa jako głównego czynnika wpływającego na wzrost zadłużenia sektora finansów publicznych musi być działaniem rozłożonym w czasie, a oczekiwane wyniki w postaci stabilizacji relacji długu do PKB pojawią się w horyzoncie średnioterminowym. Czynnikiem sprzyjającym realizowanemu przez rząd programowi ograniczania wydatków budżetu państwa i reformy sektora finansów publicznych jest i powinna być korzystna sytuacja makroekonomiczna, w tym przede wszystkim wysokie tempo wzrostu PKB.

W horyzoncie objętym strategią tempo wzrostu państwowego długu publicznego będzie determinowane, podobnie jak w ostatnich latach, przede wszystkim koniecznością finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Przewiduje się, że relacja długu do PKB do 2006 r.

będzie rosła mimo redukcji deficytu. Pozytywne skutki reformy finansów publicznych, w tym znaczna redukcja potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, powinny w latach objętych Strategią wpłynąć na ograniczenie tempa wzrostu długu, co przy zakładanym wysokim tempie wzrostu gospodarczego będzie oznaczać zatrzymanie tendencji wzrostu relacji długu do PKB w 2007 r.

Ad. 2) Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu, przy przyjętych ograniczeniach. Cel ten rozumiany jest w dwóch aspektach:

- minimalizacja kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu (obecnie 10 lat) – poprzez optymalny dobór instrumentów zarządzania długiem, ich struktury i terminów emisji,
- minimalizacja kosztów obsługi jako stałe działania polegające na podnoszeniu efektywności rynku SPW, w tym dostosowanie go do standardów emitentów rządowych UE.

Minimalizacja kosztów obsługi długu będzie realizowana przy założeniu sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i przy uwzględnieniu ograniczeń związanych ze strukturą długu. W związku z tym założono z tytułu:

a) ryzyka refinansowania w walucie krajowej,

- wzrost średniej zapadalności długu - w tempie uzależnionym od sytuacji rynkowej,
- dążenie do równomiernego rozłożenia płatności z tytułu obsługiwanego i wykupywanego długu w kolejnych latach,
- zmniejszenie udziału bonów skarbowych w długu krajowym;

b) ryzyka kursowego,

- kształtowanie odpowiedniej relacji między długiem krajowym i zagranicznym oraz dążenie do stopniowego zwiększenia udziału euro w strukturze walutowej zobowiązań zagranicznych;

c) ryzyka refinansowania w walutach obcych,

- uwzględnianie aktualnych terminów zapadalności długu zagranicznego przy zaciąganiu nowego długu w walutach obcych;

d) ryzyka stopy procentowej,

- wzrost *duration* długu krajowego, w tempie uzależnionym od sytuacji rynkowej,
- dalsze ograniczanie ryzyka stopy procentowej dla długu zagranicznego poprzez zaciąganie większości nowych zobowiązań o stałym oprocentowaniu;

e) ryzyka płynności budżetu państwa,

- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami;

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

- zawieranie transakcji kreujących ryzyko kredytowe z podmiotami krajowymi i zagranicznymi o największej wiarygodności kredytowej i ograniczenie ryzyka operacyjnego związanego z infrastrukturą techniczną i strukturą zarządzania długiem,

g) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie

- ograniczanie zmienności kształtowania się relacji kosztów obsługi długu do PKB. Utrzymywanie stabilnej relacji kosztów obsługi długu do PKB w latach objętych strategią będzie utrudnione poprzez duże wypłaty dyskonta od zapadających obligacji oraz odsetek od istniejącego długu. Czynniki te powodują znaczący wzrost kosztów obsługi długu w 2006 r. Polityka emisji obligacji średnio i długoterminowych powinna natomiast wpływać na bardziej równomierny rozkład kosztów obsługi w horyzoncie dłuższym niż okres objęty prezentowaną strategią.

VII. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM

Za najważniejsze zadania strategii wynikające z realizacji przyjętych celów należy uznać:

1. Zwiększanie płynności, efektywności i przejrzystości rynku SPW.
2. Rozwój systemu dealerów skarbowych papierów wartościowych.
3. Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa.
4. Umacnianie pozycji Polski na międzynarodowych rynkach finansowych.

1. Zwiększanie płynności, efektywności i przejrzystości rynku SPW

Członkostwo w UE powinno znacznie przyspieszyć proces integracji krajowego rynku SPW z rynkami państw UE. Uzyskanie korzyści płynących z uczestnictwa we wspólnym rynku europejskim wymaga jednak kontynuacji działań zmierzających do dostosowania metod zarządzania długiem publicznym oraz organizacji rynku skarbowych papierów wartościowych do standardów obowiązujących w UE. Działania mające poprawić efektywność rynku SPW są zadaniem ciągłym i powinny zmierzać w kierunku poprawienia efektywności zarówno rynku pierwotnego jak i wtórnego. Rynki są efektywne, jeżeli są płynne i przejrzyste. Płynność i przejrzystość rynku wtórnego w istotny sposób oddziałuje na poziom cen na rynku pierwotnym, z kolei struktura i podaż oferowanych na rynku pierwotnym instrumentów wpływa na płynność rynku wtórnego. Stopień płynności rynku papierów skarbowych bezpośrednio rzutuje na koszty obsługi długu oraz, ze względu na preferencje inwestorów, na możliwość zaspokojenia potrzeb pożyczkowych. Działania zwiększające atrakcyjność rynku SPW i ułatwiające integrację rynku finansowego Polski z rynkami państw UE będą realizowane poprzez:

- Kontynuację polityki emisyjnej SPW zmierzającej do ograniczania liczby emisji obligacji, przy jednoczesnym stopniowym zwiększaniu ich wartości do poziomu stanowiącego równowartość co najmniej 5 mld euro (tworzenie emisji *benchmarkowych*). Instrumentami realizacji tego zadania będą odpowiednie kształtowanie kalendarza emisji SPW, przetargi zamiany oraz przetargi uzupełniające.
- Dalszy rozwój Elektronicznego Rynku SPW (ERSPW). Ważnym impulsem dla rozwoju ERSPW powinien stać się alians strategiczny CeTO S.A. ze spółką MTS, organizującą elektroniczny obrót papierami skarbowymi w kilkunastu krajach europejskich. Dzięki temu dostęp do ERSPW i możliwość elektronicznego obrotu polskimi papierami skarbowymi uzyskają banki zagraniczne wykorzystujące elektroniczne platformy MTS-u na rynkach europejskich. Poszerzenie grupy podmiotów uprawnionych do działania na ERSPW powinno w istotny sposób przyczynić się do zwiększenia efektywności tego rynku i zapewnić większą adekwatność wyceny papierów skarbowych, w szczególności poprzez wzrost płynności rynku i wolumenu obrotów. U uruchomienie rynku MTS-CeTO planowane jest na drugą dekadę listopada 2004 r.
- Poprawę infrastruktury rynku SPW poprzez usuwanie barier natury technicznej i prawnej oraz w usprawnianiu mechanizmów rozliczeniowych. Dzięki nowelizacji Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i planowanym zmianom w Regulaminie KDPW możliwe będzie uzyskanie statusu uczestnika rozliczającego także przez instytucje zagraniczne, co powinno wpłynąć na zmniejszenie kosztów obrotu polskimi papierami skarbowymi dla inwestorów zagranicznych (brak konieczności korzystania z usług krajowych pośredników rozliczających transakcje w KDPW). Niezbędna jest też kontynuacja działań zmierzających do dalszego obniżania opłat pobieranych przez KDPW. Celowym wydaje się być także nawiązanie współpracy przez KDPW z europejskimi instytucjami rozliczeniowymi, co ułatwiłoby rozliczanie transakcji z udziałem inwestorów zagranicznych.

2. Rozwój systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych

Rok 2004 jest drugim rokiem funkcjonowania systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych. Dostęp do rynku pierwotnego ma obecnie 11 banków, które uzyskały status DSPW oraz jeden bank państwowy nie posiadający statusu DSPW (BGK S.A.). Jednocześnie z dniem 1 stycznia 2004 r. rozpoczął się konkurs prowadzący do wyłonienia DSPW na 2005 r.

Jest to ostatni konkurs, w którym grupa banków uprawnionych do udziału w nim jest ograniczona tylko do podmiotów krajowych. Nowy regulamin pełnienia funkcji DSPW przewiduje możliwość ubiegania się o posiadanie statusu DSPW także przez banki zagraniczne. Uczestnictwo banków zagranicznych w konkursie na DSPW powinno przyczynić się do wzrostu konkurencji pomiędzy bankami, co z kolei powinno przynieść efekt w postaci poprawy efektywności funkcjonowania tego systemu.

3. Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa

Zarządzanie płynnością budżetu państwa od 1 stycznia 2005 r. będzie prowadzone w warunkach funkcjonowania jednolitego rachunku budżetu państwa (system Tresor). Zapewni on bieżący dostęp do informacji na temat dochodów, wydatków i zgłaszanego zapotrzebowania na środki budżetowe oraz pozwoli na bardziej efektywne zarządzanie środkami budżetowymi.

Bardzo ważnym zadaniem w obszarze zarządzania jest dalsze doskonalenie prognozowania przepływów budżetowych.

Doskonaleniu będzie podlegać również zarządzanie rezerwami płynnych aktywów, które będzie przebiegać w ramach ograniczeń związanych przede wszystkim z uwarunkowaniami budżetowymi (poziom podejmowanego ryzyka w transakcjach – głównie kredytowego, wielkość wolnych środków) oraz rynkowymi (sytuacja w sektorze bankowym w zakresie płynności).

4. Umocnianie pozycji Polski na międzynarodowych rynkach finansowych

Finansowanie zagraniczne realizowane będzie głównie poprzez benchmarkowe emisje obligacji na głównych rynkach międzynarodowych oraz poprzez zaciąganie nowych kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych.

Emisje obligacji na rynkach międzynarodowych przeznaczone na refinansowanie spłat rat kapitałowych (głównie z tytułu zobowiązań wobec wierzycieli z Klubu Paryskiego, przypadających na lata 2005-09) wpływać będą na zmianę profilu zadłużenia zagranicznego, zastępując dług nierynkowy długiem rynkowym. Polityka emisyjna uwzględniac będzie czynniki ryzyka związanego z długiem (ryzyko stopy procentowej, ryzyko refinansowania i ryzyko kursowe). Dlatego też zmierzać się będzie do realizowania emisji o odpowiednio długich terminach zapadalności. Polityka plasowania obligacji zagranicznych uwzględniac będzie planowane wejście Polski do strefy euro. Z tą chwilą część długu, która jest nominowana w euro, stanie się długiem w walucie krajowej, co wpłynie na proporcjonalne zmniejszenie się ryzyka kursowego. Stąd też zakłada się, że większość emisji nominowana będzie w euro. Dodatkową korzyścią z emisji obligacji na rynku europejskim jest możliwość poprawy ich płynności dzięki notowaniu na uruchomionej w 2003 r. platformie elektronicznej NewEuro MTS. W czerwcu 2004 r. na platformie tej notowane były 3 obligacje wyemitowane przez Polskę. Dążenie do minimalizacji kosztów przy założonym poziomie ryzyka skłania jednak do kontynuowania polityki dywersyfikacji poprzez wykorzystywanie sprzyjających warunków do emisji instrumentów dłużnych nominowanych również w walutach innych niż euro.

Nowe kredyty zaciągane będą głównie w międzynarodowych instytucjach finansowych (zwłaszcza w Europejskim Banku Inwestycyjnym) i będą służyć m.in. finansowaniu reform strukturalnych oraz projektów inwestycyjnych kluczowych z punktu widzenia rozwoju gospodarczego (np. w sektorze transportu), prefinansowaniu i współfinansowaniu projektów realizowanych przy pomocy funduszy strukturalnych UE oraz projektów z zakresu ochrony środowiska i rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw.

VIII. CHARAKTERYSTYKA NOWYCH INSTRUMENTÓW REALIZACJI CELÓW STRATEGII

Podstawowe instrumenty realizacji celów i zadań strategii obejmują modele, procedury decyzyjne, instrumenty dłużne, operacje na składnikach długu oraz instrumenty prawno-organizacyjne. Nowe elementy związane są z rozwojem rynku, poprawą infrastruktury technicznej i postępem w zakresie metodologii zarządzania długiem. Do najważniejszych pozycji należy zaliczyć:

1) Rozwijanie metod i instrumentów wspomagających zarządzanie długiem

- po wdrożeniu systemu informatycznego jako podstawowej infrastruktury informatycznej kontynuowane będą prace nad systemem zarządzania ryzykiem; oznacza to doskonalenie metodologii zarządzania długiem i ryzykiem z nim związanym, w oparciu o przygotowaną infrastrukturę techniczną, modele symulacyjne, optymalizacyjne i procedury decyzyjne;
- działania zmierzające w kierunku stworzenia portfela benchmarkowego jako długoterminowego portfela odniesienia pozwalającego na ocenę efektywności podejmowanych decyzji w odniesieniu do kosztów i ryzyka związanych z realizacją bieżących operacji.

2) Rozwiązania prawno-organizacyjne

- dostosowania prawno-organizacyjne w systemie zarządzania płynnością budżetu państwa;
- działania zmierzające do dostosowania infrastruktury prawno-organizacyjnej do szerszego stosowania transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych;
- uwzględnienie środków z UE przy zarządzaniu płynnością budżetu państwa.

3) Instrumenty pochodne

- określenie celowości i zasad regularnego stosowania instrumentów pochodnych jako instrumentu zmiany profilu ryzyka związanego ze strukturą długu (ryzyka stopy procentowej, kursu walutowego i refinansowania);
- stosowanie instrumentów pochodnych przy zabezpieczaniu niestandardowych emisji obligacji w systemie *private placement*.

4) Zarządzanie płynnością budżetu państwa

- wprowadzenie jednolitego rachunku budżetowego;
- rozwój instrumentów zarządzania płynnością (lokaty w bankach komercyjnych zabezpieczone SPW).

IX. PROGNOZY ZADŁUŻENIA I KOSZTÓW OBSŁUGI DŁUGU

Prezentowane prognozy wynikają z realizacji celów strategii. Zostały one oparte o założenia dotyczące rozwoju sytuacji makroekonomicznej Polski przedstawione w rozdziale III.1. (tabela 2). Koszty obsługi długu w latach 2006-07 zostały przedstawione wariantowo, gdyż wielkości te, przy przyjętych założeniach, zależą m.in. od struktury sprzedawanych SPW.

Tabela 10. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP w latach 2004-2007

	2003	2004	2005	2006	2007
1. Dług Skarbu Państwa					
a) w mld zł	378,9	427,4	483,8	531,0	578,2
b) w relacji do PKB	46,5%	48,4%	50,8%	51,9%	52,3%
2. Państwowy dług publiczny					
a) w mld zł	408,6	461,6	520,1	565,7	608,2
b) w relacji do PKB	50,2%	52,2%	54,6%	55,3%	55,0%
3. Państwowy dług publiczny powiększony o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji					
a) w mld zł	420,0	473,5	534,9	581,4	624,6
b) w relacji do PKB	51,6%	53,6%	56,1%	56,8%	56,5%
4. Dług sektora general government (wg metodologii UE)					
a) w mld zł	369,7	412,1	459,3	494,3	526,7
b) w relacji do PKB	45,4%	46,6%	48,2%	48,3%	47,7%
5. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)					
a) w mld zł	24,14	26,75	27,40	33,70 - 34,34	35,10 - 35,85
b) w relacji do PKB, w tym:	2,96%	3,03%	2,88%	3,29% - 3,36%	3,18% - 3,24%
- długu krajowego	2,50%	2,38%	2,25%	2,69% - 2,74%	2,53% - 2,59%
- długu zagranicznego	0,46%	0,65%	0,63%	0,61% - 0,62%	0,64% - 0,65%

Wrażliwość relacji długu do PKB oraz relacji wydatków z tytułu kosztów obsługi długu Skarbu Państwa do PKB na podstawowe zmienne kształtuje się następująco:

- 1) wrażliwość długu i kosztów jego obsługi na kurs walutowy - osłabienie lub umocnienie PLN w danym roku o 1% w stosunku do euro (oraz proporcjonalne osłabienie/umocnienie się do pozostałych walut, w których jest denominowane zadłużenie zagraniczne) wpływa odpowiednio na wzrost lub spadek relacji długu do PKB w latach 2005-2007 o 0,13 – 0,14 p. proc., zaś kosztów obsługi długu w relacji do PKB o około 0,01 p. proc.;
- 2) wrażliwość długu i kosztów jego obsługi na stopy procentowe - zmiana stóp procentowych o 1 p. proc. (równoległe przesunięcie krzywej o 1 p. proc. w stosunku do wariantu bazowego) powoduje zmianę relacji kosztów do PKB o 0,05 p. proc. w 2005 r., 0,15 p. proc w 2006 r. i 0,29 p. proc. w 2007 r.;
- 3) wrażliwość relacji długu do PKB i wydatków z tytułu kosztów obsługi długu do PKB na zmianę tempa wzrostu realnego PKB o 1 p. proc. wynosi w latach 2005-2007 odpowiednio 0,5 p. proc., 0,9 p. proc. i 1,4 p. proc.
- 4) wrażliwość relacji długu do PKB na zmianę potrzeb pożyczkowych budżetu państwa lub przychodów netto z prywatyzacji o 1 mld zł wynosi w latach 2005-2007 0,09-0,11 p. proc.

X. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH⁹

X.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych

Podstawowe zmiany w regulacjach dotyczących zaciągania zobowiązań przez jednostki sektora finansów publicznych, wprowadzone w ustawie o finansach publicznych z dniem wejścia Polski do UE, są następujące:

1) zmiany dotyczące prefinansowania

- wprowadzono możliwość zaciągania przez jednostki sektora finansów publicznych pożyczek z budżetu państwa na prefinansowanie programów i projektów realizowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu UE (z funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności, a w przypadku Agencji Rynku Rolnego oraz Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa z Europejskiego Funduszu Orientacji i Gwarancji Rolnych);
- ustawa stanowi, że pożyczka udzielona na prefinansowanie programów unijnych wykorzystana niezgodnie z przeznaczeniem podlega zwrotowi do budżetu państwa wraz z odsetkami ustalonymi jak dla zaległości podatkowych w terminie 7 dni od dnia stwierdzenia nieprawidłowego wykorzystania pożyczki (przepis ten nie dotyczy agencji płatniczych - ARR i ARiMR);

2) zmiany dotyczące jednostek samorządu terytorialnego

- z ograniczeń odnoszących się do zadłużenia JST (tj. 12-15% limitu dot. relacji obsługi zaciągniętych zobowiązań do planowanych dochodów oraz 60% limitu dług/dochody - art. 113 i 114) wyłączone zostały emitowane papiery wartościowe oraz kredyty i pożyczki zaciągane w związku z wykorzystaniem środków określonych w umowie zawartej z podmiotem dysponującym funduszami strukturalnymi lub Funduszem Spójności Unii Europejskiej¹⁰;
- wprowadzony został przepis stanowiący, że w przypadku, gdy określone w umowie środki z funduszy strukturalnych lub Funduszu Spójności Unii Europejskiej nie zostaną przekazane lub po ich przekazaniu orzeczony zostanie ich zwrot, jednostka samorządu terytorialnego nie może emitować papierów wartościowych, zaciągać kredytów, pożyczek i udzielać poręczeń do czasu spełnienia ustawowych norm zadłużenia (limitów z art. 113 i 114);

W związku z narastającym zadłużeniem samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej (SPZOZ) prowadzone są obecnie prace nad kompleksową reformą publicznej służby zdrowia w Polsce. Obejmują one m.in. trwające w Sejmie prace nad rządowym projektem ustawy o pomocy publicznej i restrukturyzacji publicznych zakładów opieki zdrowotnej. Zgodnie z tym projektem:

- zadłużenie SPZOZ powstałe od dnia 1 stycznia 1999 r. do 31 marca 2003 r. będzie podlegało restrukturyzacji,
- w celu uzyskania środków finansowych na restrukturyzację finansową SPZOZ będą mogły:
 - a) emitować obligacje;
 - b) zaciągać kredyty bankowe;
 - c) występować do jednostki samorządu terytorialnego o udzielenie poręczenia spłaty należności głównej od wyemitowanych przez zakład obligacji;

⁹ W niniejszym rozdziale, jeśli nie zostało zaznaczone inaczej, określenie jednostki sektora finansów publicznych odnosi się do tego sektora z wyłączeniem Skarbu Państwa.

¹⁰ Zobowiązania z tego tytułu, pomimo nieujmowania ich przy badaniu spełnienia wymogów art. 113 i 114 ustawy o finansach publicznych, stanowią dług JST i wliczają się do limitów dotyczących państwowego długu publicznego (art. 45 tej ustawy).

- d) występować do BGK o udzielenie poręczenia spłaty odsetek od obligacji ze środków Krajowego Funduszu Poręczeń Kredytowych,
- e) otrzymać pożyczkę z budżetu państwa; głównym celem wprowadzenia tego rozwiązania jest uregulowanie zobowiązań wynikających z ustawy o negocjacyjnym systemie kształtowania przyrostu przeciętnych wynagrodzeń u przedsiębiorców oraz o zmianie niektórych ustaw (tzw. „ustawa 203”).

Trwają również prace związane z unormowaniem zasad stosowania partnerstwa publiczno-prywatnego. Projekt ustawy, będący obecnie przedmiotem prac parlamentu, wprowadza m.in. konieczność określenia w zawieranych umowach podziału ryzyka ponoszonego przez poszczególne strony. Jest to kluczowe dla oceny wpływu danej umowy na państwowy dług publiczny.

X.2. Zadłużenie podmiotów sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa

Największa część zadłużenia sektora finansów publicznych (z wyłączeniem Skarbu Państwa) przypada na jednostki samorządu terytorialnego, ZUS i zarządzane przez ZUS fundusze oraz samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej.

1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

W JST utrzymuje się tendencja do koncentracji zaciągania zobowiązań w ostatnim kwartale roku. Jest to bezpośrednio związane z nierównomiernym kształtowaniem się deficytu budżetowego tych jednostek.

Tabela 11. Wynik jednostek samorządu terytorialnego w ujęciu kwartalnym

	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Rok
Wynik JST ogółem (mln zł)					
2002 r.	3.205,8	-913,1	32,1	-5.472,7	-3.147,9
2003 r.	3.287,3	-871,0	-127,9	-4.102,4	-1.813,9
2004 r.	5.165,5	189,4			

W strukturze zadłużenia JST dominują pożyczki i kredyty (przy stabilnym ok. 80,0% udziale w długi ogółem). Systematycznie rośnie udział papierów wartościowych, przy równoczesnym spadku długu z tytułu zobowiązań wymagalnych.

Tabela 12. Dług jednostek samorządu terytorialnego

	XII 2002	XII 2003	VI 2004
Dług JST ogółem (mln zł)	15.358,4	17.276,8	16.455,1
kredyty i pożyczki	12.237,5	13.785,7	12.966,7
papiery wartościowe	2.381,0	2.817,8	2.921,2
Pozostały dług, w tym:	740,0	673,3	567,2
<i>zobowiązania wymagalne</i>	<i>712,4</i>	<i>648,4</i>	<i>544,0</i>

Zobowiązania zaciągane są głównie na rynku krajowym ale stopniowo wzrasta też udział długu zagranicznego (z 3,2% na koniec 2002 r. do 4,7% na koniec czerwca 2004 r.). Utrzymuje się wysoki udział długu o zapadalności powyżej 1 roku (ok. 87% ogółu zadłużenia).

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

Tabela 13. Dług JST w relacji do dochodów tych jednostek

	XII 2002	XII 2003	VI 2004 ¹⁾
Wskaźnik dług/dochody	19,2%	21,8%	19,0%

¹⁾ dług JST według stanu na koniec czerwca w stosunku do planowanych dochodów na 2004 r.

W 2003 r. w 18 jednostkach (wobec 20 jednostek w 2002 r.) odnotowano jednak przekroczenie ustawowego limitu 60%. Głównymi przyczynami były:

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

W niektórych przypadkach zagrożenie dla płynności JST mogą stanowić również gwarancje i poręczenia udzielane przez te jednostki (na koniec czerwca 2004 r. wartość zobowiązań z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji wyniosła 974,8 mln zł, wobec 996,0 mln zł na koniec 2003 r. i 878,3 mln zł na koniec 2002 r.).

2) Zadłużenie ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy

Od 2003 r. na zadłużenie ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy składają się zobowiązania wymagalne i kredyty zaciągane w bankach komercyjnych.

Tabela 14. Dług ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy mln zł

	XII 2002	XII 2003	VI 2004
Dług ZUS i zarządzanych funduszy, w tym:	15.014,6	11.225,4	9.608,1
kredyty w bankach komercyjnych	2.388,8	4.756,0	3.818,5
Pożyczka ze środków budżetu państwa	6.000,0	- ¹⁾	
zobowiązania wymagalne	6.625,8	6.469,5	5.789,6

¹⁾ z dniem 1 stycznia 2003 r. pożyczka ze środków budżetu państwa dla FUS, wraz z odsetkami została umorzona; w obecnym stanie prawnym nie jest możliwe zaciąganie przez FUS pożyczek z budżetu;

Kredyty w bankach komercyjnych są dla FUS dodatkowym, obok dotacji budżetowych źródłem finansowania. Mają one charakter krótkoterminowy.

Zobowiązania wymagalne są przede wszystkim następstwem problemów z terminowym przekazywaniem do OFE należnej części składek na ubezpieczenie emerytalne. Zobowiązania z tego tytułu (powstałe w okresie 1999-2002) wraz z narosłymi odsetkami są począwszy od listopada 2003 r. przejmowane przez SP i konwertowane na obligacje skarbowe (dziesięcioletnie obligacje o zmiennym oprocentowaniu).

Tabela 15. Konwersja długu FUS wobec OFE na SPW mln zł

	XII 2003	III 2004	VI 2004
Wartość nominalna wyemitowanych SPW (narastająco, stan na koniec okresu)	387,7	646,8	729,3

W horyzoncie objętym strategią należy oczekiwać spadku długu ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy. Będzie on rezultatem:

- 1) przewidywanego zmniejszania zadłużenia z tytułu kredytów bankowych,
- 2) kontynuacji procesu przejmowania długu ZUS wobec OFE przez Skarb Państwa i jego konwersji na obligacje skarbowe.

3) Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

Tabela 16. Dług SPZOZ

mln zł

	XII 2002	XII 2003	VI 2004
Dług samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej, w tym:	3.545,8	5.132,9	5.945,7
papiery wartościowe	17,5	7,0	12,2
kredyty i pożyczki	279,7	394,8	423,1
pozostałe, w tym:	3.248,6	4.731,1	5.510,4
<i>zobowiązania wymagalne</i>	<i>3.248,0</i>	<i>4.729,7</i>	<i>5.508,9</i>

Głównym źródłem zadłużenia samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej jest nieterminowa regulacja zobowiązań. Są to w ponad 60% zobowiązania wobec jednostek spoza sektora finansów publicznych, w których dominują zobowiązania z tytułu dostaw towarów i usług. Dalsze kształtowanie się zadłużenia SPZOZ będzie uzależnione od skuteczności działań zmierzających do zreformowania publicznej służby zdrowia.

4) Inne jednostki

Spośród innych podmiotów najwyższe zadłużenie występuje w Agencji Rynku Rolnego i Narodowym Funduszu Zdrowia. Podstawowym źródłem zadłużenia ARR są kredyty zaciągane na interwencyjny skup zbóż. Wszystkie zobowiązania kredytowe Agencji objęte są poręczeniem Skarbu Państwa.

Zadłużenie NFZ, następcy prawnego kas chorych, wynika przede wszystkim z pożyczek zaciągniętych przez te jednostki w 2000 r. w budżecie państwa. Spłata pożyczek została odroczone do 2007 r.

Zadłużenie pozostałych podmiotów sektora jest głównie rezultatem nieterminowego regulowania zobowiązań.

XI. ZAGROŻENIA DLA REALIZACJI CELÓW STRATEGII

Prezentowana Strategia realizowana będzie w nowych warunkach zewnętrznych wynikających ze wstąpienia Polski do UE. Kontynuacja procesu integracji wymuszać będzie działania zmierzające do spełnienia kryteriów konwergencji, w tym zwłaszcza ograniczenie deficytu sektora finansów publicznych. Dostosowania fiskalne mogą wynikać także z konieczności wprowadzenia w okresie objętym Strategią działań przewidzianych w ustawie o finansach publicznych po przekroczeniu kolejnych progów ostrożnościowych.

Zagrożenia dla realizacji celów określonych w prezentowanej strategii związane są przede wszystkim z:

- 1) sytuacją finansów publicznych oraz ograniczeniem zakresu lub zbyt wolnym tempem realizacji systemowych działań zmierzających do powstrzymania tempa przyrostu długu.
- 2) odmiennego od zakładanego ukształtowania się sytuacji makroekonomicznej oraz niekorzystnym wpływem czynników zewnętrznych.

Ad 1.

Niepełna lub zbyt wolna realizacja przyjętego przez rząd kompleksowego programu reformy finansów publicznych pozwalającego na zmniejszenie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz zahamowanie tempa przyrostu długu pozostałych jednostek sektora finansów publicznych w zasadniczy sposób ograniczałaby możliwość realizacji zarówno celu pierwszego, tj. utrzymania długu na bezpiecznym poziomie jak i celu minimalizacji kosztów obsługi długu przy przyjętych ograniczeniach. Realizacja scenariusza, w którym w latach 2005-07:

- potrzeby pożyczkowe budżetu państwa pozostają na zbliżonym do obecnego poziomie,
- wpływy z prywatyzacji pozostają na poziomie z lat 2001-03,
- tempo przyrostu zadłużenia innych niż Skarb Państwa podmiotów sektora finansów publicznych (zwłaszcza w obszarze służby zdrowia) nie ulega ograniczeniu,
- poręczenia i gwarancje przeznaczane są głównie na wsparcie tradycyjnych sektorów gospodarki, generujących duże ryzyko ich wymagalności.

prowadziłaby przy obecnych uregulowaniach prawnych do zbliżenia się relacji długu do PKB do progu określonego w Konstytucji już w 2006 r. oraz do znacznego wzrostu kosztów obsługi długu i wzrostu ryzyka związanego z jego strukturą.

Taki scenariusz mógłby również przyczynić się do odwrócenia korzystnych tendencji w rozwoju sytuacji makroekonomicznej w Polsce, która zgodnie z przyjętymi założeniami, w horyzoncie objętym Strategią powinna być czynnikiem wspomagającym proces zmian w sektorze finansów publicznych i wpływać na ograniczenie relacji długu do PKB.

Ad 2.

Czynniki ryzyka makroekonomicznego:

- a) niekorzystny rozwój sytuacji makroekonomicznej w kraju, m.in.:
 - mniejsze niż w założeniach tempo wzrostu PKB w okresie 2005-07,
 - wzrost inflacji powyżej założonego poziomu,
 - deprecjacja złotego,
 - wzrost stóp procentowych na rynku krajowym,
- b) pogorszenie lub brak oczekiwanej poprawy koniunktury międzynarodowej (zwłaszcza w krajach UE), uniemożliwiającej realizację założonego tempa wzrostu PKB,
- c) wzrost stóp procentowych na rynkach zagranicznych.

XII. EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Podstawowym efektem realizacji strategii będzie zahamowanie tendencji narastania długu publicznego w relacji do PKB od 2007 r. Przewiduje się, że w 2007 r. wybrane wskaźniki charakteryzujące dług Skarbu Państwa ukształtują się na następującym poziomie:

- średnia zapadalność rynkowego długu krajowego wzrośnie z 2,66 roku w 2003 r. do ok. 3,2-3,6 roku,
- *duration* rynkowego długu krajowego wzrośnie z 2,12 roku na koniec 2003 r. do ok. 2,6-2,9 roku,
- udział sektora bankowego w długu krajowym zmniejszy się z 34,3% na koniec 2003 r. do ok. 25%, udział krajowego sektora pozabankowego wzrośnie z 49,3% na koniec 2003 r. do ok. 53,0%, udział inwestorów zagranicznych wzrośnie z 16,4% do ok. 22,0%.

Aneks 1. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE

W państwach UE zarządzanie długiem publicznym jest, z uwagi na zagrożenia makroekonomiczne oraz ryzyko związane z jego strukturą, istotnym elementem polityki społeczno-gospodarczej. Działania decydentów nakierowane są zarówno na ograniczenie poziomu zadłużenia, jak i ryzyka rynkowego, kredytowego oraz ryzyka operacyjnego. Jednym z efektów powyższej tendencji są przeprowadzane przez poszczególne kraje reformy zmierzające w kierunku dostosowania struktury instytucjonalnej jednostek zajmujących się zarządzaniem długiem publicznym do stawianych przed nimi zadań.

Dodatkowym katalizatorem tego procesu jest rozwój rynków finansowych, skutkujący między innymi wzrostem znaczenia pochodnych instrumentów finansowych w zarządzaniu ryzykiem oraz rosnące wykorzystanie tych narzędzi w zarządzaniu długiem publicznym. Ograniczanie ryzyka rynkowego oznacza w praktyce przeniesienie ciężaru z raczej pasywnego „administrowania” w kierunku aktywnego zarządzania portfelem długu, polegającego na wykorzystywaniu bieżącej sytuacji rynkowej do realizacji celów związanych z zarządzaniem długiem. Wymaga to jednak odpowiedniej struktury instytucjonalnej, organizacyjnie dostosowanej do działań na rozwiniętych rynkach finansowych.

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

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

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

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

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

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

Model rządowy dobrze sprawdza się w warunkach charakterystycznych dla gospodarek „wschodzących” lub podlegających procesowi transformacji ustrojowej, w których stopień rozwoju krajowego rynku finansowego jest niski, choć nie tylko tam jest stosowany¹¹. Jest to

¹¹ Model rządowy funkcjonuje w takich krajach jak Hiszpania czy Włochy.

związane z dużymi możliwościami oddziaływania rządu na tworzenie odpowiedniej infrastruktury prawnej oraz instytucjonalnej, koniecznej dla funkcjonowania efektywnego rynku finansowego. Jednak w warunkach rozwiniętej, stabilnej gospodarki coraz bardziej widoczne stają się wady takiego rozwiązania:

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

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

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

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

W chwili obecnej na 25 państw rozszerzonej UE, w 14 stosowany jest model agencyjny (odpowiednio w 11 z 15 państw UE przed rozszerzeniem). Listę instytucji zajmujących się zarządzaniem długiem publicznym przedstawia tabela.

Instytucje odpowiedzialne za zarządzanie długiem publicznym w państwach UE

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

Aneks 2. Deficyt i dług sektora general government oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE

	2002			2003		
	deficyt/nadwyżka %PKB	dług/PKB %PKB	stopa 10- letnia ¹⁾	deficyt/nadwyżka %PKB	dług/PKB %PKB	stopa 10- letnia ¹⁾
Włochy	-2,3	107,9	4,55	-2,4	106,2	4,46
Grecja	-3,7	112,5	4,58	-4,6	109,9	4,45
Belgia	0,1	105,8	4,46	0,4	100,7	4,38
Austria	-0,2	66,6	4,47	-1,1	65,1	4,40
Niemcy	-3,7	60,9	4,33	-3,8	64,2	4,29
Francja	-3,2	58,8	4,38	-4,1	63,7	4,34
Portugalia	-2,7	58,4	4,45	-2,8	60,3	4,40
Holandia	-1,9	52,6	4,36	-3,2	54,1	4,33
Szwecja	0,0	52,6	4,89	0,3	52,0	4,86
Hiszpania	-0,1	54,4	4,42	0,4	50,7	4,34
Finlandia	4,3	42,6	4,45	2,3	45,6	4,33
Dania	0,7	48,8	4,61	0,3	45,9	4,52
Wielka Brytania	-1,7	38,3	4,49	-3,3	39,8	4,94
Irlandia	-0,2	32,7	4,46	0,1	32,1	4,36
Luksemburg	2,8	5,7	-	0,8	5,4	-
UE 15	-2,1	62,7	4,44	-2,7	64,3	4,47
<i>państwa, które z dniem 1 maja 2004 r. uzyskały członkostwo w UE</i>						
Cypr	-4,6	67,4	5,37	-6,4	70,9	4,75
Malta	-5,9	62,7	5,55	-9,7	71,1	4,71
Węgry	-9,2	57,2	6,50	-6,2	59,1	8,24
Polska	-3,6	41,1	5,73	-3,9	45,4	6,76
Słowacja	-5,7	43,3	5,12	-3,7	42,6	5,42
Czechy	-6,8	28,8	4,15	-12,6	37,8	4,82
Słowenia	-2,4	29,5	6,65	-2,0	29,5	5,27
Litwa	-1,5	22,4	5,87	-1,9	21,6	4,81
Łotwa	-2,7	14,1	4,53	-1,5	14,4	5,07
Estonia	1,4	5,3	-	3,1	5,3	-
UE 25	-2,3	61,6	4,54	-2,8	63,3	4,62

¹⁾ Szarmonizowane długoterminowe stopy procentowe dla celów konwergencji, tj. stopy z rynku wtórnego (z wyjątkiem Słowenii dla 2002 r. oraz Cypru i Litwy - rynek pierwotny) dla obligacji skarbowych o zapadalności zbliżonej do 10 lat; w przypadku Luksemburga i Estonii nie istnieją odpowiednie długoterminowe obligacje skarbowe; średnia w grudniu;

²⁾ Eurostat, News Release 117/2004 z dnia 23 września 2004 r.; dane zostały opracowane na podstawie sierpniowej notyfikacji fiskalnej (2004 r.) przesłanej przez poszczególne kraje do Komisji Europejskiej.

Aneks 3. Ocena kredytowa (*rating*) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE

stan na 24 września 2004 r.

	Moody's	Standard&Poor's	Fitch
Austria	Aaa	AAA	AAA
Belgia	Aa1	AA+	AA
Cypr	A2	A	A+
Czechy	A1	A-	A-
Dania	Aaa	AAA	AAA
Estonia	A1	A-	A
Finlandia	Aaa	AAA	AAA
Francja	Aaa	AAA	AAA
Grecja	A1	A+	A+
Hiszpania	Aaa	AA+	AAA
Holandia	Aaa	AAA	AAA
Irlandia	Aaa	AAA	AAA
Litwa	A3	A-	A-
Łotwa	A2	A-	A-
Luksemburg	Aaa	AAA	AAA
Malta	A3	A	A
Niemcy	Aaa	AAA	AAA
Polska	A2	BBB+	BBB+
Portugalia	Aa2	AA	AA
Słowacja	A3	BBB+	A-
Słowenia	Aa3	AA-	AA-
Szwecja	Aaa	AAA	AAA
Węgry	A1	A-	A-
Wielka Brytania	Aaa	AAA	AAA
Włochy	Aa2	AA-	AA

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

	XII 2002	VI 2003	XII 2003	VI 2004	struktura VI 2004 w %	zmiana XII 2003 - XII 2002		zmiana VI 2004 - XII 2003	
						w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	327 904.2	362 634.5	378 943.8	411 234.2	100.0%	51 039.7	15.6%	32 290.3	8.5%
I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	219 347.0	243 793.0	251 165.9	276 905.6	67.3%	31 818.9	14.5%	25 739.7	10.2%
1. Dług z tytułu SPW	212 371.3	238 865.1	245 979.3	271 079.0	65.9%	33 608.1	15.8%	25 099.7	10.2%
1.1. Rynkowe SPW	195 887.5	224 434.2	232 564.4	257 478.3	62.6%	36 678.9	18.7%	24 913.9	10.7%
bony skarbowe	42 030.8	45 002.6	48 067.4	50 943.3	12.4%	6 036.6	14.4%	2 875.9	6.0%
obligacje rynkowe	153 856.7	179 431.6	184 496.9	206 535.0	50.2%	30 640.3	19.9%	22 038.1	11.9%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu stałym	133 763.5	161 869.5	169 950.8	195 682.1	45.2%	35 187.3	26.3%	16 731.3	9.9%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	37 740.4	49 642.4	52 414.0	57 380.5	14.0%	14 673.6	38.9%	4 966.6	9.5%
obligacje o oprocentowaniu stałym do 5-let	67 772.8	80 361.6	81 096.0	77 106.7	18.8%	13 323.2	19.7%	-3 989.3	-4.9%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	1 762.6	2 003.4	2 080.9	2 192.2	0.5%	318.3	18.1%	111.3	5.3%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	16 375.1	22 692.3	26 258.8	42 176.4	10.3%	9 883.8	60.4%	15 917.5	60.6%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	1 400.0	1 545.3	1 545.3	1 722.2	0.4%	145.3	10.4%	176.8	11.4%
obligacje 4-letnie o oprocentowaniu stałym - skomwertowane ¹⁾	2 960.0	-	-	-	0.0%	-2 560.0	-100.0%	0.0	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - skomwertowane ¹⁾	3 076.3	3 076.3	2 987.5	2 535.8	0.6%	-88.8	-2.9%	-451.7	-15.1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skomwertowane ¹⁾	3 076.3	2 568.3	2 568.3	2 568.3	0.6%	-508.0	-16.5%	0.0	0.0%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu zmiennym	20 093.2	17 542.1	15 546.2	20 852.9	5.1%	-4 547.0	-22.6%	5 306.7	34.1%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	6 134.1	5 605.8	5 306.9	4 683.2	1.1%	-827.2	-13.5%	623.7	-11.8%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	-	-	-	3 850.0	1.0%	0.0	0.0%	3 850.0	-
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	-	-	-	888.8	0.2%	0.0	0.0%	888.8	-
obligacje o oprocentowaniu zmiennym do 10-let	9 851.6	9 851.6	10 239.3	10 580.9	2.6%	387.7	3.9%	341.6	3.3%
obligacje typu private placement	-	-	-	750.0	0.2%	-	-	750.0	-
obligacje nominowane w USD/01	4 107.5	2 084.7	-	-	0.0%	-4 107.5	-100.0%	0.0	-
1.2. Obligacje oszczędnościowe	7 718.1	7 182.3	7 449.6	8 867.0	2.2%	-268.5	-3.5%	1 417.4	19.0%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	6 670.3	6 101.0	6 338.4	7 726.3	1.9%	-331.9	-5.0%	1 387.9	21.9%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	1 047.8	1 081.3	1 111.2	1 140.6	0.3%	63.4	6.1%	29.5	2.7%
1.3. Nierynkowe SPW	8 765.7	7 248.6	5 965.4	4 733.8	1.2%	-2 800.3	-31.9%	-1 231.6	-20.6%
obligacje restrukturyzacyjne	5 486.2	4 811.9	4 444.2	4 061.9	1.0%	-1 042.0	-19.0%	-382.3	-8.6%
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGZ	785.1	737.7	705.7	671.9	0.2%	-59.4	-7.8%	-33.9	-4.8%
obligacje nominowane w USD/31	2 514.4	1 698.9	815.4	0.0	0.0%	-1 698.9	-67.6%	-815.4	-100.0%
2. Pozostałe zadłużenie krajowe SP	6 975.8	4 928.0	5 186.6	5 826.6	1.4%	-1 789.2	-25.6%	640.0	12.3%
przedpłaty na samochody	3.4	3.2	3.2	3.2	0.0%	-0.2	-5.9%	0.0	-0.6%
zobowiązania wymagalne ²⁾	406.6	273.6	311.8	225.2	0.1%	-94.8	-23.3%	-86.5	-27.8%
zobowiązania z tytułu niepodwyższenia płac w sferze budżet.	4 761.2	3 551.1	1 771.6	1 098.2	0.3%	-2 989.5	-62.8%	673.5	-38.0%
zobowiązania wobec związków zawodowych ³⁾	4.6	0.0	0.0	0.0	0.0%	-4.6	-100.0%	0.0	-
zadłużenie Funduszu Pracy ⁴⁾	1 800.0	1 100.0	3 100.0	4 500.0	1.1%	1 300.0	72.2%	1 400.0	45.2%
II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa	108 557.2	118 841.5	127 777.9	134 328.6	32.7%	19 220.8	17.7%	6 550.6	5.1%
1. Dług z tytułu SPW	29 187.7	36 489.5	44 267.4	56 560.6	13.8%	15 079.7	51.7%	12 293.2	27.8%
obligacje typu Brady	10 359.3	6 181.0	4 463.3	4 471.1	1.1%	-5 885.0	-56.9%	7.8	0.2%
obligacje zagraniczne	18 828.4	30 308.5	39 804.1	52 089.5	12.7%	20 974.7	111.4%	12 285.4	30.9%
2. Dług z tytułu kredytów	79 369.4	82 352.0	83 510.6	77 768.0	18.9%	4 141.1	5.2%	-5 742.5	-6.9%
Klub Paryski	65 980.5	68 337.1	67 121.5	62 079.8	15.1%	1 161.0	1.8%	-5 041.7	-7.5%
Międzynarodowe Instytucje Finansowe	11 539.2	13 127.0	15 279.1	15 090.6	3.7%	3 740.9	32.4%	-168.5	-1.2%
w tym: Bank Światowy	7 215.3	7 447.0	7 476.8	7 160.7	1.7%	261.5	3.6%	-316.1	-4.2%
pozostałe	1 870.7	887.8	1 109.9	597.5	0.1%	-760.8	-40.7%	-512.4	-46.2%

* Dług Skarbu Państwa przed konsolidacją w ramach salda finansów publicznych;

1) w dniach 30 września oraz 29 grudnia 1999 r. nastąpiła konwersja obligacji komercyjnej, obligacji w USD na wykup obligacji Brady 97/98, zobowiązań długoterminowych wobec NBP oraz obligacji na wdrożenie ustawy

z Klubem Londyńskim na obligacje rynkowe o terminach wykupu: 29 kwietnia 2002 r. (IK0402), 22 grudnia 2002 r. (IK1202), 22 kwietnia 2003 r. (IK0403), 22 lipca 2004 r. (IK0704) oraz 22 sierpnia 2006 r. (IK0806);

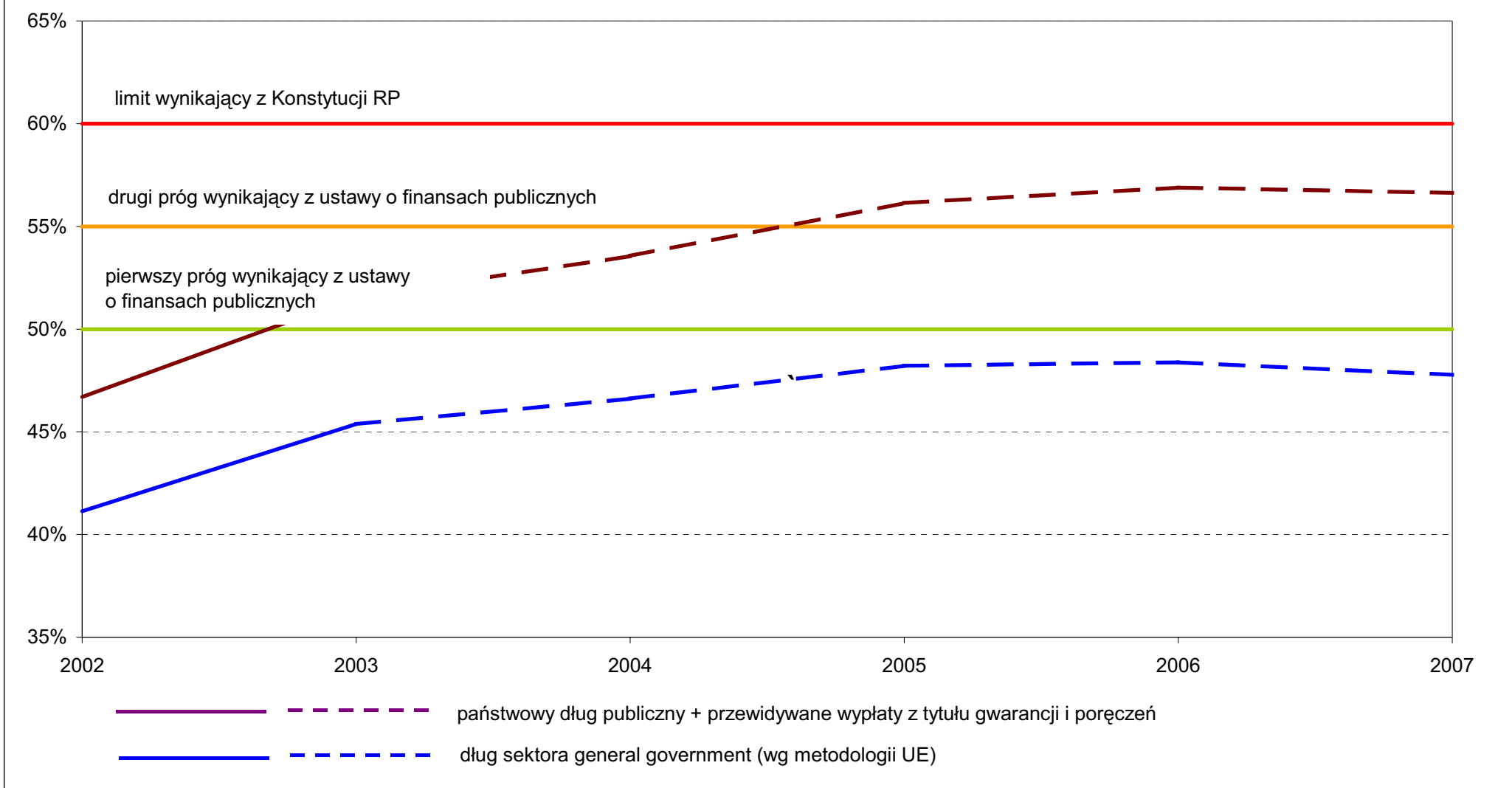
2) pożyczka objęta zobowiązaniem wymagalne jednostek budżetowych, zakładów budżetowych, gospodarstw pomocniczych i państwowych funduszy celowych nie posiadających osobowości prawnej, na całkowite w jej pozycji składają się m.in. zobowiązania wobec banków z tytułu refinansingu gwarancyjnego od wzięcia mieszkaniowych

oraz z tytułu odsetek od kredytów mieszkaniowych;

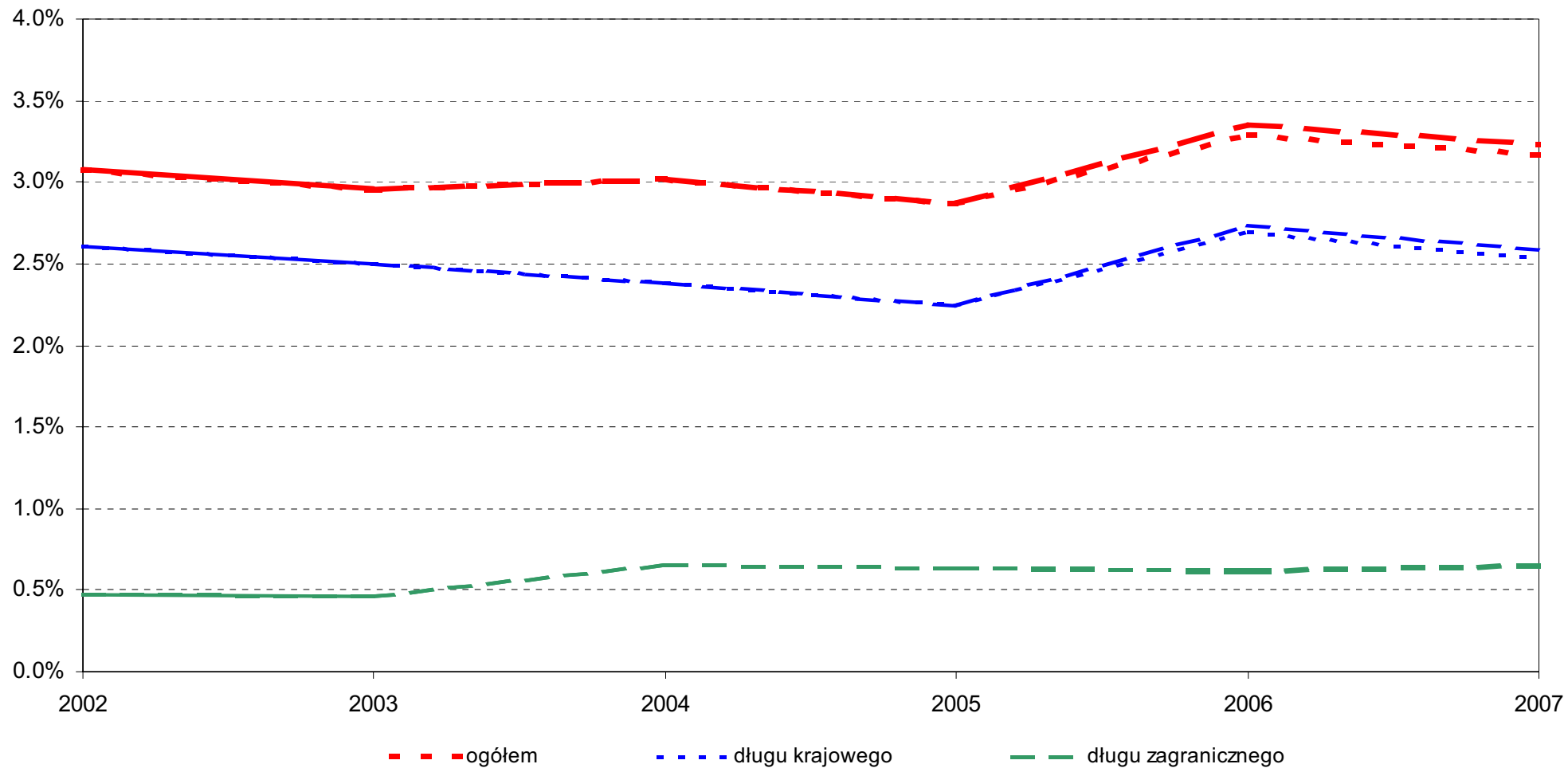
3) zobowiązania wobec związków zawodowych i organizacji społecznych, wynikające z rekompensat za stracone miejsce w wyniku wprowadzenia stanu wojennego, w sierpniu i listopadzie 2001 r., kwietniu, w październiku i w listopadzie 2002 r. oraz w styczniu 2003 r. dokonano konwersji zobowiązań na obligacje skarbowe o wartości nominalnej odpowiednio: 187,2 mln zł, 3,7 mln zł, 117,7 mln zł, 0,5 mln zł, 0,08 mln zł, 5,41 mln zł

4) z tytułu kredytu zaciągniętego w bankach komercyjnych.

Relacja długu publicznego do PKB

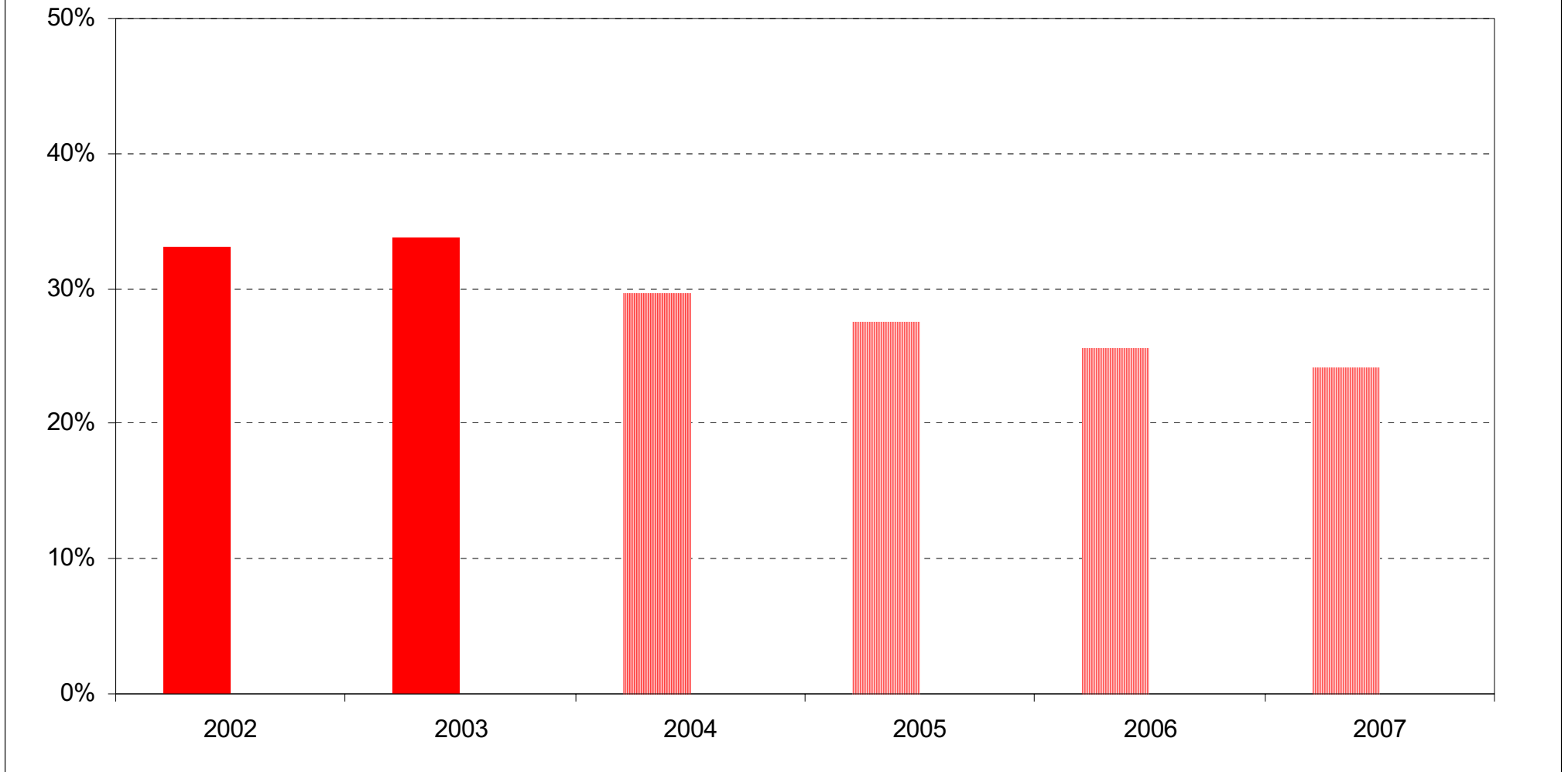


Relacja kosztów obsługi długu Skarbu Państwa do PKB



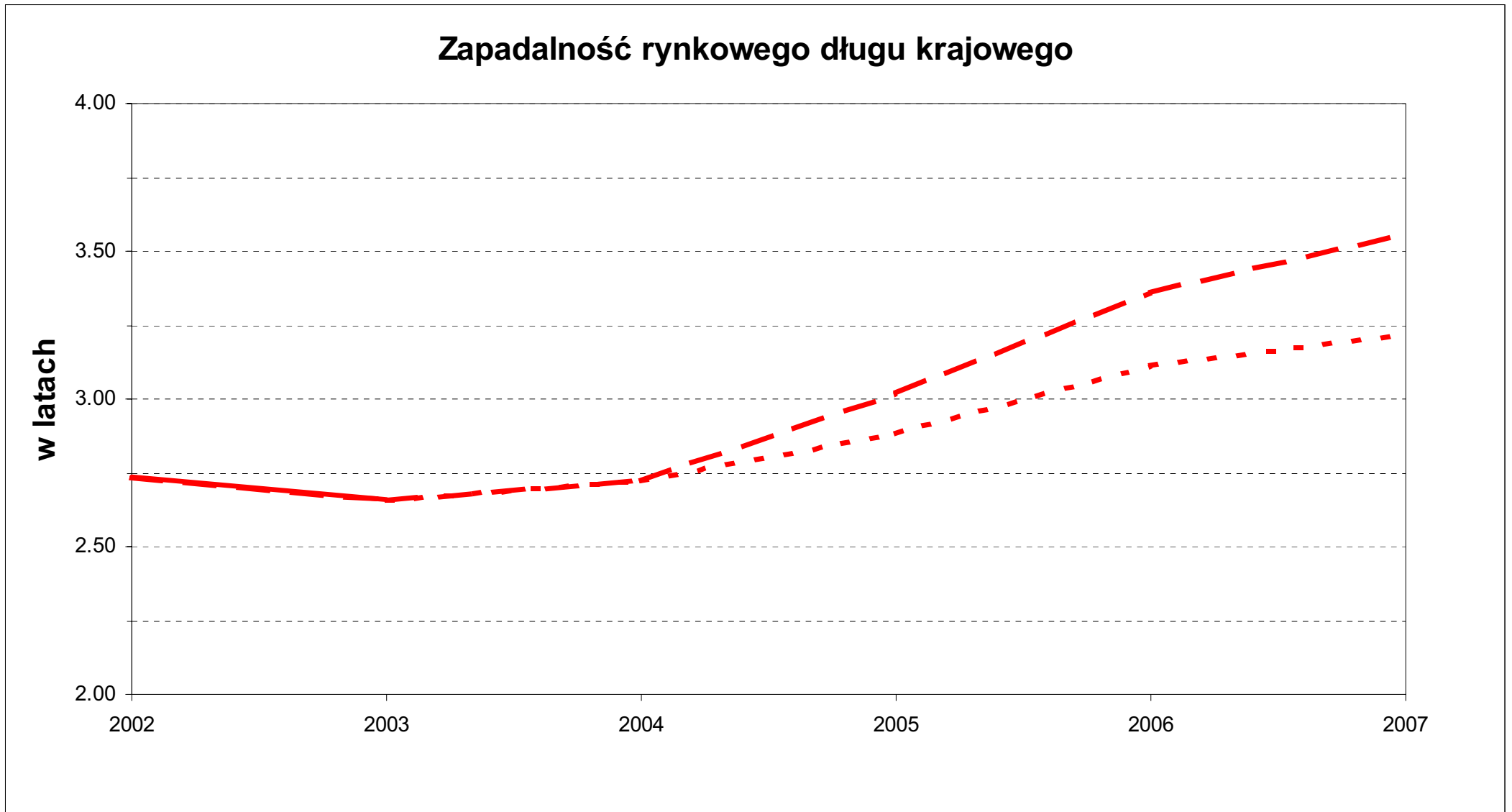
Ryzyko kursowe i ryzyko refinansowania w walutach obcych

Udział długu zagranicznego w długu ogółem



Ryzyko refinansowania w walucie krajowej

Zapadalność rynkowego długu krajowego



Ryzyko stopy procentowej

**Udział bonów skarbowych w długu krajowym
i duration długu rynkowego**

