

**STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM**  
**sektora finansów publicznych**  
**w latach 2008-10**

**Ministerstwo Finansów**  
**Warszawa, wrzesień 2007 r.**



**STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM**  
**sektora finansów publicznych**  
**w latach 2008-10**

I. WPROWADZENIE	4
II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO	5
II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi	5
II.2. Struktura długu Skarbu Państwa	7
II.3. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych	9
II.4. Ocena realizacji celu Strategii w 2006 r. i w pierwszej połowie 2007 r.	10
III. UWARUNKOWANIA STRATEGII	14
III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski	14
III.2. Uwarunkowania międzynarodowe	17
IV. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2008-10	18
V. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM	20
VI. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	23
VI.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych	23
VI.2. Założenia strategii udzielania poręczeń i gwarancji	23
VI.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	24
VII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII	29
VII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu	29
VII.2. Struktura długu Skarbu Państwa	31
VII.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii	32
Aneks 1. Słowniczek pojęć	33
Aneks 2. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE	37
Aneks 3. Deficyt i dług publiczny oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE	39
Aneks 4. Ocena kredytowa ( <i>rating</i> ) długu rządowego państw UE	40
Aneks 5. Średnia zapadalność i <i>duration</i> długu państw UE w 2006 r.	41
Aneks 6. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE	42
Aneks 7. Podstawowe kategorie długu i ich relacja do PKB w okresie 2001-VI 2007	45
Aneks 8. Dług sektora finansów publicznych i dług Skarbu Państwa w Polsce	46

## I. WPROWADZENIE

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

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się na dwóch poziomach:

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

*Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2008-10* zawiera prognozy wielkości długu publicznego spójne z założeniami polityki fiskalnej przyjętymi w projekcie ustawy budżetowej na 2008 r., natomiast w zakresie celów i zadań odnosi się do zarządzania długiem publicznym w węższym znaczeniu.

W 2006 r. państwowy dług publiczny wyniósł 505,0 mld zł (47,7% PKB) wobec 510,2 mld zł (49,2% PKB) prognozowanych w poprzedniej *Strategii*. Przewiduje się, że relacja długu publicznego do PKB, po spadku do 47,0% (tj. o 0,7 p.proc.) w 2007 r., w horyzoncie *Strategii* nieznacznie wzrośnie. Przy przyjętych założeniach państwowy dług publiczny wyniesie 593,6 mld zł (47,4% PKB) w 2008 r. i osiągnie 694,1 mld zł (47,7% PKB) w 2010 r., co oznacza że nie zostanie przekroczony pierwszy próg 50% przewidziany w ustawie o finansach publicznych.

Koszty obsługi długu SP, które w 2006 r. wyniosły 27,8 mld zł (2,6% PKB), osiągną ok. 28,1 mld zł (2,4% PKB) w 2007 r. i ok. 34,9 mld zł (2,4% PKB) w 2010 r.

Niniejsza *Strategia* stanowi w dużej mierze kontynuację strategii przygotowanej rok temu. Utrzymany został cel minimalizacji kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach związanych z ryzykiem, jak również najważniejsze zadania *Strategii*, związane z rozwojem rynku pierwotnego i wtórnego skarbowych papierów wartościowych (SPW).

Dla realizacji celu *Strategii* w latach 2008-2010 przyjęto, że:

- utrzymane zostanie elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku i waluty, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi przy ograniczeniach wynikających z ryzyka kursowego oraz możliwego wpływu na politykę pieniężną;
- głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy. Z uwagi na integrację z Unią Gospodarczą i Walutową (UGW) rolę rynku strategicznego przy emisjach zagranicznych będzie pełnił rynek euro;
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro;
- w dalszym ciągu zwiększana będzie średnia zapadalność długu krajowego, natomiast jego *duration*, które osiągnęło już poziom akceptowalny z punktu widzenia ryzyka stopy procentowej, utrzymywane będzie w przedziale 2,5-4,0 roku (w przypadku długu zagranicznego obecny poziom zarówno ryzyka refinansowania, jak i ryzyka stopy procentowej nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów obsługi). Zarządzanie ryzykiem refinansowania i ryzykiem stopy procentowej długu krajowego zostanie rozdzielone.

Układ *Strategii* nie uległ zasadniczym zmianom. Bardziej szczegółowo zostały zaprezentowane najważniejsze wielkości związane z kształtowaniem się długu potencjalnego wynikającego z poręczeń i gwarancji udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych.

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

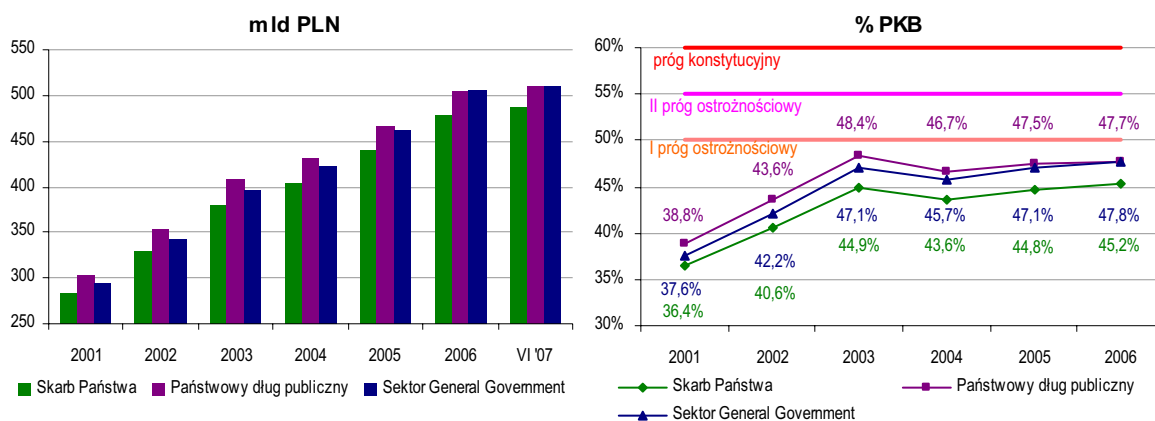
Finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa powoduje konieczność zaciągania długu publicznego i ponoszenia kosztów jego obsługi. Zarządzanie długiem polega na kształtowaniu jego struktury tak, by z istnieniem długu publicznego wiązały się jak najmniejsze koszty przy akceptowalnym poziomie ryzyka.

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

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

Zmiany wielkości długu publicznego w latach 2001-07 wynikały głównie ze zmian długu SP. Wzrost długu w ujęciu nominalnym był wypadkową stosunkowo wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz zmian poziomu kursu złotego. Jednocześnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego od 2004 r. wpłynęło na stabilizację relacji długu publicznego do PKB poniżej 50%, tj. pierwszego progu przewidzianego w ustawie o finansach publicznych.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego w latach 2001-2007<sup>1</sup>



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

Relacja długu publicznego do PKB, wynosząca na koniec 2006 r. 47,8% (wg metodologii UE) jest niższa w porównaniu z wielkością tej relacji dla całej UE (61,7%) i dla strefy euro (69,0%)<sup>3</sup>.

Zmiana relacji długu SP do PKB w latach 2001-2006 zależała przede wszystkim od wielkości deficytu budżetowego i innych potrzeb pożyczkowych (w tym wynikających z reformy emerytalnej) oraz tempa nominalnego wzrostu PKB. Mała rola przychodów z prywatyzacji. Istotną przyczyną odchylenia między potrzebami pożyczkowymi a przyrostem długu miały zmiany kursów wpływające na zmiany poziomu długu w walutach obcych.

Systematycznie malało również pozostałe zadłużenie SP, nie wynikające z finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu (z 9,0 mld zł w 2001 r. do 0,2 mld zł w połowie 2007 r.), przede wszystkim za sprawą spłaty zobowiązań z tytułu niepodwyższania płac w sferze budżetowej oraz spłaty długu Funduszu Pracy.

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

<sup>2</sup> Różnice między metodologią polską a UE zostały omówione w aneksie 6.

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

Tabela 1. Czynniki wpływające na zmianę relacji długu SP do PKB w latach 2001-2006 (%)

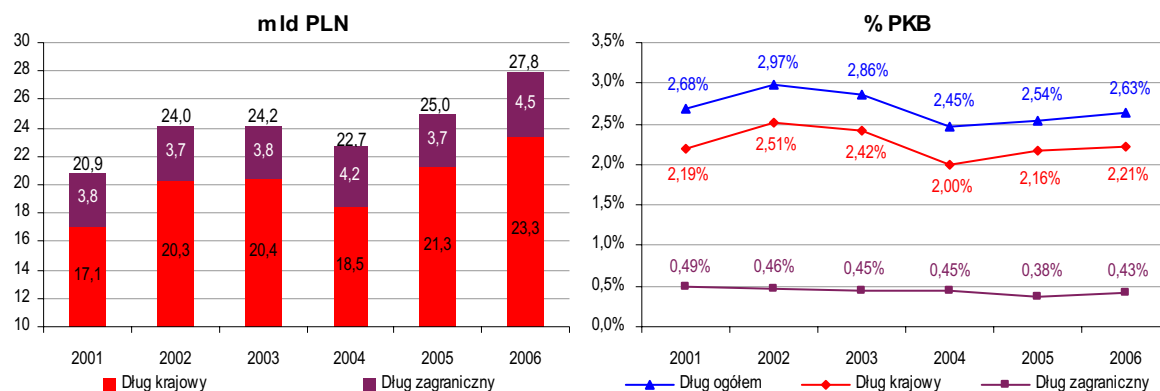
Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Relacja długu SP do PKB</b>	<b>36,4</b>	<b>40,6</b>	<b>44,9</b>	<b>43,6</b>	<b>44,8</b>	<b>45,2</b>
Zmiana relacji długu SP do PKB	0,6	4,2	4,3	-1,3	1,2	0,4
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, w tym:	3,3	4,6	4,5	4,9	4,3	4,2
1.1. saldo pierwotne budżetu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

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

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

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

Wykres 2. Koszty obsługi długu SP w latach 2001-2006



Zmiany w poziomie kosztów obsługi długu były wypadkową przyrostu długu SP i zmian poziomów stóp procentowych (malejących do połowy 2003 r., rosnących do połowy 2004 r. znowu malejących do lipca 2005 r. i od tego czasu utrzymujących się na względnie stabilnym poziomie). Na rozkład kosztów w czasie miał również wpływ kasowy system budżetu państwa, w którym dyskonto jest kosztem przy wykupie SPW. Aby zmienna wysokość kosztów obsługi długu nie wpływała destabilizująco na konstruowanie budżetu państwa, podejmowane były działania służące ich równomiernemu rozkładowi w czasie. Zaliczały się do nich:

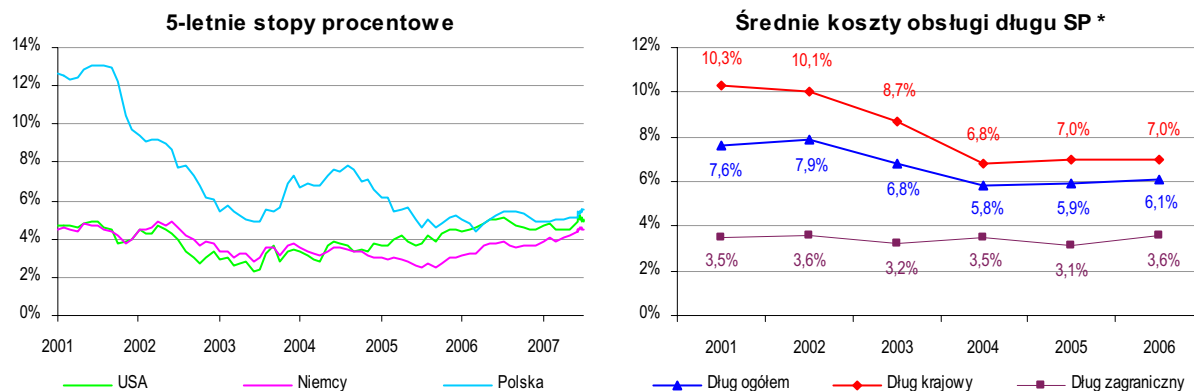
- Ustalanie wysokości oprocentowania nowych emisji obligacji hurtowych na poziomie zbliżonym do ich rentowności tak, aby ograniczyć kumulację kosztów obsługi z tytułu dyskonta przy ich wykupie. Wyjątkiem były obligacje 10-letnie otwierane jako benchmarki 5-letnie, których kupony były ustalane w innych warunkach rynkowych.
- Przetargi zamiany i odkupu obligacji, stosowane od 2001 r., przede wszystkim w celu ograniczania ryzyka refinansowania, ale pozwalające również na regulowanie rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.
- Instrumenty pochodne – stosowane od końca 2006 r.

Koszty obsługi długu zagranicznego były znacznie niższe niż krajowego, co w coraz mniejszym stopniu wynikało z różnicy poziomów stóp procentowych na rynku krajowym

i głównych rynkach zagranicznych, a w coraz większym stopniu z malejącego udziału długu zagranicznego w długi SP.

Relacja kosztów całego długu SP do PKB, po istotnym obniżeniu w latach 2003-2004, w latach 2005-2006 wykazywała niewielką tendencję wzrostową.

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



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

## II.2. Struktura długu Skarbu Państwa

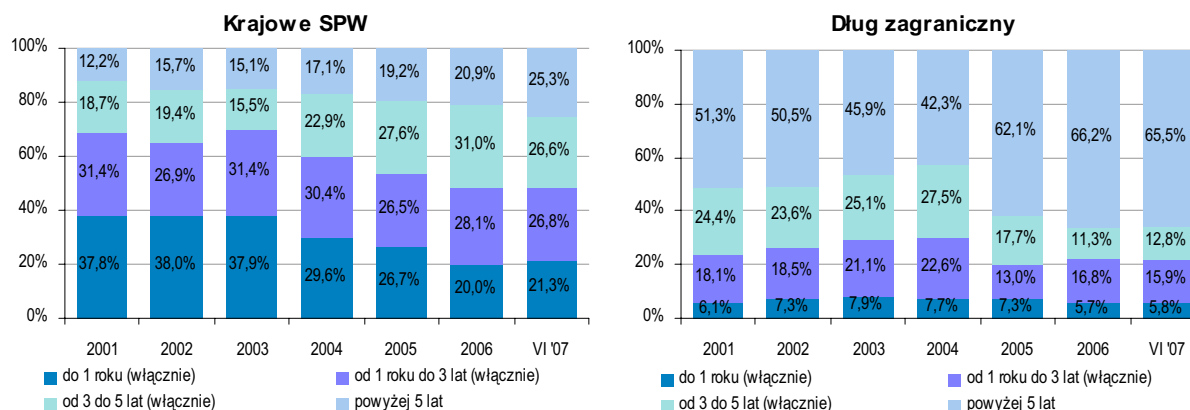
Zmiany w strukturze długu SP wynikały z realizacji celu *Strategii*, tj. minimalizacji kosztów w długim terminie, z uwzględnieniem ograniczeń związanych z ryzykiem. Prowadzona polityka emisyjna i operacje na składnikach długu w znaczący sposób ograniczyły ryzyko związane ze strukturą długu SP.

### a) Ryzyko refinansowania

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

- rosnącej roli obligacji średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych; obligacje o terminach zapadalności od 5 lat stanowiły odpowiednio 58,9% w 2001 r., 70,9% w 2006 r. i 90,4% w I połowie 2007 r. ogółu sprzedanych na przetargach obligacji<sup>4</sup>,
- dużego spadku zadłużenia w bonach skarbowych (z 35 mld zł w 2001 r. do 20 mld zł w I połowie 2007 r., co stanowiło odpowiednio 20,0% i 5,6% zadłużenia w krajowych SPW); począwszy od 2004 r. bony skarbowe nie są instrumentem finansowania deficytu;

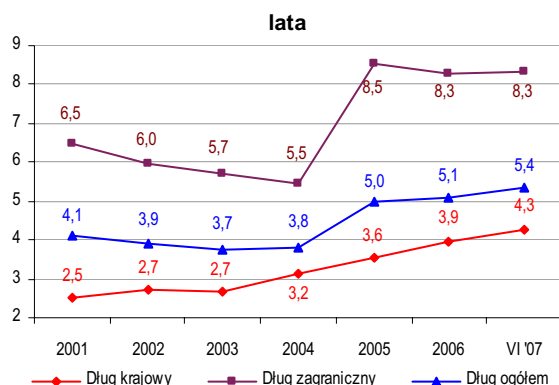
Wykres 4. Struktura długu SP wg faktycznych terminów wykupu w latach 2001-2007



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

- wzrastającej skali przetargów zamiany. W 2002 r. odkupiono obligacje o zbliżającym się terminie zapadalności na łączną kwotę 9,6 mld zł w ujęciu nominalnym, w 2006 r. 27,6 mld zł, a w I połowie 2007 r. 13,1 mld zł.

Wykres 5. Średnia zapadalność długu SP w latach 2001-2007



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

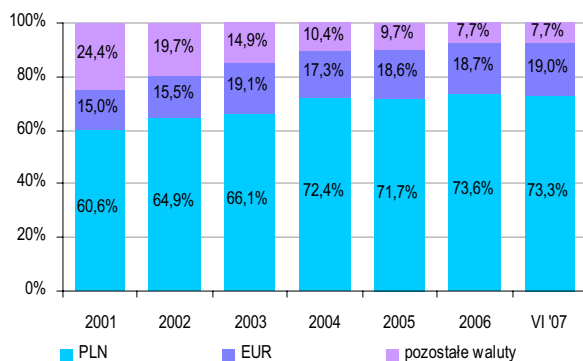
Systematyczny, począwszy od 2003 r., wzrost średniej zapadalności całego długu SP wynikał ze stabilnego wzrostu średniej zapadalności długu krajowego, mającego dominujący udział w długu ogółem oraz znaczącego wydłużenia w 2005 r., a następnie stabilizacji na wysokim poziomie, średniej zapadalności długu zagranicznego.

Dzięki postępowi w ograniczaniu ryzyka refinansowania w walucie krajowej, jego poziom coraz bardziej zbliża się do występującego w innych państwach UE, gdzie średnia zapadalność długu krajowego wynosi średnio 5,8 roku a długu ogółem 6,2 roku<sup>5</sup>.

#### b) Ryzyko kursowe

Udział długu nominowanego w walutach obcych w długu SP do 2004 r. systematycznie spadał, a następnie ukształtował się w przedziale 26-29%. Ograniczaniu ulegał udział innych niż euro walut obcych. Było to rezultatem działania następujących czynników:

Wykres 6. Struktura walutowa zadłużenia SP



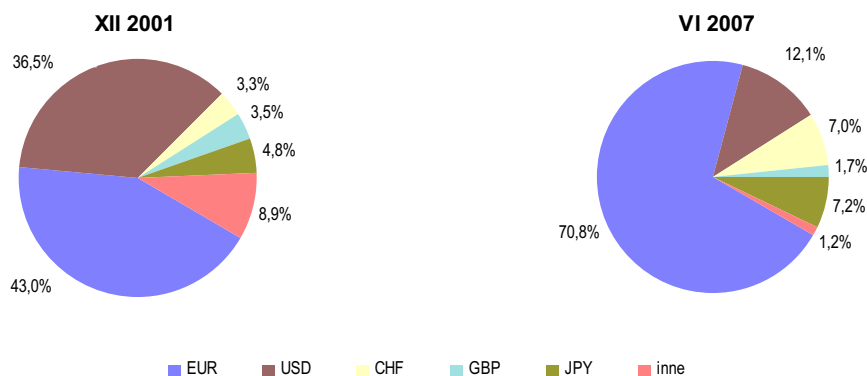
- przyjęcia w wariantcie bazowym finansowania zagranicznego w wysokości zbliżonej do potrzeb walutowych budżetu państwa, związanych z obsługą i wykupem długu zagranicznego (od końca 2001 r. do połowy 2007 r. wartość nominalna długu zagranicznego wzrosła zaledwie o 30,8 mld zł wobec 171,8 mld zł dla długu krajowego,

<sup>5</sup> Szczegółowe dane znajdują się w aneksie 5.



- elastycznego podejścia do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu w kontekście ograniczeń wynikających z ryzyka kursowego, stosowanego od 2004 r. i pozwalającego na przejściowe odstępstwa od wariantu bazowego,
- strategicznej roli euro jako przyszłej waluty krajowej (przyjęcie euro oznaczać będzie skokowy spadek ryzyka kursowego).

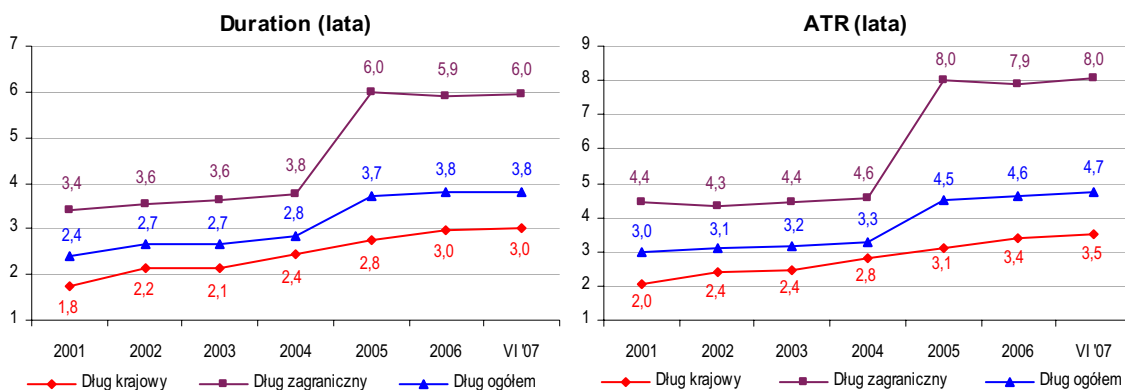
Wykres 7. Struktura walutowa długu zagranicznego SP



### c) Ryzyko stopy procentowej

Ze względu na dominujące znaczenie instrumentów o oprocentowaniu stałym w nowo emitowanym długu, ryzyko stopy procentowej długu krajowego i zagranicznego podlegało w ostatnich latach podobnym zmianom jak ryzyko refinansowania, dlatego też jego główne miary, tj. *duration* i ATR pozostawały w ścisłym związku ze średnią zapadalnością. Dodatkowo na rynku krajowym do zwiększenia *duration* przyczynił się spadek stóp procentowych w szczególności w roku 2002 i 2005, natomiast, do zmniejszenia *duration* wzrost stóp w szczególności w roku 2003. W 2007 r. *duration* i ATR długu krajowego rosły wolniej niż średnia zapadalność, co spowodowane było okresowo większą sprzedażą instrumentów o oprocentowaniu zmiennym i wzrostem stóp procentowych.

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



*Duration* długu krajowego przekroczyło poziom państw UE o najniższych wartościach tego wskaźnika, a długu ogółem jest zbliżone do średniej państw UE<sup>6</sup>. Podobnie jak w przypadku ryzyka refinansowania, ryzyko stopy procentowej długu w walutach obcych znajduje się na akceptowalnym poziomie.

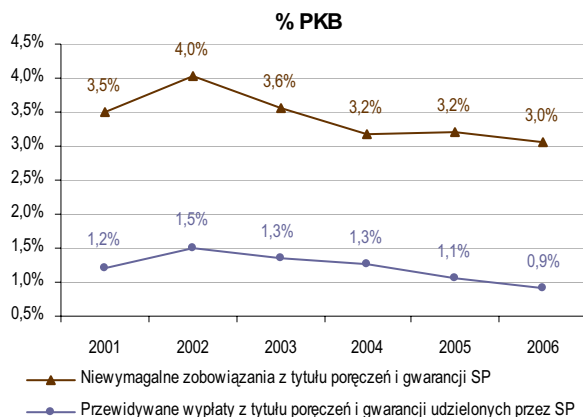
### II.3. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych

Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. Na koniec 2006 r. prawie 70% potencjalnych niewymagalnych zobowiązań z tego tytułu należało do grupy niskiego ryzyka. Podobnie jak

<sup>6</sup> Na koniec 2006 r. *duration* długu krajowego w państwach UE wyniosło średnio 3,9 roku (2,6 w Finlandii i na Węgrzech), a długu ogółem 4,1 roku. Szczegółowe dane znajdują się w aneksie 5.

w 2005 r., obniżeniu uległ długoterminowy współczynnik ryzyka dla całego portfela, a relatywnie większym ryzykiem obarczone były poręczenia i gwarancje krajowe. Relacja przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń SP do PKB uległa obniżeniu z 1,06% w 2005 r. do 0,9% w 2006 r.

Wykres 9. Niewymagalne zobowiązania oraz przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP



#### II.4. Ocena realizacji celu Strategii w 2006 r. i w pierwszej połowie 2007 r.

W 2006 r. i pierwszych trzech kwartałach 2007 r. zarządzanie długiem odbywały się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2006-08*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2005 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2007-09*, zaakceptowanej we wrześniu 2006 r.

Tabela 2 przedstawia ocenę stopnia realizacji celu strategii wraz z ograniczeniami na ryzyko w 2006 r. i w I połowie 2007 r.

Tabela 2. Ocena stopnia realizacji Strategii w 2006 r i I połowie 2007 r.

I. Cel Strategii		
	Stopień realizacji	Sposób realizacji
Minimalizacja kosztów obsługi długu	Wysoki	<p><b>1. Dobór instrumentów</b></p> <p>Podstawowym rynkiem pozyskiwania środków był rynek krajowy (w 2006 r. wartość nominalna emisji SPW wyniosła 131,4 mld zł w kraju i 13,5 mld zł zagranicą, w I połowie 2007 r. odpowiednio 47,7 mld zł oraz 9,3 mld zł). Głównymi czynnikami branymi pod uwagę przy realizacji struktury finansowania były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• zmniejszenie się różnicy w poziomach stóp procentowych na rynku krajowym i głównych rynkach zagranicznych (USD, EUR),</li> <li>• ograniczone potrzeby walutowe budżetu państwa,</li> <li>• unikanie negatywnych efektów wymiany walut obcych na złote,</li> <li>• duży popyt na średnio- i długoterminowe obligacje o stałym oprocentowaniu na rynku krajowym (w 2006 r. sprzedano obligacje o wartości 32,2 mld zł przy popycie 93,1 mld zł, w I połowie 2007 r. odpowiednio 16,6 mld zł i 57,1 mld zł).</li> </ul> <p>W zakresie długu zagranicznego najważniejszymi operacjami były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• przedterminowy wykup obligacji Brady'ego na kwotę ok. 0,6 mld USD,</li> <li>• benchmarkowe emisje na rynku euro (10-letnie o wartości 3 mld EUR w lutym 2006 r. i 15-letnie o wartości 1,5 mld EUR w styczniu 2007 r.),</li> <li>• podtrzymanie obecności Polski na innych rynkach zagranicznych, szczególnie o niskich poziomach stóp procentowych, poprzez emisje w jenach w listopadzie 2006 r. (obligacje 10-letnie o wartości 25 mld JPY i 20-letnie o wartości 60 mld JPY) oraz frankach szwajcarskich w maju 2007 r. (5-letnie o wartości 500 mln CHF i 12-letnie o wartości 1 mld CHF).</li> </ul>
		<p><b>2. Efektywność rynku SPW</b></p> <p>Najważniejszymi działaniami służącymi ograniczeniu kosztów były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Kontynuacja polityki dokonywania dużych i płynnych emisji benchmarkowych na rynku krajowym. Próg 5 mld EUR na rynku krajowym przekroczyło 8 emisji obligacji (w tym 7 o oprocentowaniu stałym). Koncentracja emisji stanowiła istotny czynnik mający wpływ na wzrost płynności na rynku wtórnym. Wskaźnik płynności rynku obligacji wzrósł z 134,5% w 2005 r. do 176,2% w 2006 r. i 175,9% w I połowie 2007 r.</li> <li>• Polityka płynnych emisji benchmarkowych na rynku euro. Polskie emisje mają największą wartość nominalną i płynność spośród notowanych na platformie elektronicznej NewEuro MTS.</li> <li>• Otwarcie systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW) na instytucje zagraniczne. W 2006 r. do systemu zakwalifikowały się 2 instytucje zagraniczne, co przełożyło się m.in. na pozyskanie nowych inwestorów zagranicznych na krajowym rynku SPW. W 2007 r. liczba zakwalifikowanych banków zagranicznych wzrosła do 3.</li> <li>• Wprowadzenie od kwietnia 2006 r. skróconego okresu rozliczania przetargów obligacji (T+2). Skutkowało to zmniejszeniem dla inwestorów ryzyka wynikającego z ograniczonych możliwości obrotu instrumentami przed formalnym rozliczeniem aukcji.</li> <li>• Ograniczanie kosztów emisji, związanych z prowizjami i opłatami dla organizatorów emisji zagranicznych w wyniku przyjętych kryteriów wyboru.</li> </ul>

II. Ograniczenia celu – mierzalne						
Ograniczenie	Stopień realizacji	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2005	2006	VI 2007
<b>Ryzyko refinansowania</b>	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dominujący udział w sprzedaży obligacji 5- i 10-letnich.</li> <li>• Duża rola przetargów zamiany,</li> <li>• Nowe instrumenty długoterminowe (emisja obligacji 30-letnich o stałym oprocentowaniu w VI'07 r.).</li> <li>• Średnia zapadalność długu krajowego przekroczyła założony w Strategii poziom 4 lat.</li> </ul>	Średnia zapadalność:			
			<ul style="list-style-type: none"> <li>- kraj</li> <li>- zagranica</li> <li>- razem</li> </ul>	3,57	3,94	4,27
			Udział w SPW krajowych:			
			<ul style="list-style-type: none"> <li>- SPW do 1 r.</li> <li>- bonów skarbowych</li> </ul>	26,7%	20,0%	21,3%
				7,8%	7,4%	5,6%
<b>Ryzyko kursowe</b>	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ograniczona rola finansowania zagranicznego.</li> <li>• Duży wpływ aprecjacji złotego na udział długu zagranicznego w długu ogółem.</li> <li>• Udział długu zagranicznego w określonym w Strategii przedziale 25-27%.</li> </ul>	Udział długu zagranicznego w długu SP	28,3%	26,4%	26,7%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	65,6%	70,9%	71,2%
<b>Ryzyko stopy procentowej</b>	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Duration długu krajowego pozostawała w środku określonego w Strategii przedziału 2,5-3,5 roku.</li> <li>• Ryzyko długu zagranicznego pozostawało na bezpiecznym poziomie.</li> </ul>	Duration:			
			<ul style="list-style-type: none"> <li>- kraj</li> <li>- zagranica</li> <li>- razem</li> </ul>	2,76	2,99	3,01
			ATR			
			<ul style="list-style-type: none"> <li>- kraj</li> <li>- zagranica</li> <li>- razem</li> </ul>	3,07	3,40	3,51
				7,99	7,91	8,04
				4,51	4,61	4,74

III. Ograniczenia celu – niemierzalne		
Ograniczenie	Stopień realizacji	Sposób realizacji
<b>Ryzyko płynności</b>	Zadowalający	<p>Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• przetargi zamiany (służące ograniczaniu ryzyka refinansowania przy wykupie dużych emisji),</li> <li>• oprocentowane lokaty złotowe w NBP,</li> <li>• lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK, obejmujące transakcje warunkowe typu <i>buy-sell-back</i> oraz lokaty międzybankowe. W 2006 r. zawarto 1570 transakcji lokacyjnych o łącznej wartości 352 mld zł, a w I półroczu 2007 r. odpowiednio 715 transakcji o wartości 237 mld zł.</li> <li>• oprocentowane lokaty walutowe w NBP.</li> </ul> <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa (średnio 8,9 mld zł w 2006 r. i 9,4 mld zł w I połowie 2007 r. na rachunkach złotych i równowartość 1,8 mld EUR i 0,9 mld EUR na rachunkach walutowych) pozwalał na bezpieczną realizację przepływów budżetowych i równomierny rozkład podaży SPW.</p>
<b>Ryzyko kredytowe</b>	Zadowalający	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lokaty w BGK, zabezpieczone SPW, nie generowały ryzyka kredytowego.</li> <li>• Funkcjonuje system limitów kredytowych dla lokat niezabezpieczonych.</li> <li>• Ryzyko związane z transakcjami na instrumentach pochodnych ograniczane poprzez wybór partnerów o wysokiej wiarygodności kredytowej (konieczność posiadania podpisanej z MF Umowy Ramowej lub Umowy Głównej ISDA).</li> </ul>
<b>Ryzyko operacyjne</b>	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zarządzanie zdecydowaną większością długu skupione w jednej jednostce organizacyjnej MF.</li> <li>• Zintegrowana baza danych długu SP.</li> <li>• Trwają prace nad kompleksowym systemem zarządzania ryzykiem.</li> <li>• Przeprowadzono działania zmierzające do zwiększenia bezpieczeństwa informacji związanych z zarządzaniem długiem oraz stworzono infrastrukturę do zawierania transakcji rynkowych.</li> </ul>
<b>Rozkład kosztów obsługi długu w czasie</b>	Zadowalający	<p>Przy emisji nowych serii SPW brany był pod uwagę równomierny rozkład płatności z tytułu ich obsługi. Kupony nowych emisji ustalane były na poziomie zbliżonym do ich rentowności. Instrumentem wspomagającym bardziej równomierny rozkład kosztów były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• przetargi zamiany obligacji zapadających w kolejnym roku,</li> <li>• transakcje na instrumentach pochodnych.</li> </ul>

### III. UWARUNKOWANIA STRATEGII

#### III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski

Wśród najważniejszych czynników makroekonomicznych wpływających na zmianę nominalnej wartości długu publicznego wymienić należy: wysokość potrzeb pożyczkowych (w tym deficytu sektora finansów publicznych) oraz zmiany kursu złotego. Na zmianę relacji długu do PKB wpływają dodatkowo realne tempo wzrostu PKB oraz zmiany poziomu cen. Główne czynniki wpływające bezpośrednio na koszty obsługi zadłużenia to stopy procentowe oraz kurs walutowy i, w mniejszym stopniu, inflacja.

##### 1. Wzrost PKB

Realne tempo wzrostu PKB w 2006 r. wyniosło 6,1% w porównaniu z 3,6% w 2005 r. i było najwyższe od 1997 r.

Dane za I półrocze 2007 r. (7,1% realny wzrost PKB) potwierdzają fakt, że Polska znajduje się obecnie w fazie szybkiego wzrostu gospodarczego. Oczekuje się, że w skali całego 2007 r. realne tempo wzrostu PKB osiągnie wysoki poziom 6,5%. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w horyzoncie prognozy, podobnie jak w 2006 r., pozostaną popyt konsumpcyjny i inwestycyjny. Zgodnie z aktualną prognozą w 2008 r. tempo wzrostu PKB zwolni do 5,5%, a w latach 2009-2010 do odpowiednio 5,2% i 5,0%.

##### 2. Deficyt fiskalny

Według przyjętych założeń deficyt kasowy sektora finansów publicznych w relacji do PKB wyniesie 2,0% PKB w 2007 r., a w latach 2008-2010 odpowiednio 2,0%, 2,0% i 1,6% PKB.

Z uwagi na to, że deficyt sektora *general government* przekracza 3% PKB, Polska od 2004 r. objęta jest procedurą nadmiernego deficytu i w związku z tym zobowiązana została do ograniczania deficytu poniżej wartości referencyjnej do 2007 r. Po zniesieniu procedury nadmiernego deficytu kraje członkowskie UE zobowiązane są do osiągnięcia średniookresowego celu budżetowego mierzonego wynikiem strukturalnym. Cel ten dla Polski wyznaczony został na poziomie -1,0% PKB.

Deficyt sektora *general government* szacuje się na 3,0% PKB w 2007 r. W kolejnych latach założono spadek deficytu. W 2010 r. przewiduje się, że deficyt osiągnie poziom 2,5% PKB.

##### 3. Inflacja

Pomimo wysokiego wzrostu gospodarczego i poprawy sytuacji na rynku pracy, inflacja pozostaje pod kontrolą, chociaż wykazuje tendencję wzrostową. W 2006 r. średnioroczny wzrost cen konsumpcyjnych wyniósł 1,0%, a w 2007 r. prognozowany jest na 2,2%. W kolejnych latach należy oczekiwać powrotu inflacji do poziomu celu inflacyjnego, co będzie związane z utrzymującą się wysoką dynamiką popytu krajowego i sytuacją na rynku pracy. Średnioroczna inflacja mierzona wskaźnikiem CPI prognozowana jest na 2,3% w 2008 r. i 2,5% w latach 2009-10. Prognoza ścieżki inflacji wskazuje, że nadal spełnione będzie inflacyjne kryterium konwergencji z Maastricht.

##### 4. Kurs złotego

W 2006 r. złoty umocnił się o 3,2% do euro i 4,1% do dolara amerykańskiego. W okresie styczeń-sierpień 2007 r. odnotowano dalszą aprecjację złotego, odpowiednio o 1,8% do euro i 8,9% do dolara. Przewiduje się, że w III kwartale 2007 r. kurs złotego będzie pozostawał pod wpływem niepewności związanej z wydarzeniami politycznymi w kraju oraz sytuacją na międzynarodowych rynkach finansowych. W dalszej części br. i w kolejnych latach oczekuje się kontynuacji aprecjacji złotego. Aprecjacja powinna przebiegać stopniowo, przy czym możliwe są odchylenia od trendu związane z bieżącą sytuacją rynkową. Główne czynniki które będą kształtować kurs złotego to:

- postępowanie procesu wyrównywania poziomu cen w krajach członkowskich UE (wpływ na aprecjację złotego jako waluty kraju o stosunkowo niskim poziomie cen),
- silne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki,

- wzrost atrakcyjności aktywów denominowanych w złotych w rezultacie zacieśniania przez RPP polityki pieniężnej,
- napływ kapitału do Polski, na który składać się będzie wzrost zagranicznych inwestycji bezpośrednich, napływ środków z UE oraz transfery środków dokonywane przez osoby pracujące w krajach starej UE.

## 5. Stopy procentowe

W I kwartale 2006 r. stopy procentowe na rynku krajowym osiągnęły najniższe wartości w historii (28 lutego 2006 r. rentowności obligacji 2-letnich i 5-letnich osiągnęły odpowiednio 3,9% i 4,3%, a rentowność obligacji 10-letnich 4,6%). Po wzroście rentowności SPW w II kwartale, będącym rezultatem sytuacji na rynkach globalnych, w II połowie 2006 r. rentowności ponownie spadły i uległy stabilizacji do połowy 2007 r. Z końcem I półrocza 2007 r. rozpoczął się dynamiczny trend wzrostowy, związany z silnymi oczekiwaniami na podwyżki stopy referencyjnej NBP, pogłębiony w III kwartale przez sytuację na rynkach bazowych.

Wysokie tempo wzrostu PKB i towarzyszące mu ryzyko narastania presji inflacyjnej skłoniły Radę Polityki Pieniężnej (RPP) do trzykrotnego podniesienia stóp procentowych NBP w okresie styczeń-sierpień 2007 r. (stopa referencyjna osiągnęła 4,75%).

Oczekuje się, że w dalszej części 2007 r. i w 2008 r. decyzje RPP w zakresie wysokości podstawowych stóp procentowych NBP będą podejmowane w warunkach utrzymującego się ryzyka wzrostu presji inflacyjnej ze względu na wysokie tempo wzrostu popytu krajowego oraz pogarszającą się relację pomiędzy wzrostem wydajności pracy i wynagrodzeń w gospodarce. Biorąc pod uwagę ww. czynniki przyjęto, że w 2007 r. stopa referencyjna ukształtuje się średnio na poziomie 4,4%, a w 2008 r. wzrośnie do 5,2%.

Jednocześnie należy oczekiwać, że rynek obligacji złotych pozostanie silnie skorelowany z rynkiem papierów nominowanych w euro, a *spread* polskich obligacji do ich odpowiedników nominowanych w euro wynikać będzie z następujących czynników:

- stopnia spełnienia kryteriów z Maastricht i perspektyw wejścia Polski do unii monetarnej,
- sytuacji na rynkach bazowych, w tym poziomu awersji do ryzyka ze strony inwestorów globalnych – wzrost awersji do ryzyka może skutkować wzrostem marży kredytowej obligacji emitowanych przez państwa o niższej wiarygodności kredytowej,
- poziomu rozwoju rynku SPW w Polsce.

Tabela 3. Założenia makroekonomiczne przyjęte w Strategii

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010
Realny wzrost PKB (%)	6,1	6,5	5,5	5,2	5,0
PKB w cenach bieżących (mld zł)	1057,9	1156,9	1252,5	1352,2	1456,4
Deficyt sektora finansów publicznych (% PKB)	2,1	2,0	2,0	2,0	1,6
Deficyt sektora finansów publicznych (mld zł)	22,6	23,5	25,2	26,4	23,2
Wskaźnik wzrostu cen (CPI) średnioroczny (%)	1,0	2,2	2,3	2,5	2,5
Stopa operacji otwartego rynku (%) - średnio w okresie	4,10	4,40	5,20	5,30	5,30
PLN/USD - średnio w okresie	3,1025	2,8508	2,7711	2,7587	2,7464
PLN/EUR - średnio w okresie	3,8951	3,8258	3,7410	3,7243	3,7076

## 6. Rating kredytowy

Perspektywa zrównoważonego wzrostu gospodarczego, silne fundamenty gospodarcze i rosnąca konkurencyjność gospodarki przełożyły się na zmianę ocen ratingowych Polski:

- w styczniu 2007 r. rating długoterminowy podwyższyła agencja Fitch (z BBB+ do A-),
- w marcu 2007 r. podniesiona została ocena przyznana przez Standard&Poor's (rating długoterminowy z BBB+ do A-).

Zmiany ratingu wpływają na postrzegane przez inwestorów ryzyko inwestowania w SPW. Podwyższenie ocen przez dwie agencje ratingowe powinno być znaczącym sygnałem

zwiększającego się bezpieczeństwa lokowania środków w polskie SPW, przyczyniającym się do zwiększenia popytu na nie i obniżenia ich rentowności.

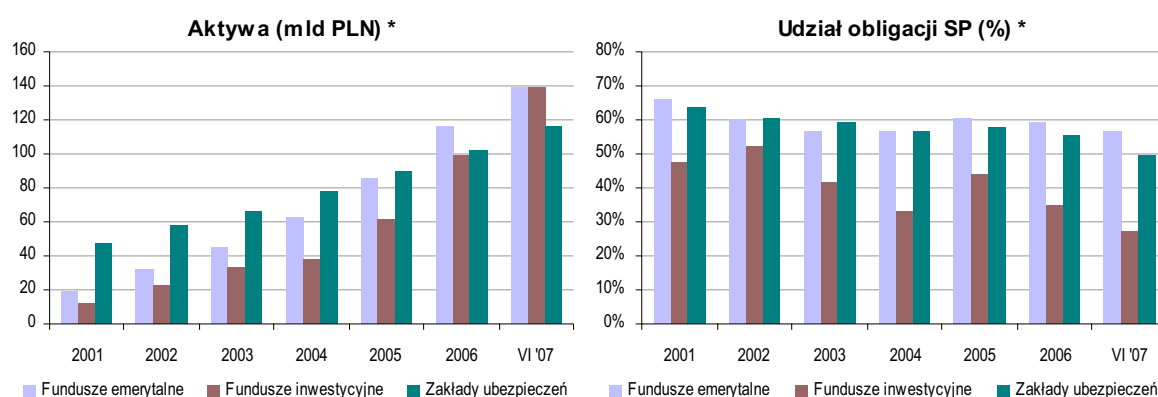
## 7. Rozwój bazy inwestorów

Istotnym uwarunkowaniem zarządzania długiem jest poziom rozwoju krajowego rynku finansowego, w tym bazy inwestorów. W warunkach wolnego przepływu kapitału rozwinięty i głęboki rynek krajowy pozwala na amortyzację szoków zewnętrznych i odpływu kapitału zagranicznego. Kilka ostatnich lat to okres dynamicznego wzrostu wysokości aktywów zarządzanych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych.

Wśród głównych przyczyn tego zjawiska należy wymienić:

- reformę emerytalną z 1999 r. i powstanie otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Aktywa funduszy rosną w szybkim tempie w związku z ich regularnym zasilaniem przez składki przyszłych emerytów oraz brakiem wypłat (pierwsze wypłaty nastąpią w 2009 r.);
- zmiany w zakresie alokacji oszczędności przez gospodarstwa domowe. W wyniku niskiego poziomu oprocentowania depozytów następuje odejście od lokat bankowych na rzecz oferujących potencjalnie wyższe stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych;
- mniej dynamiczny niż w przypadku OFE i TFI, ale jednak znaczący wzrost aktywów towarzystw ubezpieczeniowych;
- trwającą od 2003 r. bardzo dobrą koniunkturę na polskim rynku akcji.

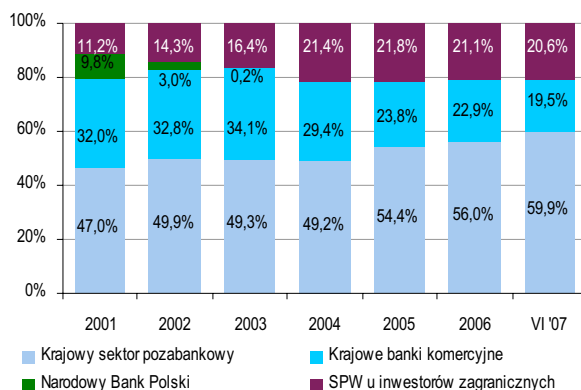
Wykres 10. Aktywa pozabankowych instytucji finansowych i udział obligacji SP



\*) w przypadku zakładów ubezpieczeniowych stan na koniec marca 2007 r.

Powyższe tendencje przyczyniają się do pozytywnych zmian w zakresie struktury posiadaczy SPW: rośnie udział inwestorów stabilnych (tzn. krajowych pozabankowych instytucji finansowych), zmniejsza się natomiast udział banków.

Wykres 11. Zadłużenie krajowe SP – struktura podmiotowa





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

W 2006 r. tempo wzrostu gospodarki światowej wyniosło 5,4%, najwięcej od blisko 35 lat. Ocenia się, że w 2007 r. nastąpi nieznaczne osłabienie ekspansji w skali globalnej, do czego w głównej mierze przyczyni się spadek dynamiki PKB w USA. Wciąż w szybkim tempie, powinna rozwijać się gospodarka strefy euro. W 2008 r. nastąpi dalsze spowolnienie tempa wzrostu światowego PKB do nieco poniżej 5%. Złożą się na nie osłabienie dynamiki PKB w UGW i jej pewne odbicie w USA. Mimo wciąż wysokiej dynamiki wzrostu w bilansie ryzyk dotyczącym perspektyw gospodarki światowej na znaczeniu zyskały czynniki mogące wpłynąć na realizację gorszego od zakładanego powyżej scenariusza.

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

- sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których zaciągane będą zobowiązania. Dla Polski największe znaczenie, z uwagi na przyjęte założenia emisji, ma rozwój sytuacji na rynku euro, jena i dolara amerykańskiego (rynek franka szwajcarskiego jest silnie skorelowany z rynkiem euro);
- poziom skłonności do ryzyka inwestorów działających na rynkach globalnych wpływający na wysokość premii za ryzyko oczekiwanej przez nabywców polskich obligacji (wysokość odchylenia rentowności (*spread*) w stosunku do rentowności instrumentów „bazowych”).

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

Europejski Bank Centralny kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej. Po serii podwyżek (ostatniej dokonanej w czerwcu 2007 r.) podstawowa stopa procentowa znajduje się na poziomie 4,00%. Analitycy prognozują już tylko niewielki wzrost stóp w strefie euro (do 4,25%), a następnie ich utrzymanie na tym poziomie w latach 2008-09.

#### **2. Rynek amerykański (USD)**

Okres zacieśniania polityki pieniężnej w USA najprawdopodobniej dobiegł końca. W związku z oznakami spowolnienia gospodarki oraz obawami związanymi z możliwością zaostrzenia kryzysu dotyczącego kredytów udzielanych pożyczkobiorcom o niższej wiarygodności kredytowej (sektor subprime) we wrześniu br. FED zdecydował się na obniżenie podstawowej stopy procentowej o 50 pb. do 4,75%.

#### **3. Rynek japoński (JPY)**

Poprawiająca się sytuacja gospodarki japońskiej skłoniła bank centralny tego kraju do porzucenia polityki „zerowych stóp procentowych” w połowie 2006 r. Obecnie podstawowa stopa procentowa wynosi 0,5%. Mimo jastrzębich akcentów zawartych w niektórych wypowiedziach prezesa Banku Japonii, niejednoznaczne sygnały płynące z gospodarki wskazują na niewielkie oczekiwania na wzrost stóp w niedalekiej przyszłości.

#### **4. Marże kredytowe**

Wzrost awersji do ryzyka wśród inwestorów, związany z problemami na rynku kredytów hipotecznych w USA oraz obawami przed potencjalnymi negatywnymi skutkami jakie sytuacja ta może mieć dla globalnych rynków finansowych spowodował podwyższenie marż kredytowych. Dzięki szybkiej reakcji banków centralnych obawy przed wystąpieniem kryzysu uległy zmniejszeniu, choć uczestnicy rynku nie mają pewności, czy kryzys został zażegnany. Pogorszenie się sytuacji w USA może spowodować negatywne efekty dla międzynarodowych rynków finansowych, co w największym stopniu odczują pożyczkobiorcy o niższej wiarygodności kredytowej. Efektem może być dalszy wzrost oczekiwanej przez inwestorów premii za ryzyko (*spreadu* rentowności polskich SPW w stosunku do emitentów o największej wiarygodności), jednak ze względu na stosunkowo wysoką wiarygodność kredytową i dobre fundamenty gospodarki prawdopodobieństwo wystąpienia trudności w dostępie Polski do kapitału zagranicznego jest znikome. W podstawowym scenariuszu zakłada się, że nie dojdzie do wystąpienia ostrego kryzysu, jednak warunki na rynkach finansowych nie będą już tak korzystne jak w ostatnich latach, które charakteryzowały się niską premią za ryzyko.

#### IV. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2008-10

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

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

Cel ten jest rozumiany w dwóch aspektach:

- **doboru instrumentów**, tj. jako minimalizacja kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu, poprzez optymalny dobór rynków, instrumentów zarządzania długiem, struktury finansowania potrzeb pożyczkowych i terminów emisji;
- **zwiększenia efektywności rynku SPW**, przyczyniającego się do obniżenia rentowności SPW. Oznacza to dążenie do tego, aby różnice rentowności (*spread*) SPW polskich i emitowanych przez kraje o najwyższej w UE wiarygodności kredytowej były jedynie wynikiem różnic w ocenie ryzyka kredytowego kraju, a nie barier i ograniczeń w organizacji i infrastrukturze rynku SPW.

Podejście do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu nie uległo zmianie w stosunku do Strategii z poprzedniego roku. Oznacza to możliwość elastycznego kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty oraz typu instrumentów. Wybór struktury finansowania powinien być rezultatem oceny sytuacji rynkowej (poziomu stóp procentowych i kształtu krzywej dochodowości na poszczególnych rynkach oraz oczekiwanych poziomów kursów walutowych) i wynikać z porównania kosztów pozyskiwania środków w długim horyzoncie, z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z przyjętych za akceptowalne poziomów ryzyka.

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

W związku z powyższymi założeniami emisje na rynkach zagranicznych powinny:

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

Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasowym będzie podlegać ograniczeniom związanym ze strukturą długu. W związku z tym przyjęto z tytułu:

a) ryzyka refinansowania

- dalsze zwiększanie roli instrumentów średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym w tempie uzależnionym od popytu ze strony inwestorów,
- dążenie do równomiernego rozkładu płatności z tytułu obsługiwane i wykupywanego długu krajowego i zagranicznego w kolejnych latach,
- osiągnięcie średniej zapadalności długu krajowego w wysokości co najmniej 5 lat,
- obecny poziom ryzyka refinansowania długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;

b) ryzyka kursowego

- zmniejszenie ryzyka kursowego mierzonego udziałem długu nominowanego w walutach obcych w długu ogółem w okresie poprzedzającym wstąpienie do strefy euro do poziomu w przedziale 20-25%,
- możliwość zastosowania instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem kursowym w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu,
- osiągnięcie i utrzymanie w horyzoncie *Strategii* efektywnego (tj. uwzględniającego transakcje pochodne) udziału euro, jako przyszłej waluty krajowej, w długu w walutach obcych na poziomie co najmniej 70%;

c) ryzyka stopy procentowej

- utrzymanie *duration* długu krajowego w przedziale 2,5-4,0 lat,
- oddzielenie zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania poprzez wykorzystanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu, obligacji inflacyjnych oraz instrumentów pochodnych,
- obecnie poziom ryzyka stopy procentowej długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;

d) ryzyka płynności budżetu państwa

- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami,
- poziom aktywów płynnych będzie wypadkową zapotrzebowania budżetu państwa na środki oraz dążenia do równomiernego rozkładu podaży SPW w ciągu roku z uwzględnieniem uwarunkowań sezonowych oraz aktualnej i przewidywanej sytuacji rynkowej;

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

- zawieranie transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych z podmiotami krajowymi i zagranicznymi o wysokiej wiarygodności kredytowej,
- stosowanie instrumentów ograniczających ryzyko kredytowe oraz rozwiązań pozwalających na jego dywersyfikację przy zawieraniu transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych,
- dywersyfikację ryzyka kredytowego generowanego przez transakcje niezabezpieczone w zarządzaniu płynnością budżetu państwa,

f) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie

- dążenie do równomiernego rozkładu kosztów obsługi długu w poszczególnych latach, z wykorzystaniem dostępnych instrumentów, przede wszystkim przetargów zamiany i instrumentów pochodnych,
- ustalanie kuponów obligacji w takiej wysokości, aby były one w okresie sprzedaży zbliżone do rentowności.

## V. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM

Za najważniejsze zadania służące realizacji celu *Strategii* uznano:

1. Zwiększanie płynności i efektywności rynku SPW,
2. Rozwój systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW) oraz rynku elektronicznego SPW,
3. Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa,
4. Poszerzanie bazy inwestorów i skuteczna komunikacja z uczestnikami rynków finansowych.

Ze względu na stały rozwój rynku finansowego zadania *Strategii* mają charakter ciągły. Jednocześnie zadania 1, 2 i 4 są ze sobą ściśle powiązane, co oznacza, że podejmowane działania służące realizacji jednego z nich wpływają na stopień wykonania pozostałych.

### Ad 1. Zwiększanie płynności i efektywności rynku SPW

Zwiększanie płynności i efektywności rynku SPW jest zadaniem ciągłym, służącym minimalizacji kosztów obsługi w drugim z omawianych w rozdziale IV aspekcie realizacji tego celu. Dotyczy ono zarówno rynku pierwotnego jak i wtórnego. Okres objęty prezentowaną *Strategią* będzie obejmować działania zmierzające do pełniejszej integracji krajowego rynku SPW z rynkiem europejskim.

Zwiększanie płynności rynku SPW będzie się odbywało poprzez:

- Kontynuację emisji dużych serii obligacji (benchmarków) na rynku krajowym, zapewniających im płynność na rynku wtórnym. Planuje się utrzymanie realizowanej od 2003 r. polityki emisji średnio- i długoterminowych obligacji o stałym oprocentowaniu, tak aby wartość pojedynczej emisji osiągnęła równowartość co najmniej 5 mld EUR. Wartość 5 mld EUR przyjęto jako referencyjną na obecnym etapie rozwoju krajowego rynku SPW, zapewniającą wystarczającą płynność dużym inwestorom instytucjonalnym. Instrumentami służącymi tworzeniu płynnych emisji będzie odpowiednie kształtowanie kalendarza emisji SPW, przetargi zamiany i przetargi uzupełniające.
- Ograniczanie liczby emisji obligacji 2-letnich i bonów skarbowych, związane z malejącą rolą instrumentów krótkoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych państwa.
- Emisję dużych i płynnych obligacji na rynku euro, służących budowaniu polskiej krzywej rentowności.

W zakresie zwiększania efektywności rynku SPW planowane są następujące działania:

- Prowadzenie polityki emisyjnej uwzględniającej aspekt efektywności celu minimalizacji kosztów obsługi długu poprzez:
  - stabilny i przejrzysty kalendarz emisji SPW na rynku krajowym (por. zadanie 4),
  - regularne emisje obligacji benchmarkowych na rynku euro,
  - dopasowanie harmonogramu emisji zagranicznych na innych rynkach do uwarunkowań rynkowych i popytu ze strony inwestorów,
- Usuwanie barier technicznych i prawnych występujących na krajowym i zagranicznym rynku SPW, w szczególności:
  - działania mające na celu stworzenie możliwości rozliczania transakcji zawartych na SPW wyemitowanych na rynek krajowy za pośrednictwem izb rozliczeniowych o zasięgu międzynarodowym (w szczególności Clearstream i Euroclear),
  - systemowe uregulowanie kwestii zwolnienia nierezydentów od podatku od dochodów z tytułu odsetek od obligacji oferowanych na rynkach zagranicznych,
  - działania zmierzające do ujednoczenia stawki podatku od odsetek od obligacji emitowanych na rynku krajowym uzyskiwanych przez nierezydentów (tzw. *withholding tax*), tak aby kraj pochodzenia inwestora był czynnikiem neutralnym.

## **Ad 2. Rozwój systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych oraz rynku elektronicznego SPW**

Rozwój systemu DSPW i rynku elektronicznego jest w istocie działaniem służącym realizacji zadania zwiększania płynności i efektywności rynku, jednak z uwagi na znaczenie systemu DSPW w rozwoju rynku SPW zostały w *Strategii* wyodrębnione jako osobne zadanie. System DSPW w 2007 r. obejmuje 15 banków (w tym 3 zagraniczne). Sprawne działanie systemu przyczynia się do zwiększania przejrzystości rynku pierwotnego i wtórnego SPW oraz bezpieczeństwa finansowania potrzeb pożyczkowych państwa, a zatem również do realizacji celu *Strategii*.

Rozwój systemu DSPW powinien polegać na zwiększaniu roli uczestników tego systemu w zakresie rozwoju rynku SPW oraz operacji związanych z zarządzaniem długiem. Elementami kształtującymi efektywność i konkurencyjność systemu DSPW oraz jego atrakcyjność dla banków krajowych i zagranicznych będą:

- regulacje określające kształt systemu DSPW w obszarze praw i obowiązków uczestników;
- polityka MF dotycząca wyboru partnerów do realizacji operacji związanych z zarządzaniem długiem - w obszarach, gdzie uczestnicy systemu DSPW mogą zapewnić konkurencyjność nie mniejszą niż inni uczestnicy rynku finansowego, zawieranie transakcji i wybór partnera powinny następować z uwzględnieniem preferencji wynikających z ich udziału w systemie.

Obszarem zwiększania przejrzystości rynku SPW jest dalszy rozwój rynku elektronicznego SPW. Działania podejmowane w tym obszarze będą obejmować:

- promocję rynku elektronicznego poprzez odpowiednie regulacje w systemie DSPW (głównie dotyczące obowiązków nałożonych na dealerów i kandydatów w zakresie kwotowania benchmarków, utrzymywania określonych spreadów oraz udziału w fixingu SPW),
- ewentualne rozszerzenie dostępu do rynku elektronicznego o pozabankowych inwestorów instytucjonalnych. Planowane jest utworzenie segmentu instytucjonalnego obecnej platformy z możliwością dostępu dla inwestorów pozabankowych (tzw. B2C, od ang. *bank-to-client*).

## **Ad 3. Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa**

System zarządzania płynnością powinien zapewniać z jednej strony zabezpieczenie płynności budżetu państwa, z drugiej strony efektywne wykorzystanie płynnych aktywów. Z uwagi na związki zarządzania płynnością z zarządzaniem długiem działania w obu obszarach muszą podlegać ścisłej koordynacji. Poziom gromadzonych środków zabezpieczających potrzeby płynnościowe musi również uwzględniać uwarunkowania związane z nierównomiernym rozkładem potrzeb pożyczkowych (w tym kumulacjami wykupów SPW) i polityką emisyjną (w tym w kalendarzem emisji i czynnikami wpływającymi na sezonowe zmiany popytu na SPW).

Działania w zakresie rozwoju systemu zarządzania płynnością obejmować będą:

- planowanie budżetowe – doskonalenie prognozowania przepływów budżetowych,
- rozwój infrastruktury technicznej, przede wszystkim wdrożenie jednolitego rachunku budżetu państwa,
- dalsze doskonalenie koordynacji zarządzania długiem i zarządzania płynnością,
- rozwój instrumentarium i procedur.

## **Ad 4. Poszerzanie bazy inwestorów i skuteczna komunikacja z uczestnikami rynków finansowych**

Realizacji celu *Strategii* służy zapewnienie dostępu do jak najszerszej bazy inwestorów, zarówno na rynku krajowym jak i zagranicznym. Posiadanie szerokiej bazy inwestorów przyczynia się do powstawania dodatkowego popytu na oferowane na rynku krajowym i

zagranicznym SPW oraz może stwarzać popyt na nowe instrumenty, a zatem przyczynia się zarówno do minimalizacji kosztów obsługi, jak i dywersyfikacji ryzyka.

Poszerzanie bazy inwestorów i komunikacja z uczestnikami rynku będą realizowane poprzez:

- przejrzystą politykę emisyjną, obejmującą publikację kalendarzy emisji SPW, rocznych, kwartalnych i miesięcznych planów podaży SPW na rynku krajowym i zagranicznym oraz oferty na poszczególnych przetargach SPW;
- rozszerzanie kanałów komunikacji elektronicznej, w szczególności z inwestorami zagranicznymi,
- bezpośrednie spotkania z inwestorami i konsultacje z uczestnikami rynku SPW, w tym:
  - regularne spotkania z bankami uczestnikami systemu DSPW,
  - regularne spotkania z podmiotami sektora pozabankowego,
  - spotkania z inwestorami i bankami zagranicznymi,
  - bieżące spotkania i konsultacje telefoniczne z inwestorami;
- regularne spotkania z inwestorami zagranicznymi w ramach tzw. *non-deal roadshows* na kluczowych rynkach zagranicznych, służące:
  - budowaniu i podtrzymywaniu relacji z najważniejszymi inwestorami zagranicznymi,
  - oderwaniu procesu konkretnych emisji obligacji zagranicznych od działań promujących te emisje (*roadshows*), co umożliwia przeprowadzenie emisji w najodpowiedniejszym momencie, niezależnie od przygotowania marketingowego,
  - promocję polskich SPW emitowanych zarówno w kraju, jak i zagranicą;
- aktywny udział w konferencjach i seminariach z udziałem inwestorów.

## **VI. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH**

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

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

### **VI.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych**

Najważniejszą zmianą legislacyjną mającą wpływ na zaciąganie zobowiązań przez jednostki sektora finansów publicznych oraz wielkość ich potrzeb pożyczkowych jest zmiana ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych. Ustawa z dn. 15 czerwca 2007 r. o zmianie ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych oraz niektórych innych ustaw przewiduje obniżenie składki na ubezpieczenie rentowe z dotychczasowych 13% podstawy wymiaru opłacanej po połowie przez ubezpieczonego i pracodawcę docelowo do 6% podstawy wymiaru opłacanej w wysokości 4,5% przez pracodawcę i 1,5% przez ubezpieczonego (w dwóch etapach: od 1 lipca 2007 r. i od 1 stycznia 2008 r.). Najważniejsze następstwa dla finansów publicznych to:

- obniżenie dochodów FUS (gwarantem wypłat świadczeń z ubezpieczenia społecznego jest SP, w związku z tym powstały na skutek obniżenia składki rentowej ubytek w FUS zostanie uzupełniony dotacją z budżetu państwa w odpowiedniej wysokości),
- zwiększenie dochodów budżetu z tytułu PIT oraz wartości składek na powszechne ubezpieczenie zdrowotne, związane z podwyższeniem podstawy ich obliczania,
- wzrost dochodów JST z tytułu zwiększonych wpływów z PIT.

Przewidywanym łącznym efektem obniżenia składek będzie obniżenie dochodów sektora finansów publicznych w latach 2007-2010 r. odpowiednio o ok. 2,9 mld zł, 17,5 mld zł, 19,9 mld zł i 21,6 mld zł.

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

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

W 2007 r. przewiduje się dalsze obniżanie relacji przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez SP do PKB.

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

- Koncentracja udzielania poręczeń i gwarancji na wspieraniu inwestycji prorozwojowych, z zakresu infrastruktury, ochrony środowiska, tworzenia nowych miejsc pracy, rozwoju regionalnego, mieszkalnictwa, kolejnictwa, przede wszystkim realizowanych w oparciu o fundusze z UE (kredyty i obligacje poręczone lub gwarantowane przez SP powinny umożliwić pozyskanie funduszy UE), a także na wsparcie innych zadań inwestycyjnych wynikających z ewentualnych nowych programów wsparcia przewidujących udzielanie poręczeń i gwarancji zgodnie z zasadami UE, np.: w sektorze stoczniowym, obronnym i lotniczym.
- Relacja przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń SP do PKB nie powinna

przekroczyć 1,4% a relacja potencjalnych zobowiązań SP z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB wysokości 4,5%.

- Ograniczenie roli szczególnie ryzykownych dla SP poręczeń i gwarancji udzielanych na podstawie ustaw specjalnych, tzw. „sektorowych”.

Zgodnie z ustawą o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez SP oraz niektóre osoby prawne, ustawa budżetowa corocznie określa łączną kwotę, do wysokości której mogą być udzielane przez SP poręczenia i gwarancje. Limit kwoty poręczeń i gwarancji SP planowanego na dany rok będzie powiększany o niewykorzystaną kwotę limitu z roku poprzedniego, pod warunkiem zachowania podobnego lub mniejszego ryzyka ponoszonego przez finanse publiczne z tytułu udzielanych gwarancji i poręczeń.

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

Dane o zadłużeniu jednostek sektora finansów publicznych w ostatnim okresie w ujęciu przed i po konsolidacji zostały przedstawione w aneksie 8.

Tabela 4. Dług podmiotów sektora finansów publicznych z wyłączeniem SP przed konsolidacją

Wyszczególnienie	XII 2005	XII 2006	VI 2007	zmiana XII 06-XII 05		zmiana VI 07-XII 06	
	mln zł	mln zł	mln zł	mln zł	%	mln zł	%
<b>Dług pozostałych jednostek sektora finansów publicznych</b>	<b>36 941,3</b>	<b>38 443,8</b>	<b>36 659,5</b>	<b>1 502,5</b>	<b>4,1%</b>	<b>-2 784,3</b>	<b>-7,2%</b>
<b>1. Podsektor rządowy</b>	<b>2 526,4</b>	<b>3 725,1</b>	<b>2 364,7</b>	<b>1 198,8</b>	<b>47,4%</b>	<b>-1 360,4</b>	<b>-36,5%</b>
Narodowy Fundusz Zdrowia	400,9	80,2	0,0	-320,7	-80,0%	-80,2	-100,0%
Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną (bez ZUS i zarządzanych)	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
Państwowe szkoły wyższe	185,1	319,1	229,7	134,0	72,4%	-89,4	-28,0%
Jednostki badawczo-rozwojowe	275,5	295,5	279,9	20,0	7,2%	-15,6	-5,3%
Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	952,6	1 151,2	1 100,1	198,6	20,8%	-51,1	-4,4%
Państwowe instytucje kultury	34,8	38,8	55,0	4,0	11,5%	16,2	41,7%
PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	7,7	17,5	12,7	9,8	127,9%	-4,8	-27,3%
Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw	669,8	1 823,0	687,3	1 153,2	172,2%	-1 135,7	-62,3%
<b>2. Podsektor samorządowy</b>	<b>27 320,2</b>	<b>30 933,1</b>	<b>29 615,8</b>	<b>3 612,9</b>	<b>13,2%</b>	<b>-1 317,3</b>	<b>-4,3%</b>
<b>2.1. Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki</b>	<b>21 268,9</b>	<b>25 051,8</b>	<b>23 535,3</b>	<b>3 782,9</b>	<b>17,8%</b>	<b>-1 516,5</b>	<b>-6,1%</b>
<b>2.2. Pozostały sektor samorządowy</b>	<b>6 051,3</b>	<b>5 881,3</b>	<b>6 080,5</b>	<b>-170,0</b>	<b>-2,8%</b>	<b>199,2</b>	<b>3,4%</b>
Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	186,9	161,4	187,1	-25,5	-13,6%	25,7	15,9%
Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	5 793,5	5 635,2	5 838,3	-158,2	-2,7%	203,1	3,6%
Samorządowe instytucje kultury	33,7	74,4	43,0	40,7	120,9%	-31,4	-42,2%
Samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw	37,3	10,3	12,1	-27,1	-72,5%	1,8	18,0%
<b>3. Podsektor ubezpieczeń społecznych</b>	<b>7 094,7</b>	<b>3 785,6</b>	<b>3 679,0</b>	<b>-3 309,1</b>	<b>-46,6%</b>	<b>-106,6</b>	<b>-2,8%</b>
ZUS	0,03	0,01	0,01	0,02	-62,1%	0,01	-45,5%
Dług funduszy zarządzanych przez ZUS	7 094,7	3 785,6	3 679,0	-3 309,1	-46,6%	-106,6	-2,8%
KRUS i zarządzane fundusze	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec czerwca 2007 r. 6,9% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (5,4% po konsolidacji) wobec 7,4% (5,6%) na koniec 2006 r. W niniejszym podrozdziale omówione zostały podstawowe zmiany w kształtowaniu się długu podmiotów o najwyższym poziomie zadłużenia.



### 1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

W 2006 r. łącznie JST i związki JST osiągnęły deficyt budżetowy w wysokości 3,0 mld zł. Dług tych jednostek wzrósł natomiast o 3,8 mld zł (17,8%) do poziomu 25,1 mld zł.

Utrzymany został trend zaciągania zobowiązań przede wszystkim w ostatnim kwartale roku, co ma związek z kształtowaniem się deficytu budżetowego tych jednostek.

Tabela 5. Wynik i przyrost długu JST i ich związków w ujęciu kwartalnym (mln zł)

Rok	Kategoria	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Suma
2004	wynik JST i ich związków	5 181,9	165,8	785,9	-6 023,3	<b>110,3</b>
	Przyrost długu	-720,1	-106,3	863,1	1 805,9	<b>1 842,5</b>
2005	wynik JST i ich związków	5 806,9	244,4	824,2	-7 786,9	<b>-911,3</b>
	Przyrost długu	-833,8	-429,2	309,4	3 030,6	<b>2 076,9</b>
2006	wynik JST i ich związków	5 856,2	227,2	66,7	-9 160,7	<b>-3 010,6</b>
	Przyrost długu	-743,0	118,3	1 116,2	3 291,4	<b>3 782,9</b>
2007	wynik JST i ich związków	8 118,7	3 218,8			
	Przyrost długu	-973,5	-543,0			

Tabela 6. Liczba jednostek JST i ich związków osiągających nadwyżkę lub deficyt (koniec okresu)

Okres	Deficyt		Nadwyżka		Budżet zrównoważony		Ogółem	
	Liczba jednostek	mld zł	Liczba jednostek	mld zł	Liczba jednostek	mld zł	Liczba jednostek	mld zł
<b>2004 r.</b>	1 619	-2,8	1 353	2,9	4	0,0	2 975	0,1
<b>2005 r.</b>	1348	-3,1	1 628	2,2	3	0,0	2 979	-0,9
<b>2006 r.</b>	1 942	-5,1	1 022	2,1	1	0,0	2 965	-3,0
<b>I-VI 2007 r.</b>	230	-0,2	2736	11,5	2	0,0	2968	11,3

W strukturze zadłużenia JST i ich związków dominują pożyczki i kredyty. Zadłużenie z tytułu zobowiązań wymagalnych na koniec czerwca 2007 r. w 68% dotyczyło zobowiązań z tytułu dostaw towarów i usług.

Tabela 7. Dług jednostek samorządu terytorialnego i ich związków

Wyszczególnienie	XII 2005		XII 2006		VI 2007	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
<b>Dług JST ogółem (mln zł)</b>	<b>21 268,9</b>	<b>100%</b>	<b>25 051,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>23 535,3</b>	<b>100,0%</b>
1) kredyty i pożyczki	17 708,8	83,3%	21 029,0	83,9%	19 496,8	82,8%
2) papiery wartościowe	3 282,7	15,5%	3 777,8	15,1%	3 749,7	15,9%
3) pozostały dług, w tym:	277,5	1,2%	245,0	1,0%	288,8	1,2%
3.1) zobowiązania wymagalne	277,5	1,2%	241,8	1,0%	285,0	1,2%

Nieznacznie zwiększa się udział długu zagranicznego w długu JST i ich związków ogółem, pozostając jednak na stosunkowo niskim poziomie. Na koniec czerwca 2007 r. wyniósł on 11,0% wobec 10,4% na koniec 2006 r. i 10,8% w 2005 r. W długu JST i ich związków dominują zobowiązania o zapadalności powyżej 1 roku (w czerwcu 2007 r. 94,0% wobec 94,5% na koniec 2006 r. i 94,6% w 2005 r.).

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

Tabela 8. Dług JST bez związków w relacji do dochodów tych jednostek

Wyszczególnienie	XII 2005	XII 2006	VI 2007*
<b>Wskaźnik dług/dochody</b>	20,6%	21,3%	18,6%

\*) dług JST według stanu na koniec czerwca w stosunku do planowanych dochodów na 2007 r.

W 2006 r. w 12 JST (wobec 9 w 2005 r.) wskaźnik długu do dochodów przekroczył 60%. Zasadniczą przyczyną przekroczenia wskaźnika zadłużenia jest podejmowanie decyzji

o zaciąganiu w nadmiernym stopniu kredytów i pożyczek na realizację zadań inwestycyjnych w latach poprzednich oraz realizacja dochodów poniżej kwot zaplanowanych.

Tabela 9. Liczba zadłużonych JST z uwzględnieniem relacji długu do dochodów

	Grupa jednostek	Liczba JST ogółem	Liczba zadłużonych JST					
			Wskaźnik dług/dochody					
			ogółem	i<10%	10%<i<30%	30%<i<50%	50%<i<60%	i>60%
XII 2005	Gminy	2 413	2 292	785	1 162	315	21	9
	Miasta na prawach powiatu	65	65	8	37	19	1	0
	Powiaty	314	301	131	133	36	1	0
	Województwa	16	16	3	10	3	0	0
	Związki JST	150	46	11	8	5	3	19
	<b>Ogółem</b>	<b>2 958</b>	<b>2 720</b>	<b>938</b>	<b>1 350</b>	<b>378</b>	<b>26</b>	<b>28</b>
XII 2006	Gminy	2 413	2 316	688	1 256	339	23	10
	Miasta na prawach powiatu	65	65	6	36	21	2	0
	Powiaty	314	306	95	156	49	4	2
	Województwa	16	16	2	9	5	0	0
	Związki JST	172	44	12	8	3	1	20
	<b>Ogółem</b>	<b>2 980</b>	<b>2 747</b>	<b>803</b>	<b>1 465</b>	<b>417</b>	<b>30</b>	<b>32</b>

Na koniec 2006 r. do 2 876,8 mln zł wzrosła wartość niewymagalnych zobowiązań JST z tytułu udzielonych poręczeń (wobec 1 587,4 mln zł na koniec 2005 r.). Na koniec pierwszego półrocza 2007 r. zobowiązania te osiągnęły wartość 3 123,9 mln zł.

## 2) Zadłużenie ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy

Dług tej grupy podmiotów praktycznie w całości jest rezultatem zobowiązań zaciąganych przez FUS.

Tabela 10. Dług ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2005	XII 2006	VI 2007
<b>Dług ZUS i zarządzanych funduszy, w tym:</b>	<b>7 094,8</b>	<b>3 785,6</b>	<b>3 679,0</b>
kredyty w bankach komercyjnych	4 570,2	2 610,8	3 105,4
zobowiązania wymagalne	2 524,5	1 174,8	573,6

Kredyty zaciągane na rzecz FUS stanowią uzupełniające, w stosunku do składek i dotacji budżetowych źródło finansowania wydatków na świadczenia wypłacane z FUS.

Na wysokość zadłużenia FUS mają wpływ w szczególności następujące czynniki:

- wysokość przychodów z tytułu składek na ubezpieczenia społeczne,
- wysokość dotacji budżetowej oraz ewentualne decyzje Ministra Finansów zwiększające jej poziom,
- wysokość świadczeń emerytalno-rentowych.

W związku z wysokim wzrostem gospodarczym wypłata świadczeń emerytalno-rentowych utrzymuje się na stałym poziomie, wzrastają natomiast przychody ze składek, wynikające z rosnącego zatrudnienia i płac. Zadłużenie FUS w bankach komercyjnych w 2006 r. znacząco spadło, a następnie nieco wzrosło w I połowie 2007 r. W dużej mierze spłacone zostały również zobowiązania wymagalne FUS, będące głównie rezultatem problemów z terminowym przekazywaniem do OFE należnej części składek na ubezpieczenie emerytalne w latach 1999-2002. Zobowiązania te wraz z narosłymi odsetkami są począwszy od listopada 2003 r. przejmowane przez SP i konwertowane na obligacje skarbowe (dziesięcioletnie obligacje o zmiennym oprocentowaniu).

Tabela 11. Konwersja długu FUS wobec OFE na SPW (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2005	XII 2006	VI 2007
Wartość nominalna przekazanych obligacji (narastająco, stan na koniec okresu)	2 545,8	3 656,6	4 116,4

### 3) Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

Dominującym składnikiem zadłużenia samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej pozostają zobowiązania wymagalne powstałe w wyniku nieterminowej regulacji zobowiązań. Równocześnie rośnie zadłużenie tych podmiotów z tytułu pożyczek i kredytów. Prawie w całości (ok. 98,7%) dług SPZOZ jest w rękach wierzycieli krajowych.

Tabela 12. Dług SPZOZ

	XII 2005		XII 2006		VI 2007	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
<b>Dług samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej, w tym:</b>	<b>6 746,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>6 786,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>6 938,4</b>	<b>100,0%</b>
1) papiery wartościowe	3,7	0,1%	27,3	0,4%	26,6	0,4%
2) kredyty i pożyczki	1861,7	27,4%	3 155,2	46,5%	3 287,5	47,4%
3) pozostałe, w tym:	4880,6	72,5%	3 604,0	53,1%	3 624,3	52,2%
3.1) zobowiązania wymagalne	4878,0	72,3%	3 603,7	53,1%	3 624,3	52,2%

Tabela 13. Dług SPZOZ w podziale na sektor rządowy i samorządowy

Wyszczególnienie	XII 2005		XII 2006		VI 2007	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
<b>Dług samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej, w tym:</b>	<b>6 746,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>6 786,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>6 938,4</b>	<b>100,0%</b>
1) dług do roku (włącznie)	5 130,9	76,0%	3 792,7	55,9%	3 864,4	55,7%
2) dług powyżej roku	1 615,2	24,0%	2 993,7	44,1%	3 074,0	44,3%
1. SPZOZ sektor rządowy	952,6	14,1%	1 151,2	17,0%	1 100,1	15,9%
1.1. dług do roku (włącznie)	842,1	12,5%	941,3	13,9%	907,8	13,1%
1.2. dług powyżej roku	110,5	1,6%	209,9	3,1%	192,3	2,8%
2. SPZOZ sektor samorządowy	5 793,5	85,9%	5 635,2	83,0%	5 838,3	84,1%
2.1. dług do roku (włącznie)	4 288,8	63,5%	2 851,5	42,0%	2 956,6	42,6%
2.2. dług powyżej roku	1 504,7	22,1%	2 783,7	41,0%	2 881,7	41,5%

### 4) Inne jednostki

Spośród innych podmiotów najwyższe zadłużenie występuje w jednostkach badawczo-rozwojowych, Agencji Rynku Rolnego, w państwowych szkołach wyższych, i samorządowych funduszach celowych z osobowością prawną. Systematycznie malał dług NFZ, który do czerwca 2007 r. został całkowicie spłacony. Dług jednostek badawczo-rozwojowych stanowią przede wszystkim zobowiązania wymagalne, z których większa część (wg stanu na koniec czerwca 2007 r. ok. 69,6%) przypada na zadłużenie wobec jednostek spoza sektora finansów publicznych. Dług ARR wynika przede wszystkim z zobowiązań wobec SP z tytułu kredytów i pożyczek (wg stanu na koniec czerwca 2007 r. 100%). Na koniec czerwca 2007 r. nie występowały zobowiązania wymagalne z tytułu poręczonych kredytów, które na koniec 2006 r. stanowiły 37,3%.

Podstawowym tytułem dłużnym państwowych szkół wyższych pozostają zobowiązania kredytowe (wg stanu na koniec czerwca 2007 r. ok. 84,4%), z których znaczna część (ok. 86,9%) przypada na zadłużenie wobec jednostek spoza sektora finansów publicznych. Dług samorządowych funduszy celowych z osobowością prawną stanowią przede wszystkim zobowiązania z tytułu pożyczek i kredytów (wg stanu na koniec czerwca 2007 r. ok. 99,9%). Zadłużenie pozostałych jednostek sektora wynika przede wszystkim z zobowiązań kredytowych.

Tabela 14. Dług innych jednostek

Wyszczególnienie	XII 2005		XII 2006		VI 2007	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
<b>Dług innych jednostek, w tym:</b>	<b>1 919,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>2 820,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>1 506,6</b>	<b>100,0%</b>
Jednostki badawczo-rozwojowe	275,5	14,4%	295,5	10,5%	279,9	18,6%
ARR	573,5	29,9%	1 495,0	53,0%	262,8	17,4%
Państwowe szkoły wyższe	185,1	9,6%	319,1	11,3%	229,7	15,2%
Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	186,9	9,7%	161,4	5,7%	187,1	12,4%
Narodowy Fundusz Zdrowia	400,9	20,9%	80,2	2,8%	0,0	0,0%
pozostałe	297,7	15,5%	468,8	16,6%	547,2	36,3%

## VII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji Strategii obejmują prognozy:

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

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

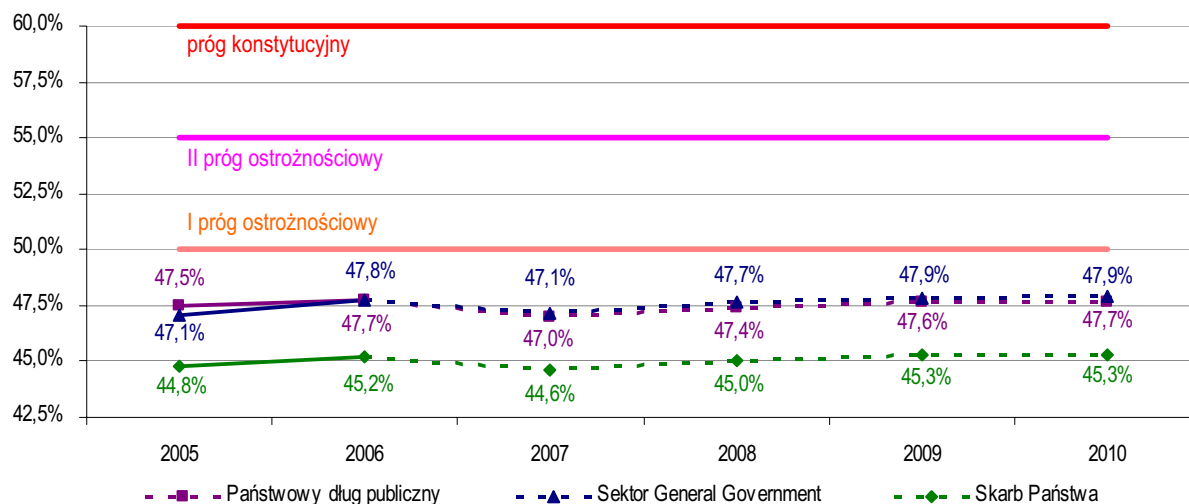
### VII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

Przy przyjętych założeniach relacja państwowego długu publicznego do PKB nie przekroczy pierwszego progu ostrożnościowego, tj. poziomu 50%. Wzrost kosztów obsługi długu SP będzie wynikać przede wszystkim z przyrostu długu i kasowego systemu budżetu, a ich relacja do PKB ustabilizuje się na poziomie 2,4%.

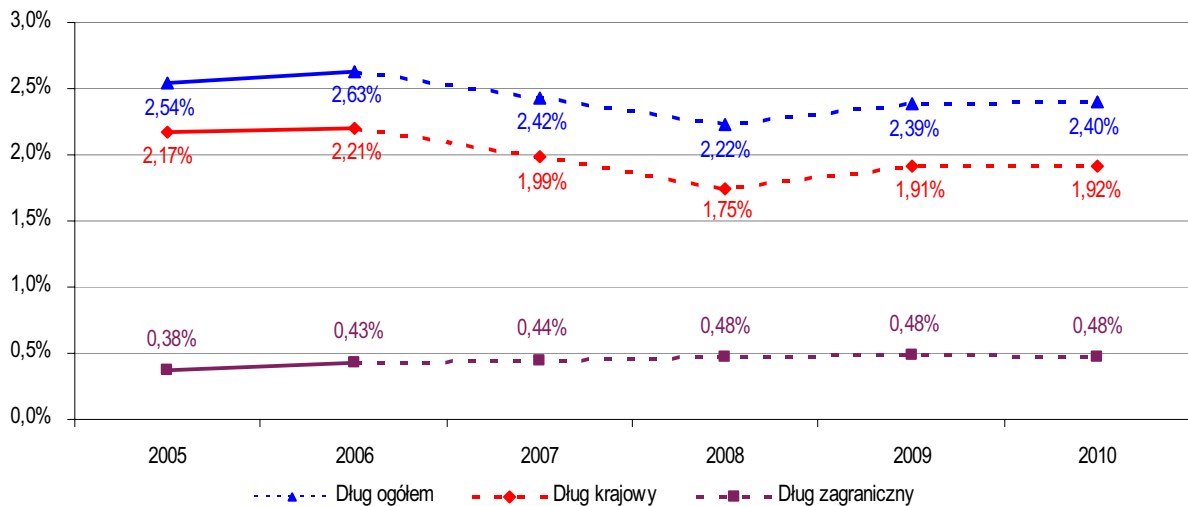
Tabela 15. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP w latach 2007-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>1. Dług Skarbu Państwa</b>					
a) w mld zł	478,5	515,9	564,2	612,2	659,8
krajowy	352,3	384,5	424,5	464,3	504,1
zagraniczny	126,2	131,4	139,7	147,9	155,7
b) w relacji do PKB	45,2%	44,6%	45,0%	45,3%	45,3%
<b>2. Państwowy dług publiczny</b>					
a) w mld zł	505,0	543,6	593,6	644,1	694,1
b) w relacji do PKB	47,7%	47,0%	47,4%	47,6%	47,7%
<b>3. Dług sektora general government (wg metodologii UE)</b>					
a) w mld zł	505,2	545,4	596,9	647,3	697,2
b) w relacji do PKB	47,8%	47,1%	47,7%	47,9%	47,9%
<b>4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)</b>					
a) w mld zł	27,8	28,1	27,8	32,3	34,9
b) w relacji do PKB, w tym:	2,6%	2,4%	2,2%	2,4%	2,4%
- długu krajowego	2,2%	2,0%	1,7%	1,9%	1,9%
- długu zagranicznego	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%

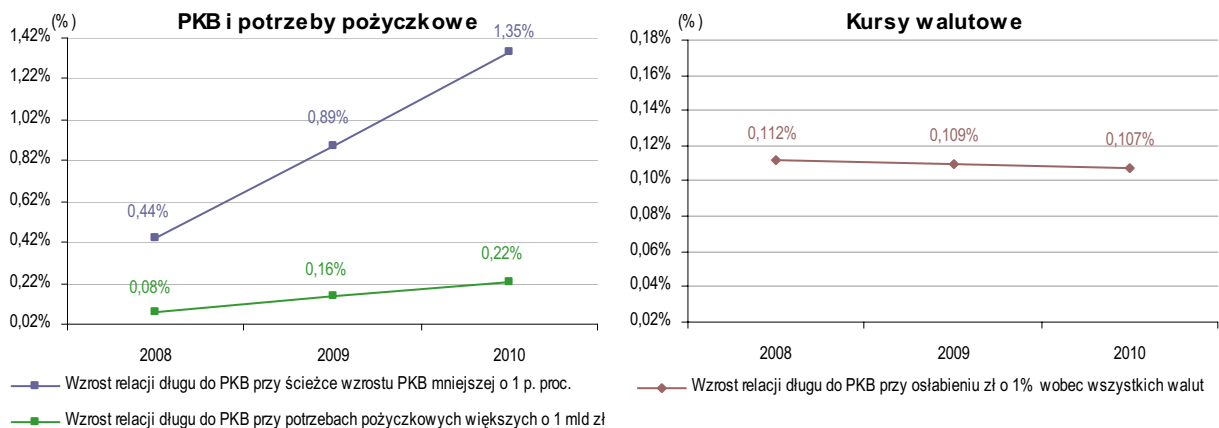
Wykres 12. Relacja długu publicznego do PKB



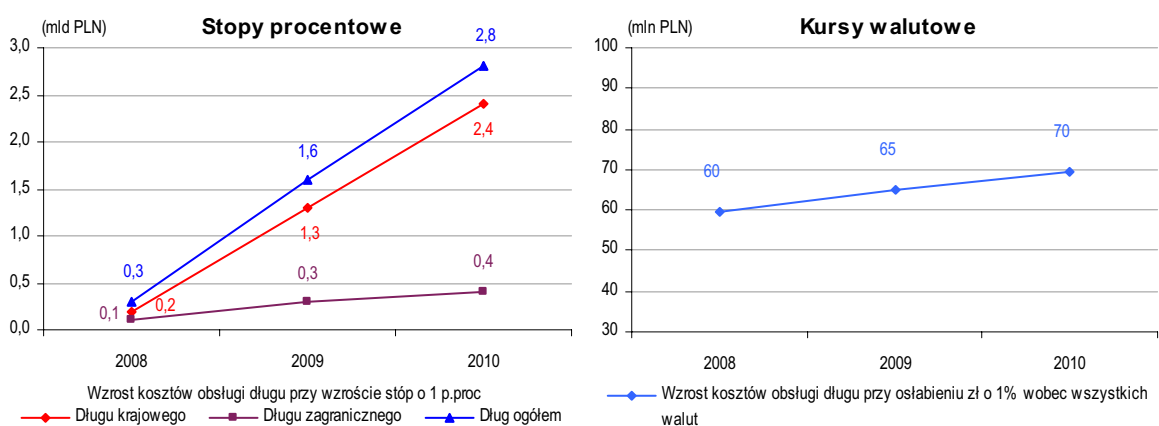
Wykres 13. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB



Wykres 14. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń



Wykres 15. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP do PKB na zmiany założeń



### Dług potencjalny (gwarancje i poręczenia)

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

Tabela 16. Prognoza niewymagalnych zobowiązań i przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji SP w latach 2007-2010

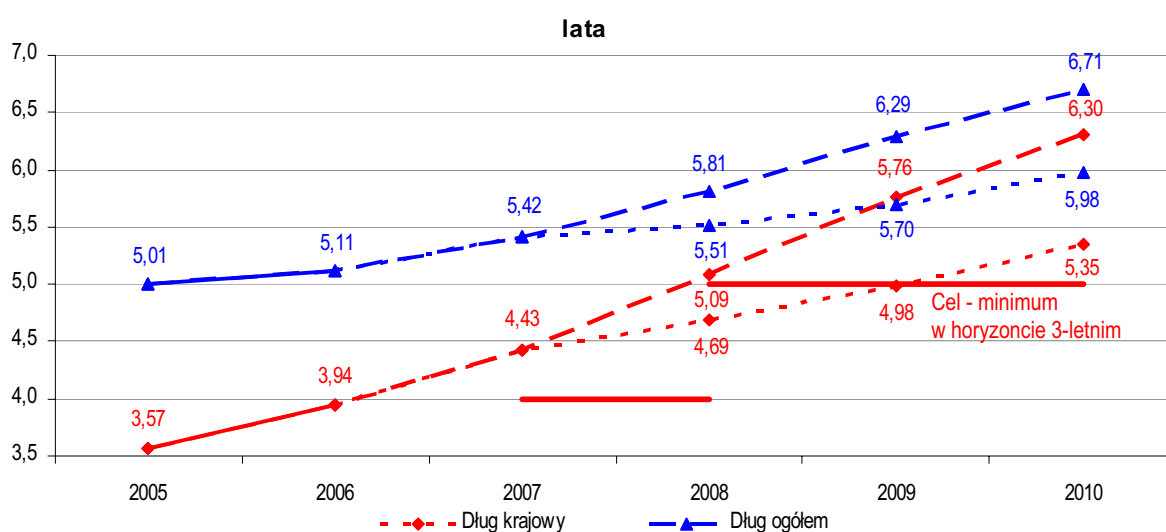
		2007	2008	2009	2010
Zobowiązania niewymagalne	w mld zł	33,9	47,5	54,1	57,0
	w % PKB	2,9%	3,8%	4,0%	3,9%
Przewidywalne wypłaty	w mld zł	9,0	11,6	13,0	13,7
	w % PKB	0,8%	0,9%	1,0%	0,9%

## VII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

Przewiduje się, że w horyzoncie Strategii:

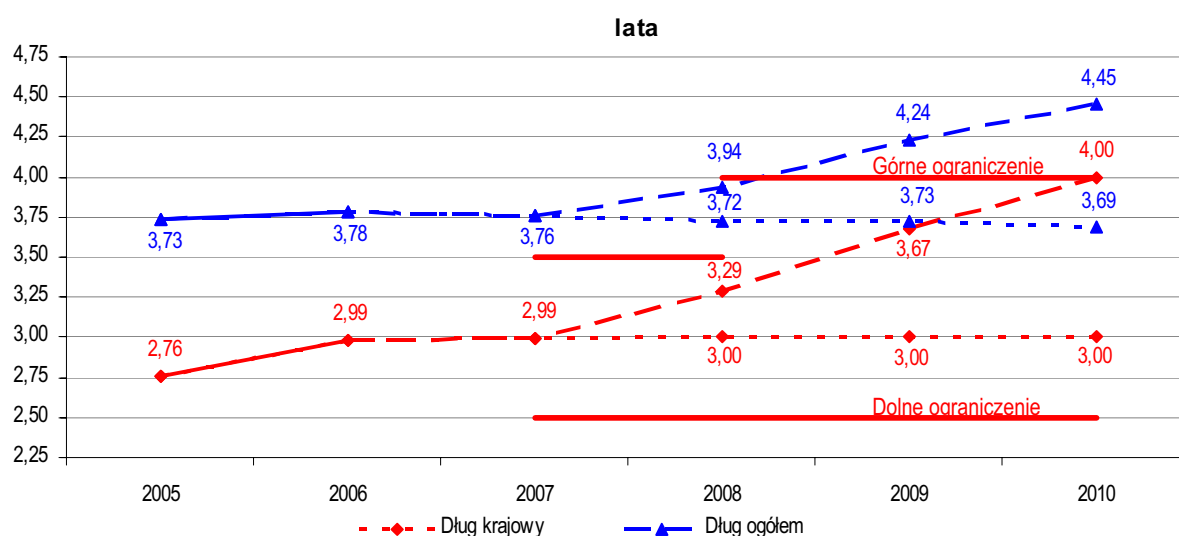
- dalszemu ograniczeniu ulegnie ryzyko refinansowania - średnia zapadalność rynkowego długu krajowego SP wzrośnie, w zależności od przyjętej strategii finansowania, do ok. 5,3-6,3 roku, a całego długu SP będzie się mieścić w przedziale ok. 6,0 – 6,7 roku,

Wykres 16. Średnia zapadalność długu SP



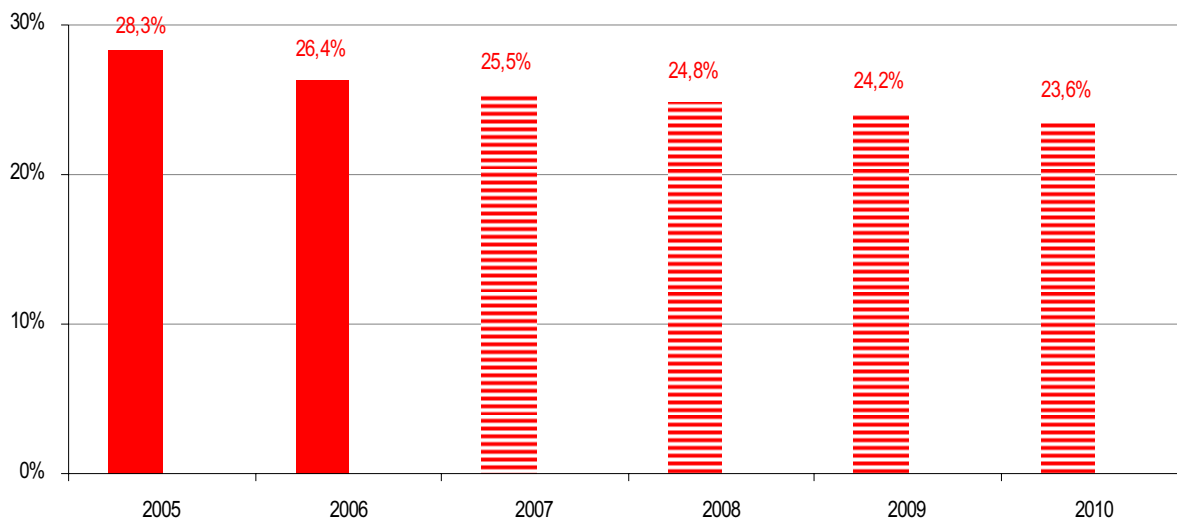
- pewnemu ograniczeniu ulegnie ryzyko stopy procentowej - *duration* rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywać w przedziale ok. 3-4 lat, a długu ogółem w przedziale ok. 3,7 – 4,5 roku,

Wykres 17. Duration długu SP



- ryzyko kursowe ulegnie dalszemu ograniczeniu - udział długu zagranicznego zmniejszy się z 26,7% w połowie 2007 r. i będzie się utrzymywał w przedziale 20%-25%.

Wykres 18. Udział długu zagranicznego w długu SP



### VII.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii

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

- 1) ryzykiem pogorszenia sytuacji finansów publicznych, która jest kształtowana przez:
  - poziom potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (główny składnik przyrostu państwowego długu publicznego),
  - tempo przyrostu zadłużenia innych niż SP podmiotów sektora finansów publicznych,
  - poręczenia i gwarancje udzielane przez podmioty sektora finansów publicznych.

Wyzwaniem we wszystkich trzech obszarach będą szczególnie nakłady na inwestycje infrastrukturalne współfinansowane ze środków UE oraz związane z przygotowaniem do współorganizowanego przez Polskę EURO2012.
- 2) odmiennym od zakładanego scenariusza ukształtowaniem się sytuacji makroekonomicznej w Polsce, w szczególności spadkiem tempa wzrostu bądź większym niż prognozowane tempem wzrostu cen i stóp procentowych oraz wahaniami kursu walutowego.
- 3) uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
  - możliwością spowolnienia gospodarczego,
  - wycofywaniem kapitału pożyczkowego z rynków wschodzących spowodowanym zmianami w preferencjach inwestorów globalnych w zakresie ryzyka,
  - ewentualnymi negatywnymi skutkami kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w USA dla innych segmentów rynku finansowego;
- 4) niepewnością związaną z procesem wejścia Polski do strefy euro i jej wpływem na kurs walutowy i stopy procentowe.



## Aneks 1. Słowniczek pojęć

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

$$ATR = \frac{\sum_{r \in R} rNZ_r + \sum_{t \in T} tNS_t + \sum_{j \in J} \frac{1}{12} NI_j I_0}{\sum_{r \in R} NZ_r + \sum_{t \in T} NS_t + \sum_{j \in J} NI_j I_0}$$

gdzie:

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

$t$  – termin zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,

$j$  – termin zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,

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

$T$  – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,

$J$  – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,

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

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

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

$I_0$  – bieżący wskaźnik indeksacji dla nominalu obligacji inflacyjnych.

**ATM** (ang. *average time to maturity*) por. *średnia zapadalność*.

### Benchmark

1. (*emisja*) duża wartościowo emisja SPW, posiadająca płynny rynek wtórny. Rynkowa wycena emisji benchmarkowej stanowi punkt odniesienia dla poziomu stóp procentowych w danym segmencie zapadalności. W *Strategii* przyjęto, że status benchmarku powinny osiągnąć wszystkie nowo emitowane serie obligacji o stałym oprocentowaniu, za wyjątkiem obligacji 2-letnich, służących średnioterminowemu zarządzaniu płynnością. Za minimalną nominalną wartość emisji zapewniającą jej płynność przyjęto równowartość 5 mld EUR na rynku krajowym i 5 mld EUR na rynku euro. Na innych rynkach rozmiar benchmarku zależy głównie od preferencji emitenta związanych z poziomem ryzyka refinansowania oraz od stopnia rozwoju rynku.
2. (*portfel*) docelowa charakterystyka portfela długu publicznego, stanowiąca *portfel odniesienia* dla portfela istniejącego i wyznaczająca kierunek zarządzania długiem publicznym. Na charakterystykę portfela odniesienia składać się mogą udziały poszczególnych walut, sposobów oprocentowania i typów instrumentów, jak również wartości syntetycznych wskaźników, będących najczęściej miarami ryzyka, np. średnia zapadalność czy *duration*.

**Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW)** – wyłoniona w konkursie grupa instytucji (banków), posiadająca określone prawa i obowiązki związane z uczestnictwem w pierwotnym i wtórnym rynku SPW. Dealerzy są pośrednikami między emitentem a innymi podmiotami w obrocie SPW i mają wyłączny dostęp do rynku pierwotnego.

**Dług potencjalny** – zobowiązania nie będące długiem publicznym, które po zajściu określonego zdarzenia mogą przyczynić się do powstania długu publicznego. Klasycznym przykładem długu potencjalnego są zobowiązania niewymagalne z tytułu gwarancji i

poręczeń udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych. W przypadku wykonania gwarancji lub poręczenia zobowiązania z ich tytułu stają się wymagalne i powiększają wydatki podmiotu udzielającego gwarancję, tym samym zwiększając potrzeby pożyczkowe i dług publiczny.

**Duration** – miara wrażliwości kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych, a więc miara ryzyka stopy procentowej związanego z długiem publicznym. *Duration* interpretowana jest jako wyrażona w latach średnia długość okresu dostosowania kosztów obsługi długu do zmiany poziomu stop procentowych. Im wyższy jest poziom stóp procentowych oraz większy udział instrumentów krótkoterminowych i o zmiennym oprocentowaniu, tym wyższe ryzyko stopy procentowej i niższa *duration*. *Duration* długu SP w danej walucie liczone jest wg wzoru:

$$Duration = \frac{\sum_{r \in S} \frac{rCFZ_s}{(1+i_s)^s} + \sum_{s \in S} \frac{sCFS_s}{(1+i_s)^s}}{\sum_{s \in S} \frac{CFZ_s}{(1+i_s)^s} + \sum_{s \in S} \frac{CFS_s}{(1+i_s)^s}}$$

gdzie:

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

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

$r=r(s)$ , ( $r \in R$ ) – termin płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym

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

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

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

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

*Duration* całego długu SP stanowi średnia ważona odpowiednich wskaźników *duration* dla każdej z walut, gdzie wagami są wartości rynkowe zadłużenia w poszczególnych walutach.

**Instrumenty pochodne** – instrumenty finansowe, których wartość zależy od wartości innych aktywów, zwanych instrumentami bazowymi. Ich zadaniem jest zmiana profilu ryzyka stron dokonujących transakcji na instrumentach pochodnych, tj. zabezpieczenia przed ryzykiem, zamiany ryzyka jednego rodzaju na inne lub zamiany kosztu na ryzyko (zmniejszenie kosztu za cenę wyższego ryzyka). Przykładami instrumentów pochodnych najczęściej występującymi w zarządzaniu długiem publicznym są *swap* oraz *opcja*.

**Kryterium miejsca emisji** – kryterium podziału długu publicznego na krajowy i zagraniczny, zgodnie z którym dług krajowy to dług wyemitowany na rynku krajowym.

**Kryterium rezydenta** - kryterium podziału długu publicznego na krajowy i zagraniczny, zgodnie z którym dług krajowy to dług będący w posiadaniu inwestorów krajowych (tj. mających miejsce zamieszkania lub siedzibę w Polsce).

**Opcja** – prawo (lecz nie obowiązek) kupna albo sprzedaży określonego aktywa po ustalonej cenie, do którego respektowania zobowiązuje się wystawca opcji wobec posiadacza opcji. Opcje mogą być samodzielными instrumentami finansowymi lub być wbudowane w inne instrumenty, np. opcja przedstawienia SP obligacji oszczędnościowych do przedterminowego wykupu.

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

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

**Ryzyko kredytowe** - wiąże się z niebezpieczeństwem, że druga strona transakcji nie wywiąże się, w całości lub w części, ze swojego zobowiązania. Ryzyko powstaje w wyniku

transakcji, których przedmiotem są należności. Dla zarządzającego długiem tak jest w przypadku stosowania instrumentów pochodnych, w szczególności typu *swap*. Ryzyko kredytowe występuje również w przypadku zarządzania płynnymi aktywami, np. poprzez dokonywanie lokat w bankach i nabywanie papierów wartościowych.

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

**Ryzyko kursowe** - wynika z istnienia w ramach długu SP instrumentów nominowanych i rozliczanych w walutach obcych. Ryzyko kursowe przejawia się wrażliwością poziomu długu i kosztów jego obsługi na zmiany kursu walutowego, co jest konsekwencją obowiązującego w Polsce płynnego kursu walutowego. Aprecjacja lub deprecjacja złotego wobec danej waluty obcej powoduje proporcjonalny spadek lub wzrost wyrażonych w złotych: zadłużenia w tej walucie i kosztów jego obsługi.

**Ryzyko operacyjne** – ryzyko wynikające z niebezpieczeństwa, że koszty związane z zarządzaniem długiem lub poziom pozostałych rodzajów ryzyka ulegną zwiększeniu w wyniku nieadekwatnej do zakresu zadań infrastruktury oraz organizacji i kontroli zarządzania długiem. Ryzyko operacyjne jest najtrudniej mierzalnym spośród rodzajów ryzyka.

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

**Ryzyko płynności budżetu państwa** - ryzyko utraty przez budżet państwa zdolności do regulowania bieżących zobowiązań oraz terminowej realizacji wydatków budżetowych. Ograniczanie tego ryzyka wymaga, by budżet państwa miał dostęp do odpowiednio dużego zasobu płynnych środków finansowych, pozwalających na uniezależnienie od przejściowych zjawisk kryzysowych, uniemożliwiających lub utrudniających pozyskiwanie środków pożyczkowych z rynku finansowego po racjonalnym koszcie.

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

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

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

**Spread** - różnica występująca pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów dłużnych. W węższym znaczeniu *spread* kredytowy (inaczej marża kredytowa) to różnica pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów o identycznych lub bardzo zbliżonych parametrach, w tym w szczególności terminie zapadalności, wyemitowanych przez różnych emitentów. *Spread* jest często rozumiany jako różnica pomiędzy rentownością instrumentu obciążonego

ryzykiem kredytowym i instrumentu uznawanego za wolny od ryzyka kredytowego lub o najniższym ryzyku w danej klasie.

**Swap** - wymiana strumieni płatności o z góry ustalonym sposobie ustalania ich wartości, następująca między stronami umowy. *Swap* jest instrumentem finansowym należącym do tzw. *instrumentów pochodnych*. *Swap* może być samodzielnym instrumentem finansowym lub towarzyszyć innym instrumentom.

**Średnia zapadalność** (także *ATM* od ang. *average time to maturity*) – miara ryzyka refinansowania długu publicznego. Średnia zapadalność to wyrażona w latach średnia długość okresu, po którym wyemitowany dług zostanie wykupiony. Im odleglejsze są terminy wykupu długu, tym niższe jest ryzyko jego refinansowania i tym wyższa średnia zapadalność. Średnia zapadalność długu SP liczona jest wg wzoru:

$$ATM = \frac{\sum_{t \in T} t N_t I_0}{\sum_{t \in T} N_t I_0}$$

gdzie:

$t$  – termin zapadalności,

$T$  – zbiór wszystkich terminów zapadalności (tj. płatności nominalu),

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

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

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

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

- model bankowy - w banku centralnym,
- model rządowy – w jednym z ministerstw (najczęściej finansów lub skarbu),
- model agencyjny - w wyspecjalizowanej instytucji (agencji), której podstawowym (choć czasami nie jedynym) zadaniem jest zarządzanie długiem.

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

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

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

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

**Model rządowy** dobrze sprawdza się w warunkach charakterystycznych dla gospodarek „wschodzących” lub podlegających procesowi transformacji ustrojowej, w których stopień rozwoju krajowego rynku finansowego jest niski, choć nie tylko tam jest stosowany<sup>7</sup>. Jest to związane z dużymi możliwościami oddziaływania rządu na tworzenie odpowiedniej infrastruktury prawnej oraz instytucjonalnej, koniecznej dla funkcjonowania efektywnego rynku finansowego. Jednak w warunkach rozwiniętej, stabilnej gospodarki coraz bardziej widoczne stają się wady takiego rozwiązania:

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

**Model agencyjny** stanowi model dominujący w państwach UE. Termin „agencja” jest jednak pewnym uogólnieniem (nie oznacza agencji rządowej zgodnie z definicją stosowaną w prawie polskim), ponieważ wyspecjalizowane instytucje zajmujące się zarządzaniem długiem

---

<sup>7</sup> Model rządowy funkcjonuje w takich krajach jak Hiszpania czy Włochy.

w poszczególnych krajach różnią się znacznie między sobą zarówno jeśli chodzi o wachlarz powierzonych im zadań jak i poziom instytucjonalnej odrębności. Wspólną ich cechą pozostaje natomiast wysoki poziom autonomii w zakresie wyboru sposobu realizacji zleconych zadań. Do najważniejszych zalet powierzenia zarządzania długiem wyspecjalizowanej instytucji należą:

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

Z reguły zadaniem agencji jest realizacja wytycznych rządu, często ministra finansów, a jej działania podlegają audytowi pod kątem zgodności z tymi wytycznymi. Dlatego w przypadku modelu agencyjnego bardzo ważne jest przygotowanie odpowiednich rozwiązań legislacyjnych oraz organizacyjnych zapewniających dobrą współpracę ministra finansów, który definiuje cele oraz agencji, która je realizuje.

W chwili obecnej na 27 państw UE w 14 stosowany jest model agencyjny (odpowiednio w 11 z 15 państw UE15, tj. tzw. „starej Unii”).

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

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

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

	2005			2006		
	deficyt/nadwyżka %PKB	dług %PKB	stopa 10- letnia (%)	deficyt/nadwyżka %PKB	dług %PKB	stopa 10- letnia (%)
Grecja	-5,5	107,5	3,57	-2,6	104,6	4,04
Włochy	-4,2	106,2	3,55	-4,4	106,8	4,04
Belgia	0,2	93,2	3,39	-2,3	89,1	3,82
Malta	-3,1	72,4	4,39	-2,6	66,5	4,33
Cypr	-2,3	69,2	4,09	-1,5	65,3	4,26
Niemcy	-3,2	67,9	3,34	-1,7	67,9	3,77
Francja	-3,0	66,2	3,38	-2,5	63,9	3,81
Portugalia	-6,1	63,6	3,46	-3,9	64,7	3,96
Austria	-1,6	63,5	3,36	-1,1	62,2	3,80
Węgry	-7,8	61,7	6,89	-9,2	66,0	6,81
Holandia	-0,3	52,7	3,35	0,6	48,7	3,81
Szwecja	2,1	52,2	3,37	2,2	46,9	3,65
<b>Polska</b>	<b>-4,3</b>	<b>47,1</b>	<b>5,16</b>	<b>-3,9</b>	<b>47,8</b>	<b>5,14</b>
Hiszpania	1,1	43,2	3,57	1,8	39,9	3,82
Wielka Brytania	2,1	42,2	4,27	2,2	43,5	4,54
Finlandia	2,7	41,4	3,30	3,9	39,1	3,82
Dania	4,7	36,3	3,35	4,2	30,2	3,78
Słowacja	-2,8	34,5	3,62	-3,4	30,7	4,15
Czechy	-3,5	30,4	3,61	-2,9	30,4	3,68
Bulgaria	1,9	29,2	-	3,3	22,8	4,18
Słowenia	-1,5	28,4	3,69	-1,4	27,8	3,90
Irlandia	1,0	27,4	3,36	2,9	24,9	3,76
Litwa	-0,5	18,6	3,79	-0,3	18,2	4,28
Rumunia	-1,4	15,8	-	-1,9	12,4	7,42
Łotwa	-0,2	12,0	3,59	0,4	10,0	4,90
Luksemburg	-0,3	6,1	3,40	0,1	6,8	3,95
Estonia	2,3	4,4	3,94	3,8	4,1	4,70
<b>UE 27</b>	<b>-2,4</b>	<b>62,9</b>	<b>-</b>	<b>-1,7</b>	<b>61,7</b>	<b>-</b>
<b>Strefa euro</b>	<b>-2,5</b>	<b>70,5</b>	<b>-</b>	<b>-1,6</b>	<b>69,0</b>	<b>-</b>

<sup>1)</sup> Stopa 10-letnia - zharmonizowane długoterminowe stopy procentowe dla celów konwergencji, tj. stopy z rynku wtórnego (z wyjątkiem Cypru i Litwy - rynek pierwotny), dla Luksemburga – wskaźnik oparty o koszyk długoterminowych obligacji emitowanych przez prywatne instytucje kredytowe o średniej faktycznej zapadalności zbliżonej do 10 lat, dla Estonii – oprocentowanie obligacji rządowych o zapadalności zbliżonej do 10 lat; średnia w grudniu; Statistics Pocket Book, ECB.

<sup>2)</sup> Dane dot. wyniku deficytu i długu dla Polski – dane MF, pozostałe dane na podstawie Eurostat Euro-indicators news release 55/2007 z 23 kwietnia 2007 r.

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

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

stan na 31 sierpnia 2007 r.

	Moody's	Standard&Poor's	Fitch
Austria	Aaa	AAA	AAA
Belgia	Aa1	AA+	AA+
Bułgaria	Baa3	BBB+	BBB
Cypr	A1	A	AA-
Czechy	A1	A-	A
Dania	Aaa	AAA	AAA
Estonia	A1	A	A
Finlandia	Aaa	AAA	AAA
Francja	Aaa	AAA	AAA
Grecja	A1	A	A
Hiszpania	Aaa	AAA	AAA
Holandia	Aaa	AAA	AAA
Irlandia	Aaa	AAA	AAA
Litwa	A2	A	A
Łotwa	A2	BBB+	BBB+
Luksemburg	Aaa	AAA	AAA
Malta	A2	A	A+
Niemcy	Aaa	AAA	AAA
<b>Polska</b>	<b>A2</b>	<b>A-</b>	<b>A-</b>
Portugalia	Aa2	AA-	AA
Rumunia	Baa3	BBB-	BBB
Słowacja	A1	A	A
Słowenia	Aa2	AA	AA
Szwecja	Aaa	AAA	AAA
Węgry	A2	BBB+	BBB+
Wielka Brytania	Aaa	AAA	AAA
Włochy	Aa2	A+	AA-

Źródło: International Financing Review, 1 września 2007 r.



**Aneks 5. Średnia zapadalność i *duration* długu państw UE w 2006 r.**

	ATM			Duration		
	Razem	Krajowy	Zagraniczny	Razem	Krajowy	Zagraniczny
Austria	8,11	8,39	3,54	5,90	6,10	3,30
Belgia	6,71	6,74	1,29	*	*	*
Bułgaria**	*	7,13	*	*	*	*
Cypr	*	*	*	*	*	*
Czechy	6,20	*	*	*	*	*
Dania	5,20	5,60	2,60	3,30	4,10	- 2,00
Estonia	*	*	*	*	*	*
Finlandia	4,00	4,00	0,10	2,60	2,60	0,10
Francja	7,10	7,10	*	*	*	*
Grecja	7,17	*	*	*	5,00	*
Hiszpania	6,70	6,70	*	5,00	5,01	*
Holandia	6,40	6,40	*	*	*	*
Irlandia	6,04	*	*	5,16	*	*
Litwa	*	*	*	*	*	*
Luksemburg	7,47	*	*	*	*	*
Łotwa***	*	*	*	3,07	4,13	2,31
Malta	*	*	*	*	*	*
Niemcy	6,30	6,30	3,42	*	*	*
<b>Polska</b>	<b>5,36</b>	<b>4,27</b>	<b>8,33</b>	<b>3,81</b>	<b>3,01</b>	<b>5,97</b>
Portugalia	5,80	*	*	3,03	*	*
Rumunia	*	*	*	*	*	*
Słowacja	5,10	4,10	9,30	4,00	3,20	8,70
Słowenia	*	*	*	*	*	*
Szwecja	3,10	3,50	2,10	*	*	*
Węgry	4,56	3,64	6,90	3,09	2,62	4,30
Wielka Brytania	*	13,90	1,50	*	8,60	1,50
Włochy	6,57	6,77	9,48	4,37	4,40	4,79

\*) Brak danych.

Źródło: OECD, [www.oecd.int](http://www.oecd.int).

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

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

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

Tabela 3. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
<p>1. Konstytucja RP</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5);</li> </ul>	<p>1. Traktat z Maastricht</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 104) - określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (<i>Excessive Deficit Procedure - EDP</i>);</li> </ul>
<p>2. Ustawa o finansach publicznych</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia (50%, 55% i 60% PKB);</li> <li>➤ definicja sektora finansów publicznych.</li> </ul>	<p>2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do traktatu z Maastricht</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%;</li> </ul>
	<p>3. Rozporządzenie dot. stosowania Protokołu w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu z Maastricht</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych;</li> </ul>
	<p>4. Rozporządzenie statystyczne <i>European System of Accounts</i> (ESA 95)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych;</li> <li>➤ definicja sektora general government.</li> </ul>

Tabela 4. Limity określone w ustawie o finansach publicznych dotyczące zaciągania długu publicznego

I. Procedury dotyczące limitów na relację państwowego długu publicznego do PKB
<p>1) jeśli relacja w roku x jest większa od 50%, a nie większa od 55% PKB:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. relacja deficytu budżetu państwa do jego dochodów w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 nie może być wyższa niż w roku x+1;</li> <li>b. relacja deficytu budżetu państwa do jego dochodów uchwalona na rok x+2 stanowi górne ograniczenie dla relacji deficytu do dochodów w uchwalanych na rok x+2 budżetach JST;</li> </ul>
<p>2) jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60% PKB:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. poziom deficytu budżetu państwa w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 musi zapewniać spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x;</li> <li>b. górne ograniczenie relacji deficytu każdej JST do jej dochodów na rok x+2 obliczane jest przez pomnożenie relacji deficytu do dochodów budżetu państwa uchwalonej na rok x+2 przez współczynnik R;  <math>R = (0,6 - PDP/PKB) : 0,05</math>                      gdzie: PKB - produkt krajowy brutto, PDP - państwowy dług publiczny oznaczają wielkości ogłoszone za poprzedni rok budżetowy (rok x);</li> <li>c. Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB;</li> </ul>
<p>3) jeśli relacja w roku x jest równa lub większa od 60% PKB:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. uchwalane na rok x+2 budżety JST muszą być przynajmniej zrównoważone;</li> <li>b. wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych;</li> <li>c. Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu ograniczenie relacji państwowego długu publicznego do PKB do poziomu poniżej 60%;</li> </ul>
II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST
<ul style="list-style-type: none"> <li>a) JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:                     <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów,</li> <li>➤ pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST,</li> </ul> </li> </ul>

<p>➤ finansowanie planowanego deficytu budżetu JST;</p>
<p>b) Zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe na pokrycie deficytu przejściowego budżetu JST podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane;</p>
<p>c) JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ dyskonto od emitowanych przez JST papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej,</li> <li>➤ kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna;</li> </ul>
<p>d) Relacja łącznych kwot przypadających w danym roku budżetowym z tytułu:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek,</li> <li>➤ wykupów papierów wartościowych emitowanych przez JST wraz z należnymi odsetkami i dyskontem od papierów wartościowych,</li> <li>➤ potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń oraz gwarancji,</li> </ul> <p>do planowanych dochodów budżetu JST nie może przekroczyć 15%, a gdy relacja państwowego długu publicznego do PKB przekroczy 55% to 12%;</p>
<p>e) Relacje łącznej kwoty długu JST na koniec roku budżetowego do wykonanych dochodów ogółem oraz na koniec kwartału do planowanych dochodów nie mogą przekroczyć 60%;</p>
<p>f) Ograniczeń dotyczących kwoty długu JST nie stosuje się do emitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek zaciąganych w związku ze środkami określonymi w umowie zawartej z podmiotem dysponującym funduszami strukturalnymi lub Funduszem Spójności UE.</p>

Tabela 5. Podstawowe różnice dotyczące długu publicznego – definicja polska a unijna

OBOWIĄZUJĄCE POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
<b>państwowy dług publiczny</b>	<b>dług sektora general government</b>
<b>1) zakres sektora finansów publicznych</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych, który dzieli na 3 podsektory: rządowy, samorządowy, ubezpieczeń społecznych;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ zakres sektora general government został zdefiniowany w ESA95<sup>2)</sup>; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;</li> </ul>
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
a) Krajowy Fundusz Drogowy utworzony w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ nie jest zaliczany do sektora finansów publicznych;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ jest zaliczany do sektora general government;</li> </ul>
b) jednostki badawczo rozwojowe	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ są zaliczane do sektora finansów publicznych;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ nie są zaliczane do sektora general government;</li> </ul>
c) otwarte fundusze emerytalne	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ do marca 2007 r. obowiązywał okres przejściowy, w którym Polska może zaliczać OFE do sektora general government<sup>3)</sup>;</li> </ul>
<b>2) tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi);</li> <li>➤ kredyty i pożyczki (w tym papiery wartościowe, których zbywalność jest ograniczona);</li> <li>➤ przyjęte depozyty;</li> <li>➤ zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone);</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych;</li> <li>➤ pożyczki;</li> <li>➤ gotówka i depozyty;</li> </ul>
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ zobowiązania wymagalne;</li> </ul>	- <sup>4)</sup>
<b>3) dług potencjalny</b>	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ nie jest uwzględniany. Od 1.01.2006 r. zgodnie z ustawą z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych podstawową kategorią, do której odnoszą się limity zadłużenia jest dług publiczny bez przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami;</li> <li>➤ po spełnieniu określonych kryteriów (zgodnie z zasadami ESA'95) dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejęcia długu);</li> </ul>

- 1) Urzędem odpowiedzialnym za zakres sektora general government (sektora instytucji rządowych i samorządowych) jest GUS.
- 2) Council Regulation No 2223/1995 on the European System of National and Regional Accounts in the Community. Kryteria stosowane w ESA95 dotyczą przede wszystkim funkcji realizowanych przez dane jednostki i sposobu ich finansowania. Głównym kryterium brany pod uwagę jest działalność podstawowa danej jednostki – redystrybucja narodowego dochodu i bogactwa; w pozostałych przypadkach stosowana jest reguła 50% (mniej niż 50% kosztów produkcji jest finansowanych przychodami/dochodami ze sprzedaży).
- 3) Decyzja Eurostatu dot. klasyfikacji kapitałowych funduszy emerytalnych (Eurostat News Releases No 30/2004 z 2 marca 2004 r. i No 117/2004 z 23 września 2004 r.).
- 4) Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie/nadwyżce) sektora general government.

## Aneks 7. Podstawowe kategorie długu i ich relacja do PKB w okresie 2001-VI 2007

Tabela 6. Dług publiczny w okresie 2001-VI 2007

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	VI 2007
<b>1. Dług Skarbu Państwa</b>							
a) w mld zł	283,9	327,9	378,9	402,9	440,2	478,5	486,3
krajowy *	185,0	219,3	251,2	291,7	315,5	352,3	356,6
zagraniczny *	98,9	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	129,7
b) w relacji do PKB	36,4%	40,6%	44,9%	43,6%	44,8%	45,2%	-
<b>2. Państwowy dług publiczny</b>							
a) w mld zł	302,1	352,4	408,3	431,4	466,6	505,0	511,1
b) w relacji do PKB	38,8%	43,6%	48,4%	46,7%	47,5%	47,7%	-
<b>3. Dług sektora general government (wg metodologii UE)</b>							
a) w mld zł	292,8	340,9	396,7	422,4	462,7	505,2	511,6
b) w relacji do PKB	37,6%	42,2%	47,1%	45,7%	47,1%	47,8%	-

\*) wg kryterium miejsca emisji

Tabela 7. PKB i kursy walutowe w okresie 2001-VI 2007

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	VI 2007
<b>1. Produkt Krajowy Brutto</b>							
w mld zł	779,6	808,6	843,2	924,5	983,3	1 057,9	-
<b>2. Kursy walutowe</b>							
a) EUR	3,5219	4,0202	4,7170	4,0790	3,8598	3,8312	3,7658
b) USD	3,9863	3,8388	3,7405	2,9904	3,2613	2,9105	2,7989

## Aneks 8. Dług sektora finansów publicznych i dług Skarbu Państwa w Polsce

Tabela 8. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją \*

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2005		2006				2007			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2005 - XII 2006		XII	Struktura	Zmiana XII 2006 - VI 2007		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
<b>PRZED KONSOLIDACJĄ</b>		<b>477 108,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>39 861,6</b>	<b>8,4%</b>	<b>516 970,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>4 975,2</b>	<b>1,0%</b>	<b>521 945,5</b>	<b>100,0%</b>
1.	Zadłużenie podsektora rządowego	442 693,7	92,8%	39 557,9	8,9%	482 251,6	93,3%	6 399,1	1,3%	488 650,6	93,6%
1.1.	Skarb Państwa	440 167,3	92,3%	38 359,1	8,7%	478 526,4	92,6%	7 759,7	1,6%	486 286,1	93,2%
1.2.	Narodowy Fundusz Zdrowia	400,9	0,1%	-320,7	-80,0%	80,2	0,0%	-80,2	-100,0%	0,0	0,0%
1.3.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
1.4.	Państwowe szkoły wyższe	185,1	0,0%	134,0	72,4%	319,1	0,1%	-89,4	-28,0%	229,7	0,0%
1.5.	Jednostki badawczo-rozwojowe	275,5	0,1%	20,0	7,2%	295,5	0,1%	-15,6	-5,3%	279,9	0,1%
1.6.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	952,6	0,2%	198,6	20,8%	1 151,2	0,2%	-51,1	-4,4%	1 100,1	0,2%
1.7.	Państwowe instytucje kultury	34,8	0,0%	4,0	11,6%	38,8	0,0%	16,2	41,6%	55,0	0,0%
1.8.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	7,7	0,0%	9,8	127,9%	17,5	0,0%	-4,8	-27,5%	12,7	0,0%
1.9.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	669,8	0,1%	1 153,1	172,1%	1 823,0	0,4%	-1 135,7	-62,3%	687,3	0,1%
2.	Zadłużenie podsektora samorządowego	27 320,3	5,7%	3 612,9	13,2%	30 933,1	6,0%	-1 317,3	-4,3%	29 615,8	5,7%
2.1.	Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	21 268,9	4,5%	3 782,9	17,8%	25 051,8	4,8%	-1 516,5	-6,1%	23 535,3	4,5%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	186,9	0,0%	-25,5	-13,6%	161,4	0,0%	25,6	15,9%	187,1	0,0%
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	5 793,5	1,2%	-158,2	-2,7%	5 635,2	1,1%	203,1	3,6%	5 838,3	1,1%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	33,7	0,0%	40,7	120,9%	74,4	0,0%	-31,3	-42,1%	43,0	0,0%
2.5.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	37,3	0,0%	-27,1	-72,5%	10,3	0,0%	1,8	18,0%	12,1	0,0%
3.	Zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych	7 094,7	1,5%	-3 309,1	-46,6%	3 785,6	0,7%	-106,6	-2,8%	3 679,0	0,7%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,03	0,0%	0,02	-61,9%	0,01	0,0%	0,01	-45,5%	0,01	0,0%
3.2.	Fundusze zarządzane przez ZUS	7 094,7	1,5%	-3 309,1	-46,6%	3 785,6	0,7%	-106,6	-2,8%	3 679,0	0,7%
3.3.	Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-	0,0	0,0%

\*) dane wstępne według stanu na 13 września 2007 r.

Tabela 9. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji \*

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2005		2006				2007			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2005 - XII 2006		XII	Struktura	Zmiana XII 2006 - VI 2007		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
<b>PO KONSOLIDACJI</b>		<b>466 601,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>38 390,4</b>	<b>8,2%</b>	<b>504 991,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>6 128,2</b>	<b>1,0%</b>	<b>511 119,6</b>	<b>100,0%</b>
1.	Zadłużenie podsektora rządowego	439 334,1	94,2%	38 588,8	8,8%	477 922,9	94,6%	7 022,8	1,3%	484 945,6	94,9%
1.1.	Skarb Państwa	438 416,2	94,0%	38 136,1	8,7%	476 552,4	94,4%	7 094,0	1,3%	483 646,3	94,6%
1.2.	Narodowy Fundusz Zdrowia	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
1.3.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
1.4.	Państwowe szkoły wyższe	146,6	0,0%	101,1	69,0%	247,6	0,0%	-48,0	-19,4%	199,7	0,0%
1.5.	Jednostki badawczo-rozwojowe	152,9	0,0%	33,6	22,0%	186,4	0,0%	-5,9	-3,1%	180,6	0,0%
1.6.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	525,8	0,1%	182,1	34,6%	707,9	0,1%	-9,0	-1,3%	698,9	0,1%
1.7.	Państwowe instytucje kultury	34,5	0,0%	3,7	10,7%	38,2	0,0%	8,1	21,2%	46,2	0,0%
1.8.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	3,2	0,0%	5,8	182,4%	9,0	0,0%	-4,7	-52,1%	4,3	0,0%
1.9.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	54,9	0,0%	126,4	230,2%	181,3	0,0%	-11,7	-6,5%	169,6	0,0%
2.	Zadłużenie podsektora samorządowego	20 172,2	4,3%	3 110,8	15,4%	23 283,0	4,6%	-787,9	-3,4%	22 495,0	4,4%
2.1.	Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	17 155,7	3,7%	2 835,1	16,5%	19 990,8	4,0%	-1 077,0	-5,4%	18 913,7	3,7%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	1,33	0,0%	-1,32	-99,2%	0,01	0,0%	0,01	-84,5%	0,00	0,0%
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	2 953,1	0,6%	273,8	9,3%	3 226,9	0,6%	311,6	9,7%	3 538,5	0,7%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	25,5	0,0%	31,0	121,6%	56,5	0,0%	-24,7	-43,7%	31,8	0,0%
2.5.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	36,6	0,0%	-27,8	-75,9%	8,8	0,0%	2,2	24,7%	11,0	0,0%
3.	Zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych	7 094,7	1,5%	-3 309,1	-46,6%	3 785,6	0,7%	-106,6	-2,8%	3 679,0	0,7%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,03	0,0%	0,02	-61,9%	0,01	0,0%	0,01	-45,5%	0,01	0,0%
3.2.	Fundusze zarządzane przez ZUS	7 094,7	1,5%	-3 309,1	-46,6%	3 785,6	0,7%	-106,6	-2,8%	3 679,0	0,7%
3.3.	Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%

\*) dane wstępne według stanu na 13 września 2007 r.

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

	XII 2005	XII 2006	VI 2007	struktura VI 2007 w %	zmiana XII 2006 - XII 2005		zmiana VI 2007 - XII 2006	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
<b>Zadłużenie Skarbu Państwa</b>	<b>440.167,3</b>	<b>478.526,4</b>	<b>486.286,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>38.359,1</b>	<b>8,7%</b>	<b>7.759,7</b>	<b>1,6%</b>
<b>I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa</b>	<b>315.478,5</b>	<b>352.328,0</b>	<b>356.617,8</b>	<b>73,3%</b>	<b>36.849,4</b>	<b>11,7%</b>	<b>4.289,9</b>	<b>1,2%</b>
<b>1. Dług z tytułu SPW<sup>1)</sup></b>	<b>311.965,8</b>	<b>350.533,7</b>	<b>356.436,8</b>	<b>73,3%</b>	<b>38.567,9</b>	<b>12,4%</b>	<b>5.903,1</b>	<b>1,7%</b>
<b>1.1. Rynkowe SPW</b>	<b>302.780,8</b>	<b>342.845,7</b>	<b>349.417,0</b>	<b>71,9%</b>	<b>40.064,9</b>	<b>13,2%</b>	<b>6.571,2</b>	<b>1,9%</b>
bony skarbowe	24.400,0	25.800,0	20.000,0	4,1%	1.400,0	5,7%	-5.800,0	-22,5%
obligacje rynkowe	278.380,8	317.045,7	329.417,0	67,7%	38.664,9	13,9%	12.371,2	3,9%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu stałym	241.756,3	271.773,0	279.431,0	57,5%	30.016,7	12,4%	7.657,9	2,8%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	57.148,1	52.461,4	45.719,4	9,4%	-4.686,7	-8,2%	-6.742,0	-12,9%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	86.728,3	88.146,0	95.770,0	19,7%	1.417,7	1,6%	7.624,0	8,6%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	3.199,9	2.736,0	2.049,9	0,4%	-463,8	-14,5%	-686,1	-25,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	85.700,3	112.412,1	117.464,1	24,2%	26.711,8	31,2%	5.052,0	4,5%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	6.411,5	13.449,2	14.859,2	3,1%	7.037,7	109,8%	1.410,0	10,5%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	-	-	1.000,0	0,2%	-	-	1.000,0	-
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane <sup>2)</sup>	2.568,3	2.568,3	2.568,3	0,5%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<b>obligacje rynkowe o oprocentowaniu zmiennym</b>	<b>31.945,2</b>	<b>38.796,2</b>	<b>42.883,2</b>	<b>8,8%</b>	<b>6.851,0</b>	<b>21,4%</b>	<b>4.087,0</b>	<b>10,5%</b>
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	3.496,1	2.825,9	2.748,9	0,6%	-670,2	-19,2%	-77,0	-2,7%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	6.738,2	4.558,6	-	-	-2.179,6	-32,3%	-4.558,6	-100,0%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	9.063,5	19.670,4	19.670,4	4,0%	10.606,9	117,0%	0,0	0,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	-	-	8.459,6	1,7%	-	-	8.459,6	-
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	11.897,5	10.991,3	11.254,4	2,3%	-906,1	-7,6%	263,0	2,4%
obligacje typu private placement	750,0	750,0	750,0	0,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<b>obligacje rynkowe indeksowane</b>	<b>4.679,2</b>	<b>6.476,5</b>	<b>7.102,8</b>	<b>1,5%</b>	<b>1.797,2</b>	<b>38,4%</b>	<b>626,3</b>	<b>9,7%</b>
obligacje 12-letnie indeksowane	4.679,2	6.476,5	7.102,8	1,5%	1.797,2	38,4%	626,3	9,7%
<b>1. 2. Obligacje oszczędnościowe</b>	<b>8.619,5</b>	<b>7.205,1</b>	<b>6.580,0</b>	<b>1,4%</b>	<b>-1.414,5</b>	<b>-16,4%</b>	<b>-625,0</b>	<b>-8,7%</b>
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	7.928,0	6.432,4	5.751,6	1,2%	-1.495,6	-18,9%	-680,8	-10,6%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	561,3	568,1	535,0	0,1%	6,8	1,2%	-33,0	-5,8%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	130,3	204,6	293,4	0,1%	74,3	57,0%	88,8	43,4%
<b>1.3. Nierynkowe SPW</b>	<b>565,5</b>	<b>482,9</b>	<b>439,8</b>	<b>0,1%</b>	<b>-82,6</b>	<b>-14,6%</b>	<b>-43,1</b>	<b>-8,9%</b>
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	565,5	482,9	439,8	0,1%	-82,6	-14,6%	-43,1	-8,9%
<b>2. Pozostałe zadłużenie krajowe SP</b>	<b>3.512,8</b>	<b>1.794,3</b>	<b>181,1</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1.718,5</b>	<b>-48,9%</b>	<b>-1.613,2</b>	<b>-89,9%</b>
przedpłaty na samochody <sup>3)</sup>	3,2	3,1	3,1	0,0%	0,0	-1,5%	0,0	-0,5%
zobowiązania wymagalne <sup>3)4)</sup>	12,0	36,7	39,6	0,0%	24,7	204,9%	2,9	7,9%
zobowiązania z tytułu rekompensat <sup>5)</sup>	197,5	154,4	138,3	0,0%	-43,1	-21,8%	-16,1	-10,4%
zadłużenie Funduszu Pracy <sup>6)</sup>	3.300,0	1.600,0	0,0	0,0%	-1.700,0	-51,5%	-1.600,0	-100,0%
<b>II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa</b>	<b>124.688,8</b>	<b>126.198,4</b>	<b>129.668,3</b>	<b>26,7%</b>	<b>1.509,7</b>	<b>1,2%</b>	<b>3.469,8</b>	<b>2,7%</b>
<b>1. Dług z tytułu SPW</b>	<b>83.862,0</b>	<b>90.639,0</b>	<b>97.264,5</b>	<b>20,0%</b>	<b>6.777,0</b>	<b>8,1%</b>	<b>6.625,6</b>	<b>7,3%</b>
obligacje typu Brady	3.891,5	1.761,1	1.693,6	0,3%	-2.130,4	-54,7%	-67,5	-3,8%
obligacje zagraniczne	79.970,5	88.877,9	95.571,0	19,7%	8.907,4	11,1%	6.693,1	7,5%
<b>2. Dług z tytułu kredytów</b>	<b>40.826,8</b>	<b>35.559,4</b>	<b>32.403,7</b>	<b>6,7%</b>	<b>-5.267,4</b>	<b>-12,9%</b>	<b>-3.155,7</b>	<b>-8,9%</b>
Klub Paryski	25.153,5	17.941,3	14.517,9	3,0%	-7.212,2	-28,7%	-3.423,3	-19,1%
Międzynarodowe Instytucje Finansowe	15.260,7	17.377,8	17.676,2	3,6%	2.117,0	13,9%	298,5	1,7%
w tym: Europejski Bank Inwestycyjny	9.340,4	11.365,3	12.021,5	2,5%	2.024,8	21,7%	656,2	5,8%
pozostałe	412,6	240,4	209,5	0,0%	-172,2	-41,7%	-30,9	-12,8%

1) skarbowe papiery wartościowe wg pierwotnego terminu zapadalności;

2) w dniach 30 września oraz 29 grudnia 1999 r. nastąpiła zamiana: obligacji konwersyjnej, obligacji w USD na wykup obligacji Brady '97 i '98, zobowiązań długoterminowych wobec NBP oraz obligacji na wdrożenie umowy z Klubem Londyńskim na obligacje rynkowe

3) dane aktualizowane kwartalnie;

4) pozycja obejmuje zobowiązania wymagalne jednostek budżetowych, zakładów budżetowych, gospodarstw pomocniczych i państwowych funduszy celowych nie posiadających osobowości prawnej; na zadłużenie w tej pozycji składają się m.in. zobowiązania wobec banków

5) zobowiązania z tytułu niepodwyższania płac w sferze budżetowej;

6) z tytułu kredytów zaciągniętych w sektorze bankowym.



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

	XII 2005	XII 2006	VI 2007	struktura VI 2007	zmiana XII 2006 - XII 2005		zmiana VI 2007 - XII 2006	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
<b>Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa</b>	<b>315.478,5</b>	<b>352.328,0</b>	<b>356.617,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>36.849,4</b>	<b>11,7%</b>	<b>4.289,9</b>	<b>1,2%</b>
<b>KRAJOWY SEKTOR BANKOWY</b>	<b>75.017,8</b>	<b>80.629,5</b>	<b>69.560,5</b>	<b>19,5%</b>	<b>5.611,6</b>	<b>7,5%</b>	<b>-11.069,0</b>	<b>-13,7%</b>
<b>    Dług z tytułu SPW</b>	<b>71.717,8</b>	<b>79.029,5</b>	<b>69.560,5</b>	<b>19,5%</b>	<b>7.311,6</b>	<b>10,2%</b>	<b>-9.469,0</b>	<b>-12,0%</b>
Rynkowe SPW	71.152,4	78.546,6	69.120,7	19,4%	7.394,2	10,4%	-9.425,9	-12,0%
bony skarbowe	9.756,6	10.804,9	7.239,5	2,0%	1.048,3	10,7%	-3.565,3	-33,0%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	17.048,6	12.586,4	11.686,6	3,3%	-4.462,2	-26,2%	-899,8	-7,1%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	627,2	523,6	544,7	0,2%	-103,6	-16,5%	21,0	4,0%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	4.107,4	2.951,1	-	-	-1.156,3	-28,2%	-2.951,1	-100,0%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	21.325,8	22.063,8	19.941,5	5,6%	738,0	3,5%	-2.122,3	-9,6%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	91,9	105,2	13,9	0,0%	13,2	14,4%	-91,3	-86,8%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	2.528,6	8.445,0	6.309,6	1,8%	5.916,5	234,0%	-2.135,5	-25,3%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	-	-	1.518,1	0,4%	-	-	1.518,1	-
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	2.826,3	2.909,2	2.062,0	0,6%	83,0	2,9%	-847,2	-29,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	12.366,3	17.615,9	19.360,9	5,4%	5.249,6	42,5%	1.745,0	9,9%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	79,1	150,2	125,6	0,0%	71,2	90,0%	-24,6	-16,4%
obligacje typu private placement	15,0	15,0	15,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 12-letnie indeksowane	16,3	2,1	31,5	0,0%	-14,3	-87,3%	29,4	1423,9%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	363,1	374,0	201,6	0,1%	10,9	3,0%	-172,4	-46,1%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	-	-	70,0	0,0%	-	-	70,0	-
Nierynkowe SPW	565,5	482,9	439,8	0,1%	-82,6	-14,6%	-43,1	-8,9%
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	565,5	482,9	439,8	0,1%	-82,6	-14,6%	-43,1	-8,9%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	3.300,0	1.600,0	0,0	0,0%	-1.700,0	-51,5%	-1.600,0	-100,0%
zobowiązania wymagalne	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-100,0%
zadłużenie Funduszu Pracy	3.300,0	1.600,0	0,0	0,0%	-1.700,0	-51,5%	-1.600,0	-100,0%
<b>KRAJOWY SEKTOR POZABANKOWY</b>	<b>171.529,3</b>	<b>197.321,0</b>	<b>213.437,4</b>	<b>59,9%</b>	<b>25.791,7</b>	<b>15,0%</b>	<b>16.116,4</b>	<b>8,2%</b>
<b>    Dług z tytułu SPW</b>	<b>171.316,5</b>	<b>197.126,7</b>	<b>213.256,3</b>	<b>59,8%</b>	<b>25.810,2</b>	<b>15,1%</b>	<b>16.129,6</b>	<b>8,2%</b>
Rynkowe SPW	162.703,9	189.928,8	206.681,9	58,0%	27.225,0	16,7%	16.753,1	8,8%
bony skarbowe	14.369,1	14.988,7	12.708,7	3,6%	619,6	4,3%	-2.280,0	-15,2%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	33.585,9	35.740,3	30.918,0	8,7%	2.154,4	6,4%	-4.822,4	-13,5%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	2.863,4	2.298,7	2.195,3	0,6%	-564,7	-19,7%	-103,4	-4,5%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	2.626,8	1.605,4	-	-	-1.021,4	-38,9%	-1.605,4	-100,0%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	41.574,1	44.313,5	53.633,7	15,0%	2.739,4	6,6%	9.320,2	21,0%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	3.102,3	2.625,6	2.031,1	0,6%	-476,7	-15,4%	-594,5	-22,6%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	6.527,8	11.223,1	13.353,9	3,7%	4.695,3	71,9%	2.130,7	19,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	-	-	6.933,3	1,9%	-	-	6.933,3	-
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	8.860,1	7.871,2	8.981,7	2,5%	-988,9	-11,2%	1.110,5	14,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	41.761,0	57.805,5	63.328,5	17,8%	16.044,5	38,4%	5.523,0	9,6%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	2.489,2	2.418,0	2.442,7	0,7%	-71,2	-2,9%	24,6	1,0%
obligacje typu private placement	735,0	735,0	735,0	0,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 12-letnie indeksowane	508,4	1.274,2	2.197,6	0,6%	765,8	150,6%	923,4	72,5%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	3.700,8	7.029,5	6.661,4	1,9%	3.328,8	89,9%	-368,1	-5,2%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	-	-	561,0	0,2%	-	-	561,0	-
Obligacje oszczędnościowe	8.612,6	7.197,9	6.574,4	1,8%	-1.414,7	-16,4%	-623,4	-8,7%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	7.921,9	6.426,2	5.746,9	1,6%	-1.495,8	-18,9%	-679,3	-10,6%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	560,6	567,3	534,3	0,1%	6,7	1,2%	-33,0	-5,8%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	130,1	204,5	293,3	0,1%	74,3	57,1%	88,8	43,4%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	212,8	194,3	181,1	0,1%	-18,5	-8,7%	-13,2	-6,8%
przedpłaty na samochody	3,2	3,1	3,1	0,0%	0,0	-1,5%	0,0	-0,5%
zobowiązania wymagalne	12,0	36,7	39,6	0,0%	24,7	204,9%	2,9	7,9%
zobowiązania z tytułu rekompensat	197,5	154,4	138,3	0,0%	-43,1	-21,8%	-16,1	-10,4%
<b>    SPW U INWESTORÓW ZAGRANICZNYCH</b>	<b>68.931,4</b>	<b>74.377,5</b>	<b>73.620,0</b>	<b>20,6%</b>	<b>5.446,1</b>	<b>7,9%</b>	<b>-757,5</b>	<b>-1,0%</b>
<b>    Dług z tytułu SPW</b>	<b>68.931,4</b>	<b>74.377,5</b>	<b>73.620,0</b>	<b>20,6%</b>	<b>5.446,1</b>	<b>7,9%</b>	<b>-757,5</b>	<b>-1,0%</b>
Rynkowe SPW	68.924,5	74.370,3	73.614,4	20,6%	5.445,8	7,9%	-755,9	-1,0%
bony skarbowe	274,3	6,5	51,8	0,0%	-267,8	-97,6%	45,3	698,9%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	6.513,5	4.134,7	3.114,9	0,9%	-2.378,9	-36,5%	-1.019,8	-24,7%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	5,4	3,6	9,0	0,0%	-1,8	-33,7%	5,4	149,6%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	4,0	2,2	-	-	-1,8	-45,8%	-	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	23.828,4	21.768,7	22.194,8	6,2%	-2.059,7	-8,6%	426,2	2,0%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	5,6	5,2	5,0	0,0%	-0,4	-7,0%	-0,3	-5,2%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	7,1	2,2	6,9	0,0%	-4,9	-69,2%	4,7	215,6%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	-	-	8,1	0,0%	-	-	8,1	-
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	211,0	210,9	210,6	0,1%	-0,2	-0,1%	-0,3	-0,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	31.573,0	36.990,6	34.774,7	9,8%	5.417,6	17,2%	-2.215,9	-6,0%
obligacje typu private placement	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
obligacje 12-letnie indeksowane	4.154,5	5.200,2	4.873,7	1,4%	1.045,7	25,2%	-326,6	-6,3%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	2.347,6	6.045,7	7.996,1	2,2%	3.698,0	157,5%	1.950,5	32,3%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	-	-	369,0	0,1%	-	-	369,0	-
Obligacje oszczędnościowe	6,9	7,2	5,6	0,0%	0,3	4,0%	-1,6	-22,4%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	6,0	6,2	4,7	0,0%	0,2	3,7%	-1,6	-25,0%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	0,7	0,8	0,7	0,0%	0,1	7,7%	0,0	-5,3%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	0,1	0,1	0,1	0,0%	0,0	-2,5%	0,0	0,0%

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