

# 2008

## RAPORT ROCZNY DŁUG PUBLICZNY



MINISTERSTWO FINANSÓW

## SPIIS TREŚCI

I. Wstęp	4
II. Uwarunkowania makroekonomiczne zarządzania długiem	8
III. Wypełnianie kryteriów konwergencji	16
IV. Polska na tle innych państw Europy	20
V. Uwarunkowania prawne kontroli poziomu państwowego długu publicznego	26
VI. Finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa	28
VII. Struktura państwowego długu publicznego	38
VIII. Zarządzanie ryzykiem	46
IX. Rynek wtórny skarbowych papierów wartościowych	52
X. Polityka informacyjna	58
XI. Kontakty	60
Załącznik 1 - zasady opodatkowania skarbowych papierów wartościowych	63
Załącznik 2 - dane do wykresów	66



1

WSTĘP



## Wstęp

---

Szanowni Państwo!

Wzorem lat ubiegłych pragniemy przedstawić Państwu publikację „Dług Publiczny - Raport Roczny 2008” zawierającą podstawowe informacje o zarządzaniu długiem publicznym w Polsce w 2008 r. na tle lat wcześniejszych oraz uwarunkowań makroekonomicznych.

Rok 2008 był rokiem eskalacji kryzysu na światowych rynkach finansowych oraz wynikającego z niego spowolnienia, zwłaszcza w IV kwartale, gospodarki światowej. Sytuacja ta miała bezpośrednie przełożenie na uwarunkowania zarządzania długiem publicznym, w szczególności poprzez radykalny wzrost awersji do ryzyka ze strony inwestorów oraz skrócenie horyzontów inwestycyjnych.

Państwowy dług publiczny wzrósł w 2008 r. o 70,4 mld zł, do poziomu 597,8 mld zł, co odpowiada 47,0% PKB (wzrost o 2,2 pkt proc.). Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (general government) wzrósł o 70,8 mld zł, do poziomu 598,4 mld zł, co stanowi 47,1% PKB (wzrost o 2,3 pkt. proc.).

Pomimo globalnego spowolnienia gospodarczego w 2008 r. realne tempo wzrostu PKB w Polsce wyniosło 4,9% r/r i było jednym z najwyższych w całej Unii Europejskiej, przy inflacji średniorocznej na poziomie 4,0%. Deficyt budżetowy wyniósł 24,3 mld zł, co stanowiło ok. 90% kwoty przyjętej w ustawie budżetowej. Deficyt całego sektora instytucji rządowych i samorządowych (general government) wyniósł 49,6 mld zł co odpowiadało 3,9% PKB.

Na koniec 2008 r. Polska wypełniła kryteria konwergencji odnośnie poziomu: długoterminowej nominalnej stopy procentowej oraz długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (general government) w relacji do PKB.

W 2008 r. poziom potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa ukształtował się na poziomie 39,2 mld zł i był o 5,4 mld zł niższy od zakładanego. Prowadzona polityka emisyjna stanowiła realizację „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2008-2010” i jej kolejnej aktualizacji na lata 2009-2011. Zrealizowana struktura sprzedaży skarbowych papierów wartościowych była rezultatem bieżącej oceny sytuacji rynkowej i wynikała z analizy kosztów pozyskiwania środków w długim okresie oraz oceny poziomu ryzyka.

Na rynku krajowym przeprowadzono 72 przetargi skarbowych papierów wartościowych, w tym 41 przetargów obligacji skarbowych (24 przetargi sprzedaży, 7 przetargów uzupełniających oraz 10 przetargów zamiany). Średni stosunek popytu do podaży na przetargach sprzedaży obligacji skarbowych osiągnął poziom 204%, przy średniej sprzedaży na poziomie 1,5 mld zł.

Na rynkach zagranicznych w 2008 r. Polska uplasowała obligacje o łącznej wartości nominalnej odpowiadającej 2,4 mld euro, w tym na rynku euro 10-letnie obligacje o wartości nominalnej 2 mld euro, dwie transze obligacji na rynku franka szwajcarskiego: ponowne otwarcie serii obligacji 5-letnich na kwotę 225 mln franków szwajcarskich (ok. 140 mln euro) i 9-letnie o wartości nominalnej 250 mln franków szwajcarskich (ok. 156 mln euro) oraz 30-letnie obligacje nominowane w jenach japońskich o wartości nominalnej 25 mld jenów (ok. 150 mln euro).

Na koniec roku średnia zapadalność długu Skarbu Państwa pozostała na niemal identycznym poziomie jak w roku 2007, tj. 5,3 roku (w tym długu krajowego 4,2 roku), a duration wyniosło 3,6 roku (w tym długu krajowego 2,9 roku).

Sytuacja na światowych rynkach finansowych spowodowała spadek zaangażowania inwestorów zagranicznych w krajowe rynkowe skarbowe papiery wartościowe o 18,6 mld zł do 55,9 mld zł. Jednocześnie wzrosło zaangażowanie krajowych inwestorów pozabankowych o 10,1 mld zł do 227,9 mld zł oraz krajowego sektora bankowego o 47,8 mld zł do 135,3 mld zł.

Sytuacja na globalnych rynkach finansowych spowodowała również spadek wartości transakcji zawartych na rynku wtórnym krajowych obligacji skarbowych o 14,0%, do poziomu 6.386,2 mld zł. Jednakże płynność rynku wtórnego obligacji skarbowych w dalszym ciągu umożliwiła, zarówno wejście na ten rynek, jak i wyjście inwestorów obracających dużymi środkami - stosunek średniej wartości zawartych transakcji do średniego poziomu zadłużenia dla benchmarku 5-letniego wyniósł 342%.

Mamy nadzieję, iż niniejszy raport przybliży Państwu problematykę zarządzania długiem publicznym oraz sytuację na rynku polskich skarbowych papierów wartościowych w 2008 r. oraz zachęci Państwa do odwiedzenia naszej strony internetowej [www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl), na której znajdują Państwo dodatkowe informacje na temat polskich skarbowych papierów wartościowych oraz prowadzonej polityki emisyjnej, w tym między innymi szczegółowy [aneks statystyczny](#) do niniejszej publikacji.

**Dominik Radziwiłł**  
Podsekretarz Stanu w Ministerstwie Finansów

**Piotr Marczak**  
Dyrektor Departamentu Długu Publicznego  
Ministerstwo Finansów



# 2

## ROZDZIAŁ



## Uwarunkowania makroekonomiczne zarządzania długiem

### Wysokie tempo wzrostu Produktu Krajowego Brutto

Realne tempo wzrostu PKB w Polsce w 2008 r. wyniosło 4,9% (6,7% w 2007 r.), a wartość nominalna PKB osiągnęła poziom 1 271,7 mld zł.

Na wzrost PKB złożyły się:

- a) popyt krajowy - wkład na poziomie +5,6 pkt proc., w tym:
  - spożycie ogółem - wkład na poziomie +4,6 pkt proc.,
  - akumulacja brutto - wkład na poziomie +1,0 pkt proc., w tym:
    - inwestycje - wkład na poziomie +1,7 pkt proc.,
    - zmiana aktywów obrotowych - wkład na poziomie -0,7 pkt proc.,
- b) eksport netto - wkład na poziomie -0,7 pkt proc.

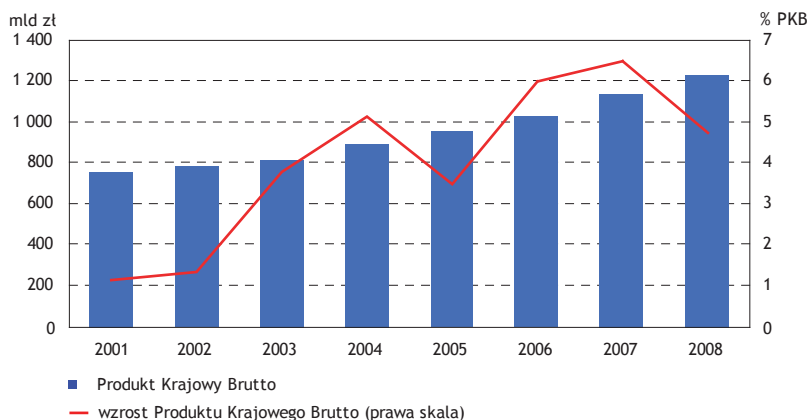
Popyt krajowy wzrósł realnie o 5,5% (8,6% w 2007 r.). Ostabienie tempa wzrostu popytu krajowego było wypadkową niższego tempa wzrostu inwestycji - wzrost o 4,2% (23,7% w 2007 r.) oraz wyższego tempa wzrostu spożycia ogółem - wzrost o 5,9% (4,7% w 2007 r.). Na tempo wzrostu inwestycji wpłynęły następujące czynniki:

- a) stosunkowo wysoki napływ do Polski kapitału w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych (11,0 mld EUR wobec 16,7 mld EUR w 2007 r.),
- b) wykorzystanie funduszy unijnych,
- c) utrzymujący się krajowy popyt konsumpcyjny,
- d) słabnący popyt zagraniczny na produkty eksportowane.

Spożycie indywidualne gospodarstw domowych wzrosło realnie o 5,4% (5,0% w 2007 r.). Przyspieszenie tempa wzrostu spożycia indywidualnego gospodarstw domowych nastąpiło głównie w wyniku:

- a) dobrej sytuacji na rynku pracy, skutkującej spadkiem stopy bezrobocia w gospodarce do 9,5% na koniec 2008 r. (11,2% na koniec 2007 r.),
- b) wzrostu wynagrodzeń w gospodarce,
- c) wzrostu zadłużenia w sektorze gospodarstw domowych,
- d) transferów środków unijnych dla rolników,
- e) transferów dochodów z pracy za granicą.

Wykres 2.1  
PKB nominalny i realny w latach 2001-2008

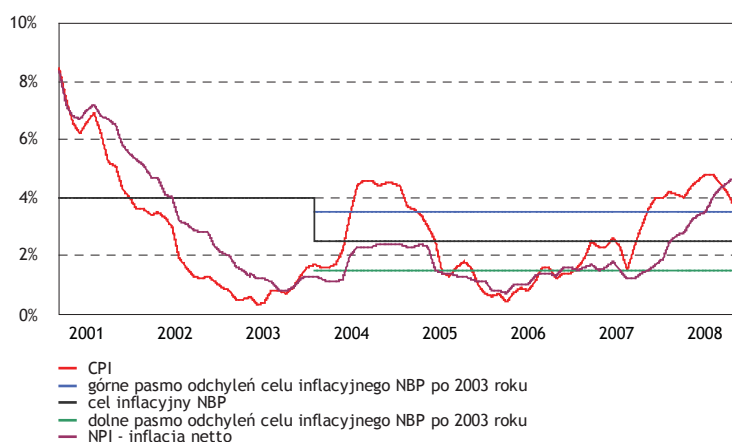


## Powrót inflacji do dopuszczalnego pasma wahań celu inflacyjnego NBP

Średnioroczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) liczony metodą rok do roku wzrósł z 4,0% na koniec 2007 r. do 4,8% w sierpniu 2008 r., a następnie obniżył się do poziomu 3,3% w grudniu 2008 r., kiedy to znalazł się poniżej górnego ograniczenia pasma wahań od celu inflacyjnego Narodowego Banku Polskiego ( $2,5\% \pm 1$  pkt proc.). W tym samym okresie inflacja w Unii Europejskiej osiągnęła poziom 2,2%. Inflacja netto, tj. wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i paliw liczony metodą rok do roku, wzrosła w 2008 r. z 1,7% do 4,5%, co oznacza że spadek inflacji w 4 ostatnich miesiącach roku wynikał przede wszystkim ze spadku cen paliw oraz spowolnienia dynamiki wzrostu cen żywności.

### Wykres 2.2

Inflacja (CPI) i inflacja netto (NPI) na koniec grudnia w latach 2001-2008 (grudzień roku poprzedniego=100)

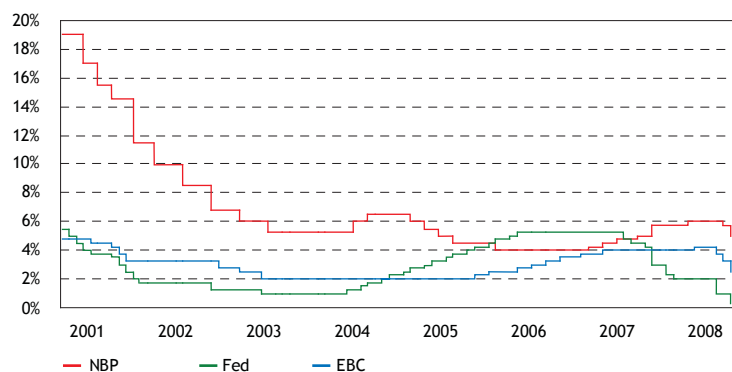


## Stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego

W pierwszej połowie 2008 r. NBP podnosił stopy procentowe w celu ograniczenia wysokiej inflacji. Stopa operacji otwartego rynku wzrosła w tym okresie o 1,0 pkt proc., z 5,0% na koniec 2007 r. do 6,0% na koniec czerwca 2008 r. Pod koniec roku NBP rozpoczął cykl łagodzenia polityki pieniężnej, podyktowany obawami przed spowolnieniem gospodarczym. W efekcie stopa referencyjna powróciła na koniec roku do poziomu 5,0%. W 2008 r. zarówno Fed, jak i EBC wyraźnie obniżyły stopy procentowe, odpowiednio z 4,25% do 0,0-0,25% i z 4,0% do 2,5%.

### Wykres 2.3

Stopy procentowe banków centralnych w latach 2001-2008





Wzrost relacji deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych (general government) do PKB do poziomu z lat 2005 - 2006

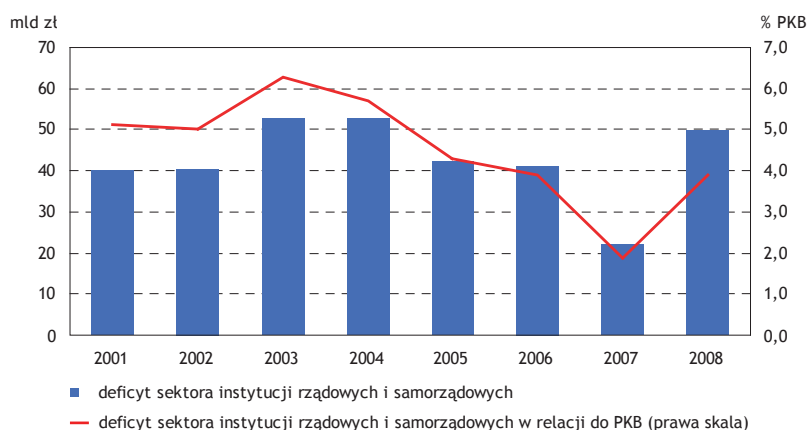
W 2008 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (general government) wzrósł o 2,0 pkt proc., do 3,9% PKB (tj. 49,6 mld zł). Na wielkość deficytu złożyły się:

- a) wynik podsektora centralnego -4,2% PKB (-53,0 mld zł),
- b) wynik podsektora samorządowego -0,2% PKB (-2,4 mld zł),
- c) wynik podsektora ubezpieczeń 0,5% PKB (+5,9 mld zł).

Główną przyczyną wzrostu deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych było osłabienie aktywności gospodarczej w ostatnim kwartale roku, które wpłynęło na obniżenie dochodów zarówno budżetu państwa jak i jednostek samorządu terytorialnego. Jednocześnie nastąpiło znaczne obniżenie dochodów w systemie ubezpieczeń społecznych z uwagi na obniżenie składki rentowej.

Wykres 2.4

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (general government) w latach 2001-2008

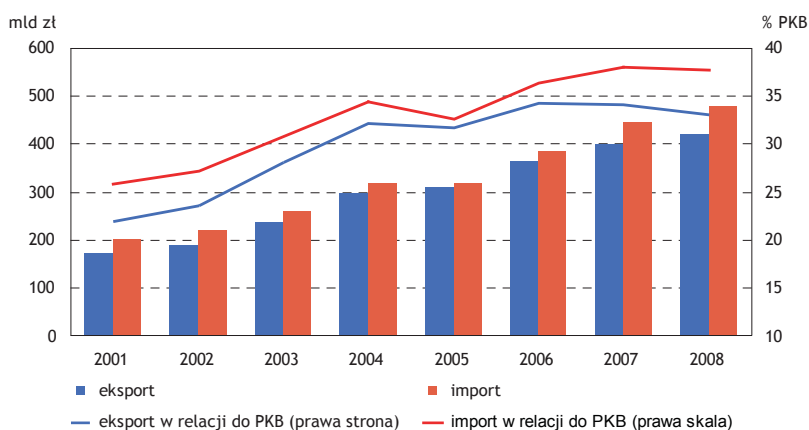


### Lekkie osłabienie tempa wzrostu eksportu oraz importu

W 2008 r. w warunkach pogarszającej się sytuacji w sferze realnej gospodarek Unii Europejskiej nastąpiło znaczne osłabienie tempa wzrostu eksportu oraz importu - dynamika eksportu wyniosła 5,2% wobec 10,0% w 2007 r., a importu odpowiednio 7,3% wobec 15,9% w 2007 r. W związku z tym pogorszeniu również uległ wskaźnik relacji wymiany handlowej w stosunku do PKB - eksport w relacji do PKB spadł o 1,0 pkt proc. do 33,1% PKB, a import o 0,3 pkt proc. do 37,7% PKB.

Wykres 2.5

Eksport i import w latach 2001-2008 (wg danych Narodowego Banku Polskiego)

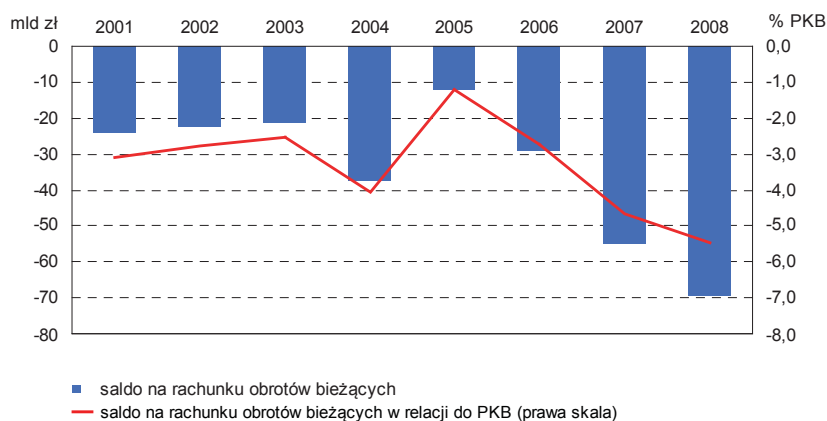


### Pogorszenie salda na rachunku obrotów bieżących

Ujemne saldo na rachunku obrotów bieżących w 2008 r. wyniosło 5,5% PKB (wzrost o 0,8 pkt proc. w stosunku do 2007 r.). Zmiana salda na rachunku obrotów bieżących była przede wszystkim wypadkową pogorszenia się salda obrotów towarowych i w nieznacznym stopniu pozostałych transferów bieżących.

Deficyt obrotów bieżących w 2008 r. w ponad połowie finansowany był napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich, a w pozostałej części głównie transferami w ramach zasilania kapitałów banków komercyjnych przez ich zagranicznych właścicieli.

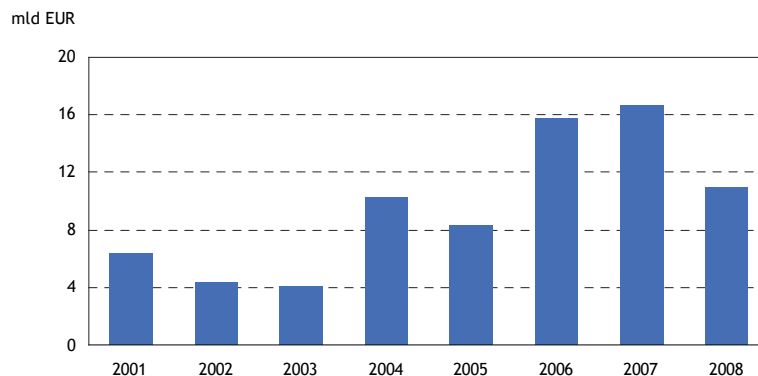
Wykres 2.6  
Saldo na rachunku obrotów bieżących w latach 2001-2008



### Stosunkowo wysoki napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych

Wartość zagranicznych środków ulokowanych w Polsce w postaci bezpośrednich inwestycji w 2008 r. wyniosła 11,0 mld EUR. Była ona niższa o 34,2% w stosunku do 2007 r., kiedy to osiągnęła rekordowy poziom 16,7 mld EUR. Głównymi składnikami napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, podobnie jak w 2007 r., były reinwestowane zyski (40,2%) oraz kredyty inwestorów (34,0%). Niższy napływ inwestycji wynikał przede wszystkim z mniejszego napływu netto środków zasilających kapitały własne przedsiębiorstw bezpośredniego inwestowania oraz reinwestowanych zysków.

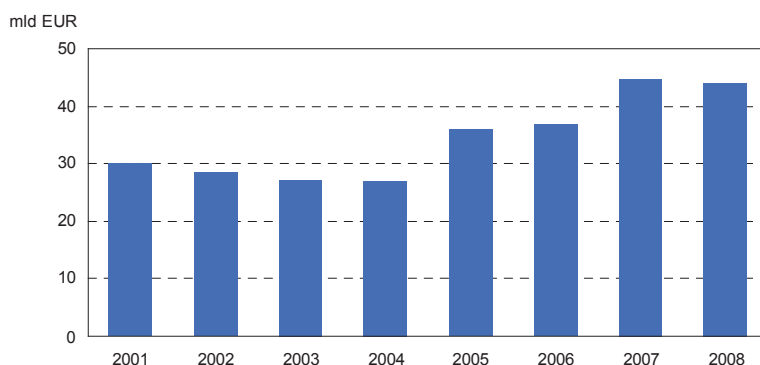
Wykres 2.7  
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce w latach 2001-2008



## Wysoki poziom rezerw walutowych

W 2008 r. stan oficjalnych aktywów rezerwowych ukształtował się na poziomie zbliżonym do 2007 r. i wyniósł 44,1 mld EUR, co stanowiło 14,5% PKB. Jego względna stabilizacja w stosunku do 2007 r. była głównie wypadkową napływu funduszy unijnych, wysokiego poziomu bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz transferu dochodów z pracy zagranicą przy jednoczesnym odpływie zagranicznych inwestycji portfelowych. Od początku 2001 r. do końca 2008 r. wartość oficjalnych aktywów rezerwowych wyrażonych w euro wzrosła o 14,6 mld. Największy przyrost nastąpił w 2005 r. wraz z napływem funduszy unijnych, wówczas dynamika wzrostu wyniosła 33,3%.

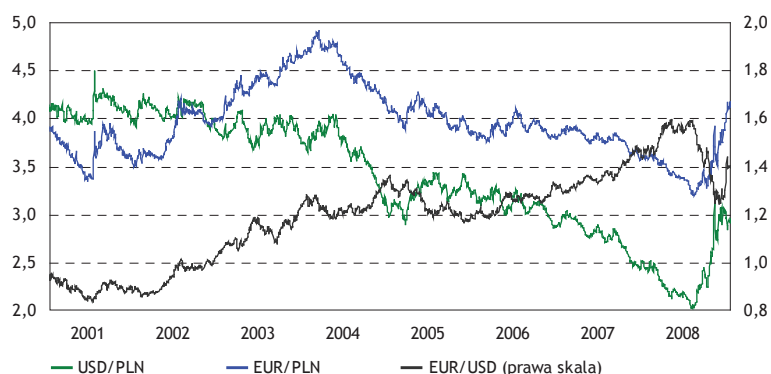
Wykres 2.8  
Oficjalne aktywa rezerwowe w latach 2001-2008



## Deprecjacja złotego

W 2008 r. złoty osłabiał się o 21,6% wobec dolara i o 16,5% wobec euro. W pierwszej połowie roku złoty wyraźnie umacniał się, osiągając w lipcu rekordowo silny kurs wobec euro (3,2022 PLN). Umocnienie złotego odzwierciedlało dobre fundamenty polskiej gospodarki oraz wzrost stóp procentowych NBP. Ostatnie miesiące roku przyniosły gwałtowną deprecjację polskiej waluty, wynikającą przede wszystkim z zawirowań na rynkach globalnych (obawy o stan światowej gospodarki, silna awersja do ryzyka, przecena na giełdach), a także z popytu na euro ze strony krajowych przedsiębiorstw (m.in. rozliczanie zawartych wcześniej transakcji na walutowych instrumentach pochodnych) i pogarszających się perspektyw makroekonomicznych. Na koniec roku kurs USD/PLN wyniósł 2,9618 PLN, a EUR/PLN 4,1724 PLN wobec odpowiednio 2,4350 PLN i 3,5820 PLN na koniec 2007 r.

Wykres 2.9  
Kurs USD/PLN, EUR/PLN oraz EUR/USD w latach 2001-2008



## Odptyw środków z TFI, wzrost aktywów firm ubezpieczeniowych

Rok 2008 był rokiem znaczącego spadku aktywów netto krajowego finansowego sektora pozabankowego w ujęciu łącznym. Spośród jego trzech głównych segmentów, spadek dotyczył dwóch, tj:

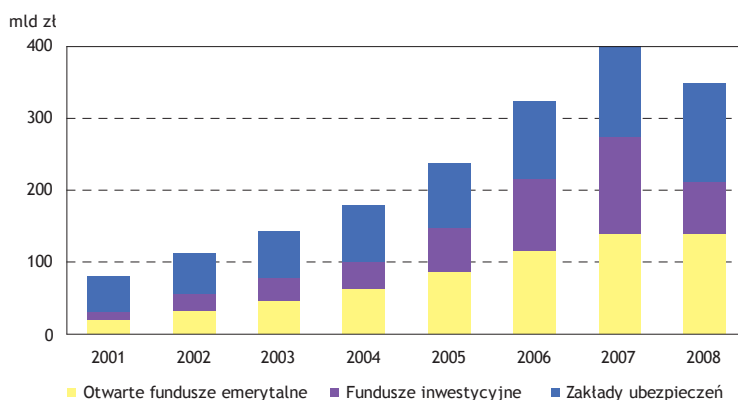
a) funduszy inwestycyjnych - spadek o 45,0%, do 73,7 mld zł, oraz

b) otwartych funduszy emerytalnych - spadek o 1,3%, do 138,3 mld zł.

Trzeci segment, tj. zakłady ubezpieczeń, odnotował wzrost o 8,7% do 138,0 mld zł. Łącznie aktywa netto tych trzech grup podmiotów zmalały o 12,7%, osiągając 349,9 mld zł.

Wykres 2.10

Aktywa netto otwartych funduszy emerytalnych, zakładów ubezpieczeń oraz funduszy inwestycyjnych w latach 2001-2008



## Utrzymanie ratingów Polski i potwierdzenie ich stabilności

### Rating Polski

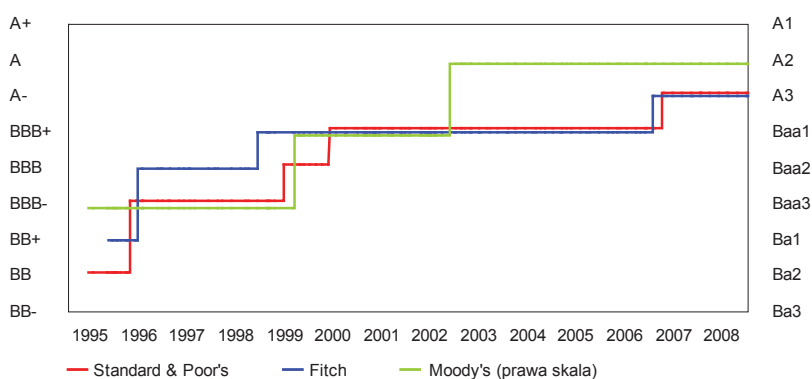
	Waluta zagraniczna		Waluta krajowa		Perspektywa
	Długoterminowy	Krótkoterminowy	Długoterminowy	Krótkoterminowy	
Standard&Poor's	A-	A-2	A	A-1	stabilna
Fitch	A-	F2	A	no <sup>1)</sup>	stabilna
Moody's	A2	P-1 <sup>2)</sup>	A2	no <sup>1)</sup>	stabilna

<sup>1)</sup> nie podlega ocenie

<sup>2)</sup> przyznany pułap ratingu

Wykres 2.11

Rating Polski dla zobowiązań w walutach obcych w latach 1995-2008





# 3

## ROZDZIAŁ

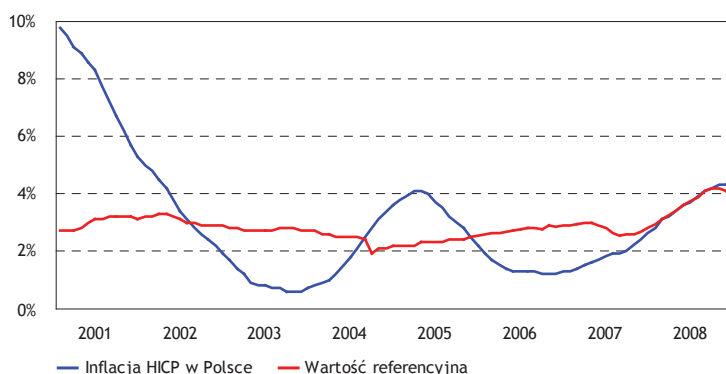


# Wypełnianie kryteriów konwergencji

## Kryterium stabilności cen

Wartość referencyjną stanowi średnia wyliczona na podstawie koszyka trzech krajów z najniższą inflacją powiększona o 1,5 pkt proc. Polska spełniała kryterium inflacji HICP do stycznia 2008 r. Od lutego do września 2008 r. wskaźnik dla Polski był na granicy spełnienia kryterium, a od października do grudnia 2008 r. przekraczał kryterium o 0,1-0,2 pkt proc. Tym samym Polska na koniec 2008 r. nie spełniała kryterium inflacyjnego.

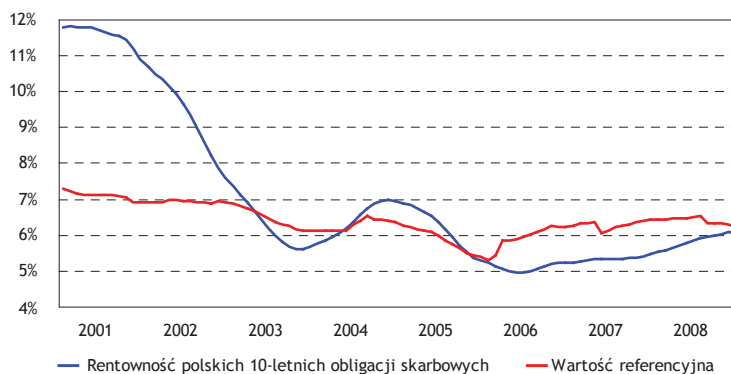
Wykres 3.1  
Inflacja HICP w latach 2001-2008



## Kryterium długoterminowej stopy procentowej

Wartość referencyjną stanowi średnia rentowność długoterminowych obligacji skarbowych lub porównywalnych papierów wartościowych, o zbliżonym do dziesięcioletniego terminie wykupu, których rynek jest wystarczająco płynny, w trzech krajach o najniższej inflacji powiększona o 2 pkt proc. Od listopada 2005 r. Polska nieprzerwanie spełnia kryterium długoterminowej stopy procentowej.

Wykres 3.2  
Poziom długoterminowej stopy procentowej w latach 2001-2008

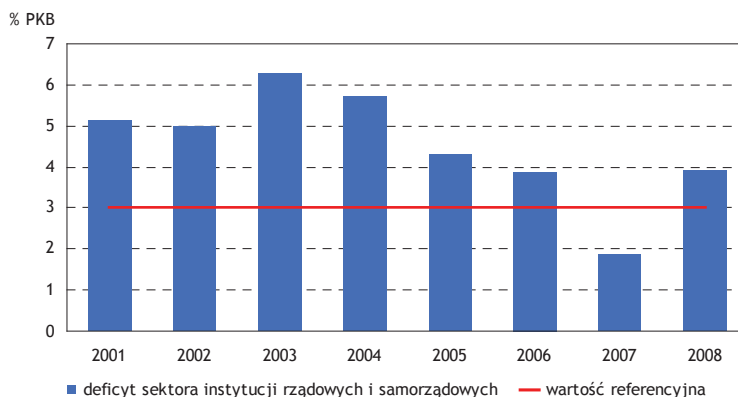


## Kryterium fiskalne

**Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych.** W związku ze znacznym obniżeniem deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych poniżej 3% PKB w 2007 r. i perspektywami jego dalszej stabilizacji w kolejnych latach Rada ECOFIN zdecydowała w lipcu 2008 r. o zakończeniu procedur nadmiernego deficytu wobec Polski. W 2008 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł 3,9% PKB (1,9% w 2007 r.), co jest powyżej wartości referencyjnej wynoszącej 3% PKB.

Wykres 3.3

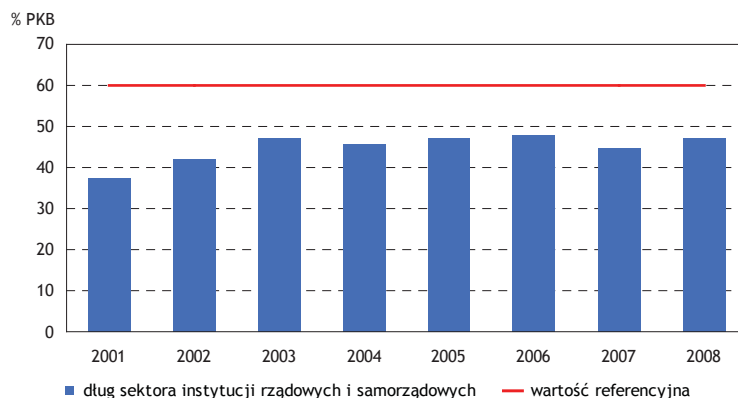
Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB w latach 2001-2008



**Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych.** Poziom długu sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostaje na stabilnym i bezpiecznym poziomie, znacznie poniżej wartości referencyjnej 60% PKB. W 2008 r. relacja długu do PKB wyniosła 47,1%.

Wykres 3.4

Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB w latach 2001-2008



## Kryterium kursu walutowego

Przez okres co najmniej 2 lat wahania kursu waluty krajowej muszą mieścić się w normalnym przedziale wahań wokół kursu centralnego, wyznaczonym przez Europejski Mechanizm Kursowy ERM II. Polska nie spełnia tego kryterium w związku z faktem, iż złoty nie został jeszcze objęty mechanizmem ERM II.



4

ROZDZIAŁ





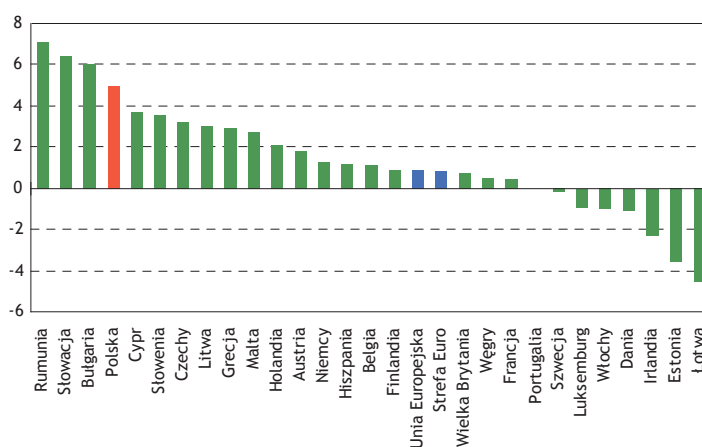
## Polska na tle innych państw Europy

### Polska w czołówce UE pod względem tempa wzrostu PKB

Realne tempo wzrostu PKB w Polsce w 2008 r. na poziomie 4,9% było jednym z najwyższych w Unii Europejskiej. Znacznie przewyższało tempo wzrostu gospodarczego w całej Unii Europejskiej (0,9%) oraz - w szczególności - w strefie euro (0,8%). W konsekwencji w 2008 r. następowała dalsza realna konwergencja ze strefą euro.

Wykres 4.1

Realny wzrost PKB w 2008 r. w poszczególnych krajach Unii Europejskiej

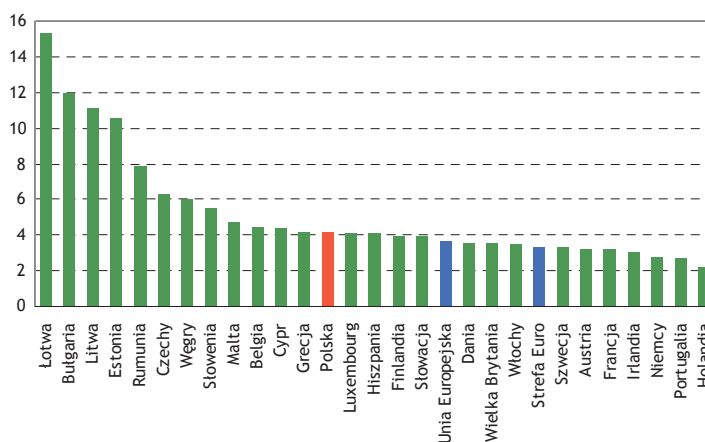


### Umiarkowany poziom inflacji

Odnotowany w 2008 r. poziom inflacji (HICP) w Polsce na poziomie 4,2% kształtował się powyżej wartości wskaźnika dla całej Unii Europejskiej oraz strefy euro. Przy czym spośród 12 państw, które przystąpiły do UE od 1 maja 2004 r. jedynie na Słowacji odnotowano niższy odczyt wskaźnika inflacji HICP (3,9%). W pozostałych krajach wyniósł on od 4,4% do 15,3%.

Wykres 4.2

Poziom inflacji (HICP) w 2008 r. w poszczególnych krajach Unii Europejskiej

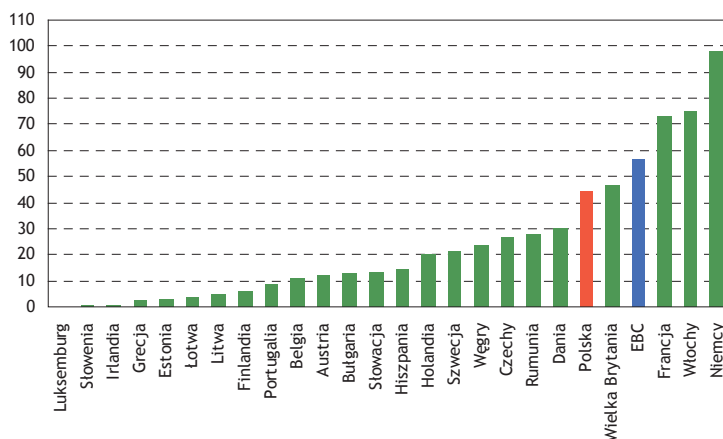


## Wysoki poziom oficjalnych aktywów rezerwowych Polski na tle krajów Unii Europejskiej

Poziom oficjalnych aktywów rezerwowych w Polsce na koniec 2008 r. był jednym z najwyższych wśród krajów Unii Europejskiej. Ukształtował się na wyższym poziomie od wszystkich państw, które przystąpiły do Unii od 1 maja 2004 r., a niższy był jedynie od pierwszych czterech największych gospodarek.

Wykres 4.3

Oficjalne aktywa rezerwowe państw Unii Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego\* w 2008 r.



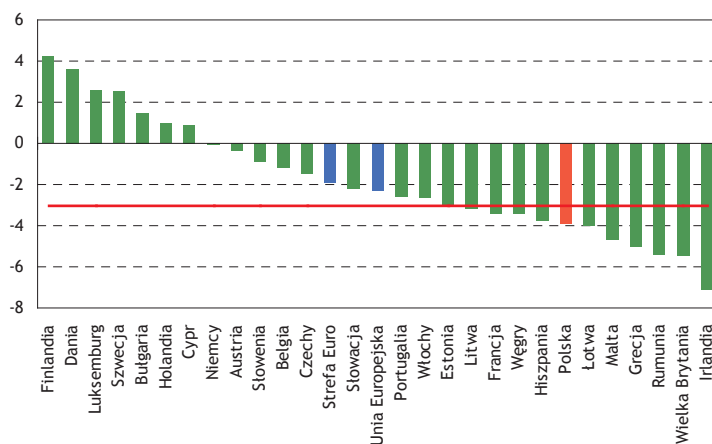
\*) Prezentowane rezerwy Europejskiego Banku Centralnego nie obejmują rezerw banków centralnych należących do Eurosystemu, poziom oficjalnych aktywów rezerwowych Eurosystemu, a w tym EBC, na koniec 2008 r. wyniósł 373,9 mld EUR.

## Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w krajach Unii Europejskiej

Polska wg kryterium wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych należała do grupy 11 państw Unii Europejskiej, które w 2008 r. zanotowały deficyt powyżej wartości referencyjnej kryterium z Maastricht. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB dla całej Unii Europejskiej oraz dla strefy euro ukształtował się na poziomie odpowiednio 2,3% i 1,9% PKB.

Wykres 4.4

Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB w krajach UE w 2008 r.

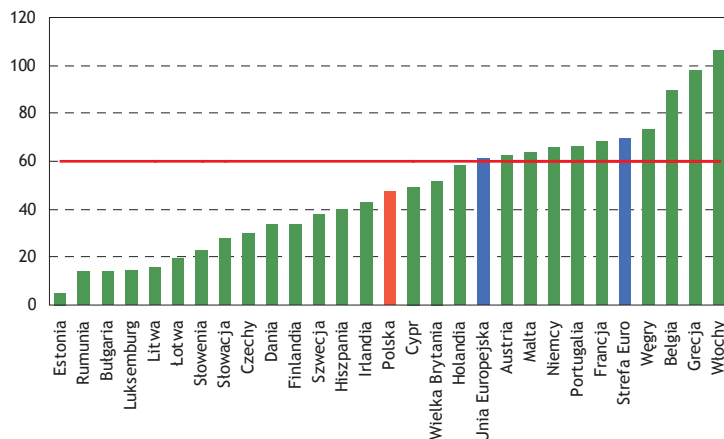


## Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w krajach Unii Europejskiej

Polska wg kryterium długu sektora instytucji rządowych i samorządowych należy do grona 17 państw Unii Europejskiej o niskim zadłużeniu. Relacja długu do PKB w każdym z tych państw ukształtowała się znacznie poniżej wartości referencyjnej kryterium z Maastricht. Relacja długu do PKB dla Unii Europejskiej i strefy euro ukształtowała się na poziomie odpowiednio 58,7% i 66,3% PKB.

Wykres 4.5

Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB w krajach UE na koniec 2008 r.

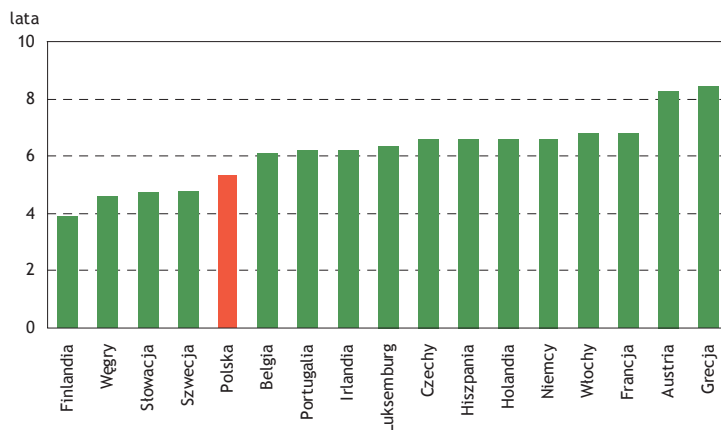


## Średnia zapadalność długu w wybranych krajach Unii Europejskiej

Na koniec 2008 r. poziom ryzyka refinansowania długu w Polsce ukształtował się na bezpiecznym poziomie. Średnia zapadalność długu, będąca miarą poziomu ryzyka refinansowania, dla prezentowanych państw wyniosła 3,90 do 8,40 roku, w tym dla Polski 5,27 roku. Niższe ryzyko mają głównie państwa należące do strefy euro.

Wykres 4.6

Średnia zapadalność długu w wybranych krajach Unii Europejskiej na koniec 2008 r.

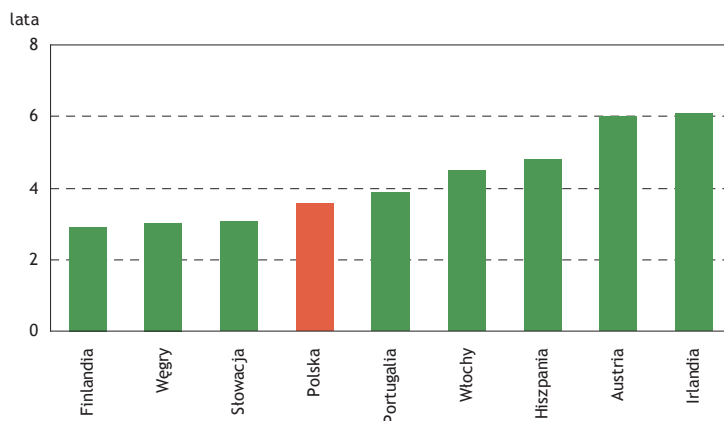


### Duration długu w wybranych krajach Unii Europejskiej

Na koniec 2008 r. poziom ryzyka stopy procentowej długu w Polsce ukształtował się na bezpiecznym poziomie. Duration długu dla prezentowanych krajów wyniósł od 2,90 do 6,07 roku, w tym dla Polski 3,58 roku. Ryzyko stopy procentowej długu Polski było wyższe głównie w stosunku do państw należących do strefy euro.

Wykres 4.7

Duration długu w wybranych krajach Unii Europejskiej na koniec 2008 r.



### Zmiany ratingów w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w 2008 r.

W obliczu pogłębiającego się kryzysu na rynkach międzynarodowych w trakcie 2008 roku, który w przypadku krajów Europy Środkowo-Wschodniej nasilił się zwłaszcza w październiku 2008 r., agencje ratingowe zrewidowały oceny wiarygodności kredytowej wielu krajów regionu.

Ocena ratingowa została obniżona w przypadku następujących krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej i krajów nadbałtyckich:

- a) Węgry - do poziomu BBB (S&P i Fitch) oraz do poziomu A3 (Moody's),
- b) Bułgaria - do poziomu BBB (S&P) oraz do poziomu BBB- (Fitch),
- c) Rumunia - do poziomu BB+ (S&P i Fitch),
- d) Estonia - do poziomu A- (Fitch),
- e) Litwa - dwie rewizje ratingu w 2008 r., ostatecznie do poziomu BBB+ (S&P i Fitch),
- f) Łotwa - dwie rewizje ratingu w 2008 r., ostatecznie do poziomu BBB- (S&P i Fitch) oraz do poziomu A3 (Moody's).

Rating Polski, jako jednego z niewielu krajów regionu, nie został obniżony. Agencje ratingowe pozytywnie oceniły wprowadzone plany rządu i instytucji finansowych mające na celu odpowiednio wczesne reagowanie na pojawiające się symptomy kryzysu w gospodarce.

W rezultacie pogarszającego się ogólnoswiatowego środowiska gospodarczego oraz finansowego i jego ewentualnego przyszłego wpływu na polską gospodarkę, agencja ratingowa Standard&Poor's zweryfikowała perspektywę oceny ratingowej Polski do stabilnej w październiku 2008 r. Tym samym agencja S&P po zbadaniu sytuacji fiskalnej i makroekonomicznej potwierdziła stabilne fundamenty polskiej gospodarki.



5

ROZDZIAŁ



## Uwarunkowania prawne kontroli poziomu państwowego długu publicznego

W system prawny w Polsce wbudowane są normy zapewniające efektywną kontrolę poziomu państwowego długu publicznego.

Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej zawiera:

- a) zakaz zaciągania pożyczek lub udzielania gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 60% wartości rocznego PKB,
- b) zakaz finansowania deficytu budżetowego przez bank centralny.

Ustawa o finansach publicznych zawiera:

- a) szczegółowe procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące budżetu państwa, budżetów jednostek samorządu terytorialnego oraz udzielania gwarancji i poręczeń uruchamiane w sytuacji, gdy relacja państwowego długu publicznego do PKB przekroczy poziom 50%, 55% oraz 60%,
- b) obowiązek przygotowania przez Ministra Finansów trzyletniej strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz oddziaływania na państwowy dług publiczny.

Strategia zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz oddziaływania na państwowy dług publiczny jest przygotowywana co roku przez Ministra Finansów, przedkładana Radzie Ministrów do zatwierdzenia i przekazywana do Sejmu wraz z uzasadnieniem do ustawy budżetowej. Dokument ma horyzont trzyletni i zawiera strategię zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz strategię oddziaływania na pozostały dług sektora finansów publicznych. Przedstawiane są w nim między innymi:

- a) cele i zadania zarządzania długiem,
- b) projekcje kształtowania się wskaźników makroekonomicznych w Polsce oraz uwarunkowań międzynarodowych w horyzoncie objętym strategią,
- c) analiza czynników ryzyka związanego z długiem publicznym,
- d) przewidywane efekty realizacji strategii,
- e) zagrożenia realizacji strategii.

W 2008 r. zarządzanie długiem przebiegało na podstawie „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2008-2010” i jej kolejnej aktualizacji na lata 2009-2011.

Celem Strategii była minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomu:

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

Zadania strategii zostały sformułowane jako:

- a) zwiększenie płynności rynku SPW,
- b) zwiększenie efektywności rynku SPW,
- c) zwiększenie przejrzystości rynku SPW.



# 6

## ROZDZIAŁ



# Finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa

## Polityka emisyjna

Polityka emisyjna w 2008 r. stanowiła realizację „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2008-10” i jej kolejnej aktualizacji na lata 2009-11 przy uwzględnieniu bieżącej sytuacji rynkowej i budżetowej. Zrealizowana struktura sprzedaży skarbowych papierów wartościowych była rezultatem oceny sytuacji rynkowej oraz poziomu kosztów pozyskiwania środków w długim okresie i ryzyk związanych ze strukturą długu. Najważniejszymi czynnikami, które wpływały na jej kształtowanie były:

- wzrost niepewności na rynkach międzynarodowych oraz krajowym rynku SPW, powodujący w efekcie wzrost awersji do ryzyka oraz dużą zmienność,
- wzrost podstawowych stóp procentowych na rynku polskim w pierwszym półroczu,
- spadek płynności krajowego rynku wtórnego obligacji,
- niższe od zakładanych potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa.

W rezultacie nastąpiło istotne ograniczenie możliwości plasowania obligacji zarówno na krajowym, jak i międzynarodowych rynkach skarbowych papierów wartościowych.

## Niższy od zakładanego w ustawie budżetowej poziom potrzeb pożyczkowych netto

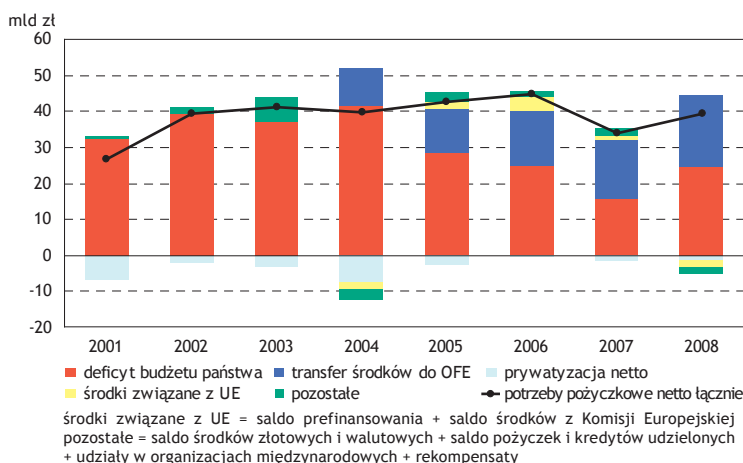
Potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa w 2008 r. ukształtowały się na poziomie 39,2 mld zł, co było kwotą niższą o 5,4 mld zł od zakładanej w ustawie budżetowej i jednocześnie oznaczało wzrost o 5,2 mld zł w stosunku do roku poprzedniego. Zrealizowany poziom był wypadkową:

- niższych potrzeb z tytułu:
  - deficytu budżetu państwa (24,3 mld zł wobec zakładanego 27,1 mld zł),
  - saldo przepływów związanych z Unią Europejską (-2,4 mld zł wobec zakładanego 0,1 mld zł)
- oraz większych potrzeb z tytułu:
  - środków przekazywanych do otwartych funduszy emerytalnych (19,9 mld zł wobec zakładanych 18,0 mld zł),
  - saldo pożyczek (1,6 mld zł wobec zakładanego 0,01 mld zł).

Wpływy do budżetu z prywatyzacji majątku Skarbu Państwa wyniosły 1,0 mld zł wobec 1,2 mld zł założonych w ustawie budżetowej.

Wykres 6.1

Potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa w latach 2001-2008 r.

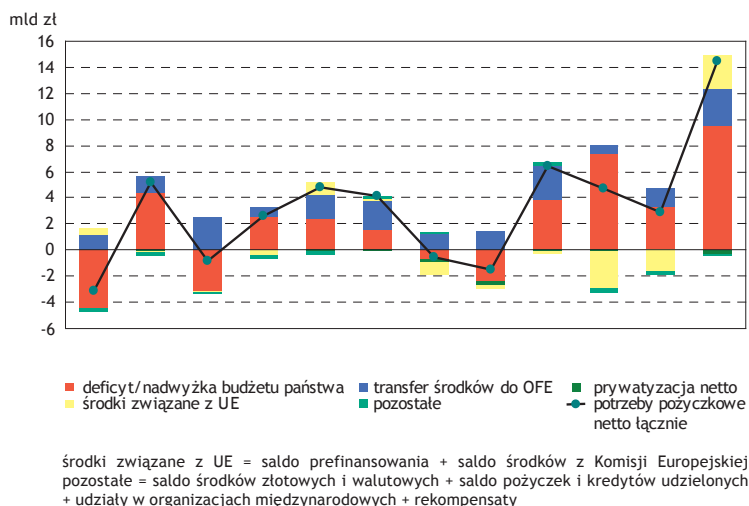




Poziom potrzeb pożyczkowych netto w ciągu roku był istotnie zróżnicowany, co było głównie determinowane przez realizację deficytu budżetu państwa: największe potrzeby odnotowano w drugim i czwartym kwartale. W ciągu czterech miesięcy (styczeń, marzec, lipiec, sierpień) w budżecie odnotowano nadwyżkę, największy deficyt odnotowano w grudniu.

Wykres 6.2

Rozkład potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa w poszczególnych miesiącach 2008 r.



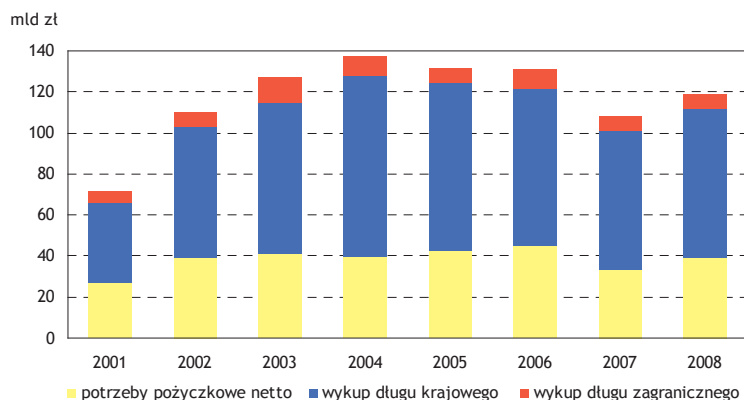
Niższy od zakładanego w ustawie budżetowej poziom potrzeb pożyczkowych brutto

Potrzeby pożyczkowe brutto budżetu państwa w 2008 r. wzrosły o 10,8 mld zł do 119,0 mld zł, w tym:

- a) potrzeby pożyczkowe netto - wzrost o 5,3 mld zł do 39,2 mld zł,
- b) wykupy długu krajowego - wzrost o 5,4 mld zł do 72,4 mld zł,
- c) wykupy długu zagranicznego - wzrost o 0,2 mld zł do 7,4 mld zł.

Wykres 6.3

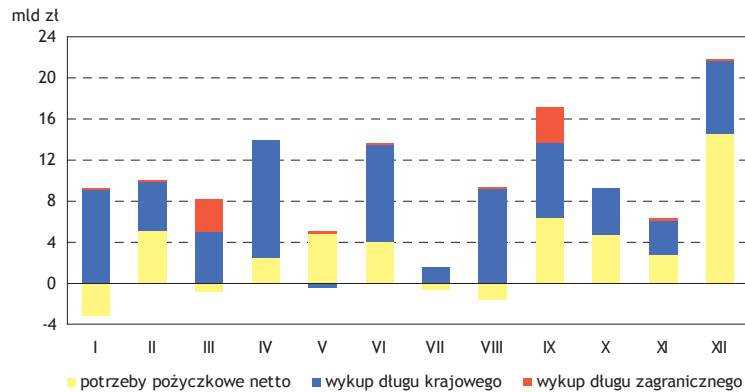
Potrzeby pożyczkowe brutto budżetu państwa w latach 2001-08.



Miesięczny rozkład potrzeb pożyczkowych brutto budżetu państwa w 2008 r. charakteryzował się znaczną zmiennością. Jej źródłem był zarówno nierównomierny rozkład potrzeb netto, jak i spłat długu, głównie krajowego. Czynnikiem ograniczającym zmienność spłat długu krajowego były przetargi zamiany obligacji powodujące zmniejszanie wartości ich wykupów w terminie zapadalności.

Wykres 6.4

Rozkład potrzeb pożyczkowych brutto budżetu państwa w poszczególnych miesiącach 2008 r.

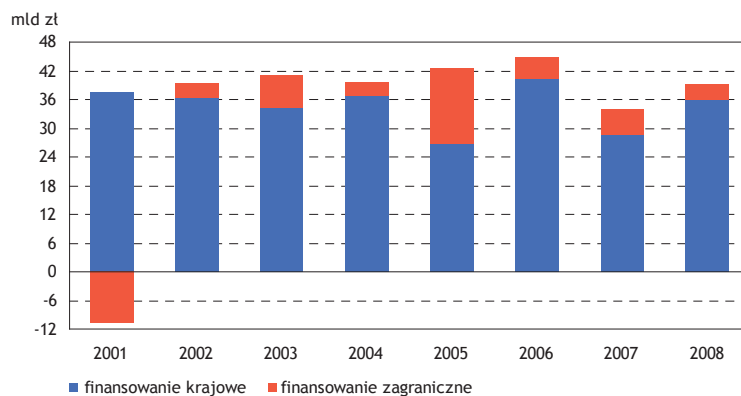


#### Przeważający udział rynku krajowego w finansowaniu potrzeb pożyczkowych

W strukturze finansowania zarówno potrzeb netto, jak i brutto dominował, podobnie jak w latach poprzednich, rynek krajowy. Udział tego rynku w finansowaniu potrzeb netto wyniósł 91,7% (84,5% w 2007 r.), zaś w przypadku potrzeb brutto 91,1% (88,5%). Udział finansowania zagranicznego ukształtował się na poziomie 8,3% wobec 15,5% w 2007 r. (dla potrzeb brutto odpowiednio 8,9% i 11,5%).

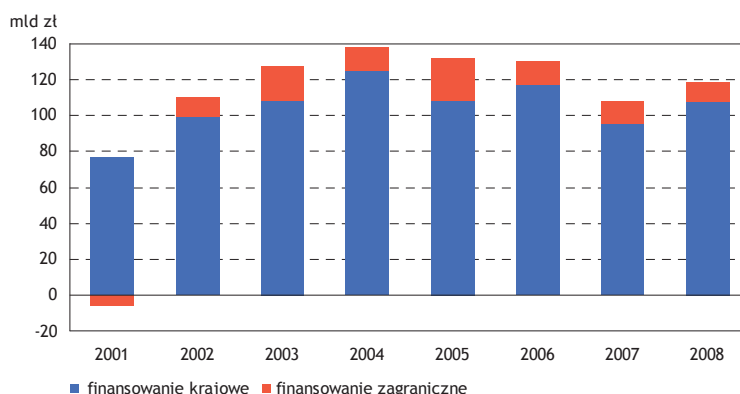
Wykres 6.5

Finansowanie potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa w latach 2001-08.



Wykres 6.6

Finansowanie potrzeb pożyczkowych brutto budżetu państwa w latach 2001-08.

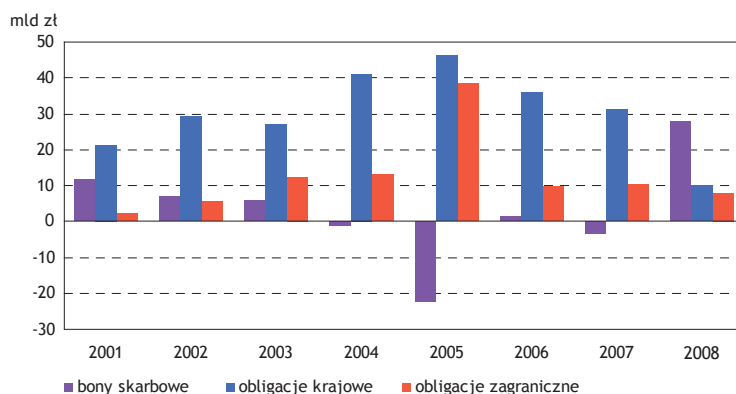


Dominujący udział krajowych obligacji skarbowych w strukturze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych

W 2008 r. zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych wzrosło o 45,6 mld zł, przy spadku o 4,2 mld zł z tytułu kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych. Nastąpił wzrost zadłużenia w bonach skarbowych (27,8 mld zł) oraz w obligacjach emitowanych zarówno na rynku krajowym (10,0 mld zł), jak i na rynkach zagranicznych (7,8 mld zł).

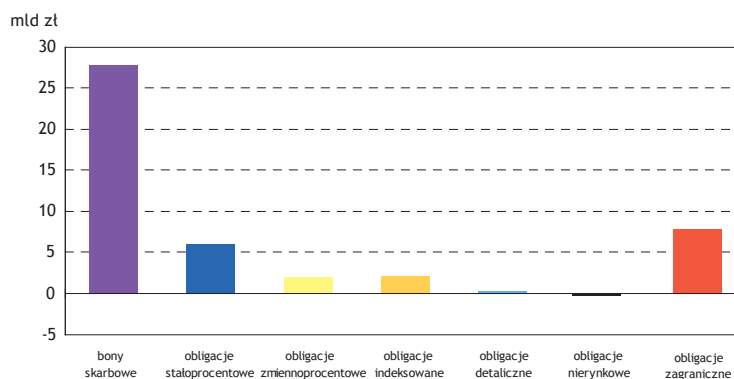
Wykres 6.7

Zmiana zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych w latach 2001-08.



Wykres 6.8

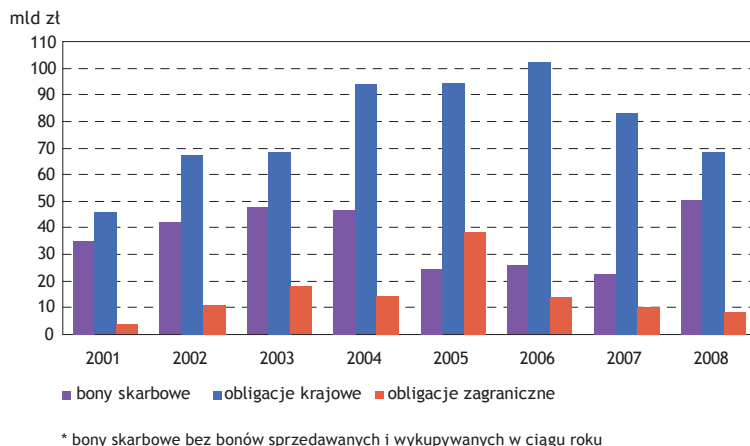
Zmiana zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych w 2008 r.



W strukturze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych w 2008 r. dominowały obligacje skarbowe emitowane na rynku krajowym - 53,8%. Wielkość emisji obligacji na rynkach zagranicznych wynikała z poziomu potrzeb walutowych oraz sytuacji rynkowej i w strukturze całej sprzedaży uległa zmniejszeniu do 6,5% (8,9% w 2007 r.).

Wykres 6.9

Struktura sprzedaży skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym i rynkach zagranicznych w latach 2001-08\*.



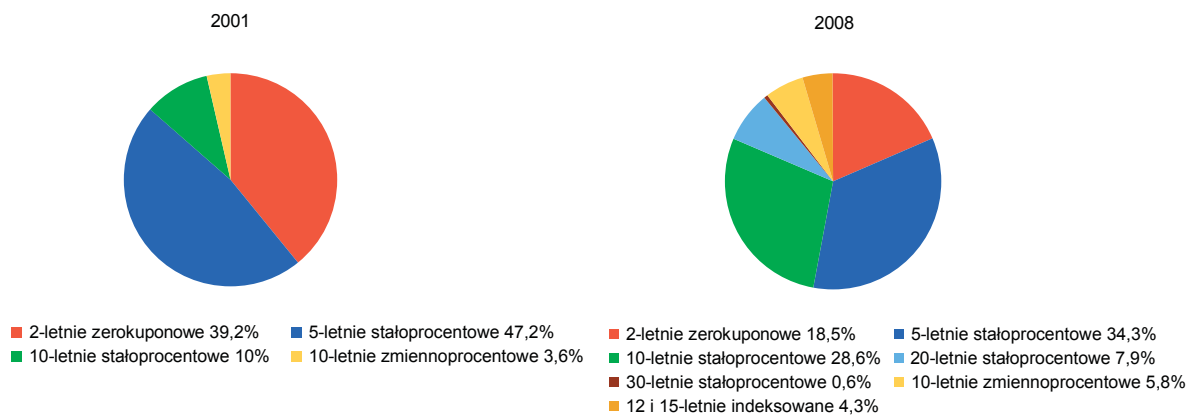
#### Wzrost sprzedaży krajowych obligacji skarbowych o długim okresie do wykupu

W strukturze sprzedaży krajowych obligacji skarbowych oferowanych na przetargach w 2008 r. w stosunku do 2001 r. wzrósł udział instrumentów o długim okresie do wykupu. W 2008 r. łączny udział w sprzedaży papierów 10-, 20- i 30-letnich wyniósł 37,1% (w 2001 r. sprzedaż obligacji 10-letnich stanowiła 10,0% ogólnej wartości emisji - pozostałe typy papierów nie były sprzedawane).

Zmniejszeniu uległ natomiast udział w sprzedaży obligacji 2-letnich z 39,2% w 2001 r. do 18,5% w 2008 r.

Wykres 6.10

Struktura sprzedaży krajowych obligacji skarbowych oferowanych na przetargach w 2001 oraz 2008 r.



### Wzrost sprzedaży krajowych obligacji skarbowych sprzedawanych w sieci sprzedaży detalicznej

W roku 2008 wpływy z tytułu sprzedaży obligacji detalicznych wyniosły 6.175 mln zł. Stanowiło to 9,0% wartości wszystkich sprzedanych przez Ministra Finansów obligacji.

Na uzyskaną kwotę złożyły się wpływy ze sprzedaży obligacji:

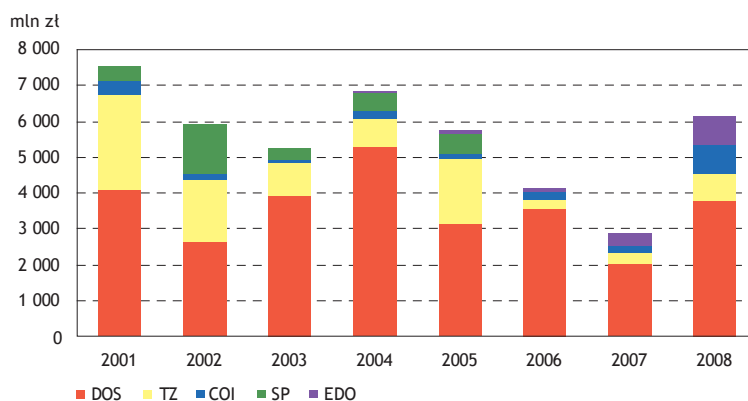
- 2-letnich oszczędnościowych (DOS) - 3.791 mln zł (wg wartości nominalnej),
- 3-letnich (TZ) - 744 mln zł (wg wartości nominalnej),
- 4-letnich oszczędnościowych (COI) - 791 mln zł (wg wartości nominalnej),
- 10-letnich oszczędnościowych (EDO) - 849 mln zł (wg wartości nominalnej)

Sprzedaż obligacji detalicznych w roku 2008 była ponad dwukrotnie wyższa niż rok wcześniej (2.868 mln zł według wartości nominalnej), co było spowodowane m.in. następującymi czynnikami:

- znacznym wzrostem stóp procentowych,
- nieustabilizowaną sytuacją na rynku finansowym,
- pojawieniem się informacji o kryzysie finansowym, przez co wśród inwestorów indywidualnych spadło zaufanie do ryzykownych inwestycji, wzrosło zainteresowanie bezpiecznymi instrumentami.

Wykres 6.11

Sprzedaż krajowych obligacji sprzedawanych w sieci sprzedaży detalicznej w latach 2001-2008



W strukturze sprzedaży krajowych obligacji skarbowych oferowanych w sieci sprzedaży detalicznej w 2008 r. podobnie jak w 2001 r. najwyższy udział odnotowały obligacje 2-letnie (DOS) - 61%. W 2008 r. sprzedaż obligacji 3-letnich stanowiła 12% ogólnej wartości emisji, 10-letnich - 14%. Zwiększeniu uległ natomiast udział w sprzedaży obligacji 4-letnich z 5% w 2001 r. do 13% w 2008 r.

Wykres 6.12

Struktura sprzedaży krajowych obligacji skarbowych sprzedawanych w sieci sprzedaży detalicznej w 2001 r. oraz w 2008 r.



## Emisje obligacji na rynkach zagranicznych

W 2008 r. Polska przeprowadziła następujące emisje obligacji na rynkach zagranicznych:

- a) dwie transze obligacji nominowanych we frankach szwajcarskich - 9-letnie o wartości nominalnej 250 mln i ponowne otwarcie emisji z 2007 r. 5-letnich obligacji o wartości nominalnej 225 mln,
- b) 30-letnie obligacje nominowane w jenach o wartości nominalnej 25 mld, emitowane w formie private placement,
- c) 10-letnie obligacje nominowane w euro o wartości nominalnej 2 mld.

Funkcję kierowników konsorcjum emisyjnego pełniły banki:

- a) dla emisji we frankach szwajcarskich:
  - Credit Suisse,
  - Unicredit,
- b) dla emisji w jenach:
  - Daiwa SMBC,
- c) dla emisji w euro:
  - ABN Amro,
  - Citigroup,
  - HSBC.

Wszystkie emisje w 2008 r. zostały zrealizowane w ramach programu Euro Medium Term Note Programme (EMTN).

## Emisje obligacji na rynkach zagranicznych w 2008 r.

Data emisji	Waluta	Wartość nominalna (mln)	Termin zapadalności	Rentowność
21.04.2008	CHF	225	15.05.2012	3,189%
21.04.2008	CHF	250	21.04.2017	3,690%
16.06.2008	JPY	25 000	16.06.2038	3,300%
20.06.2008	EUR	2 000	20.06.2018	5,643%

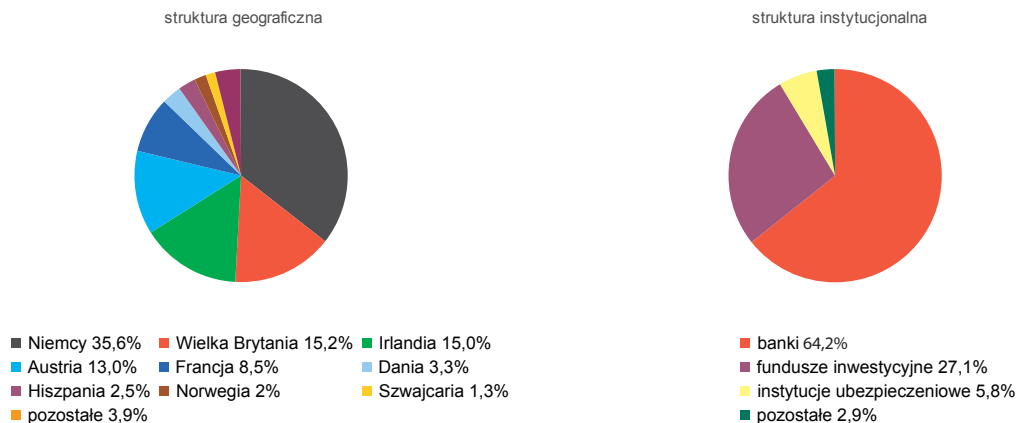
Emisja 30-letnich obligacji nominowanych w jenach otrzymała nagrodę EMEA Finance Awards dla najlepiej zrealizowanej emisji w jenach. W związku z trudnymi warunkami rynkowymi w 2008 r. nie było emisji na rynku Samurai wśród emitentów regionu Europy, Bliskiego Wschodu i Afryki.

## Zróżnicowana struktura geograficzna nabywców emisji w euro

Struktura geograficzna nabywców obligacji wyemitowanych w 2008 r. na rynku euro charakteryzowała się znacznym rozproszeniem - łącznie wśród nabywców znaleźli się inwestorzy z 18 krajów. Udział inwestorów tradycyjnie inwestujących w polskie obligacje skarbowe, tj. inwestorów z Niemiec, Austrii i Irlandii, wyniósł razem 63,5%. Znaczny udział stanowili inwestorzy z Wielkiej Brytanii, którzy nabyli ponad 15% łącznej wartości emisji. Podobnie jak przy poprzednich emisjach obligacji na rynku euro struktura instytucjonalna nabywców zdominowana została przez banki. Emisja spotkała się także z dużym zainteresowaniem ze strony funduszy inwestycyjnych, których udział stanowił niemalże 30%.

Wykres 6.13

Struktura geograficzna oraz instytucjonalna nabywców obligacji nominowanych w euro wyemitowanych w 2008 r.



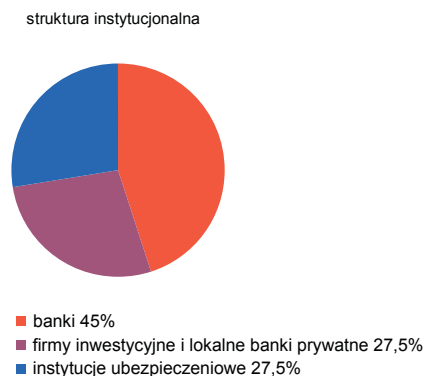
### Duży popyt szwajcarskich inwestorów na polskie obligacje

Struktura geograficzna nabywców polskich obligacji emitowanych na rynku franka szwajcarskiego została całkowicie zdominowana przez inwestorów ze Szwajcarii, którzy stanowili wyłączną grupę nabywców zarówno przy ponownym otwarciu emisji obligacji 5-letnich, jak i przy nowej emisji obligacji 9-letnich.

Duże zainteresowanie emisją pojawiło się ze strony instytucji pozabankowych, których łączny udział w emisji wyniósł 55%.

Wykres 6.14

Struktura instytucjonalna nabywców obligacji nominowanych we frankach szwajcarskich (obie transze łącznie) wyemitowanych w 2008 r.



### Zobowiązania zaciągnięte przed 1989 rokiem

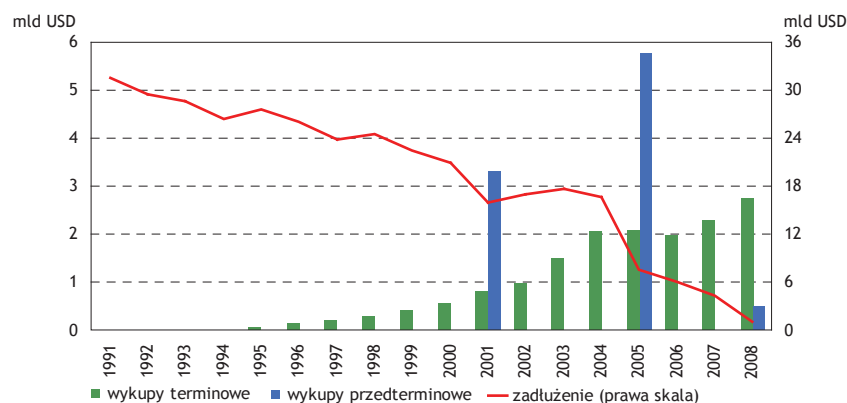
#### Przedterminowy wykup zadłużenia wobec Klubu Paryskiego

W wyniku porozumienia zawartego w kwietniu 1991 r. z 17 krajami wierzycielami o reorganizacji i redukcji długu Polska uzyskała redukcję długu w wysokości odpowiadającej 50% bieżących wartości (NPV) łącznych płatności. Oznaczało to zmniejszenie zobowiązań z tytułu kapitału do poziomu 26,4 mld USD w 1994 r. Zobowiązania te, z wyjątkiem części wobec Japonii, miały zostać spłacone w rosnących ratach półrocznych do 31 marca 2009 r.

Od 2001 r. Polska rozpoczęła operacje przedterminowej spłaty zobowiązań wobec Klubu Paryskiego. Pierwsza przeprowadzona w 2001 r. dotyczyła Brazylii (3,3 mld USD). W 2005 r. Polska zadeklarowała gotowość spłaty całości pozostałego zadłużenia. Część krajów zgodziła się na tę operację i w rezultacie w 2005 r. spłacono przed terminem zobowiązania o równowartości 5,8 mld USD. W 2008 r. proces był kontynuowany - 30 września Polska spłaciła przedterminowo zobowiązania wobec Francji na kwotę 0,5 mld USD. Na koniec 2008 r. dług wobec 6 krajów wyniósł równowartość 1,0 mld USD.

Wykres 6.15

Zobowiązania wobec Klubu Paryskiego i ich spłata w latach 1991-2008 (przeliczone na USD wg kursu na koniec danego roku)



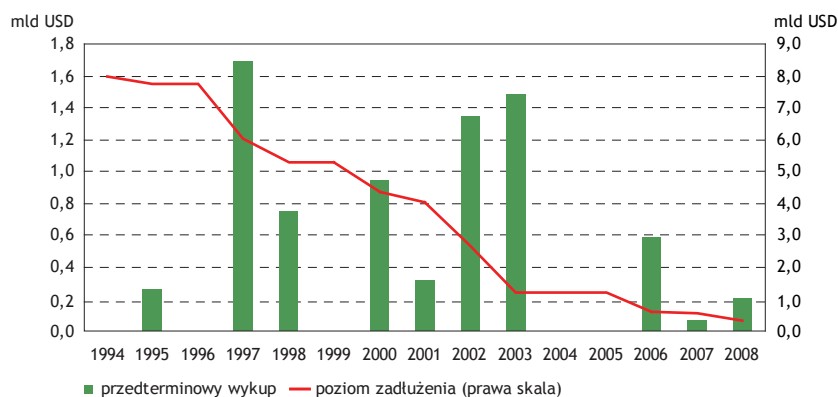
#### Kontynuacja przedterminowego wykupu obligacji Brady'ego

W marcu 1994 r. Polska podpisała z przedstawicielami banków komercyjnych będących wierzycielami Polski (Klub Londyński) umowę dotyczącą redukcji zadłużenia. W wyniku porozumienia poziom zobowiązań Polski zmniejszył się z 13,2 mld USD do 8,0 mld USD, a pozostałe po redukcji zadłużenie zostało zamienione na obligacje nominowane w dolarach amerykańskich - obligacje Brady'ego.

Od 1995 r. Polska, wykorzystując posiadane opcje call i sytuację rynkową, rozpoczęła przedterminową spłatę tych zobowiązań. W 2008 r., kontynuując te operacje, Polska dokonała odkupu obligacji na kwotę 0,2 mld USD. Na koniec 2008 r. kwota pozostających do wykupu obligacji wyniosła 0,3 mld USD. Tym samym od 1995 r. Polska dokonała przedterminowego wykupu obligacji o wartości nominalnej 7,6 mld, tj. 94,5% pierwotnego zadłużenia.

Wykres 6.16

Zobowiązania z tytułu obligacji typu Brady w latach 1994-2008







# 7

## ROZDZIAŁ



## Struktura państwowego długu publicznego

Zmiany jakie zaszły w 2008 r. w poziomie, strukturze długu publicznego oraz jego relacji do PKB były wynikiem sytuacji finansowej jednostek sektora finansów publicznych, w tym głównie poziomu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, sytuacji makroekonomicznej (tempo wzrostu PKB, poziom kursów walutowych i stóp procentowych) oraz decyzji podejmowanych w obszarze zarządzania długiem (kształtowanie struktury długu Skarbu Państwa).

### Wzrost poziomu państwowego długu publicznego w relacji do Produktu Krajowego Brutto

W 2008 r. państwowy dług publiczny wzrósł o 70,4 mld zł, do poziomu 597,8 mld zł, w tym:

- a) dług krajowy wg kryterium miejsca emisji wzrósł o 40,4 mld zł do poziomu 443,7 mld zł, a wg kryterium rezydenta o 62,0 mld zł do 397,0 mld zł;
- b) dług zagraniczny wg kryterium miejsca emisji wzrósł o 30,0 mld zł do poziomu 154,1 mld zł, a wg kryterium rezydenta o 8,4 mld zł, do 200,8 mld zł.

Relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniosła 47,0%, co oznacza wzrost o 2,2 pkt proc., w tym:

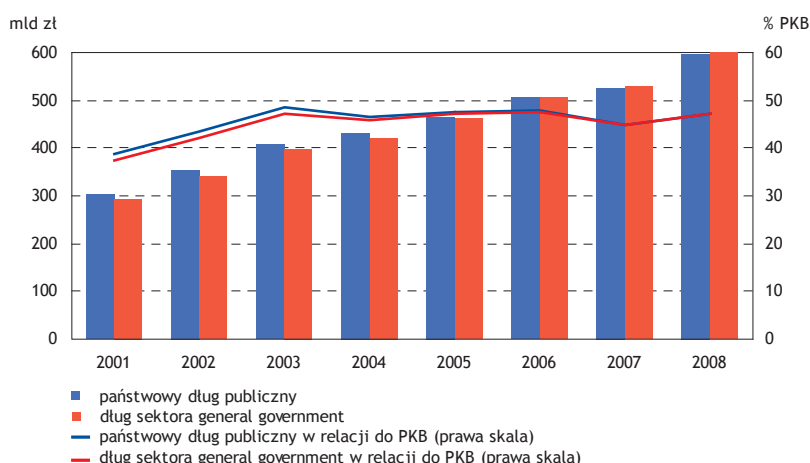
- a) długu krajowego wg kryterium miejsca emisji 34,9% (wzrost o 0,6 pkt proc.), a wg kryterium rezydenta 31,2% (wzrost o 2,7 pkt proc.),
- b) długu zagranicznego wg kryterium miejsca emisji 12,1% (wzrost o 1,6 pkt proc.), a wg kryterium rezydenta 15,8% (spadek o 0,6 pkt proc.).

W metodologii unijnej stosowana jest kategoria długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (general government). W Polsce na koniec 2008 r. wyniósł on 598,4 mld zł, co stanowiło 47,1% PKB wobec 527,6 mld zł i 44,8% PKB na koniec 2007 r.

Podstawowe różnice pomiędzy kategoriami państwowy dług publiczny (PDP) a dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (general government):

- a) zakres sektora:
  - jednostki badawczo-rozwojowe są zaliczane do sektora finansów publicznych, nie są zaliczane do sektora general government,
  - Krajowy Fundusz Drogowy nie jest zaliczany do sektora finansów publicznych, jest zaliczany do sektora general government,
- b) tytuły dłużne:
  - zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął i które nie zostały przedawnione ani umorzone) stanowią w Polsce jedną z kategorii długu publicznego, natomiast zgodnie z metodologią unijną traktowane są jako wydatek na bazie memoriałowej (tj. wpływają na poziom deficytu) i nie są zaliczane do długu. Powyższa rozbieżność wynika z odmiennych zasad sprawozdawczości budżetowej - w Polsce budżet państwa prowadzony jest na bazie kasowej, natomiast w regulacjach unijnych obowiązuje sprawozdawczość na bazie memoriałowej.
- c) dług potencjalny:
  - w państwowym długu publicznym nie jest uwzględniany, natomiast zgodnie z regulacjami unijnymi w określonej sytuacji może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejęcia długu).

Wykres 7.1  
Państwowy dług publiczny oraz dług sektora general government w latach 2001-2008



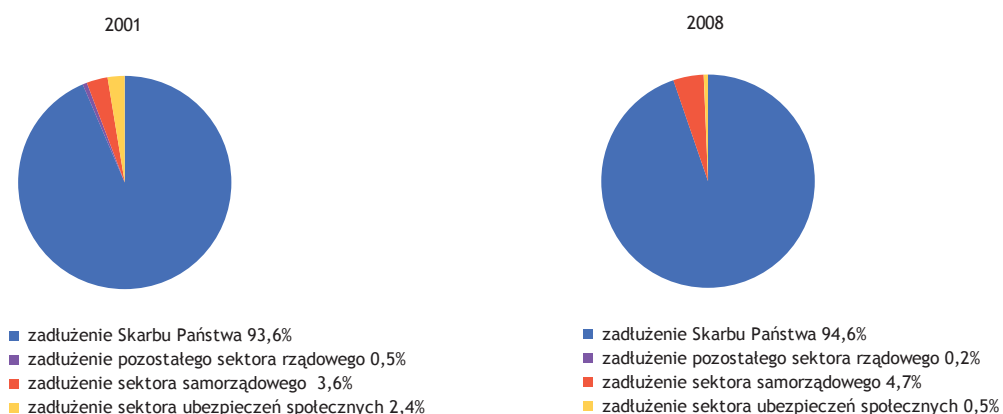
### Dominujący udział długu Skarbu Państwa w państwowym długu publicznym

W 2008 r. dominujący udział w strukturze państwowego długu publicznego miał dług Skarbu Państwa - 94,6%. Udział długu sektora samorządowego wyniósł 4,7%. Jednak dynamika przyrostu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego i ich związków w okresie 2001-2008 była znacznie większa niż dynamika przyrostu zadłużenia Skarbu Państwa (odpowiednio: 177,1% i 100,1 %).

Na wielkość państwowego długu publicznego po wyeliminowaniu przepływów finansowych pomiędzy podmiotami należącymi do tego sektora (tj. po konsolidacji) na koniec 2008 r. złożyło się:

- zadłużenie sektora rządowego 566,9 mld zł (+ 66,7 mld zł),
- zadłużenie sektora samorządowego 28,1 mld zł (+ 3,6 mld zł),
- zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych 2,8 mld zł (+ 29,8 mln zł).

Wykres 7.2  
Państwowy dług publiczny wg podsektorów w 2001 r. oraz w 2008 r.



## Dominujący udział długu krajowego w długi Skarbu Państwa

Dług Skarbu Państwa (przed konsolidacją) w 2008 r. wyniósł 569,9 mld zł (wzrost o 68,4 mld zł), w tym:

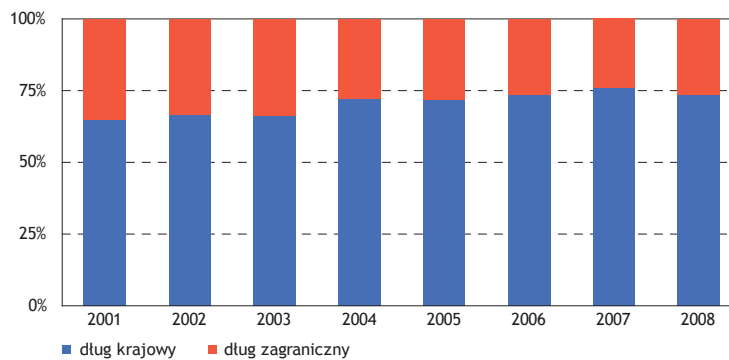
- a) dług krajowy 420,2 mld zł (wzrost o 39,8 mld zł),
- b) dług zagraniczny 149,7 mld zł (wzrost o 28,6 mld zł).

Głównymi czynnikami, które wpłynęły na przyrost długu Skarbu Państwa, były:

- a) zmiana długu wynikająca z finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (39,2 mld zł),
- b) deprecjacja waluty krajowej wobec walut zagranicznych, w których nominowane są niektóre składniki zadłużenia (25,3 mld zł),
- c) konwersja zobowiązań Zakładu Ubezpieczeń Społecznych wobec otwartych funduszy emerytalnych (0,9 mld zł),
- d) indeksacja obligacji IZ0816 oraz IZ0823 (536,6 mln zł),
- e) kapitalizacja odsetek obligacji wyemitowanych dla Banku Gospodarki Żywnościowej SA (10,4 mln zł).

Wykres 7.3

Struktura zadłużenia Skarbu Państwa wg kryterium miejsca emisji w latach 2002-2008

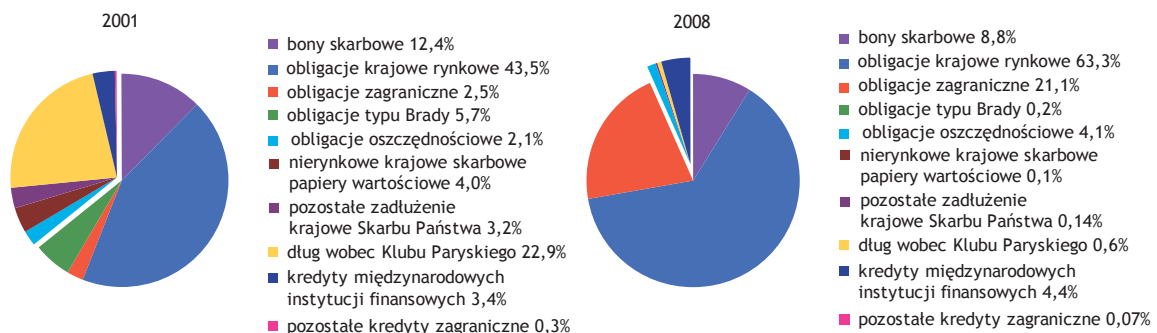


## Wzrost udziału długu rynkowego w strukturze przedmiotowej długu Skarbu Państwa

W latach 2001-2008 nastąpiła zdecydowana zmiana w strukturze przedmiotowej długu Skarbu Państwa na korzyść instrumentów rynkowych - wzrost udziału tych instrumentów z 64,1% na koniec 2001 r. do 93,4% na koniec 2008 r. Jest ona przede wszystkim wynikiem wzrostu udziału obligacji emitowanych na rynku krajowym i rynkach zagranicznych oraz spadku udziału zobowiązań wobec Klubu Paryskiego.

Wykres 7.4

Struktura przedmiotowa zadłużenia Skarbu Państwa w 2001 r. oraz w 2008 r.



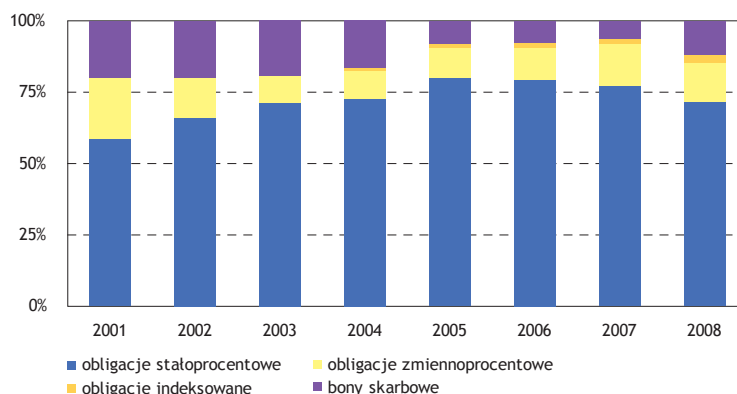
Dominujący udział obligacji stałoprocentowych w strukturze przedmiotowej długu krajowego Skarbu Państwa z tytułu skarbowych papierów wartościowych

Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu krajowych skarbowych papierów wartościowych w 2008 r. wyniosło 419,4 mld zł, w tym z tytułu:

- a) bonów skarbowych - 50,4 mld zł (12,0%),
- b) obligacji stałoprocentowych - 300,4 mld zł (71,6%),
- c) obligacji zmiennoprocentowych - 57,8 mld zł (13,8%);
- d) obligacji indeksowanych - 10,8 mld zł (2,6%).

Wykres 7.5

Struktura zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu krajowych skarbowych papierów wartościowych w latach 2001-2008



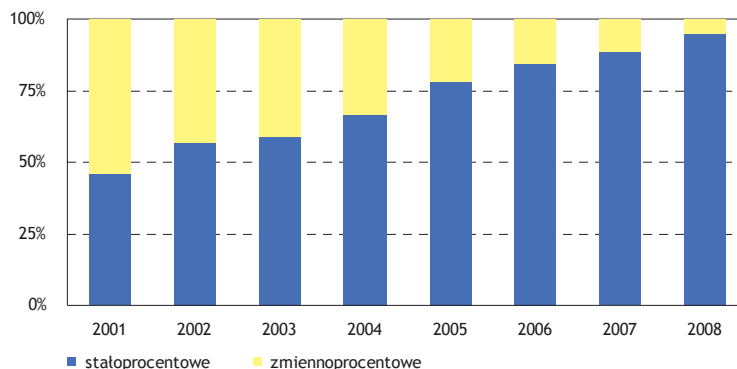
Dominujący udział zadłużenia stałoprocentowego w strukturze przedmiotowej zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa

Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa (według kryterium miejsca emisji) w 2008 r. wyniosło 149,7 mld zł, w tym:

- a) stałoprocentowe - 141,7 mld zł (94,6%),
- b) zmiennoprocentowe - 8,1 mld zł (5,4%).

Wykres 7.6

Struktura zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa w latach 2001-2008



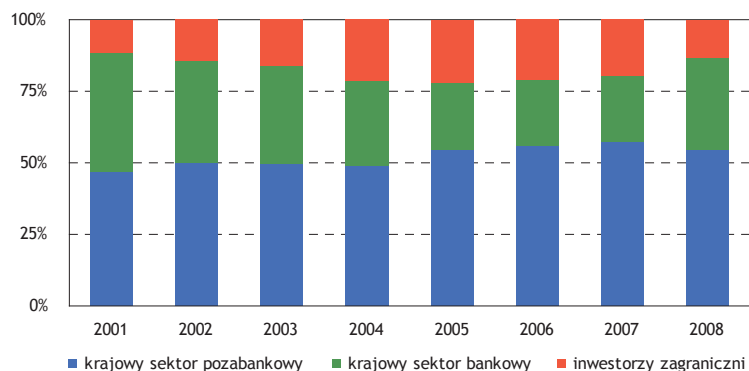
**Dominujący udział krajowego sektora pozabankowego w strukturze podmiotowej długu krajowego Skarbu Państwa**

Struktura wierzycieli Skarbu Państwa z tytułu długu wyemitowanego na rynku krajowym w 2008 r. ukształtowała się następująco:

- a) krajowy sektor pozabankowy 228,7 mld zł (wzrost o 10,7 mld zł),
- b) krajowy sektor bankowy 135,6 mld zł (wzrost o 47,7 mld zł),
- c) inwestorzy zagraniczni 55,9 mld zł (spadek o 18,6 mld zł).

Wykres 7.7

Struktura podmiotowa krajowego długu Skarbu Państwa w latach 2001-2008

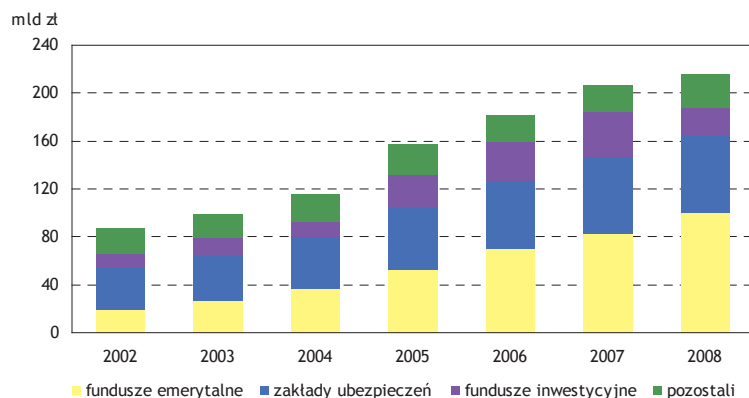


Struktura krajowych pozabankowych wierzycieli Skarbu Państwa z tytułu obligacji skarbowych wyemitowanych na rynku krajowym na koniec 2008 r. ukształtowała się następująco:

- a) fundusze emerytalne 100,6 mld zł (wzrost o 17,7 mld zł),
- b) zakłady ubezpieczeń 63,7 mld zł (spadek o 0,1 mld zł),
- c) fundusze inwestycyjne 24,0 mld zł (spadek o 13,5 mld zł),
- d) pozostali 27,9 mld zł (wzrost o 5,5 mld zł).

Wykres 7.8

Wartość portfeli krajowych obligacji skarbowych krajowych inwestorów pozabankowych w latach 2002-2008



### Koszty obsługi zadłużenia Skarbu Państwa

W ustawie budżetowej na rok 2008 z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa zaplanowano wydatki w łącznej wysokości 27,8 mld zł, z tego na:

- a) obsługę zadłużenia zagranicznego 5,9 mld zł,
- b) obsługę długu krajowego 21,9 mld zł.

W ciągu roku w wyniku decyzji Ministra Finansów dokonano zmniejszenia limitu środków na obsługę zadłużenia zagranicznego o 0,1 mld zł, ograniczając wydatki na rozliczenia z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez Skarb Państwa. Jednocześnie dokonano przeniesień wydatków pomiędzy poszczególnymi paragrafami i instrumentami w ramach obsługi długu krajowego. Zdecydowano, że powstałe w trakcie roku oszczędności w kosztach obsługi długu Skarbu Państwa zostaną w całości wykorzystane na sfinansowanie transakcji na instrumentach pochodnych, polegających na poniesieniu wydatków w 2008 r. i zmniejszeniu ich w 2009 r. Jednak brak stabilizacji na rynkach finansowych, niesprzyjające warunki oraz wzrost ryzyka kredytowego związanego z transakcjami swap spowodowały, że skala zawartych transakcji była mniejsza od powstałych oszczędności. W konsekwencji Minister Finansów decyzjami z dnia 8 i 10 grudnia 2008 r. zablokował oszczędności na obsługę długu Skarbu Państwa na łączną kwotę 2,2 mld zł, z tego na obsługę zadłużenia zagranicznego 0,6 mld zł, na obsługę długu krajowego 1,6 mld zł. Część oszczędności pozostała w rezerwie na wypadek przeprowadzenia w grudniu 2008 r. kolejnych transakcji swap.

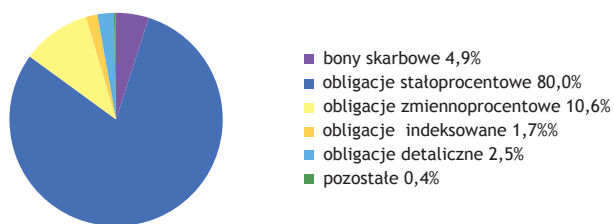
Ostateczna realizacja wydatków z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa w 2008 r. wyniosła 25,1 mld zł, tj. 90,6% planu po zmianach, z tego z tytułu obsługi zadłużenia zagranicznego 5,1 mld zł, z tytułu obsługi długu krajowego 20,0 mld zł.

Niższa realizacja wydatków z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa w 2008 r. wynikała głównie z:

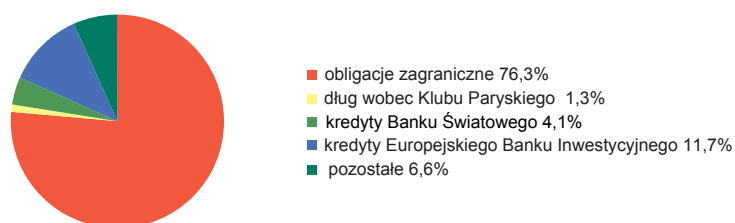
- a) silniejszego od zakładanego kursu złotego, w szczególności w okresie kwiecień-sierpień,
- b) zmiany struktury finansowania krajowego tj. mniejszej sprzedaży obligacji obsługiwanych w 2008 r. na rzecz bonów skarbowych obsługiwanych w 2009 r., co wynikało z niekorzystnej sytuacji na rynku finansowym,
- c) większej skali zrealizowanych w 2007 r. transakcji swap pomniejszających wydatki w 2008 r. i ograniczonej skali transakcji wpływających na wydatki dotyczące obsługi długu krajowego w latach 2008-2009,
- d) samodzielnej spłaty przez kredytobiorców zobowiązań objętych poręczeniem i gwarancją Skarbu Państwa.

W porównaniu z rokiem 2007 realizacja wydatków z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa w roku 2008 była niższa o 2,5 mld zł, tj. o 8,9%. Było to wypadkową przede wszystkim wzrostu poziomu zadłużenia wynikającego z finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu oraz przeprowadzonych w latach 2007-2008 operacji swap wpływających na rozkład kosztów obsługi długu pomiędzy latami (zwiększenie w 2007 r. i zmniejszenie w 2008 r.). W 2008 r. w stosunku do 2007 r. odnotowano spadek relacji kosztów obsługi długu publicznego do PKB z 2,3% do 2,0%, oraz spadek ich relacji do wydatków budżetowych z poziomu z 10,9% do poziomu 9,0%.

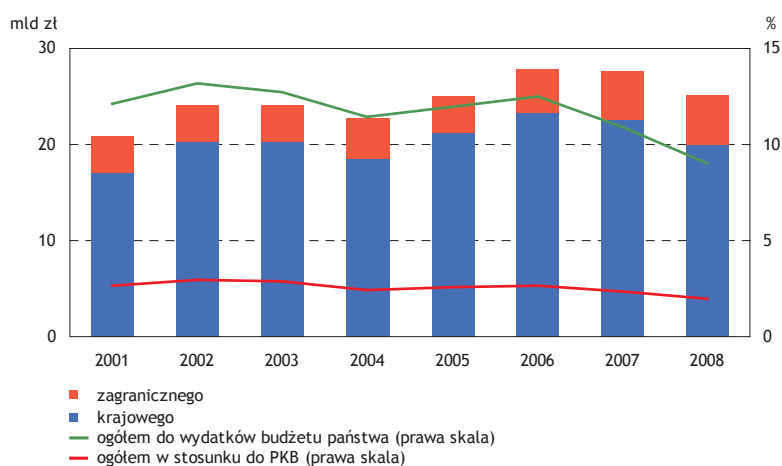
Wykres 7.9  
Koszty obsługi długu krajowego w 2008 r.



Wykres 7.10  
Koszty obsługi zadłużenia zagranicznego w 2008 r.



Wykres 7.11  
Koszty obsługi zadłużenia Skarbu Państwa w latach 2001-2008



### Operacje na instrumentach pochodnych

W 2008 r. zawarto na rynku transakcje wymiany płatności odsetkowych o wartości nominalnej 12 mld zł. Celem zawartych transakcji było rozłożenie w czasie części wydatków na obsługę długu w 2009 r. W wyniku zawartych transakcji wysokość wydatków jakie zostały zapłacone w 2008 r. wyniosła 0,88 mld zł, zaś wysokość netto pomniejszenia kosztów w 2009 r. wyniesie 0,92 mld zł.





8

ROZDZIAŁ



## Zarządzanie ryzykiem

Polityka emisyjna oraz operacje na składnikach długu pozwoliły w 2008 r., mimo trudniejszego otoczenia zewnętrznego związanego ze światowym kryzysem finansowym, na utrzymanie porównywalnego z 2007 r. poziomu ryzyka związanego ze strukturą długu Skarbu Państwa, w szczególności ryzyka refinansowania, ryzyka kursowego oraz ryzyka stopy procentowej.

### Stabilizacja ryzyka refinansowania

W 2008 r. miała miejsce stabilizacja ryzyka refinansowania długu Skarbu Państwa: średni czas, po jakim trzeba zrefinansować zapadający cały dług Skarbu Państwa nieznacznie obniżył się z 5,30 roku do 5,27 roku.

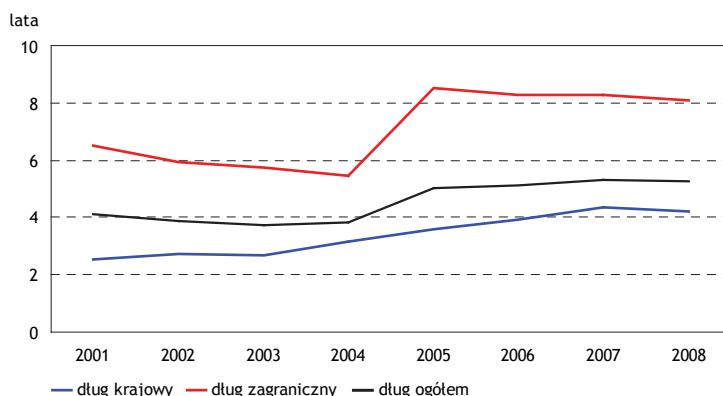
Średnia zapadalność rynkowego długu krajowego spadła z 4,33 roku do 4,23 roku. Głównymi czynnikami, które wpłynęły na tę zmianę, były:

- ponad dwukrotny wzrost zadłużenia w bonach skarbowych w II połowie roku,
- stabilizacja zadłużenia w obligacjach średnio- i długoterminowych,
- niższa skala przetargów zamiany w stosunku do 2007 r.

Średnia zapadalność długu zagranicznego spadła z 8,28 roku do 8,11 roku. Wysoka średnia zapadalność oznaczała niski poziom ryzyka refinansowania długu zagranicznego. Głównymi czynnikami, które przyczyniły się do zmiany poziomu średniej zapadalności, były:

- starzenie się istniejącego zadłużenia,
- przedterminowy wykup zadłużenia wobec Francji w ramach Klubu Paryskiego,
- nowe emisje na rynku euro, jena i franka szwajcarskiego.

Wykres 8.1  
Średnia zapadalność długu Skarbu Państwa w latach 2001-2008



### Dążenie do równomiernego rozkładu wykupów długu Skarbu Państwa w czasie

Na koniec 2008 r. łączna wartość długu Skarbu Państwa przypadająca do spłaty w 2009 r. wyniosła 112,1 mld zł, tj. 19,7% całości w tym:

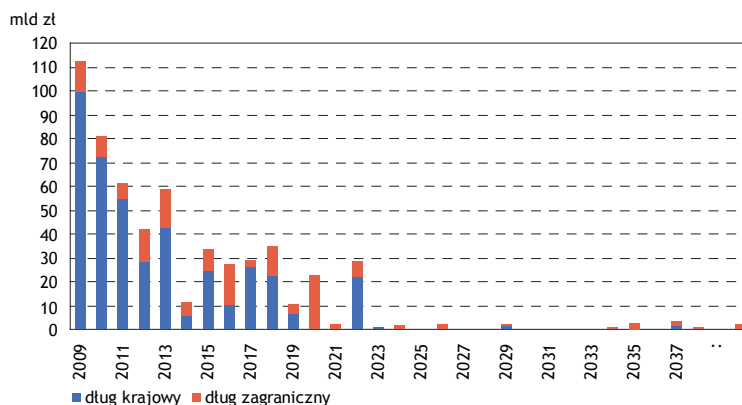
- a) dług krajowy 99,0 mld zł,
- b) dług zagraniczny 13,0 mld zł.

Do wyrównywania rozkładu wykupów długu w poszczególnych latach przyczyniały się:

- a) dobór terminów zapadalności nowych emisji obligacji,
- b) wykupywanie obligacji o zbliżających się terminach zapadalności na przetargach zamiany.

Wykres 8.2

Harmonogram spłat długu Skarbu Państwa na koniec 2008 r.

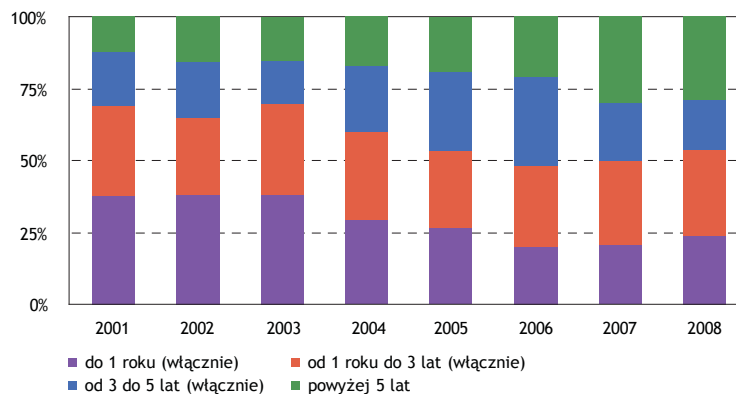


### Stabilizacja udziału skarbowych papierów wartościowych o zapadalności powyżej 5 lat w dług krajowy Skarbu Państwa

W 2008 r. udział skarbowych papierów wartościowych o zapadalności do 1 roku w krajowym dług Skarbu Państwa zwiększył się z 20,5% do 23,6%, w tym udział bonów skarbowych wzrósł z 5,9% do 12,0%. Jednocześnie zwiększył się udział instrumentów o zapadalności od 1 do 3 lat (z 29,3% do 30,3%), spadł natomiast udział instrumentów o zapadalności od 3 do 5 lat (z 20,3% do 16,9%) oraz powyżej 5 lat (z 29,9% do 29,1%).

Wykres 8.3

Struktura faktycznej zapadalności krajowych skarbowych papierów wartościowych w latach 2001-2008

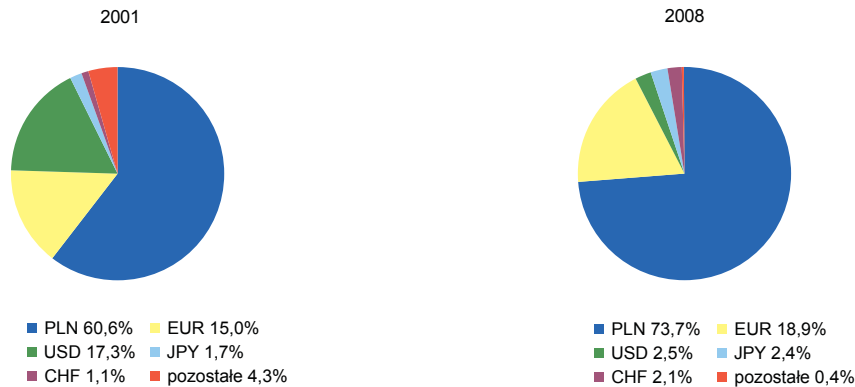


## Spadek ryzyka kursu walutowego

Zadłużenie Skarbu Państwa w walucie krajowej na koniec 2008 r. wyniosło 420,2 mld zł. Stanowiło 73,7% zadłużenia Skarbu Państwa, wobec 75,8% na koniec 2007 r. i 60,6% na koniec 2001 r. Oznacza to istotne ograniczenie ryzyka kursu walutowego.

Wykres 8.4

Struktura walutowa zadłużenia Skarbu Państwa w 2001 r. oraz w 2008 r.

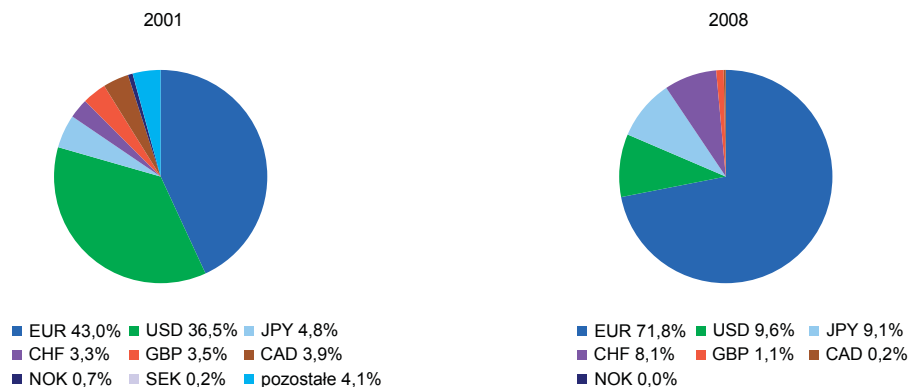


## Strategiczne znaczenie rynku euro w finansowaniu zagranicznym

Przeważająca część zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa nominowana była w euro, którego udział systematycznie rósł z 43,0% w 2001 r. do 71,8% na koniec 2008 r. Wśród pozostałych walut nastąpił istotny spadek udziału dolara amerykańskiego (z 36,5% do 9,6%) oraz wzrost udziału jena (z 4,8% do 9,1%) i franka szwajcarskiego (z 3,3% do 8,1%).

Wykres 8.5

Struktura walutowa zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa w 2001 r. oraz w 2008 r.



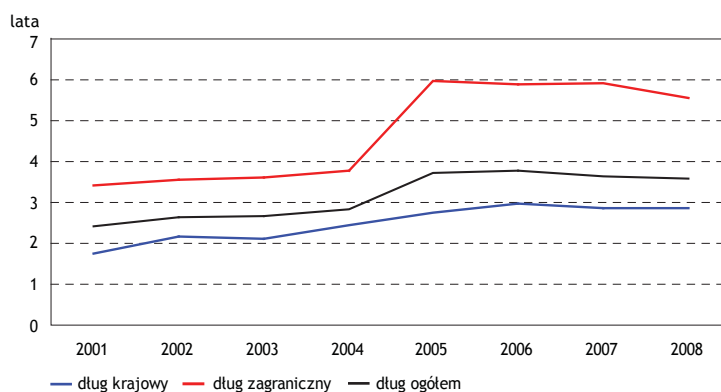
### Bezpieczny poziom ryzyka stopy procentowej

W 2008 r. wskaźnik duration, który jest jedną z miar przeciętnego okresu dostosowania kosztów obsługi długu do zmiany poziomu stóp procentowych, dla długu Skarbu Państwa spadł z 3,63 roku do 3,58 roku. Spadek wskaźnika oznacza wzrost ryzyka stopy procentowej dla długu Skarbu Państwa.

Duration długu krajowego Skarbu Państwa nieznacznie wzrosło z 2,85 roku do 2,86 roku. Wzrost ten był wypadkową spadku średniej zapadalności długu z 4,33 roku do 4,23 roku oraz zmniejszenia udziału instrumentów rynkowych o oprocentowaniu zmiennym z 14,0% do 13,1%.

Duration długu zagranicznego spadło z 5,92 roku do 5,55 roku, co było wynikiem spadku średniej zapadalności oraz wzrostu kosztów finansowania na rynkach zagranicznych. Wysoka wartość duration oznaczała niski poziom ryzyka stopy procentowej długu zagranicznego.

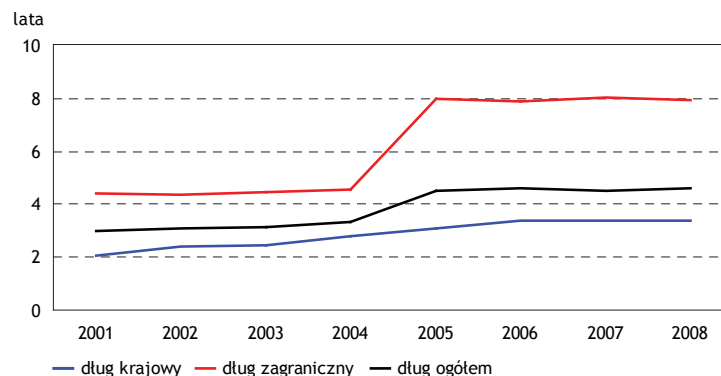
Wykres 8.6  
Duration długu Skarbu Państwa w latach 2001-2008



Dodatkowym wskaźnikiem miary ryzyka stopy procentowej jest ATR (Average Time to Refixing). ATR interpretowane jest jako wyrażona w latach średnia długość okresu, na jaki koszty obsługi długu są ustalone. W przeciwieństwie do wskaźnika duration obejmuje on również obligacje inflacyjne, a jego wartość nie zależy od poziomu rynkowych stóp procentowych.

W 2008 r. wskaźnik ATR wzrósł dla długu Skarbu Państwa z 4,53 roku do 4,60 roku, przy czym jednocześnie spadł dla długu krajowego z 3,39 roku do 3,38 roku i dla długu zagranicznego z 8,05 roku do 7,96 roku. Wzrost wskaźnika ATR dla długu ogółem był wynikiem wzrostu udziału długu zagranicznego (o znacząco wyższym poziomie ATR) w długu ogółem, wynikającym z deprecjacji złotego wobec głównych walut obcych.

Wykres 8.7  
ATR (Average Time to Refixing) długu Skarbu Państwa w latach 2001-2008



## Stan środków na rachunkach budżetu państwa

W 2008 r. poziom środków złotych i walutowych, mimo trudności wynikających z kryzysu na rynkach finansowych, zapewniał bezpieczne finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa.

Wysokość środków walutowych wynikała z uzyskiwanych wpływów z emisji obligacji zagranicznych nominowanych w euro, frankach szwajcarskich oraz jenach a także z wpływów z kredytów z Europejskiego Banku Inwestycyjnego.

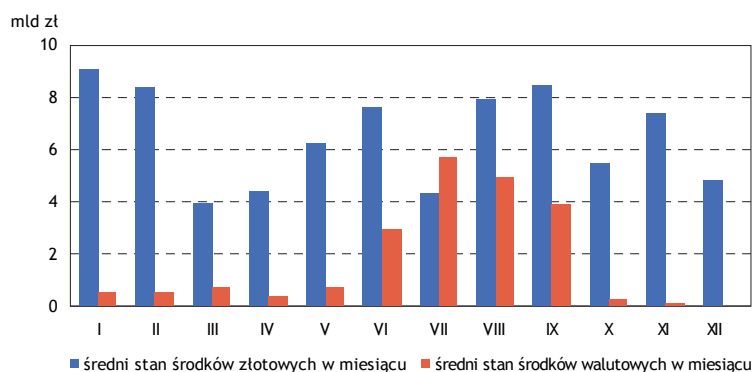
Poziom środków złotych charakteryzował się dużą zmiennością. Wynikał on przede wszystkim z:

- nierównomiernego rozkładu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w poszczególnych miesiącach (jednorazowe duże wykupy SPW, w tym w czerwcu 2008 r. na kwotę 12,3 mld zł wg nominału),
- rzeczywistego kształtowania się potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w stosunku do planów,
- zmiennej i trudnej do przewidzenia, zwłaszcza w drugiej połowie roku, sytuacji na rynku finansowym i związanej z nią możliwości finansowania potrzeb pożyczkowych (ograniczenie popytu na SPW zarówno na rynku krajowym jak i zagranicznym).

Środki złote były gromadzone w formie oprocentowanych lokat w Narodowym Banku Polskim oraz Banku Gospodarstwa Krajowego (na rynku międzybankowym). Środki walutowe były gromadzone w formie oprocentowanych lokat w Narodowym Banku Polskim.

### Wykres 8.8

Średni miesięczny stan środków na rachunkach budżetowych w 2008 r.



## Pożyczki z rynku międzybankowego

W 2008 r. zostały stworzone podstawy prawne dla wprowadzenia nowego instrumentu zarządzania płynnością budżetu państwa tj. pożyczek na rynku międzybankowym. W grudniu 2008 r. zawarto dwie transakcje jednodniowych pożyczek z rynku międzybankowego na łączną kwotę 0,15 mld zł.



# 9

## ROZDZIAŁ



## Rynek wtórny skarbowych papierów wartościowych

Obrót wtórny bonami skarbowymi oraz krajowymi obligacjami skarbowymi realizowany jest na nieregulowanym rynku międzybankowym oraz na platformie MTS Poland prowadzonej przez spółkę MTS-CeTO S.A. Dodatkowo obrót obligacjami skarbowymi odbywa się na rynkach regulowanych tworzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie oraz spółkę MTS-CeTO S.A.

Ewidencja oraz rozliczanie zawartych transakcji dla bonów skarbowych prowadzone są przez Narodowy Bank Polski w ramach Rejestru Papierów Wartościowych, a dla krajowych obligacji skarbowych przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.

Obrót wtórny obligacjami zagranicznymi wyemitowanymi przez Skarb Państwa po 1995 r. oraz polskimi obligacjami Brady'ego realizowany jest na nieregulowanym rynku międzybankowym. Dodatkowo obrót obligacjami skarbowymi nominowanymi w euro o wartości nominalnej powyżej 0,5 mld odbywa się na rynku NewEuroMTS prowadzonym przez spółkę EuroMTS Ltd.

Rozliczanie transakcji zawartych na obligacjach zagranicznych jest realizowane przez Euroclear i Clearstream oraz Depository Trust Company lub Japan Securities Depository Centre.

### Spadek wartości transakcji zawartych na krajowych obligacjach skarbowych

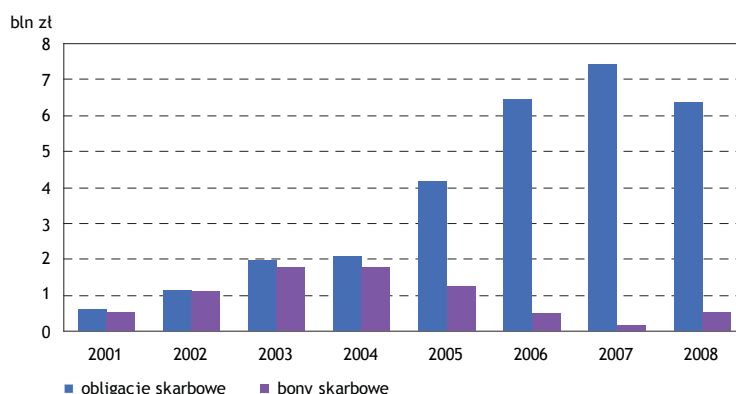
W 2008 r. na rynku wtórnym krajowych skarbowych papierów wartościowych zawarto transakcje o wartości 6 933,9 mld zł, w tym na:

- a) obligacjach skarbowych o wartości 6 386,2 mld zł (92,1%),
- b) bonach skarbowych o wartości 547,7 mld zł (7,9%).

W porównaniu z 2007 r. wartość transakcji na obligacjach skarbowych spadła o 1 039,7 mld zł (14,0%), natomiast wartość transakcji na bonach skarbowych wzrosła o 389,5 mld zł (246,2%). Spadek wartości obrotów na rynku wtórnym krajowych obligacji skarbowych wynikał przede wszystkim z pogorszenia nastrojów na rynkach globalnych (wzrost awersji do ryzyka wśród inwestorów i wycofywanie się przez nich z aktywów postrzeganych jako bardziej ryzykowne).

#### Wykres 9.1

Wartość transakcji na krajowych skarbowych papierach wartościowych w latach 2001-2008





W 2008 r. dominująca część obrotów na rynku wtórnym krajowych obligacji skarbowych koncentrowała się na nieregulowanym rynku międzybankowym (98,6%). Udział platformy elektronicznej MTS Poland w łącznej wartości obrotów wyniósł 1,3%, a udział Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie nie przekroczył 0,1%.

Wykres 9.2

Struktura obrotów na krajowych obligacjach skarbowych w 2008 r.

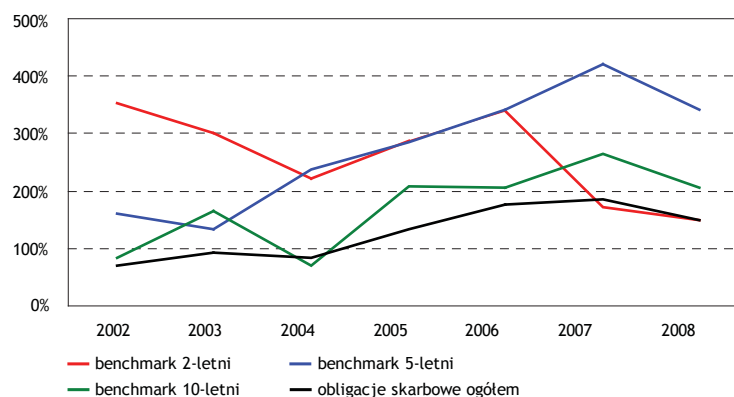


### Płynność rynku wtórnego krajowych obligacji skarbowych

W 2008 r. zmniejszeniu uległa płynność rynku wtórnego krajowych benchmark'owych obligacji skarbowych mierzona stosunkiem średniej wartości zawartych transakcji do średniego poziomu zadłużenia. Wskaźnik płynności dla benchmark'u 2-letniego zmniejszył się ze 170,9% do 149,7%, 5-letniego z 419,7% do 342,4%, a 10-letniego z 264,2% do 205,2%. Płynność całego rynku wtórnego krajowych rynkowych obligacji skarbowych zmniejszyła się ze 185,4% do 149,3%. Spadek ten wynikał z wyraźnego zmniejszenia wartości transakcji przy jednoczesnym wzroście zadłużenia.

Wykres 9.3

Wskaźnik płynności rynku wtórnego krajowych benchmark'owych obligacji skarbowych w latach 2002-2008.



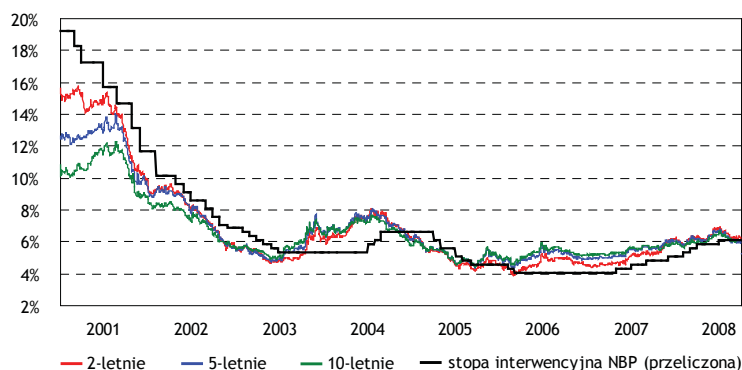
## Rentowności krajowych obligacji skarbowych

W latach 2001-2008 nastąpił wyraźny spadek rentowności krajowych obligacji skarbowych. Rentowność obligacji 2-, 5- i 10-letnich na rynku wtórnym spadła odpowiednio o 10,20 pkt proc., 7,24 pkt proc. i 5,40 pkt proc. Wynikało to przede wszystkim z:

- obniżki o 14,0 pkt proc. stopy interwencyjnej NBP,
- poprawy wskaźników makroekonomicznych Polski,
- spadku ryzyka inwestycyjnego (podniesienie ratingów),
- wejścia Polski do Unii Europejskiej i perspektyw przyjęcia euro.

Wykres 9.4

Rentowności na rynku wtórnym krajowych obligacji skarbowych na tle stopy interwencyjnej NBP w latach 2001-2008

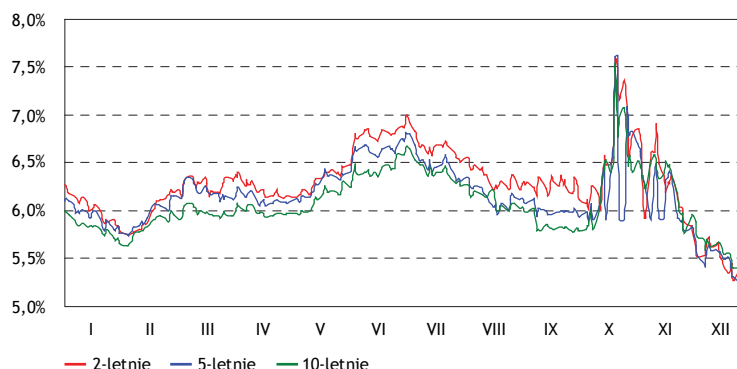


## Spadek rentowności krajowych obligacji skarbowych w 2008 roku

W ciągu 2008 r. rentowności krajowych obligacji skarbowych 2-, 5- i 10-letnich spadły odpowiednio o 75 pb, 65 pb i 48 pb do poziomów odpowiednio 5,44%, 5,41% i 5,43%. Rentowności rosły w pierwszej połowie roku, głównie z powodu podwyżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej i oczekiwań na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej. Po okresie spadku dochodowości (zmniejszenie oczekiwań na kolejne podwyżki stóp procentowych), październik przyniósł gwałtowny wzrost rentowności (globalny kryzys finansowy, silny wzrost awersji do ryzyka, drastyczne ograniczenie płynności rynku, odpływ inwestorów zagranicznych). W ostatnich dwóch miesiącach roku rentowności jednak wyraźnie spadły z powodu oczekiwań na spowolnienie gospodarcze i obniżki stóp procentowych.

Wykres 9.5

Rentowności krajowych obligacji skarbowych w 2008 r.

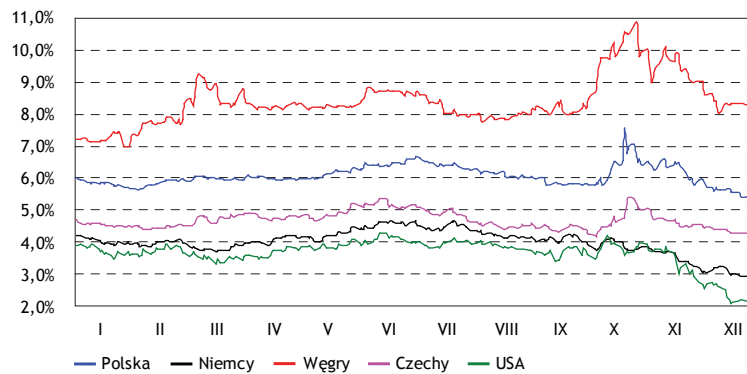


### Wzrost spreadu pomiędzy rentownościami długoterminowych obligacji skarbowych w Polsce i na rynkach bazowych

W skali roku rentowność polskich długoterminowych obligacji skarbowych spadła o 48 pb, niemieckich o 139 pb, amerykańskich o 181 pb, czeskich o 35 pb, a węgierskich wzrosła o 118 pb. Oznacza to rozszerzenie spreadu pomiędzy poziomem rentowności długoterminowych obligacji skarbowych emitowanych przez Polskę i Niemcy ze 157 pb do 249 pb, a przez Polskę i USA ze 187 pb do 321 pb na koniec 2008 r.

Wykres 9.6

Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych nominowanych w walucie lokalnej w 2008 r.



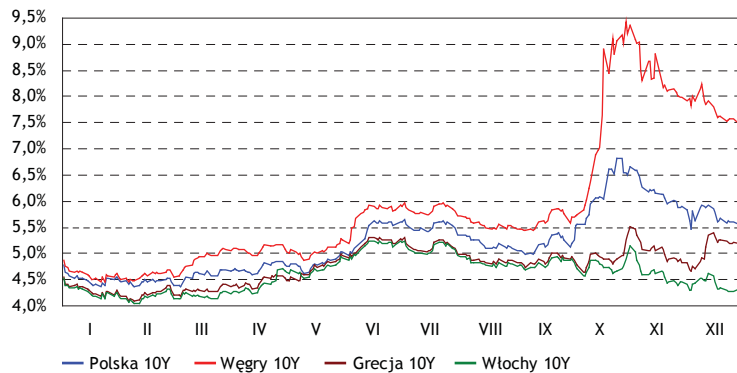
### Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych nominowanych w euro

Kryzys zaufania, który nasilił się zwłaszcza w październiku 2008 r., przyczynił się do istotnego wzrostu rentowności i asset swap spreadów papierów wielu emitentów europejskich. Zainteresowanie inwestorów przeniosło się na obligacje o dużej płynności emitowane przez podmioty o najwyższym ratingu, co spowodowało praktycznie zamknięcie rynku pierwotnego dla pozostałych emitentów. W konsekwencji, sytuacja ta znalazła również odzwierciedlenie w kwotowaniach obligacji na rynku wtórnym. Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych nominowanych w euro wzrosła na przestrzeni 2008 r. o 84 pb. W tym samym czasie rentowność 10-letnich obligacji niemieckich, jako najbezpieczniejszych papierów wśród emitentów europejskich, spadła o 141 pb, podczas gdy greckich wzrosła o 68 pb, natomiast obligacje włoskie po wzrostach rentowności w trakcie roku, w grudniu były kwotowane na poziomie zbliżonym do kwotowań styczniowych.

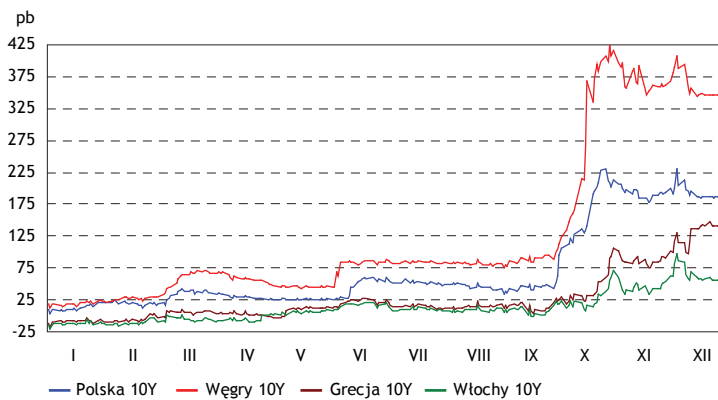
Na koniec 2008 r. spread pomiędzy poziomem rentowności długoterminowych obligacji skarbowych nominowanych w euro emitowanych przez Polskę i Niemcy wzrósł do 268 pb, przez Polskę i Włochy do 128 pb, a Polskę i Grecję do 37 pb.

Natomiast różnica w poziomie asset swap spreadu obligacji polskich a obligacji niemieckich wzrosła w skali roku o 217 pb, do 263 pb, polskich a włoskich o 96 pb, do 121 pb, polskich a greckich o 20 pb, do 43 pb.

Wykres 9.7  
Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych nominowanych w euro w 2008 r.



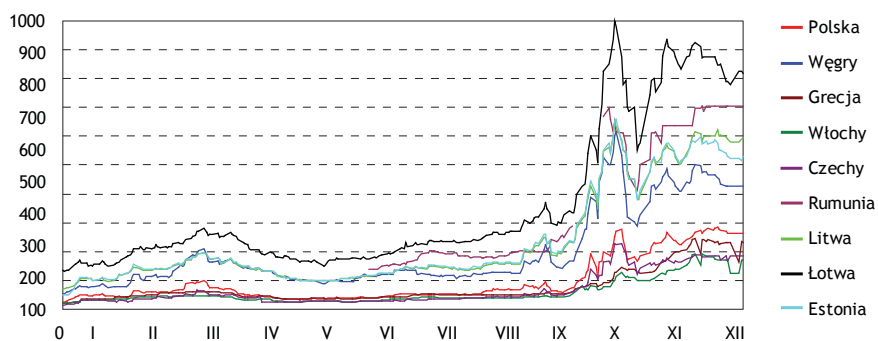
Wykres 9.8  
Mid asset swap spread 10-letnich obligacji skarbowych nominowanych w euro w 2008 r.



#### Kwotowania kontraktów CDS w 2008 r.

Poziomy kwotowań Credit Default Swap (CDS), czyli instrumentu zabezpieczenia w razie niewypłacalności emitenta w zakresie zabezpieczonego rodzaju długu, wzrosły znacznie na przestrzeni 2008 r. Ze względu na pogłębiającą się sytuację kryzysową na rynkach, pogorszenie sytuacji fiskalnej i makroekonomicznej oraz obniżki ratingów niektórych krajów największe wzrosty kwotowań kontraktów CDS miały miejsce w ostatnim kwartale roku. Zgodnie z tendencją rynkową wzrósł także CDS dla Polski, jednak nie w takiej skali jak w przypadku krajów Europy Środkowo Wschodniej narażonych na ryzyko niewypłacalności. 5-letni CDS dla Polski wzrósł o 237 pb, podczas gdy CDS dla Węgier wzrósł o 371 pb, dla Estonii o 481 pb, dla Litwy o 524 pb, natomiast dla Łotwy o 685 pb.

Wykres 9.9  
Kwotowania kontraktów CDS w 2008 r. dla wybranych krajów





# 10

## ROZDZIAŁ



## Polityka informacyjna

### Publikacje planów finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa

Minister Finansów regularnie ogłasza:

- a) wielkość i strukturę finansowania rocznych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa,
- b) roczny kalendarz przetargów krajowych skarbowych papierów wartościowych,
- c) kwartalny plan finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa,
- d) miesięczne plany podaży krajowych skarbowych papierów wartościowych.

### Spotkania i konsultacje z inwestorami

- a) Na rynku krajowym

Ministerstwo Finansów organizuje regularne spotkania z Dealerami Skarbowych Papierów Wartościowych (w ramach Rady Uczestników Rynku Skarbowych Papierów Wartościowych) oraz z krajowymi inwestorami pozabankowymi. W miarę potrzeb i zainteresowania organizowane są również spotkania z inwestorami zagranicznymi.

- b) Na rynkach zagranicznych - non-deal roadshows

W celu promocji obligacji skarbowych emitowanych zarówno w kraju, jak i na rynkach zagranicznych organizowane są spotkania z inwestorami za granicą. Służą one przedstawieniu Polski jako emitenta obligacji skarbowych, aktualnej i prognozowanej sytuacji makroekonomicznej kraju oraz założeń i planów emisyjnych. Dotychczasowe działania marketingowe w postaci spotkań z zagranicznymi inwestorami cieszyły się dużym zainteresowaniem, pozwalały na zaprezentowanie Polski, a także zachęcały do inwestowania na polskim rynku finansowym.

### Strony w sieciach Reuters i Bloomberg oraz w Internecie

Na stronie internetowej [www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl) oraz w serwisach informacyjnych Reuters [strona PLMINFIN] i Bloomberg [strona PLMF] publikowane są również między innymi:

- a) aktualizowane na bieżąco wyniki przetargów skarbowych papierów wartościowych,
- b) aktualny poziom zadłużenia,
- c) bieżące kupony i współczynniki indeksacji,
- d) informacje na temat Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych.

Dodatkowo na stronie internetowej [www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl) dostępne są między innymi:

- a) akty prawne regulujące zasady emisji skarbowych papierów wartościowych (rozporządzenia Ministra Finansów, listy emisyjne obligacji i bonów skarbowych, Regulamin pełnienia funkcji Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych),
- b) informacje na temat emisji zagranicznych,
- c) publikacje (strategie zarządzania długiem sektora finansów publicznych, zadłużenie Skarbu Państwa, zadłużenie sektora finansów publicznych, dane z rynku wtórnego skarbowych papierów wartościowych).



# 11

## ROZDZIAŁ



## Kontakty

---

### Ministerstwo Finansów

Departament Długu Publicznego  
ul. Świętokrzyska 12  
00-916 Warszawa  
tel.: +48 22 694 50 00, 694 50 31  
faks: +48 22 694 50 08  
e-mail: sekretariat.dp@mf.gov.pl  
<http://www.mf.gov.pl>  
<http://www.obligacjeskarbowe.pl>  
Reuters: PLMINFIN  
Bloomberg: PLMF<GO>

### Inne kontakty:

#### Narodowy Bank Polski

ul. Świętokrzyska 11/21  
00-919 Warszawa  
tel.: +48 22 653 10 00  
faks: +48 22 826 41 23  
<http://www.nbp.pl>

#### Komisja Nadzoru Finansowego

Plac Powstańców Warszawy 1  
00-950 Warszawa  
tel.: +48 22 332 66 00  
faks: +48 22 332 67 93  
[www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)

#### Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

ul. Książęca 4  
00-498 Warszawa  
tel.: +48 22 537 93 43  
faks: +48 22 627 31 11  
e-mail: [kdpw@kdpw.pl](mailto:kdpw@kdpw.pl)  
<http://www.kdpw.pl>

#### MTS-CeTO S.A.

al. Armii Ludowej 26  
00-609 Warszawa  
tel.: +48 22 579 81 00  
faks: +48 22 579 81 01  
e mail: [mts-ceto@mts-ceto.pl](mailto:mts-ceto@mts-ceto.pl)  
<http://www.mts-ceto.pl>

#### EuroMTS Ltd.

30 Old Broad Street  
London EC2N 1HT  
United Kingdom  
tel.: +44 20 7786 6001  
faks: +44 20 7786 6000  
<http://www.euromts-ltd.com>

#### Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

ul. Książęca 4  
00-498 Warszawa  
tel.: +48 22 628 32 32  
faks: +48 22 628 17 54  
<http://www.gpw.pl>



# Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych na rok 2009

1. Société Générale S.A. Oddział w Polsce
2. Bank Polska Kasa Opieki S.A.
3. BRE Bank S.A.
4. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.
5. Bank Millennium S.A.
6. ING Bank Śląski S.A.
7. Bank Handlowy w Warszawie S.A.
8. Kredyt Bank S.A.
9. Barclays Bank plc.
10. HSBC Bank plc.
11. Deutsche Bank AG

# ZAŁĄCZNIK 1 - ZASADY OPODATKOWANIA SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Skarbowe papiery wartościowe mogą nabywać rezydenci i nierezydenci w rozumieniu ustawy z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe (Dz. U. Nr 141, poz. 1178, z późn. zm.), będący zarówno osobami fizycznymi jak i osobami prawnymi, a także spółki nieposiadające osobowości prawnej, z zastrzeżeniem, że oszczędnościowe skarbowe papiery wartościowe mogą nabywać co do zasady osoby fizyczne.

Nabywcami oszczędnościowych skarbowych papierów wartościowych mogą być również stowarzyszenia, inne organizacje społeczne i zawodowe oraz fundacje wpisane do rejestru sądowego, a w przypadku nierezydentów, również wpisane do innego rejestru urzędowego, zarówno rezydenci i nierezydenci, o ile warunki emisji tak stanowią.

Zgodnie z art. 2 ust. 1 pkt 1 Prawa dewizowego przez rezydentów rozumie się:

- a) osoby fizyczne mające miejsce zamieszkania w kraju oraz osoby prawne mające siedzibę w kraju, a także inne podmioty mające siedzibę w kraju, posiadające zdolność zaciągania zobowiązań i nabywania praw we własnym imieniu; rezydentami są również znajdujące się w kraju oddziały, przedstawicielstwa i przedsiębiorstwa utworzone przez nierezydentów,
- b) polskie przedstawicielstwa dyplomatyczne, urzędy konsularne i inne polskie przedstawicielstwa oraz misje specjalne, korzystające z immunitetów i przywilejów dyplomatycznych lub konsularnych.

Z kolei zgodnie z art. 2 ust. 1 pkt 2 Prawa dewizowego przez nierezydentów rozumie się:

- a) osoby fizyczne mające miejsce zamieszkania za granicą oraz osoby prawne mające siedzibę za granicą, a także inne podmioty mające siedzibę za granicą, posiadające zdolność zaciągania zobowiązań i nabywania praw we własnym imieniu; nierezydentami są również znajdujące się za granicą oddziały, przedstawicielstwa i przedsiębiorstwa utworzone przez rezydentów,
- b) obce przedstawicielstwa dyplomatyczne, urzędy konsularne i inne obce przedstawicielstwa oraz misje specjalne i organizacje międzynarodowe, korzystające z immunitetów i przywilejów dyplomatycznych lub konsularnych.

Natomiast zasady opodatkowania dochodów (przychodów) z kapitałów pieniężnych reguluje ustawa:

- a) z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz. U. z 2000 r. Nr 14, poz. 176 z późn. zm.),
- b) z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz. U. z 2000 r., Nr 54, poz. 654 z późn. zm.).

## 1. Opodatkowanie dochodów uzyskiwanych przez osoby fizyczne.

Zgodnie z art. 3 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, osoby fizyczne, jeżeli mają miejsce zamieszkania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, podlegają obowiązkowi podatkowemu od całości swoich dochodów (przychodów) bez względu na miejsce położenia źródeł przychodów (nieograniczony obowiązek podatkowy).

Z kolei, stosownie do art. 3 ust. 1a ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, za osobę mającą miejsce zamieszkania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej uważa się osobę fizyczną, która:

- a) posiada na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej centrum interesów osobistych lub gospodarczych (ośrodek interesów życiowych) lub
- b) przebywa na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej dłużej niż 183 dni w roku podatkowym.

Na podstawie art. 30a ust. 1 pkt 2 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, dochody uzyskane z tytułu odsetek i dyskonta od papierów wartościowych (w tym również skarbowych papierów wartościowych) podlegają opodatkowaniu zryczałtowanym podatkiem dochodowym w wysokości 19 %.

Zgodnie z art. 21 ust. 1 pkt 119 w/w ustawy, zwolnione z opodatkowania są dochody uzyskiwane z tytułu odsetek od papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa w części odpowiadającej kwocie odsetek zapłaconych przy nabyciu tych papierów wartościowych od emitenta. W przypadku obligacji nabytych na rynku wtórnym całość wypłaconych odsetek podlega opodatkowaniu 19% zryczałtowanym podatkiem dochodowym.

Opodatkowaniu podlega dochód (przychód) uzyskany przez podatnika w momencie wypłaty lub postawienia go do dyspozycji podatnika.

W przypadku obligacji zakładających kapitalizację odsetek opodatkowaniu podlega dochód uzyskany przez podatnika w momencie wypłaty lub postawienia go do dyspozycji podatnika. Zasada ta ma również zastosowanie w przypadku przedterminowego wykupu obligacji. Przy realizacji przedterminowego wykupu obligacji opodatkowaniu podlega faktyczna kwota dochodu z obligacji stawiana do dyspozycji posiadacza obligacji (tj. naliczone odsetki pomniejszone o kwotę pobieraną przy przedterminowym wykupie).

Dochody uzyskane z odpłatnego zbycia papierów wartościowych (w tym również skarbowych papierów wartościowych) podlegają opodatkowaniu podatkiem dochodowym w wysokości 19% uzyskanego dochodu na podstawie art. 30b ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych.

Stosownie do postanowień art. 19 ustawy z dnia 12 listopada 2003 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. Nr 202, poz. 1956, z późn. zm.), wolne od podatku są dochody z odpłatnego zbycia papierów wartościowych (w tym również skarbowych papierów wartościowych), które zostały nabyte przed dniem 1 stycznia 2001 r.

Dochodów z odpłatnego zbycia papierów wartościowych nie łączy się z innymi dochodami i należy je wykazać w odrębnym zeznaniu podatkowym (PIT-38).

W przypadku osób fizycznych posiadających ograniczony obowiązek podatkowy, określony w art. 3 ust. 2a ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych i uzyskujących dochody z tytułu zakupionych papierów wartościowych na rynku krajowym, mają również zastosowanie przepisy umów o unikaniu podwójnego opodatkowania, zawartych pomiędzy Rzeczpospolitą Polską a krajem siedziby lub miejsca zamieszkania nierezydenta, uzyskującego dochód w Polsce. W takich przypadkach zastosowanie stawki podatku wynikającej z właściwej umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania lub niepobranie (niezapłacenie) podatku zgodnie z taką umową jest możliwe pod warunkiem udokumentowania dla celów podatkowych miejsca zamieszkania podatnika uzyskanym od niego certyfikatem rezydencji.

## **2. Opodatkowanie dochodów uzyskiwanych przez osoby prawne.**

Na podstawie art. 3 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych podatnicy, jeżeli mają siedzibę lub zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, podlegają obowiązkowi podatkowemu od całości swoich dochodów.

Dochody osób prawnych z tytułu odsetek, dyskonta, a także dochody z odpłatnego zbycia papierów wartościowych (w tym również skarbowych papierów wartościowych), podlegają opodatkowaniu łącznie z innymi dochodami na zasadach ogólnych.

Zgodnie z art. 19 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych podatek wynosi 19% podstawy opodatkowania.

Natomiast, zgodnie z art. 3 ust. 2 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych podatnicy, jeżeli nie mają na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej siedziby lub zarządu, podlegają obowiązkowi podatkowemu tylko od dochodów, które osiągają na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

Zasady opodatkowania odsetek uzyskiwanych przez osoby prawne niemające siedziby na terytorium Polski reguluje art. 21 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych.

Zgodnie z art. 21 ust. 1 pkt 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, podatek dochodowy z tytułu uzyskanych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, przez podatników, którzy nie mają na terenie Rzeczypospolitej Polskiej siedziby lub zarządu, przychodów z odsetek ustala się w wysokości 20% przychodów.

Natomiast dochody z odpłatnego zbycia papierów wartościowych (w tym również skarbowych papierów wartościowych) uzyskane w Polsce zarówno przez osoby mające siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, jak i poza jej granicami, podlegają opodatkowaniu podatkiem dochodowym na zasadach ogólnych tj. według stawki podatku dochodowego wynoszącej 19%.

Jednakże opodatkowanie dochodów osiągniętych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej przez podatników niemających siedziby na terenie Polski, z wyżej wymienionych tytułów, następuje z uwzględnieniem postanowień umów o unikaniu podwójnego opodatkowania, zawartych pomiędzy Rzeczpospolitą Polską a krajem siedziby podmiotu, uzyskującego dochód w Polsce. W takich przypadkach zastosowanie stawki podatku wynikającej z właściwej umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania lub niepobranie (niezapłacenie) podatku zgodnie z taką umową jest możliwe pod warunkiem udokumentowania dla celów podatkowych miejsca zamieszkania podatnika uzyskanym od niego certyfikatem rezydencji.

Ponadto, w odniesieniu do dochodów uzyskiwanych przez nierezydentów od obligacji skarbowych oferowanych na rynkach zagranicznych Minister Finansów na podstawie rozporządzeń zaniechał poboru podatku dochodowego od dochodów uzyskanych przez nierezydentów (osób fizycznych i prawnych) od obligacji wyemitowanych w latach 1995-2008.

## ZAŁĄCZNIK 2 - DANE DO WYKRESÓW

Wykres 2.1

PRODUKT KRAJOWY BRUTTO NOMINALNY I REALNY W LATACH 2001-2008

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Produkt Krajowy Brutto nominalny, mld zł	779,6	808,6	843,2	924,5	983,3	1060,2	1175,3	1271,7
Produkt Krajowy Brutto realny, % PKB	1,2%	1,4%	3,9%	5,3%	3,6%	6,2%	6,7%	4,9%

Wykres 2.2

INFLACJA (CPI) W LATACH 2001-2008

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Inflacja na koniec grudnia (grudzień roku poprzedniego = 100)	3,6%	0,8%	1,7%	4,4%	0,7%	1,4%	4,0%	3,3%
Inflacja średnioroczna	5,5%	1,9%	0,8%	3,5%	2,1%	1,0%	2,5%	4,2%

Wykres 2.4

DEFICYT SEKTORA INSTYTUCJI RZĄDOWYCH I SAMORZĄDOWYCH (GENERAL GOVERNMENT) W LATACH 2001-2008

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych, mld zł	40,0	40,5	52,8	52,6	42,4	41,1	22,1	49,6
Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB	5,1%	5,0%	6,3%	5,7%	4,3%	3,9%	1,9%	3,9%

Wykres 2.5

EKSPORT I IMPORT W LATACH 2001-2008 (WG DANYCH NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Eksport, mld zł	170,6	190,5	237,3	297,7	312,0	363,8	400,2	420,8
Eksport w relacji do PKB	21,9%	23,6%	28,1%	32,2%	31,7%	34,3%	34,1%	33,1%
Import, mld zł	201,9	220,1	259,5	318,4	321,0	385,4	446,8	479,4
Import w relacji do PKB	25,9%	27,2%	30,8%	34,4%	32,6%	36,4%	38,0%	37,7%

Wykres 2.6

SALDO NA RACHUNKU OBROTÓW BIEŻĄCYCH W LATACH 2001-2008

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Saldo na rachunku obrotów bieżących, mld zł	-24,8	-22,5	-21,3	-37,4	-12,1	-28,9	-55,0	-69,5
Saldo na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB	-3,1%	-2,8%	-2,5%	-4,0%	-1,2%	-2,7%	-4,7%	-5,5%

Wykres 2.7

ZAGRANICZNE INWESTYCJE BEZPOŚREDNIE W POLSCE W LATACH 2001-2008

mld euro	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce	6,4	4,4	4,1	10,2	8,3	15,7	16,7	11,0

Wykres 2.8

## OFICJALNE AKTYWA REZERWOWE W LATACH 2001-2008

mld euro	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Oficjalne aktywa rezerwowe	30,1	28,5	27,1	27,0	36,0	36,8	44,7	44,1

Wykres 2.9

## KURS USD/PLN, EUR/PLN ORAZ EUR/USD W LATACH 2001-2008

na koniec roku	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Kurs USD/PLN	3,9863	3,8388	3,7405	2,9904	3,2613	2,9105	2,4350	2,9618
Kurs EUR/PLN	3,5219	4,0202	4,7170	4,0790	3,8598	3,8312	3,5820	4,1724
Kurs EUR/USD	0,8904	1,0496	1,2578	1,3559	1,1845	1,3202	1,4592	1,3982

średnioroczny	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Kurs USD/PLN	4,0939	4,0795	3,8889	3,6540	3,2348	3,1025	2,7667	2,4061
Kurs EUR/PLN	3,6685	3,8557	4,3978	4,5340	4,0254	3,8951	3,7829	3,5129
Kurs EUR/USD	0,8959	0,9456	1,1315	1,2430	1,2459	1,2566	1,3705	1,4719

Wykres 2.10

## AKTYWA NETTO OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH, FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ORAZ ZAKŁADÓW UBEZPIECZEŃ W LATACH 2001-2008

mld zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Otwarte fundusze emerytalne	19,4	31,6	44,8	62,6	86,1	116,6	140,0	138,3
Fundusze inwestycyjne	12,1	22,8	33,2	37,5	61,3	98,8	134,0	73,7
Zakłady ubezpieczeń	48,0	57,6	65,7	77,9	89,6	108,3	126,9	138,0
Ogółem	79,5	112,0	143,7	178,0	237,0	323,6	401,0	350,0

Wykresy 3.3 i 3.4

## DEFICYT I DŁUG SEKTORA INSTYTUCJI RZĄDOWYCH I SAMORZĄDOWYCH W RELACJI DO PKB W LATACH 2001-2008

% PKB	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych	5,1	5,0	6,3	5,7	4,3	3,8	1,9	3,9
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,7	44,8	47,1

Wykres 6.1

## POTRZEBY POŻYCZKOWE NETTO BUDŻETU PAŃSTWA W LATACH 2001-2008

mld zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Deficyt budżetu państwa	32,4	39,4	37,0	41,4	28,4	25,1	16,0	24,3
Transfer środków do OFE	0,0	0,0	0,0	10,6	12,6	14,9	16,2	19,9
Prywatyzacja netto	-6,5	-2,0	-3,0	-7,4	-2,8	-0,4	-1,4	-1,0
Środki związane z UE	0,0	0,0	0,0	-2,1	1,9	4,2	1,2	-2,4
Pozostałe	1,0	1,9	7,00	-2,9	2,5	1,2	2,0	-1,7
Potrzeby pożyczkowe netto łącznie	26,9	39,3	41,0	39,7	42,5	44,9	33,9	39,2

środki związane z UE = saldo prefinansowania + saldo środków z Komisji Europejskiej

pozostałe = saldo środków złotych i walutowych + saldo pożyczek i kredytów udzielonych + udziały w organizacjach międzynarodowych + rekompensaty

Wykres 6.2

## ROZKŁAD POTRZEB POŻYCZKOWYCH NETTO BUDŻETU PAŃSTWA W POSZCZEGÓLNYCH MIESIĄCACH 2008 R.

mld zł	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Deficyt/nadwyżka budżetu państwa	-4,4	4,4	-3,1	2,5	2,5	1,6	-0,8	-2,4	3,9	7,6	3,2	9,5
Transfer środków do OFE	1,2	1,2	2,5	0,8	1,8	2,1	1,3	1,4	2,6	0,7	1,5	2,8
Prywatyzacja netto	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,4
Środki związane z UE	0,5	-0,1	-0,2	-0,3	0,9	0,2	-1,0	-0,4	-0,2	-2,9	-1,6	2,6
Pozostałe	-0,3	-0,3	0,0	-0,4	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	-0,3	-0,3	-0,1
Potrzeby pożyczkowe netto łącznie	-3,1	5,2	-0,8	2,6	4,8	4,1	-0,6	-1,5	6,5	4,7	2,9	14,5

środki związane z UE = saldo prefinansowania + saldo środków z Komisji Europejskiej

pozostałe = saldo środków złotych i walutowych + saldo pożyczek i kredytów udzielonych + udziały w organizacjach międzynarodowych + rekompensaty

Wykres 6.3

## POTRZEBY POŻYCZKOWE BRUTTO BUDŻETU PAŃSTWA W LATACH 2001-2008

mld zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Potrzeby pożyczkowe netto	26,9	39,3	41,0	39,7	42,5	44,9	33,9	39,2
Wykup długu krajowego	39,5	63,2	74,0	88,0	81,5	76,7	67,0	72,4
Wykup długu zagranicznego	63,2	7,5	12,5	10,0	7,7	9,1	7,1	7,4
Potrzeby pożyczkowe brutto łącznie	74,0	110,0	127,5	137,8	131,7	130,7	108,1	119,0

Wykres 6.4

## ROZKŁAD POTRZEB POŻYCZKOWYCH BRUTTO BUDŻETU PAŃSTWA W POSZCZEGÓLNYCH MIESIĄCACH 2008 R.

mld zł	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Potrzeby pożyczkowe netto	-3,1	5,2	-0,8	2,6	4,8	4,1	-0,6	-1,5	6,5	4,7	2,9	14,5
Wykup długu krajowego	9,2	4,7	5,1	11,4	-0,5	9,4	1,6	9,3	7,2	4,6	3,2	7,2
Wykup długu zagranicznego	0,0	0,0	3,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	3,5	0,0	0,2	0,0
Potrzeby pożyczkowe brutto łącznie	6,1	10,0	7,4	14,0	4,6	13,6	1,0	7,8	17,2	9,3	6,3	21,8

Wykres 6.5

## FINANSOWANIE POTRZEB POŻYCZKOWYCH NETTO BUDŻETU PAŃSTWA W LATACH 2001-2008

mld zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Finansowanie krajowe	37,6	36,4	34,3	36,9	26,7	40,4	28,7	35,9
Finansowanie zagraniczne	-10,8	2,9	6,7	2,8	15,8	4,5	5,3	3,3
Finansowanie łącznie	26,9	39,3	41,0	39,7	42,5	44,9	34,0	39,2

Wykres 6.6

## FINANSOWANIE POTRZEB POŻYCZKOWYCH BRUTTO BUDŻETU PAŃSTWA W LATACH 2001-2008

mld zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Finansowanie krajowe	77,1	99,5	108,3	124,9	108,3	117,1	95,8	108,3
Finansowanie zagraniczne	10,5	10,5	19,2	12,8	23,5	13,6	12,4	10,6
Finansowanie łącznie	87,6	110,0	127,5	137,8	131,7	130,7	108,2	119,0

Wykres 6.7

## ZMIANA ZADŁUŻENIA SKARBU PAŃSTWA Z TYTUŁU WYEMITOWANYCH SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W LATACH 2001-2008

mld zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bony skarbowe	11,8	6,8	6,0	-1,2	-22,5	1,4	-3,2	27,8
Obligacje krajowe	21,4	29,0	27,0	41,2	46,1	35,9	31,2	10,0
Obligacje zagraniczne	2,0	5,4	12,3	13,0	38,3	9,8	10,2	7,8
Ogółem	35,2	41,3	45,3	53,0	61,9	47,2	38,1	45,6

Wykres 6.9

## STRUKTURA SPRZEDAŻY SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH NA RYNKU KRAJOWYM I RYNKACH ZAGRANICZNYCH W LATACH 2001-2008

mld zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bony skarbowe*	35,2	42,0	48,1	46,9	24,4	25,8	22,6	50,4
Obligacje krajowe	45,8	67,6	68,4	93,8	94,1	102,4	83,3	68,4
Obligacje zagraniczne	3,8	10,9	18,2	14,1	38,3	13,6	10,4	8,3
Ogółem	98,1	126,5	143,6	156,6	159,4	145,0	116,2	127,1

\* bony skarbowe bez bonów sprzedażowych i wykupywanych w ciągu roku

Wykres 6.15

ZOBOWIĄZANIA WOBEC KLUBU PARYSKIEGO W LATACH 1991-2008  
(PRZELICZONE NA USD WG KURSU NA KONIEC DANEGO ROKU)

mld dolarów	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Spląty terminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,8	1,0	1,5	2,1	2,1	2,0	2,3	2,7
Spląty przedterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	5,8	0,0	0,0	0,5
Poziom zadłużenia	31,5	29,6	28,7	26,4	27,5	26,1	23,9	24,4	22,5	20,9	16,0	16,9	17,7	16,6	7,6	6,0	4,2	1,0

Wykres 6.16

## ZOBOWIĄZANIA Z TYTUŁU OBLIGACJI TYPU BRADY W LATACH 1994-2008

mld dolarów	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Przedterminowy wykup	0,0	0,3	0,0	1,7	0,7	0,0	0,9	0,3	1,3	1,5	0,0	0,0	0,6	0,1	0,2
Poziom zadłużenia	8,0	7,7	7,7	6,1	5,3	5,3	4,4	4,0	2,7	1,2	1,2	1,2	0,6	0,5	0,3

Wykres 7.1

## PAŃSTWOWY DŁUG PUBLICZNY ORAZ DŁUG SEKTORA GENERAL GOVERNMENT W LATACH 2001-2008

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Państwowy dług publiczny, mld zł	302,1	352,4	408,3	431,4	466,6	506,3	527,4	597,8
Państwowy dług publiczny w relacji do PKB	38,8%	43,6%	48,4%	46,7%	47,5%	47,8%	45,2%	47,0%
Dług sektora general government, mld zł	292,8	340,9	396,7	422,4	462,7	505,1	527,6	598,4
Dług sektora general government w relacji do PKB	37,6%	42,2%	47,1%	45,7%	47,1%	47,7%	45,2%	47,1%

Wykres 7.3

## STRUKTURA ZADŁUŻENIA SKARBU PAŃSTWA WG KRYTERIUM MIEJSCA EMISJI W LATACH 2001-2008

mld zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dług krajowy	185,0	219,3	251,2	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2
Dług zagraniczny	98,9	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	121,1	149,7
Ogółem	283,9	327,9	378,9	402,9	440,2	478,5	501,5	569,9



Wykres 7.5

## STRUKTURA ZADŁUŻENIA SKARBU PAŃSTWA Z TYTUŁU KRAJOWYCH SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W LATACH 2001-2008

mld zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bony skarbowe	35,2	42,0	48,1	46,9	24,4	25,8	22,6	50,4
Obligacje skarbowe	140,8	170,3	197,9	240,0	287,6	324,7	357,6	369,0
obligacje stałoprocentowe	102,7	140,4	175,3	209,1	249,7	278,2	294,6	300,4
obligacje zmiennoprocentowe	38,1	29,9	22,6	28,3	33,2	40,1	54,8	57,8
obligacje indeksowane	0,0	0,0	0,0	2,6	4,7	6,5	8,2	10,8
Ogółem		212,4	246,0	286,9	312,0	350,5	380,2	419,4

Wykres 7.6

## STRUKTURA ZADŁUŻENIA ZAGRANICZNEGO SKARBU PAŃSTWA W LATACH 2001-2008

mld zł	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Staloprocentowe	61,9	75,8	73,9	97,5	106,2	107,7	141,7
Zmiennoprocentowe	46,7	52,0	37,3	27,1	20,0	13,4	8,1
Ogółem	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	121,1	149,7

Wykres 7.7

## STRUKTURA PODMIOTOWA KRAJOWEGO DŁUGU SKARBU PAŃSTWA W LATACH 2002-2008

mld zł	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Krajowy sektor pozabankowy	109,4	123,9	143,6	171,5	197,3	218,1	228,7
Krajowy sektor bankowy	78,6	86,1	85,8	75,0	80,6	87,9	135,6
Inwestorzy zagraniczni	31,4	41,1	62,3	68,9	74,4	74,5	55,9
Ogółem	219,3	251,2	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2

Wykres 7.8

## WARTOŚĆ PORTFELI KRAJOWYCH OBLIGACJI SKARBOWYCH KRAJOWYCH INWESTORÓW POZABANKOWYCH W LATACH 2002-2008

mld zł	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Fundusze emerytalne	19,2	26,1	36,1	52,8	69,4	83,0	100,6
Zakłady ubezpieczeń	34,9	39,2	43,9	51,4	56,4	63,7	63,7
Fundusze inwestycyjne	11,9	13,8	12,3	27,1	34,2	37,5	24,0
Pozostali	20,9	19,4	23,6	25,6	22,1	22,5	27,9
Ogółem	86,9	98,5	115,9	156,9	182,1	206,7	216,3

Wykres 7.11

## KOSZTY OBSŁUGI ZADŁUŻENIA SKARBU PAŃSTWA W LATACH 2001-2008

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Koszty obsługi zadłużenia Skarbu Państwa, mld zł	20,9	24,0	24,1	22,7	25,0	27,8	27,6	25,1
krajowego, mld zł	17,1	20,3	20,4	18,5	21,3	23,3	22,6	20,0
zagranicznego, mld zł	3,8	3,7	3,8	4,2	3,7	4,5	5,0	5,1
Koszty ogółem w relacji do PKB	2,7%	3,0%	2,9%	2,5%	2,5%	2,6%	2,4%	2,0%
Koszty ogółem w relacji do wydatków budżetu państwa	12,1%	13,1%	12,8%	11,5%	12,0%	12,5%	10,9%	9,0%

Wykres 8.1

## ŚREDNIA ZAPADALNOŚĆ DŁUGU SKARBU PAŃSTWA W LATACH 2001-2008

lata	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dług krajowy	2,51	2,73	2,66	3,15	3,57	3,94	4,33	4,23
Dług zagraniczny	6,50	5,96	5,72	5,46	8,51	8,28	8,28	8,11
Dług ogółem	4,09	3,90	3,75	3,82	5,01	5,11	5,30	5,27

Wykres 8.3

## STRUKTURA FAKTYCZNEJ ZAPADALNOŚCI KRAJOWYCH SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W LATACH 2001-2008

mld zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
do 1 roku (włącznie)	66,5	80,8	93,2	84,8	83,3	70,0	77,8	99,0
od 1 roku do 3 lat (włącznie)	55,3	57,1	77,3	87,3	82,5	98,5	111,4	127,2
od 3 do 5 lat (włącznie)	32,9	41,2	38,2	65,6	86,2	108,6	77,3	71,0
powyżej 5 lat	21,4	33,2	37,2	49,1	60,0	73,4	113,6	122,2
Ogółem	176,0	212,4	246,0	286,9	312,0	350,5	380,2	419,4

Wykres 8.4

## STRUKTURA WALUTOWA ZADŁUŻENIA SKARBU PAŃSTWA W LATACH 2001-2008

mld zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PLN	172,1	212,7	250,4	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2
EUR	42,6	50,7	72,2	69,5	81,8	89,4	87,3	107,5
USD	49,0	41,9	32,8	22,9	22,7	17,3	13,3	14,4
JPY	4,7	4,7	5,6	6,3	9,0	9,5	9,0	13,6
CHF	3,3	3,6	3,5	3,8	6,2	5,8	8,4	12,1
Pozostałe	12,3	14,3	14,5	8,7	5,0	4,1	3,1	2,1
Ogółem	283,9	327,9	378,9	402,9	440,2	478,5	501,5	569,9

Wykres 8.6

## DURATION DŁUGU SKARBU PAŃSTWA W LATACH 2001-2008

lata	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dług krajowy	1,75	2,16	2,12	2,44	2,76	2,99	2,85	2,86
Dług zagraniczny	3,43	3,56	3,62	3,77	5,98	5,90	5,92	5,55
Dług ogółem	2,41	2,65	2,66	2,84	3,73	3,78	3,63	3,58

Wykres 8.7

## ATR (AVERAGE TIME TO REFIXING) DŁUGU SKARBU PAŃSTWA W LATACH 2001-2008

lata	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dług krajowy	2,05	2,41	2,44	2,80	3,07	3,40	3,39	3,38
Dług zagraniczny	4,43	4,35	4,45	4,55	7,99	7,91	8,05	7,96
Dług ogółem	2,99	3,11	3,15	3,31	4,51	4,61	4,53	4,60

Wykres 8.8

ŚREDNI MIESIĘCZNY STAN ŚRODKÓW NA RACHUNKACH BUDŻETOWYCH W 2008 R.

mld zł	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Złotowe	9,1	8,4	4,0	4,4	6,3	7,6	4,3	8,0	8,4	5,5	7,4	4,8
Walutowe	0,5	0,5	0,7	0,3	0,7	2,9	5,7	4,9	3,9	0,3	0,1	0,0
Ogółem	9,6	8,9	4,7	4,7	7,0	10,5	10,0	12,9	12,3	5,7	7,5	4,8

Wykres 9.1

WARTOŚĆ TRANSAKJI NA KRAJOWYCH SKARBOWYCH PAPIERACH WARTOŚCIOWYCH W LATACH 2001-2008

bln zł	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Obligacje skarbowe	0,6	1,1	2,0	2,1	4,2	6,5	7,4	6,4
Bony skarbowe	0,5	1,1	1,8	1,8	1,2	0,5	0,2	0,5
Ogółem	1,1	2,2	3,8	3,9	5,4	6,9	7,6	6,9

Wykres 9.3

WSKAŹNIK PŁYNNOŚCI RYNKU WTÓRNEGO KRAJOWYCH BENCHMARK'OWYCH OBLIGACJI SKARBOWYCH W LATACH 2002-2008\*

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Benchmark 2-letni	353,59%	300,64%	221,53%	286,7%	339,1%	170,9%	149,7%
Benchmark 5-letni	160,50%	134,01%	237,65%	285,0%	341,6%	419,7%	342,4%
Benchmark 10-letni	84,75%	164,96%	70,98%	208,5%	206,1%	264,2%	205,2%
Obligacje skarbowe ogółem	70,11%	93,77%	83,75%	134,0%	176,2%	185,4%	149,3%

\* stosunek średniej wartości zawartych transakcji do średniego poziomu zadłużenia