

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2006-08

Ministerstwo Finansów
Warszawa, wrzesień 2005 r.

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2006-08

I. WPROWADZENIE	3
II. REALIZACJA CELÓW STRATEGII W 2004 R. I W PIERWSZEJ POŁOWIE 2005 R.	4
II.1. Ocena realizacji celów	4
II.2. Wnioski z realizacji celów	8
III. UWARUNKOWANIA STRATEGII	9
III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski w perspektywie wejścia do strefy euro	9
III.2. Uwarunkowania międzynarodowe	10
IV. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z DŁUGIEM PUBLICZNYM	11
IV.1. Ryzyko negatywnego wpływu długu publicznego na gospodarkę	11
IV.2. Ryzyko zmiany wielkości długu publicznego i kosztów jego obsługi	12
IV.3. Ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami oraz niektórymi innymi operacjami sektora	15
V. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2006-08	16
VI. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM	20
VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	24
VII.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych	24
VII.2. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	25
VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII	29
VIII.1. Prognozy zadłużenia i kosztów obsługi długu	29
VIII.2. Zmiany w zakresie ryzyka	31
VIII.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii	32
Aneks 1. Słowniczek pojęć	33
Aneks 2. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE	36
Aneks 3. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE	39
Aneks 4. Deficyt i dług publiczny oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE	45
Aneks 5. Ocena kredytowa (<i>rating</i>) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE	46
Aneks 6. Dług sektora finansów publicznych w Polsce przed i po konsolidacji w ramach sektora	47

I. WPROWADZENIE

Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2006-08 obejmuje strategię zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz strategię oddziaływania na dług sektora finansów publicznych. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych Minister Finansów sprawuje kontrolę nad poziomem długu sektora finansów publicznych. W przypadku długu Skarbu Państwa Minister Finansów dysponuje instrumentami pozwalającymi na bezpośrednie zarządzanie długiem, zaś w przypadku pozostałych podmiotów sektora finansów publicznych, autonomicznych w zaciąganiu zobowiązań, oddziaływanie Ministra Finansów ma charakter pośredni.

Z momentem wejścia do Unii Europejskiej Polska zobowiązała się do przestrzegania dyscypliny fiskalnej, której zasady określone są w Pakcie Stabilności i Wzrostu. Latem 2004 r. Komisja Europejska stwierdziła występowanie w Polsce nadmiernego deficytu sektora finansów publicznych i zaleciła jego ograniczenie poniżej 3% PKB, najpóźniej w 2007 r. W programie konwergencji Polska zobowiązała się wdrożyć zalecenia Komisji. Realizacja programu konwergencji i ograniczanie deficytu sektora finansów publicznych będzie miało fundamentalne znaczenie dla *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych*.

Prezentowana *Strategia* różni się od poprzedniego dokumentu przede wszystkim w następujących obszarach:

- 1) Zrezygowano z jednego z dwóch celów: *utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie* – rezygnacja ta wynika z zasad obowiązujących w UE w zakresie dotyczącym kształtowania poziomów deficytu i długu publicznego, które to zasady Polska, jako kraj członkowski, winna stosować.
- 2) W związku ze zmianą otoczenia makroekonomicznego uelastycznieniu uległo podejście do realizacji celu *minimalizacja kosztów obsługi długu* w kontekście ograniczeń wynikających z ryzyka kursowego.
- 3) Zmiana uwarunkowań makroekonomicznych, modyfikacja struktury finansowania potrzeb pożyczkowych i dokonane operacje na długu spowodowały istotną korektę projekcji kształtowania się w najbliższych latach zarówno poziomu długu i kosztów jego obsługi (zmniejszenie poziomu tych wielkości), jak i parametrów długu (zdecydowana poprawa).
- 4) W 2006 r. nastąpi zmiana uwarunkowań prawnych - *Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych* wyłączyła przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji z kategorii zobowiązań branych pod uwagę przy obliczaniu ustawowych relacji długu do PKB. Podstawową kategorią długu stają się państwowy dług publiczny. Jednocześnie wprowadzono zmiany w zakresie ograniczeń dotyczących zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego.
- 5) Dodano zadanie utworzenia agencji/biura zarządzania długiem, tj. wyodrębnienie zarządzania długiem ze struktury Ministerstwa Finansów.
- 6) Zaktualizowano układ treści.

II. REALIZACJA CELÓW STRATEGII¹ W 2004 R. I W PIERWSZEJ POŁOWIE 2005 R.

II.1. Ocena realizacji celów

1. Utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie

Zmiany wielkości długu publicznego w omawianym okresie wynikały niemal wyłącznie ze zmian długu Skarbu Państwa.

Zmiana wielkości długu Skarbu Państwa była konsekwencją konieczności finansowania deficytu budżetowego (41,4 mld zł w 2004 r. i 18,5 mld zł w I połowie 2005 r.) i rozchodów nie związanych ze spłatą długu (odpowiednio 14,9 mld zł i 6,0 mld zł), przy stosunkowo wysokich w 2004 r. (10,3 mld zł) oraz niewielkich w I połowie 2005 r. (0,9 mld zł) przychodach brutto z prywatyzacji. Najważniejsze kategorie długu publicznego w ujęciu bezwzględnym oraz w odniesieniu do PKB przedstawia tabela 1.

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

Wyszczególnienie		XII 2003		XII 2004		VI 2005
		mln zł	% PKB	mln zł	% PKB	mln zł
Dług Skarbu Państwa		378 943,8	46,4%	402 860,3	45,5%	437 499,2
<i>Kryterium miejsca emisji</i>	- krajowy	251 165,9	30,8%	291 658,5	33,0%	311 860,0
	- zagraniczny	127 777,9	15,7%	111 201,7	12,6%	125 639,2
<i>Kryterium rezydenta</i>	- krajowy	213 999,4	26,2%	232 352,4	26,2%	242 148,3
	- zagraniczny	164 994,4	20,2%	170 507,8	19,3%	195 350,9
Państwowy dług publiczny		408 631,3	50,1%	432 282,1	48,8%	465 497,1 ^{*)}
Państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji		420 040,7	51,5%	444 136,6	50,2%	476 919,8^{*)}

*) dane wstępne

Wzrost długu Skarbu Państwa o 23,9 mld zł w 2004 r. był wypadkową wzrostu długu krajowego o 40,5 mld zł oraz spadku długu zagranicznego o 16,6 mld zł. Istotny spadek poziomu długu zagranicznego, mimo dodatniego salda finansowania zagranicznego w wysokości 3,1 mld zł, wynikał ze znacznego umocnienia złotego obserwowanego w drugiej połowie 2004 r. Czynniki ten, jak również wysoki nominalny wzrost PKB oraz mniejsze od zakładanych potrzeby pożyczkowe budżetu państwa spowodowały, że relacja długu Skarbu Państwa do PKB zmniejszyła się o 0,9 p.proc. W I połowie 2005 r. dług Skarbu Państwa zwiększył się o 34,6 mld zł, z czego 20,2 mld zł przypadało na dług krajowy, a 14,4 mld zł na dług zagraniczny.

2. Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu

Cel ten rozumiany był jako:

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

Minimalizacja kosztów obsługi długu w pierwszym rozumieniu tego celu polegała na dostosowaniu struktury emisji skarbowych papierów wartościowych do warunków panujących na krajowym i międzynarodowym rynku finansowym. Na rynku krajowym

¹ Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2005-07 przyjęta we wrześniu 2004 r.

struktura sprzedaży była taka, by nadmierne podaże w poszczególnych segmentach krzywej rentowności nie prowadziły do akceptowania zbyt wysokich kosztów obsługi długu.

Szczególne pod tym względem była sytuacja na przełomie 2003 i 2004 r., gdy rynek w segmencie instrumentów średnio- i długoterminowych o stałej stopie procentowej nie mógł znaleźć punktu równowagi (ograniczony popyt, duży wzrost rentowności). Celowe w związku z tym było ograniczenie podaży w tym segmencie rynku i zastosowanie alternatywnych źródeł finansowania:

- wprowadzenie nowych 3- i 7-letnich obligacji o oprocentowaniu zmiennym,
- zwiększenie finansowania zagranicznego,
- emisja obligacji w formie *private placement*.

Zastosowanie alternatywnych źródeł finansowania umożliwiło minimalizację kosztów obsługi długu przy utrzymaniu ryzyka refinansowania na dotychczasowym poziomie (bez zwiększenia emisji instrumentów krótkoterminowych), w zamian za przejściowe zwiększenie ryzyka stopy procentowej. Popyt na średnio- i długoterminowe obligacje o oprocentowaniu stałym zaczął się odbudowywać już w styczniu 2004 r., a od marca nastąpił powrót do ich oferowania na przetargach sprzedaży. Od II połowy 2004 r. sprzedaż obligacji średnio- i długoterminowych wspomagana była spadkami stóp na całej krzywej dochodowości.

Obniżaniu kosztów obsługi służyło wprowadzenie w sierpniu 2004 r. nowego instrumentu zarządzania długiem, jakim były obligacje o stałym oprocentowaniu i nominale indeksowanym inflacją. Nowy instrument pozwala wyeliminować z kosztów obsługi premię za ryzyko, jakiej żądali inwestorzy nabywając tradycyjne obligacje nieindeksowane.

Minimalizacja kosztów obsługi długu zagranicznego następowała poprzez zastępowanie zobowiązań drogich w obsłudze instrumentami tańszymi, z uwzględnieniem poziomu ryzyka.

W październiku i grudniu 2004 r. dokonano przedterminowej spłaty kredytów z Banku Światowego opartych o koszyk walut (*currency pool loans*) o równowartości ponad 843 mln USD. W 2005 r. przeprowadzono dużą operację przedterminowej spłaty zobowiązań wobec wierzycieli zrzeszonych w Klubie Paryskim. Przedterminowej spłaty, w wysokości ok. 4,4 mld EUR, dokonano na rzecz 10 państw (w przypadku jednego z nich - Kanady - dokonano spłaty jedynie części długu). Główną korzyścią było ograniczenie ryzyka refinansowania, ale operacja przyczyniła się również do zmniejszenia płatności z tytułu odsetek. Średnie oprocentowanie spłaconego długu wynosiło ok. 5%, podczas gdy wyemitowanych z intencją pokrycia spłat obligacji - średnio 4,23%.

Do najważniejszych działań służących minimalizacji kosztów obsługi długu w drugim rozumieniu tego celu (tj. działań polegających na podnoszeniu efektywności rynku skarbowych papierów wartościowych) należały:

- polityka ograniczania liczby emisji obligacji przy jednoczesnym zwiększeniu ich wartości nominalnej (przejściowo zawieszona w I kwartale 2004 r.),
- zwiększanie wartości poszczególnych emisji obligacji na rynkach międzynarodowych,
- alians strategiczny CeTO S.A., organizatora elektronicznej platformy obrotu SPW, z europejską platformą MTS, pozwalający zagranicznym bankom uczestniczącym w MTS na uczestnictwo w elektronicznym obrocie polskimi SPW,
- podjęcie w październiku 2004 r. decyzji o dopuszczeniu w 2005 r. banków zagranicznych do startu w konkursie na wyłonienie Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW) na rok 2006.

Minimalizacja kosztów obsługi długu odbywała się przy przyjętych ograniczeniach dotyczących poziomu:

1) ryzyka refinansowania w walucie krajowej

Średnia zapadalność długu rynkowego wzrosła znacząco: z 2,66 na koniec 2003 r. do 3,15 na koniec 2004 r. i do 3,38 w połowie 2005 r. Szczególnie znaczący wzrost średniej zapadalności miał miejsce od września 2004 r. Było to głównie wynikiem:

- spadku zadłużenia w bonach skarbowych (o 1,2 mld zł w 2004 r. i o 7,6 mld zł w I połowie 2005 r.),
- zwiększenia sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych (tj. 5 lat i więcej) – w kolejnych półroczach omawianego okresu stanowiły one odpowiednio 51,7%, 60,0% i 59,1% obligacji sprzedawanych na przetargach sprzedaży,
- dużą skalą przetargów zamiany i odkupu. W 2004 r. odkupiono przed terminem obligacje o zbliżającym się terminie zapadalności na łączną kwotę 20,3 mld zł wg nominału, a w pierwszej połowie 2005 r. na kwotę 7,2 mld zł,
- rozpoczęcia sprzedaży 3- i 7-letnich obligacji o zmiennym oprocentowaniu oraz 12-letnich o nominale indeksowanym inflacją.

Udział SPW zapadających do 1 roku zmniejszył się znacząco: z 37,9% na koniec 2003 r. do 29,6% na koniec 2004 r. i do 27,1% w połowie 2005 r. Istotnie zmniejszył się również udział bonów skarbowych w długu krajowym Skarbu Państwa: odpowiednio z 19,1% do 16,1% i 11,1%.

2) ryzyka kursowego

Udział długu zagranicznego w długu Skarbu Państwa ogółem według kryterium miejsca emisji istotnie się zmniejszył w 2004 r. (z 33,7% do 27,6%) i nieznacznie wzrósł w I połowie 2005 r. (do 28,7%). Zmiany te były głównie wynikiem:

- znacznego umocnienia złotego w stosunku do innych walut, które nastąpiło w drugiej połowie 2004 r. oraz nieznacznego jego osłabienia w I połowie 2005 r.,
- dominującego znaczenia emisji długu krajowego w finansowaniu potrzeb pożyczkowych,
- wzrostu emisji obligacji na rynkach zagranicznych w I połowie 2005 r. w celu sfinansowania operacji przedterminowego wykupu zadłużenia wobec Klubu Paryskiego.

Udział euro, tj. przyszłej waluty krajowej Polski, w długu zagranicznym wzrósł z 58,4% w 2003 do 62,5% na koniec 2004 r. i do 67,7% w połowie 2005 r.

3) ryzyka refinansowania w walutach obcych

Średnia zapadalność długu zagranicznego w 2004 r. nieznacznie się zmniejszyła, z 5,73 do 5,49 roku, a następnie istotnie się zwiększyła, do 7,87 roku w połowie 2005 r. Wzrost w I połowie 2005 r. był spowodowany przedterminowym wykupem części zadłużenia wobec Klubu Paryskiego, którego terminy wykupu przypadły na lata 2005-09, oraz zwiększoną emisją obligacji, głównie długoterminowych, służących refinansowaniu tego wykupu. W I połowie 2005 r. wyemitowano obligacje zagraniczne o równowartości ok. 7,3 mld EUR.

Emisja obligacji zagranicznych w 2005 r. przekroczy kwoty wcześniej planowane, które w przybliżeniu miały być równe wielkości spłat rat kapitałowych zadłużenia zagranicznego. Głównym przeznaczeniem pozyskanych dodatkowo środków walutowych była przedterminowa spłata zadłużenia wobec Klubu Paryskiego. Jej ostateczna wielkość w całym 2005 r. nie jest jeszcze znana, jednak zakłada się, iż część środków z emisji obligacji za granicą zostanie wykorzystana na finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zmniejszając w ten sposób finansowanie krajowe.

Przedterminowa spłata zobowiązań wobec Klubu Paryskiego istotnie przyczyni się do bezpieczniejszego rozłożenia terminów spłat zadłużenia zagranicznego w nadchodzących latach, czyli zmniejszenia ryzyka refinansowania. W przypadku braku przedterminowego wykupu, spłaty kapitału długu zagranicznego w nadchodzących latach sięgałyby 3-4 mld EUR rocznie. Obecnie kwota ta została zmniejszona o ok. 1/3. Średnia zapadalność długu wyemitowanego w celu przedterminowej spłaty Klubu Paryskiego wynosiła ok. 17 lat; średnia zapadalność spłaconych przed terminem zobowiązań wynosiła ok. 2,5 roku. Podobny efekt, chociaż o mniejszej skali, przyniosła dokonana pod koniec 2004 r. przedterminowa spłata kredytów Banku Światowego opartych o koszyk walut, które przyspadałyby do spłaty w latach 2005-09.

4) ryzyka stopy procentowej

Duration krajowego długu rynkowego znacząco się zwiększyło: z 2,12 do 2,44 roku w 2004 r. i do 2,68 w I półroczu 2005 r. Było to wypadkową następujących czynników:

- znacznego wzrostu średniej zapadalności długu (z 2,66 do 3,38 roku) wynikającego z emisji obligacji średnio- i długoterminowych o oprocentowaniu stałym,
- odwrócenia się w lipcu 2004 r. trendu zmian stóp procentowych z rosnącego na malejący (poziom stóp na koniec czerwca 2005 r. obniżył się o 2,1-2,8 p.proc. w stosunku do początku 2004 r. i o 3,6-4,3 p.proc. w stosunku do najwyższych poziomów z lipca 2004 r.),
- zwiększenia udziału instrumentów rynkowych o oprocentowaniu zmiennym (odpowiednio z 6,7% do 8,4% i 9,0%) w długu krajowym Skarbu Państwa.

Wskaźnik *ATR* wzrósł odpowiednio z 2,44 do 2,80 roku w 2004 r. i do 2,98 w I półroczu 2005 r.

W przypadku długu zagranicznego ryzyko stopy procentowej ograniczone zostało poprzez zwiększenie udziału długu oprocentowanego według stałych stóp z ok. 60% na koniec 2003 r. do 66,5% na koniec 2004 r. oraz 76,1% w połowie 2005 r. *ATR* długu zagranicznego wzrosło z 4,21 do 4,70 roku w 2004 r. i do 7,22 w I półroczu 2005 r. Zmiana ta wynikała z:

- terminowych oraz przedterminowych spłat zadłużenia wobec Klubu Paryskiego, oprocentowanego w znacznej części według stopy zmiennej,
- nowych emisji obligacji (wszystkie wyemitowane obligacje oprocentowane są według stałej stopy).

5) ryzyka płynności budżetu państwa

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

- przetargów zamiany (służących ograniczaniu ryzyka refinansowania przy wykupie dużych emisji),
- oprocentowanych lokat złotych w NBP,
- lokat złotych dokonywanych w bankach komercyjnych za pośrednictwem BGK obejmujących transakcje warunkowe typu *buy-sell-back* (od maja 2004 r.) oraz lokaty międzybankowe (od lipca 2005 r.),
- oprocentowanych lokat walutowych w NBP.

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

Ryzyko kredytowe generują obecnie dwa rodzaje transakcji dokonywane przez Skarb Państwa: transakcje na instrumentach pochodnych oraz niezabezpieczone depozyty złote.

W marcu 2004 r. została przeprowadzona emisja obligacji o niestandardowych kuponach zabezpieczonych transakcją swapową. Złożony z obligacji i transakcji pochodnej syntetyczny instrument umożliwiał obniżenie kosztu w stosunku do obligacji standardowych, tj. przyczyniał się do obniżenia kosztów obsługi długu. Ceną za oszczędność w kosztach obsługi jest ryzyko kredytowe związane z niebezpieczeństwem, że bank będący stroną umowy nie wywiąże się z płatności wynikających z zawartej transakcji swapowej. Ryzyko to jest jednak ograniczane przez wybór partnera o bardzo wysokiej wiarygodności oraz gwarancje ze strony innego podmiotu.

Depozyty lokowane na rynku międzybankowym do lipca 2005 r. zabezpieczane były w całości papierami skarbowymi, w związku z czym nie generowały ryzyka kredytowego. Ryzyko kredytowe związane z depozytami niezabezpieczonymi ograniczane jest poprzez system limitów dla poszczególnych banków oraz strukturę terminową depozytów. Dodatkowo depozyty dokonywane są wyłącznie w bankach posiadających status DSPW.

7) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie

W 2004 r. koszty obsługi długu Skarbu Państwa stanowiły 2,6% PKB (wobec 3,0% w 2003 r.), z czego na koszty obsługi długu krajowego przypadało 2,1% PKB (wobec 2,5% w 2003 r.). Spadek kosztów obsługi długu w relacji do PKB wynikał przede wszystkim ze znacznego wzrostu nominalnego PKB (o 8,5%), malejących do połowy 2003 r. stóp procentowych, umocnienia złotego oraz zrealizowanej struktury sprzedaży SPW. Struktura sprzedaży SPW w latach 2004-05 jest istotnym czynnikiem wpływającym na wyrównywanie rozkładu kosztów obsługi długu krajowego w kolejnych latach.

Przy emisji nowych serii SPW brany był pod uwagę równomierny rozkład płatności z tytułu ich obsługi. W szczególności, wysokość kuponów od nowych emisji obligacji hurtowych była zbliżona do ich rentowności tak, aby ograniczyć kumulację kosztów obsługi z tytułu dyskonta przy ich wykupie.

II.2. Wnioski z realizacji celów

Mimo wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, tempo przyrostu długu w 2004 r. uległo ograniczeniu, a relacja państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB zmniejszyła się z 51,5% do 50,2%. Najważniejszymi przyczynami spadku tej relacji były:

- umocnienie złotego,
- wysoki nominalny wzrost PKB,
- mniejszy od założonego wzrost potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych.

Cel minimalizacji kosztów obsługi długu był realizowany głównie poprzez odpowiednią politykę emisyjną. W pierwszym kwartale 2004 r. dominowały emisje obligacji krótkoterminowych i o zmiennym oprocentowaniu, po czym nastąpił stopniowy powrót do obligacji średnio- i długoterminowych. Mimo przejściowego pogorszenia niektórych parametrów ryzyka rynkowego, w omawianym okresie istotnemu ograniczeniu uległo ryzyko refinansowania, stopy procentowej i kursowe. Średnia zapadalność i *duration* rynkowego długu krajowego na koniec I połowy 2005 r. osiągnęły poziomy, których wykonanie w ubiegłorocznej strategii przewidywano w optymistycznym wariantcie na lata 2006 i 2007. W wyniku operacji przedterminowej spłaty części zobowiązań wobec Klubu Paryskiego, finansowanej emisją długoterminowych obligacji na rynkach zagranicznych, istotnej poprawie uległa struktura długu zagranicznego. Średnia zapadalność długu zagranicznego na koniec I połowy 2005 r. ukształtowała się w górnej części przedziału wartości tego wskaźnika występującej w krajach UE.

III. UWARUNKOWANIA STRATEGII

III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski w perspektywie wejścia do strefy euro

Wśród najważniejszych czynników makroekonomicznych wpływających na zmianę nominalnej wartości (w ujęciu złotowym) długu publicznego wymienić należy: wysokość 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 na koszty obsługi zadłużenia to stopy procentowe oraz kurs walutowy i w mniejszym stopniu inflacja.

Oczekiwane przyjęcie euro ma bardzo duże znaczenie zarówno dla rozwoju sytuacji makroekonomicznej w Polsce, jak i dla zarządzania długiem publicznym. Do przyjęcia przez kraj członkowski UE wspólnej waluty konieczne jest wypełnienie kryteriów konwergencji. Ocena osiągnięcia przez dany kraj wysokiego stopnia nominalnej konwergencji dokonywana jest na podstawie wypełnienia kryteriów dotyczących:

- stabilności poziomu cen,
- stabilności kursu walutowego,
- poziomu długoterminowej stopy procentowej,
- dyscypliny budżetowej (poprzez ograniczenia nałożone na poziom deficytu i długu).

Dodatkowo sprawdzana jest zgodność legislacji krajowej z prawem wspólnotowym.

Deficyt fiskalny

Według prognozy Ministerstwa Finansów deficyt budżetu państwa w 2005 r. zmniejszy się w stosunku do okresu poprzedniego o 10,6 mld PLN i obliczony wg metodologii krajowej wyniesie 30,8 mld PLN (3,3 % PKB). W kolejnych latach założono, że przyjmie on następujące wartości: 32,6 mld zł (3,3% PKB) w 2006 r., 28,1 mld (2,7% PKB) w 2007 r. i 15,1 mld (1,4% PKB) w 2008 r.

Prognoza deficytu sektora finansów publicznych obliczanego wg metodologii unijnej dla lat 2005-08 wynosi odpowiednio 3,4% PKB, 2,8% PKB, 2,0% PKB i 0,8% PKB (OFE w sektorze) oraz 5,4% PKB, 4,8% PKB, 3,9% PKB i 2,7% PKB (OFE poza sektorem).

Wzrost PKB

Po okresie pogorszenia koniunktury w latach 2001-02, w 2003 r. rozpoczęło się ożywienie gospodarcze, a rok 2004 był okresem dalszego przyspieszania tempa wzrostu gospodarczego (wzrost PKB wyniósł w ujęciu realnym 5,4%). Prognozy dla lat 2005-06 zakładają realny wzrost na poziomie odpowiednio 3,3% i 4,3%. W latach 2007-08 tempo wzrostu PKB powinno ulec przyspieszeniu do odpowiednio 4,6% i 5,0%.

Inflacja

Po okresie wzrostu inflacji w 2004 r. (4,4% grudzień do grudnia) prognozy na kolejne lata przewidują jej spadek i stabilizację na poziomie ok. 2%. Oczekuje się, że inflacja mierzona wskaźnikiem CPI (grudzień do grudnia) wyniesie odpowiednio 1,2% w 2005 roku, 1,5% w 2006 roku, 2,2% w 2007 roku i 2,5% w 2008 roku. Na podstawie przewidywanej na lata 2006-08 ścieżki inflacji oczekuje się, że spełnione zostanie kryterium stabilności poziomu cen.

Kursy walutowe

Wzrost wiarygodności kredytowej Polski, solidne fundamenty makroekonomiczne oraz malejący dysparytet stóp procentowych powinny zmniejszać wahania kursu złotego ułatwiając spełnienie kryterium kursowego. Należy przy tym pamiętać, że w okresie przebywania w ERM II możliwe są ataki spekulacyjne wywołujące silne lecz krótkotrwałe wahania kursu.

Stopy procentowe

Druga połowa 2004 r. i pierwsza połowa 2005 r. to okres dynamicznego spadku stóp procentowych na rynku złotowym. Należy oczekiwać, że wraz ze zbliżaniem się daty zastąpienia złotego przez euro kontynuowany będzie proces konwergencji stóp

procentowych. Efekt konwergencji będzie wspierany przez zmniejszenie podaży skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym (wynikające ze zmniejszenia potrzeb pożyczkowych i zwiększonego finansowania zagranicznego). Prognozy głównych wielkości makroekonomicznych przyjętych do przygotowania niniejszej Strategii przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Podstawowe zmienne makroekonomiczne

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008
realny wzrost PKB (%)	5,4%	3,3%	4,3%	4,6%	5,0%
PKB w cenach bieżących (mld zł)	885,3	925,4	976,0	1 037,0	1 111,3
Deficyt budżetu państwa (% PKB)	4,7%	3,3%	3,3%	2,7%	1,4%
Deficyt budżetu państwa (mld zł)	41,4	30,8	32,6	28,1	15,1
Wynik JST (% PKB)	0,01%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%
Wpływy netto z prywatyzacji (mld zł)	7,4	3,6	3,9	3,1	3,1
CPI średnioroczny (%)	3,5%	2,1%	1,5%	1,9%	2,5%

III.2. Uwarunkowania międzynarodowe

W 2004 r. miała miejsce silna ekspansja gospodarcza na skalę globalną. Jednocześnie w niektórych krajach rozpoczęła się faza zacieśniania polityki fiskalnej i monetarnej, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, gdzie Bank Rezerw Federalnych podniósł stopy procentowe w obecnej fazie zacieśniania w sumie o 275 pb. W roku 2005 spodziewane jest zwolnienie globalnego tempa wzrostu do 3,5% z 4,0% w 2004 r.

Utrzymujące się solidne podstawy makroekonomiczne, ograniczona presja inflacyjna i dobre wyniki przedsiębiorstw w krajach najbardziej rozwiniętych przyczyniały się do stabilnej sytuacji na rynkach finansowych. Nadal niskie krótkoterminowe stopy procentowe i ich niewielkie wahania skłaniały inwestorów do sięgania po bardziej ryzykowne instrumenty finansowe.

Podobne tendencje powinny się utrzymywać w najbliższym okresie, chociaż prognozy wzrostu obciążone są niepewnością wynikającą z globalnej nierównowagi w przepływach finansowych oraz z możliwych szoków podażowych.

IV. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z DŁUGIEM PUBLICZNYM

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się w warunkach niepewności dotyczącej kształtowania się wielu czynników mających wpływ na podejmowane decyzje, dlatego z zarządzaniem długiem nieodłącznie związane jest zarządzanie ryzykiem. Zarządzanie ryzykiem długu publicznego polega na zapewnieniu, by ryzyko nie przekroczyło poziomu uznanego za akceptowalny przy realizacji celu *Strategii* - minimalizacji kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu.

Ryzyko dotyczy w szczególności:

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

Istnienie ryzyka związanego z długiem publicznym można rozpatrywać na dwóch płaszczyznach, jako:

- niebezpieczeństwo negatywnego wpływu długu publicznego na gospodarkę,
- źródło niepewności co do wielkości długu publicznego i kosztów jego obsługi.

Dodatkowo wyróżnić można ryzyko związane z długiem potencjalnym, wynikającym z możliwości realizacji gwarancji i poręczeń udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych.

IV.1. Ryzyko negatywnego wpływu długu publicznego na gospodarkę

Ryzyko negatywnego wpływu długu publicznego na gospodarkę jest tym większe, im wyższy jest poziom długu. Dodatkowo zwiększeniu ryzyka sprzyjać może nieodpowiednia struktura długu.

Do najważniejszych negatywnych skutków nadmiernego zadłużenia państwa można zaliczyć:

- 1) postrzeganie Polski jako kraju o podwyższonym ryzyku oraz negatywny wpływ na poziom i zmienność stóp procentowych i kursów walutowych,
- 2) negatywne następstwa przekroczenia przez Polskę kryterium z Maastricht dotyczące długu sektora *general government*, oznaczające przede wszystkim opóźnienie planowanego przez Polskę wejścia do strefy euro,
- 3) negatywne następstwa przekroczenia przez relację długu publicznego do PKB progów ostrożnościowych 50% i 55%, wynikających z ustawy o finansach publicznych, jak również konstytucyjnego limitu 60%,
- 4) wypieranie kapitału prywatnego w dostępie do oszczędności krajowych,
- 5) niebezpieczeństwo, że duże potrzeby pożyczkowe państwa natrafiają na barierę popytu na rynku finansowym,
- 6) możliwość powstania kryzysu zadłużeniowego i częściowej lub całkowitej utraty zdolności do terminowej obsługi długu.

Stosunek długu publicznego do PKB w Polsce jest niższy w porównaniu z wielkością tej relacji dla UE, wynoszącej w 2004 r. 64,7% dla 15 państw, 63,8% dla rozszerzonej Unii i 70,7% dla strefy euro. Niemniej Polska jest krajem o niższej niż średnia UE wiarygodności kredytowej, dlatego poziom długu uznawanego za bezpieczny jest odpowiednio niższy.

Poziom i struktura długu publicznego są kształtowane przede wszystkim przez zobowiązania zaciągane przez Skarb Państwa. Główne czynniki wpływające na zmianę relacji długu SP do PKB w ubiegłych latach przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Czynniki wpływające na zmianę długu SP w latach 2002-2004

<i>w relacji do PKB</i>			
Wyszczególnienie	2002	2003	2004
Relacja długu Skarbu Państwa do PKB	42,0%	46,4%	45,5%
Zmiana relacji dług SP/PKB	4,6%	4,5%	-0,9%
<i>Czynniki wpływające na zmianę relacji</i>			
1. Saldo pierwotne budżetu państwa	2,0%	1,6%	2,1%
2. Wydatki z tytułu kosztów obsługi długu Skarbu Państwa	3,1%	3,0%	2,6%
3. Nominalny wzrost PKB	-1,0%	-1,8%	-3,6%
4. Inne czynniki wpływające na zmianę relacji, w tym głównie:	0,6%	1,7%	-2,0%
4.1. potrzeby pożyczkowe budżetu państwa poza finansowaniem deficytu *)	0,3%	0,8%	0,7%
4.2. przychody netto z prywatyzacji	-0,3%	-0,4%	-0,8%
4.3. różnice kursowe od długu w walutach obcych	0,8%	1,4%	-2,3%
4.4. pozostały dług SP	-0,3%	-0,2%	0,0%

*) głównie: saldo środków przechodzących (z poprzedniego roku i na kolejny rok), saldo udzielonych pożyczek, wypłata rekompensat;

IV.2. Ryzyko zmiany wielkości długu publicznego i kosztów jego obsługi

Przy określonej wielkości potrzeb pożyczkowych państwa, wielkość długu publicznego, kosztów jego obsługi i ryzyka związanego z ich odchyleniem od oczekiwanej wartości wynika z przyjętej struktury finansowania (tj. rodzajów zastosowanych instrumentów dłużnych) i dokonywanych operacji na długu.

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

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

Ad a) Ryzyko refinansowania

Ryzyko refinansowania w walucie krajowej, które w latach 2000-03 pozostawało na podobnym, stosunkowo wysokim poziomie, w ostatnim czasie uległo istotnemu ograniczeniu. Średnia zapadalność, która wynosiła 2,60 roku na koniec 2000 r. i 2,66 roku na koniec 2003 r., w połowie 2005 r. wzrosła do 3,38 roku. Dla udziału SPW o terminie wykupu do 1 roku odpowiednie wartości wyniosły 33,7%, 37,9% i 27,1%, co przy rosnącej wielkości długu krajowego dawało w wartościach nominalnych odpowiednio 44,8 mld zł, 93,2 mld zł oraz 83,3 mld zł.

Pomimo znacznego postępu w zakresie ograniczania ryzyka refinansowania i zbliżania się średniej zapadalności do dolnej granicy wartości występujących w państwach UE sprzed rozszerzenia, poziom ryzyka refinansowania jest nadal wyższy w porównaniu z państwami UE. Przykładowo, średnia zapadalność w Finlandii wynosi ok. 4,4, w Holandii 6,2, we Włoszech 6,3, w Niemczech 6,4, w Hiszpanii 6,6, i aż 12,4 w Wielkiej Brytanii.

Działania zmierzające do ograniczania ryzyka refinansowania mogą być realizowane na dwóch płaszczyznach: poprzez ograniczanie podaży instrumentów krótkoterminowych lub zwiększanie roli obligacji średnio-, a zwłaszcza długoterminowych (od 10 lat) w finansowaniu potrzeb pożyczkowych. Z uwagi na znaczny spadek zadłużenia w bonach skarbowych w

II połowie 2004 r. i w 2005 r. oraz brak zasadności dalszego działania w tym zakresie, wydłużanie średniej zapadalności długu krajowego odbywać się będzie głównie poprzez stopniowe ograniczanie podaży obligacji o najkrótszych okresach zapadalności (do 3 lat) i wzrost emisji SPW o dłuższych terminach zapadalności.

Przedterminowa spłata części zobowiązań wobec Klubu Paryskiego oraz zwiększone emisje obligacji o długich terminach zapadalności w istotny sposób zmniejszyły ryzyko refinansowania w walutach obcych. Średni termin zapadalności długu zagranicznego osiągnął w połowie 2005 r. bezpieczny poziom 7,87 roku. Wielkość spłat długu zagranicznego w okresie objętym *Strategią* będzie kształtowała się w granicach 2-2,4 mld EUR (równowartość kwot w różnych walutach). Przy zwiększonym dostępie do rynków zagranicznych związanym z wejściem Polski do UE ich refinansowanie obarczone jest niewielkim ryzykiem.

Ad b) Ryzyko kursowe

Udział długu zagranicznego (według kryterium miejsca emisji) w długi Skarbu Państwa od początku transformacji systematycznie malał, osiągając w połowie 2005 r. 28,7%. Ryzyko kursowe jest jednak statystycznie wysokie. Osłabienie złotego wobec wszystkich walut o 1% spowodowałoby w połowie 2005 r. wzrost zadłużenia o 1,3 mld zł (0,14% w relacji do PKB), a kosztów obsługi długu w całym roku o ok. 57 mln zł. Ponadto należy pamiętać, że ryzyko kursowe związane jest nie tylko z rynkowymi wahaniami płynnego kursu walutowego, ale też z możliwością znacznego osłabienia waluty krajowej w przypadku zdarzeń nadzwyczajnych, tym bardziej prawdopodobnych, im wyższy poziom długu ogółem i im niższy ogólny poziom rozwoju kraju (por. podrozdział IV.1) oraz tym dotkliwszych im wyższy udział długu zagranicznego.

W ocenie ryzyka kursowego, jak również określaniu roli długu zagranicznego w polityce emisyjnej, należy wziąć pod uwagę strukturę walutową długu zagranicznego oraz kalendarz wejścia Polski do strefy euro. Z tego punktu widzenia należy stwierdzić, że wobec nieodległego terminu wejścia Polski do strefy euro zasadnym może być zwiększenie udziału długu nominowanego w euro nie tylko w długi zagranicznym, lecz również w długi ogółem.

Ad c) Ryzyko stopy procentowej

Ze względu na dominujące znaczenie instrumentów o oprocentowaniu stałym, ryzyko stopy procentowej na rynku krajowym podlegało w ostatnich latach podobnym zmianom jak ryzyko refinansowania. *Duration* krajowego długu rynkowego wyniosło 1,69 roku na koniec 2000 r. i 2,12 roku na koniec 2003 r., w połowie 2005 r. wzrosło do 2,68 roku. Dla wskaźnika *ATR* nastąpiła zmiana odpowiednio z 2,01 do 2,44 i 2,98 roku.

W państwach UE przed rozszerzenia wskaźnik *duration* przyjmuje wyższe niż w Polsce wartości: 2,8 roku w Szwecji, 3,4 w Portugalii i 7,8 w Wielkiej Brytanii. W Danii środek docelowego przedziału *duration* wynosi 3, a w Belgii 4 lata. *Duration* polskiego długu krajowego istotnie zbliżyło się do poziomu *duration* dla tych państw UE, w których wartości wskaźnika były najniższe. W horyzoncie *Strategii* niezbędne będzie określenie docelowego, pożądanego poziomu *duration*. Może również zaistnieć potrzeba rozdzielenia zarządzania ryzykiem refinansowania (wydłużanie średniej zapadalności) i ryzykiem stopy procentowej (utrzymanie *duration* w pobliżu docelowej wartości). Wymagać to będzie stosowania swapów procentowych.

W odniesieniu do zadłużenia zagranicznego znacząca większość portfela (76,1% w połowie 2005 r.) była oprocentowana wg stałych stóp procentowych. Przy znacznie wydłużonej średniej zapadalności długu zagranicznego sprawia to, że ryzyko stopy procentowej w odniesieniu do tej części portfela jest niewielkie. *ATR* na koniec czerwca 2005 r. wyniosło 7,22 roku.

Ad d) Ryzyko płynności budżetu państwa

Na zarządzanie ryzykiem płynności składają się dwa rodzaje działań:

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

Głównym instrumentem zarządzania płynnością budżetu państwa jest utrzymywanie na rachunkach budżetowych płynnych aktywów finansowych oraz lokowanie nadwyżek na krótkoterminowych lokatach w NBP i w bankach komercyjnych. Poziom lokat wynika z nierównomiernego rozkładu w czasie przepływów na rachunkach budżetowych (dochodów i wydatków oraz przychodów i rozchodów). Poziom ten ma zagwarantować bezpieczeństwo finansowania zapotrzebowania budżetu na środki bez potrzeby nagłych zmian w emisjach SPW.

Ad e) Pozostałe rodzaje ryzyka

Do pozostałych rodzajów ryzyka należą wszystkie nie wymienione wcześniej źródła niepewności związane z zarządzaniem długiem publicznym, których bezpieczny poziom stanowi ograniczenie dla realizacji celów *Strategii*.

1. *Ryzyko kredytowe*

Ryzyko kredytowe związane z zarządzaniem długiem Skarbu Państwa oraz płynnością budżetu państwa w Polsce pojawiło się w 2004 r., wraz z rozpoczęciem lokowania płynnych środków budżetu państwa w bankach komercyjnych oraz przeprowadzeniem pierwszej transakcji z wykorzystaniem instrumentów pochodnych. Od lipca 2005 r., obok lokat zabezpieczonych skarbowymi papierami wartościowymi, dokonywane są również lokaty niezabezpieczone.

Ograniczeniu ryzyka kredytowego związanego z takimi transakcjami służy zdefiniowanie listy podmiotów o wysokiej wiarygodności kredytowej, które mogą być partnerami transakcji, oraz limitów kwot zaangażowania, uzależnionych od wielkości ryzyka związanego z poszczególnymi partnerami i rodzajami transakcji.

2. *Ryzyko operacyjne*

W celu ograniczenia tego ryzyka dąży się do zintegrowania zarządzania długiem w jednej jednostce organizacyjnej, której struktura, stosowane procedury i nadzór łączą rozwiązania stosowane w instytucjach rynkowych i administracji państwowej.

Coraz większa złożoność i wyrafinowanie instrumentów zarządzania długiem publicznym, jak również postępująca integracja europejska wymaga dostosowania struktury instytucjonalnej i organizacyjnej zarządzania długiem, mającego na celu ograniczenie ryzyka operacyjnego. Ma to szczególne znaczenie w przypadku stosowania instrumentów pochodnych i transakcji lokacyjnych na rynku finansowym. Nowoczesne zarządzanie długiem publicznym wymaga istnienia efektywnej infrastruktury technicznej oraz sprawnych procedur organizacyjnych, zapewniających szybką ocenę ryzyka i adekwatne reagowanie na zmieniające się warunki rynkowe. Ich brak jest źródłem ryzyka operacyjnego, które uniemożliwia lub znacznie ogranicza zakres stosowania nowoczesnych instrumentów zarządzania długiem, od lat wykorzystywanych standardowo w państwach rozwiniętych. Z doświadczeń państw rozwiniętych wynika, że najlepiej, z punktu widzenia kosztu i ryzyka, z zadania zarządzania długiem publicznym oraz płynnością budżetu państwa wywiązuje się

autonomiczny podmiot, odpowiedzialny za realizację celów zarządzania długiem publicznym i uprawniony do wykonywania całokształtu zadań z tego wynikających.

Ad f) Rozkład kosztów obsługi długu w czasie

Koszty obsługi długu powinny być równomiernie rozłożone w czasie, aby ich zmienna wysokość nie wpływała destabilizująco na konstruowanie budżetu państwa. Przy kasowym systemie księgowości budżetu pozytywny wpływ na stabilizację kosztów w czasie ma unikanie emisji papierów wartościowych z dużym dyskontem, które stają się kosztem w momencie wykupu papieru. Spiętrzenie kosztów obsługi wynikających z wysokiego dyskonta obligacji kuponowych o oprocentowaniu stałym występuje w latach 2005 i 2006, kiedy to średnie dyskonto od już wyemitowanego długu stanowi odpowiednio 17,4% i 10,7% wykupywanego nominału (z uwzględnieniem obligacji zerokuponowych odpowiednio 11,8% i 10,9%).

Skutecznym instrumentem zarządzania rozkładem kosztów obsługi długu w czasie są przetargi zamiany i odkupu obligacji, stosowane od 2001 r., przede wszystkim w celu ograniczenia ryzyka refinansowania. Ich skala uległa w latach 2004-05 istotnemu zwiększeniu.

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

Z udzielaniem przez podmioty sektora finansów publicznych, w tym przede wszystkim przez Skarb Państwa, poręczeń i gwarancji wiąże się ryzyko, że w przypadku wykonania gwarancji lub poręczenia ich kwota stanowi koszt obsługi długu i tym samym powiększa potrzeby pożyczkowe podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji. Z tego względu gwarancje i poręczenia stanowią dług potencjalny, tj. w razie wykonania mogą przyczynić się do zwiększenia długu publicznego.

Ponadto, według uregulowań obowiązujących do końca 2005 r. wielkość przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń powiększa kwotę państwowego długu publicznego, której relacja do PKB stanowi punkt odniesienia dla progów ostrożnościowych 50%, 55% i 60%, przewidzianych w ustawie o finansach publicznych.

W 2004 r. nastąpił spadek kwoty potencjalnych zobowiązań Skarbu Państwa z tytułu poręczeń i gwarancji oraz niewielki wzrost średniego ryzyka portfela, co zaowocowało nieznacznym zwiększeniem kwoty przewidywanych wypłat z tego tytułu. Ich relacja do PKB uległa jednak zmniejszeniu (z 1,39% w 2003 r. do 1,33% w 2004 r.).

Pozostają w mocy sformułowane w poprzednich strategiach zasady, pozwalające ograniczyć ryzyko związane z udzielaniem gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa, przy jednoczesnym zachowaniu korzyści z ich stosowania jako instrumentu polityki gospodarczej:

- koncentracja udzielania poręczeń i gwarancji na wspieraniu inwestycji prorozwojowych, z zakresu infrastruktury oraz ochrony środowiska, przede wszystkim realizowanych w oparciu o fundusze z UE (kredyty i obligacje poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa powinny umożliwić pozyskanie funduszy UE stanowiących wielokrotność ich wartości),
- ograniczenie roli szczególnie ryzykownych dla Skarbu Państwa poręczeń i gwarancji udzielanych na podstawie ustaw specjalnych, "sektorowych",
- relacja przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa do PKB nie powinna przekraczać 2%.

Dodatkowym źródłem ryzyka wzrostu długu publicznego mogą być różnego typu transakcje zawierane przez jednostki sektora finansów publicznych, w szczególności operacje w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego oraz sekurytyzacja. Kwestie związane z partnerstwem publiczno-prywatnym uregulowane zostały w *Ustawie z 28 lipca 2005 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym* (por. rozdział VII.1).

V. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2006-08

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 rozumiany jest w dwóch aspektach, jako:

- minimalizacja kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu, poprzez optymalny dobór struktury walutowej nowych emisji, instrumentów zarządzania długiem, ich struktury i terminów emisji;
- stałe działania polegające na podnoszeniu efektywności rynku SPW, przyczyniające się do obniżenia rentowności SPW. Różnice w rentownościach SPW polskich i państw o najniższych stopach na rynku UE w przyszłości powinny być jedynie wynikiem różnic w ocenie ryzyka kredytowego kraju, a nie barier i ograniczeń w organizacji i infrastrukturze rynku SPW.

Sformułowany cel nie uległ zmianie w stosunku do poprzedniej Strategii. W zależności od sytuacji rynkowej modyfikacjom może podlegać jednak realizacja celu minimalizacji kosztów w kontekście ograniczeń wynikających z ryzyka kursowego, co wynika z przyjętych założeń makroekonomicznych, perspektywy wejścia do strefy euro i sytuacji na rynkach zagranicznych. Uelastycznienie oznaczałoby możliwość wzrostu finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynkach zagranicznych.

Uwarunkowania umożliwiające wzrost finansowania zagranicznego

Okres objęty *Strategią* będzie w znacznym stopniu zbieżny czasowo z terminami wynikającymi z przygotowań do wejścia Polski do strefy euro. Działania związane z wypełnieniem kryteriów konwergencji, a zwłaszcza pełne uczestnictwo w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) będą miały istotny wpływ na strukturę walutową portfela długu i wynikające z niej ryzyko kursowe. Dlatego też możliwa jest polityka odejścia od zasady zaciągania długu na rynkach zagranicznych wyłącznie w celu refinansowania zapadającego długu zagranicznego, tym bardziej, że potrzeby wynikające z refinansowania długu zagranicznego w horyzoncie objętym *Strategią* uległy ograniczeniu z uwagi na przedterminowy wykup części kredytów wobec tzw. Klubu Paryskiego.

Założone poziomy salda finansowania zagranicznego w latach 2005-08

Przyjęto, że udział środków pozyskiwanych na rynkach zagranicznych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa w latach 2006-08 stanowić będzie mniej niż połowę tych potrzeb. Istotne jest przy tym, że rzeczywisty udział finansowania zagranicznego uzależniony będzie od sytuacji rynkowej. Finansowanie zagraniczne może więc być znacznie niższe od przyjętego w tabeli 4.

Tabela 4. Saldo finansowania zagranicznego

	2005	2006	2007	2008
Saldo finansowania zagranicznego (mld zł)	14,2	20,1	17,8	14,0

Cele zwiększenia finansowania zagranicznego:

- a) minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu, poprzez:
- zwiększenie finansowania po historycznie niskich stopach procentowych na rynkach zagranicznych, szczególnie w strefie euro (niższych od stóp krajowych),
 - obniżenie poziomu sprzedaży SPW na rynku krajowym do poziomu chłonności krajowego sektora pozabankowego w 2006 r. (i poniżej w latach następnych) istotnie zniweluje negatywny wpływ podaży długu publicznego na poziom stóp procentowych,
- b) poprawa parametrów długu krajowego, poprzez:
- ograniczenie ryzyka refinansowania i ryzyka stopy procentowej do poziomu występującego w krajach UE,
 - uelastycznienie możliwości kształtowania rozkładu kosztów obsługi długu w czasie (koszty obsługi długu po wzroście w 2006 r. do 28,5 mld zł spadną w 2007 r. do ok. 28,1 mld zł i pozostaną na tym poziomie w 2008 r. – tym samym pozytywnie wpływać będą na ograniczenie poziomu deficytu budżetowego w latach 2007-08).

Pozostałe efekty realizacji zwiększonego finansowania zagranicznego:

- a) Ograniczenie napływu kapitału zagranicznego na krajowy rynek SPW

Udział kapitału zagranicznego w krajowym rynku SPW sukcesywnie rósł w ostatnich latach. W połowie września inwestorzy zagraniczni posiadali krajowe obligacje o wartości 74,4 mld zł, czyli 28,2% wszystkich sprzedanych rynkowych obligacji. Od początku br. portfel obligacji inwestorów zagranicznych wzrósł o 12,4 mld zł (tj. o 20%), a ich udział w obligacjach rynkowych o 0,8 p.proc. Wzrost kapitału zagranicznego na krajowym rynku SPW oznacza zarówno presję na aprecjację złotego, jak i podatność rynku walutowego i stopy procentowej na zmiany w przepływach tego kapitału. Ograniczenie napływu kapitału zagranicznego na krajowy rynek SPW powinno nastąpić w wyniku ograniczenia podaży SPW i zmniejszenia różnicy pomiędzy ich rentownością a rentownością analogicznych obligacji ze strefy euro.

- b) Wzrost ryzyka kursowego długu Skarbu Państwa

W rozdz. IV stwierdzono, że poziom ryzyka kursowego jest wysoki, jednakże w ocenie ryzyka kursowego należy wziąć pod uwagę strukturę walutową długu zagranicznego oraz kalendarz wejścia Polski do strefy euro, kiedy euro stanie się walutą narodową. Zwiększenie finansowania zagranicznego nie spowoduje znaczącego wzrostu ryzyka kursowego. Przy strukturze finansowania przyjętej w *Strategii*, osłabienie złotego wobec wszystkich walut o 1% spowoduje wzrost zadłużenia w latach 2006, 2007 i 2008 odpowiednio o 1,5 mld zł, 1,6 mld i 1,7 mld zł co oznacza zmianę relacji długu do PKB o 0,15%, 0,15% i 0,16%. Przy strukturze zakładającej utrzymanie finansowania zagranicznego na poziomie ok. 5 mld zł w latach 2006, 2007 i 2008 osłabienie złotego wobec wszystkich walut o 1% spowodowałoby wzrost zadłużenia odpowiednio o 1,3 mld zł, 1,4 mld zł i 1,4 mld zł (zmiany relacji długu do PKB wyniosłyby po 0,13%). Jednocześnie wejście do strefy euro będzie oznaczać skokowy spadek poziomu ryzyka kursowego, ponieważ dług nominowany w euro stanie się długiem w walucie krajowej. Z wymienionych względów okresowy wzrost ryzyka kursowego należy uznać za akceptowalny.

- c) Konsekwencje wynikające z zamiany walut obcych na złote

Zamiana walut obcych na złote może odbywać się poprzez sprzedaż walut w NBP (co oznacza wzrost podaży pieniądza i zwiększenie skali operacji otwartego rynku) lub sprzedaż walut na rynku finansowym (co może wpływać na umocnienie złotego). Istotne w tej sytuacji jest:

- ukształtowanie odpowiedniej relacji pomiędzy sprzedażą walut w NBP i na rynku,
- koordynacja zarządzania długiem publicznym z polityką pieniężną,
- przejrzysta polityka informacyjna wobec rynków finansowych.

Część środków walutowych ze zwiększonej emisji obligacji na rynkach zagranicznych będzie finansowała koszty obsługi długu zagranicznego - nie będzie więc wymieniana na złote (ok. 5,3 mld zł w 2006 r., i 7,1 oraz 7,8 mld zł w kolejnych latach). Pozostała część powinna być zamieniana na złote w sposób, który zapewni realizację celów zarządzania długiem, przy ograniczeniu wpływu na politykę pieniężną i kształtowanie kursu złotego. Osiągnięciu tego zamierzenia powinna sprzyjać ograniczona kwota walut wymienianych na złote (przy przyjętych założeniach równowartość ok. 14,8 mld zł w 2006 r., czyli o ok. 10 mld zł więcej niż w przypadku utrzymania dotychczasowej polityki), elastyczne kształtowanie struktury sprzedaży walut w NBP i na rynku oraz ograniczenie napływu kapitału zagranicznego na krajowy rynek SPW.

Przy wstępnym założeniu, że ok. połowa z dodatkowej puli pozyskanych walut zamieniana będzie w NBP, a połowa na rynku, wartość sprzedawanych na rynku walut powinna być mniejsza od zakładanego poziomu zmniejszenia napływu kapitału zagranicznego na rynek SPW. Przy dodatkowym rozłożeniu sprzedaży walut w ciągu roku i wreszcie braku konieczności ich sprzedaży w niesprzyjającym okresie ewentualna presja na aprecjację złotego może mieć tylko psychologiczne podstawy.

Minimalizacja kosztów będzie podlegać ograniczeniom związanym ze strukturą długu. W związku z tym założono z tytułu:

a) ryzyka refinansowania

- osiągnięcie średniej zapadalności długu krajowego na poziomie dolnej granicy wartości tego wskaźnika występującej w krajach UE,
- dalsze ograniczanie udziału bonów skarbowych w długu krajowym, poprzez utrzymanie wielkości zadłużenia na średnim poziomie ok. 24 mld zł,
- dążenie do równomiernego rozłożenia płatności z tytułu obsługiwanego i wykupywanego długu krajowego i zagranicznego w kolejnych latach (koordynację polityki emisyjnej pod względem terminów zapadalności emitowanych obligacji),
- obecny poziom ryzyka refinansowania długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;

b) ryzyka kursowego

- możliwy wzrost ryzyka kursowego w okresie poprzedzającym wstąpienie do strefy euro (wykorzystanie historycznie niskich stóp procentowych na wybranych rynkach zagranicznych). Wejście do strefy euro będzie oznaczać skokowy spadek poziomu ryzyka kursowego, ponieważ dług nominowany w euro stanie się długiem w walucie krajowej,
- koncentrację emisji w euro, w celu stworzenia płynnych emisji benchmarkowych na tym rynku;

c) ryzyka stopy procentowej

- osiągnięcie duration długu krajowego na poziomie występującym w krajach UE i w dalszym etapie odpowiednie kształtowanie relacji pomiędzy poziomem ryzyka stopy procentowej i kosztami obsługi długu, w zależności od bieżącego i oczekiwanego w przyszłości poziomu stóp procentowych,
- utrzymywanie ograniczonego poziomu ryzyka stopy procentowej dla długu zagranicznego;

d) ryzyka płynności budżetu państwa

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

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,

- zarządzanie płynnością budżetu państwa z uwzględnieniem ryzyka kredytowego generowanego przez transakcje niezabezpieczone,
 - ograniczanie ryzyka operacyjnego związanego ze strukturą instytucjonalno-organizacyjną zarządzania długiem – utworzenie biura/agencji zarządzania długiem,
 - ograniczenie ryzyka operacyjnego związanego z infrastrukturą techniczną;
- f) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie
- ograniczanie zmienności kosztów obsługi długu w czasie. Polityka emisji nowych obligacji średnio- i długoterminowych oraz przedterminowego wykupu zapadającego długu powinna wpływać na równomierny rozkład kosztów obsługi długu w horyzoncie dłuższym niż okres objęty prezentowaną *Strategią*,
 - ustalanie kuponów obligacji w takiej wysokości, aby były one w okresie sprzedaży zbliżone do rentowności.

VI. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM

Za najważniejsze zadania *Strategii* wynikające z realizacji przyjętych celów należy uznać:

1. Zwiększanie płynności, efektywności i przejrzystości rynku SPW.
2. Rozwój systemu dealerów skarbowych papierów wartościowych (DSPW).
3. Prowadzenie skutecznej komunikacji z uczestnikami rynków finansowych.
4. Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa.
5. Zwiększenie efektywności emisji SPW na międzynarodowych rynkach finansowych.
6. Utworzenie agencji/biura zarządzania długiem jako odrębnego podmiotu niezależnego pod względem operacyjnym od MF.

1. Zwiększanie płynności, efektywności i przejrzystości rynku SPW

Działania zmierzające do jak najbardziej efektywnego funkcjonowania rynku SPW są zadaniem ciągłym i dotyczą zarówno rynku pierwotnego jak i wtórnego, z uwagi na wzajemne relacje pomiędzy nimi. Integracja z rynkiem europejskim stwarza dodatkową presję, ponieważ z jednej strony umożliwia zwiększenie głębokości rynku, dostęp do nowych grup inwestorów, z drugiej zaś stawia wyzwania związane z dużą konkurencją ze strony innych emitentów.

Okres przygotowań do członkostwa w strefie euro, przypadający w znacznym stopniu na lata objęte prezentowaną *Strategią*, dotyczyć będzie również funkcjonowania krajowego rynku SPW. W momencie przyjęcia wspólnej waluty rynek krajowy stanie się jednym z segmentów europejskiego rynku SPW, a kwotowania obligacji benchmarkowych wyznaczać będą punkty na polskiej krzywej dochodowości w euro. Doświadczenia emitentów strefy euro wskazują, że poziom spreadów w stosunku do papierów uznawanych za bazowe (tj. emitowanych przez Niemcy) jest głównie wynikiem dwóch czynników:

- wiarygodności kredytowej kraju,
- organizacji rynku SPW w danym państwie i funkcjonującej infrastruktury.

O ile pierwszy element jest czynnikiem zależnym w głównej mierze od ogólnej polityki makroekonomicznej władz oraz stanu finansów publicznych, a więc pozostaje poza bezpośrednim wpływem zarządzającego długiem, o tyle drugi punkt stanowi obszar kształtowany przez zarządzającego długiem. Dotyczy on takich aspektów jak polityka emisyjna, organizacja rynku pierwotnego (w tym systemu DSPW) i organizacja rynku wtórnego (systemu rozliczeń, systemów obrotu SPW).

Działania zwiększające atrakcyjność rynku SPW i ułatwiające integrację rynku finansowego Polski z rynkiem strefy euro będą realizowane poprzez:

- Kontynuację polityki emisyjnej średnio- i długoterminowych SPW zmierzającej do ograniczania liczby emisji obligacji, przy jednoczesnym stopniowym zwiększaniu ich wartości.

Minimalną wartością emisji średnio- i długoterminowych obligacji o stałym oprocentowaniu będzie równowartość 5 mld EUR, która to kwota stanowi jednocześnie minimalny poziom wymagany przy wprowadzaniu obligacji nominowanych w euro do kwotowań na platformie EuroMTS. Obecnie 4 emisje obligacji na rynku krajowym osiągnęły wartość zbliżoną lub przekraczającą równowartość 5 mld euro. Na rynku euro polskie emisje są kwotowane na platformie elektronicznej NewEuro MTS (w tym jedna o wartości 5,25 mld EUR). Instrumentami realizacji tego zadania będą odpowiednie kształtowanie kalendarza emisji SPW, przetargi zamiany, przetargi uzupełniające oraz ponowne otwieranie emisji już istniejących.

- Dalszy rozwój elektronicznego rynku SPW.

W 2004 r. sfinalizowane zostały prace nad aliansem strategicznym CeTO S.A., organizatora elektronicznej platformy obrotu SPW, z europejską platformą MTS. MTS Sp.A. objęła 25% udziałów w kapitale akcyjnym CeTO, zapewniając platformę Telematico do obrotu polskimi SPW. Start nowego systemu obrotu nastąpił 25 listopada 2004 r. Zasadniczych korzyści z przyjęcia technologii MTS należy oczekiwać w okresie

objętym *Strategią*. Realizacja projektu umożliwi bowiem zagranicznym bankom uczestniczącym w MTS aktywną działalność w elektronicznym obrocie polskimi SPW.

Obecnie w grupie MTS trwają prace nad dalszym udoskonalaniem platformy Telematico (nowy moduł do transakcji warunkowych będzie implementowany na poszczególnych rynkach na jesieni br.).

- Poprawę infrastruktury rynku SPW poprzez usuwanie barier natury technicznej i prawnej oraz usprawnianie mechanizmów rozliczeniowych.

Podjęte przez KDPW prace nad projektem współpracy z europejską izbą rozliczeniową Euroclear mają umożliwić rozliczanie transakcji zawieranych na polskich SPW przez instytucję obecną na większości rynków europejskich. Dla inwestorów zagranicznych oznaczać to będzie zbliżenie zasad funkcjonowania polskiego rynku do rynku europejskiego.

2. Rozwój systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych

W ramach systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych funkcjonuje obecnie 11 banków krajowych, które uzyskały status DSPW oraz jeden bank państwowy nie posiadający statusu DSPW (BGK S.A.). Banki te mają wyłączny dostęp do rynku pierwotnego. Z dniem 1 grudnia 2004 r. rozpoczął się konkurs prowadzący do wyłonienia DSPW na 2006 r. Jest to pierwszy konkurs, do udziału w którym mogły przystąpić banki zagraniczne.

Jakość funkcjonowania systemu DSPW jest jednym z elementów organizacji rynku SPW, a więc i działań związanych z realizacją celu minimalizacji kosztów obsługi. Istotne jest, aby regulacje dotyczące przywilejów i obowiązków banków-uczestników oraz zadań emitenta prowadziły do stworzenia przejrzystego systemu zapewniającego stabilną alokację SPW na rynku pierwotnym oraz do budowy płynnego i głębokiego rynku wtórnego. Duże znaczenie może mieć włączenie do systemu banków o dużym doświadczeniu w sprawowaniu funkcji DSPW na rozwiniętych rynkach państw UE. Zmiany które miały miejsce pod tym względem w systemach dealerów w innych państwach unijnych wskazują, że globalny charakter działania banków międzynarodowych, doświadczenie we współpracy z emitentami rządowymi, skala transakcji realizowanych na SPW oraz szeroki portfel zagranicznych klientów pozabankowych powinny pozytywnie oddziaływać na wzrost konkurencji pomiędzy bankami oraz jakość funkcjonowania DSPW. Efektywna organizacja systemu DSPW powinna umożliwić:

- obniżenie kosztów obsługi długu poprzez wyeliminowanie spreadów w stosunku do rentowności SPW innych państw, mogących być wynikiem niedostatecznego rozwoju organizacyjno-infrastrukturalnego polskiego rynku SPW,
- zwiększenie bezpieczeństwa finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa,
- zwiększenie atrakcyjności polskiego rynku,
- skuteczną konkurencję z innymi emitentami rządowymi w pozyskiwaniu środków od inwestorów instytucjonalnych.

3. Prowadzenie skutecznej komunikacji z uczestnikami rynków finansowych

Utrudniony dostęp do informacji jest podstawową przeszkodą dla skutecznego arbitrażu cenowego. Na rynku produktu wysoce homogenicznego, jakim jest rynek obligacji Skarbu Państwa, to utrudnienie działa na niekorzyść emitenta poprzez zmniejszenie efektywnego popytu. Skuteczna strategia komunikacji z inwestorami, zarówno krajowymi jak i zagranicznymi umożliwia uzyskanie wyższych cen dla emitenta, a dzięki temu przyczynia się do minimalizacji kosztów obsługi zadłużenia.

4. Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa

Doskonalenie systemu zarządzania płynnością jest zadaniem ciągłym dotyczącym działań w zakresie infrastruktury, procedur oraz instrumentarium. Zadanie to jest rozumiane jako działania zmierzające do zabezpieczenia płynności budżetu państwa przy jednoczesnym efektywnym wykorzystaniu płynnych aktywów. Działania te obejmują:

- doskonalenie prognozowania przepływów budżetowych,
- prace związane z rozwojem infrastruktury technicznej i organizacyjnej,
- doskonalenie systemu efektywnego lokowania nadwyżek,
- rozszerzanie instrumentarium związanego z szybkim pozyskiwaniem środków w sytuacji zaburzeń w realizacji wpływów budżetowych.

Zarządzanie płynnością budżetu państwa będzie przebiegało w uwarunkowaniach określonych przez:

- ramy prawne ustanowione w nowej ustawie o finansach publicznych,
- realizację budżetu i utrzymywany poziom wolnych środków złotych, jak również walutowych,
- poziom podejmowanego ryzyka kredytowego (poprzez lokaty międzybankowe) i operacyjnego (głównie związanego z rozliczeniami środków pieniężnych i SPW będących zabezpieczeniem transakcji),
- sytuację na rynku międzybankowym w zakresie płynności,
- funkcjonowanie jednolitego rachunku budżetu państwa. Poprawi on dostęp do informacji na temat wpływów budżetowych oraz pozwoli na okresowe wykorzystywanie środków znajdujących się na rachunkach dysponentów.

5. Zwiększenie efektywności emisji SPW na międzynarodowych rynkach finansowych

Zwiększanie efektywności emisji SPW na międzynarodowych rynkach finansowych będzie polegać przede wszystkim na dążeniu do maksymalnego zawężenia spreadów pomiędzy plasowanymi polskimi obligacjami skarbowymi a obligacjami bazowymi na danym rynku. Oznacza to pozyskiwanie środków po możliwie najniższym koszcie i jest wynikiem zarówno postrzegania Polski przez inwestorów zagranicznych będącego rezultatem poprawy wskaźników gospodarczych i stabilizującego wpływu członkostwa w UE, jak i polityki emisyjnej. Czynniki te wpłynęły na znaczny spadek spreadów w 2004 i 2005 r. Przykładowo, na najważniejszym dla Polski rynku euro spread polskich obligacji spadł z ok. 0,5 do ok. 0,2 p.proc. ponad obligacje emitowane przez rząd Niemiec (tzw. Bundy).

Polityka emisyjna Ministerstwa Finansów obejmować będzie:

- ofertę instrumentów dostosowanych do oczekiwań różnych grup inwestorów pod względem struktury, zapadalności i waluty. Oferta instrumentów uwzględniać będzie ryzyko związane z długiem (tj. ryzyko stopy procentowej, ryzyko refinansowania i ryzyko kursowe). Polityka emisyjna w zakresie wyboru waluty kształtowana będzie w znacznej mierze przez plany wejścia Polski do strefy euro;
- tworzenie dużych i płynnych emisji. Tworzenie płynnych benchmarków dotyczyć będzie głównie rynku euro (wartością referencyjną dla plasowanych emisji będzie, podobnie jak na rynku krajowym, 5 mld EUR);
- dywersyfikację polityki emisyjnej poprzez wykorzystywanie sprzyjających warunków do emisji instrumentów dłużnych nominowanych w walutach innych niż euro. Dywersyfikacja rynków pozwoli na naturalne rozłożenie ryzyka i uniknięcie sytuacji, w której wybrany segment rynku nie byłby w stanie zaspokoić oczekiwań i potrzeb pożyczkowych budżetu państwa.

6. Utworzenie agencji/biura zarządzania długiem jako odrębnego podmiotu niezależnego pod względem operacyjnym od MF

W państwach UE kwestia długu publicznego uznawana jest za jedno z kluczowych zagadnień w kontekście stabilności makroekonomicznej kraju - poziom długu jest jednym z kryteriów konwergencji. Jednocześnie coraz wyraźniej dostrzegana jest specyfika działalności, jaką jest zarządzanie długiem publicznym, polegająca m.in. na bliskim związku z rynkiem finansowym oraz szczególnym znaczeniu zarządzania ryzykiem. Ograniczanie ryzyka rynkowego oznacza w praktyce przeniesienie ciężaru z raczej pasywnego administrowania w kierunku aktywnego zarządzania portfelem długu przy zastosowaniu

nowoczesnych instrumentów finansowych (w tym instrumentów pochodnych). Wymaga to jednak odpowiedniej struktury instytucjonalnej, organizacyjnie dostosowanej do działań na rozwiniętych rynkach finansowych. Konsekwencją jest wprowadzanie reform zmierzających do dostosowania struktury jednostek zajmujących się zarządzaniem długiem do stawianych przed nimi zadań². Kluczowymi elementami są w tym przypadku:

- niezależność operacyjna jednostek zajmujących się zarządzaniem długiem, zapewniająca elastyczność w operacjach na rynku. Nadzorujący minister akceptuje cele na poziomie strategicznym, agencja natomiast ma swobodę wyboru instrumentarium do ich realizacji;
- odpowiednia infrastruktura techniczna;
- wykwalifikowana kadra gwarantująca jakość działania nie niższą niż standard obowiązujący w komercyjnych instytucjach finansowych.

W chwili obecnej na 25 państw rozszerzonej UE, w 14 stosowany jest model agencyjny (odpowiednio w 11 z 15 państw UE przed rozszerzeniem). Model ten łączy wszystkie ww. elementy, chociaż w zakresie szczegółowych rozwiązań w poszczególnych państwach występują istotne różnice.

W Polsce zarządzanie długiem przeszło drogę od biernej obsługi do możliwości zarządzania aktywnego, z zastosowaniem wciąż rozszerzającego się zestawu instrumentów finansowych (w tym pochodnych) i operacji na składnikach długu (takich jak przedterminowy odkup, zamiana długu). Nie uległa natomiast zmianie forma instytucjonalna zarządzania długiem. W obecnej strukturze instytucjonalnej pozostały ograniczone możliwości dalszego postępu w zakresie zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz korzystania z efektów rozwoju rynków finansowych i ich integracji. Dalsza zmiana jakościowa, w tym możliwość efektywnego stosowania nowoczesnych instrumentów, wymaga powołania autonomicznej jednostki o dużej samodzielności operacyjnej – Biura/Agencji Zarządzania Długiem Publicznym. Wynika to z następujących przesłanek:

- Konieczności oddzielenia polityki fiskalnej (kształtowania dochodów i wydatków budżetu państwa) od zarządzania długiem publicznym (wyboru sposobu finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa), wynikającej z możliwego konfliktu krótkoterminowych celów budżetowych (np. redukcja bieżących kosztów obsługi długu) i długoterminowych celów zarządzania długiem (minimalizacja kosztów obsługi długu w długim terminie, ograniczanie ryzyka związanego z długiem Skarbu Państwa).
- Coraz większej złożoności i wyrafinowania instrumentów zarządzania długiem publicznym. Nowoczesne zarządzanie długiem publicznym wymaga istnienia efektywnej infrastruktury technicznej oraz sprawnych procedur organizacyjnych, zapewniających właściwą ocenę ryzyka i adekwatne reagowanie na zmieniające się warunki rynkowe. Ich brak jest źródłem ryzyka operacyjnego, które uniemożliwia lub znacznie ogranicza zakres stosowania nowoczesnych instrumentów zarządzania długiem.

Rozwój instytucji stanowiących otoczenie zarządzania długiem (ryнку pierwotnego i wtórnego, systemu rozliczeń, dealerów SPW) osiągnął poziom względnej dojrzałości. Na wczesnym etapie rozwoju łączenie zadań zarządzania długiem z silną administracyjną pozycją Ministerstwa Finansów pomagało w wypracowywaniu rozwiązań prawnych oraz skutecznym oddziaływaniu na otoczenie instytucjonalne. Po zakończeniu wstępnego etapu rozwoju znaczenie tego czynnika zmalało i nie rekompensuje przeciwwskazań wynikających z potencjalnego konfliktu polityki fiskalnej i polityki zarządzania długiem.

Zmiany instytucjonalne są wskazane, aby w sytuacji integracji europejskiego rynku finansowego móc skutecznie konkurować z innymi emitentami o inwestorów. Oddzielenie zarządzania długiem od bieżącej polityki fiskalnej oraz zwiększenie efektywności zarządzania długiem prowadzić będzie do obniżenia kosztów obsługi i ryzyka związanego z długiem.

² Sposób organizacji zarządzania długiem w krajach UE i instytucje odpowiedzialne za zarządzanie długiem zostały omówione w aneksie 3.

VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH³

VII.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych

Do najważniejszych zmian legislacyjnych mających wpływ na zaciąganie zobowiązań przez jednostki sektora finansów publicznych należy zaliczyć:

1. Wejście w życie (z dniem 1 stycznia 2006 r.) *Ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych*.

Zmiany w zakresie zaciągania zobowiązań wprowadzone tą ustawą dotyczą głównie JST i są następujące:

- a) z 15% (12% w przypadku przekroczenia przez państwowy dług publiczny 55% PKB) limitu wydatków i rozchodów związanych z obsługą i spłatą zobowiązań do planowanych na dany rok dochodów zostały wyłączone:
 - spłaty rat kapitałowych od kredytów lub pożyczek oraz wykup papierów wartościowych zaciąganych lub emitowanych na pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST,
 - poręczenia i gwarancje udzielane samorządowym osobom prawnym realizującym zadania JST z wykorzystaniem środków pochodzących z funduszy strukturalnych lub Funduszu Spójności UE;
 - b) w przypadku ubiegania się JST o udzielenie kredytu, pożyczki lub zamiaru emisji papierów wartościowych nałożono obowiązek uzyskiwania opinii regionalnej izby obrachunkowej o możliwości spłaty tego zobowiązania;
 - c) na zarząd JST nałożony został obowiązek opracowania prognozy łącznej kwoty długu na koniec roku budżetowego i lata następne, wynikającej z planowanych i zaciągniętych zobowiązań;
 - d) na JST nałożono obowiązek określenia w uchwale budżetowej limitu zobowiązań z tytułu zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz emitowanych papierów wartościowych.
2. Wejście w życie *Ustawy z 28 lipca 2005 r. o partnerstwie publiczno- prywatnym*

Ustawa reguluje współpracę podmiotu publicznego i partnera prywatnego w celu realizacji zadania publicznego. Przewiduje się, że adresatami umów z zakresu partnerstwa publiczno- prywatnego będą przede wszystkim jednostki samorządu terytorialnego. Głównym celem ich zawierania będzie realizacja przedsięwzięć inwestycyjnych, zwłaszcza w obszarze ochrony środowiska i infrastruktury drogowej. Wpływ zawieranych umów na dług publiczny będzie uzależniony od podziału poszczególnych rodzajów ryzyka między stronami umowy. Niezbędne elementy analizy dotyczące ryzyka zostaną określone w rozporządzeniu wykonawczym do ww. ustawy.

3. Wejście w życie *Ustawy z dnia 15 kwietnia 2005 r. o pomocy publicznej i restrukturyzacji publicznych zakładów opieki zdrowotnej*.

W oparciu o przepisy ustawy samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej w celu pozyskania środków na restrukturyzację finansową mogą:

- a) emitować obligacje,
- b) zaciągać pożyczki,
- c) zaciągać kredyty bankowe,
- d) występować do jednostki samorządu terytorialnego o udzielenie poręczenia spłaty należności głównej od wyemitowanych przez ten zakład obligacji,
- e) występować do BGK o udzielenie poręczenia zapłaty odsetek od obligacji ze środków Krajowego Funduszu Poręczeń Kredytowych.

SPZOZ mogą otrzymać ze środków z budżetu państwa pożyczkę na sfinansowanie określonych w ustawie zobowiązań związanych z restrukturyzacją.

³ W niniejszym rozdziale, jeśli nie zostało zaznaczone inaczej, określenie jednostki sektora finansów publicznych odnosi się do tego sektora z wyłączeniem Skarbu Państwa.

VII.2. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa

Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych w ostatnim okresie zarówno przed, jak i po konsolidacji w ramach sektora finansów publicznych zostało przedstawione w aneksie 6.

Dług podmiotów innych niż Skarb Państwa stanowił na koniec czerwca 2005 r. 7,6% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (tj. 6,2% po konsolidacji) wobec 8,6% (7,0%) na koniec 2004 r. Poniżej omówione zostały podstawowe zmiany w kształtowaniu się długu podmiotów o najwyższym poziomie zadłużenia.

Tabela 5. Dług podmiotów sektora finansów publicznych z wyłączeniem Skarbu Państwa przed konsolidacją (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2003	XII 2004	VI 2005	zmiana XII'04-XII'03		zmiana VI'05-XII'04	
				mln zł	%	mln zł	%
Dług pozostałych podmiotów sektora finansów publicznych	36.956,4	37.678,4	36.189,4	722,0	2,0	-1.489,0	-4,0
1. Pozostały sektor rządowy	15.157,0	13.200,5	12.586,6	-1.956,4	-12,9	-613,9	-4,7
ZUS i zarządzane przez ZUS fundusze	11.225,4	10.061,3	9.729,6	-1.164,1	-10,4	-331,7	-3,3
Narodowy Fundusz Zdrowia	1.047,1	758,4	577,2	-288,6	-27,6	-181,3	-23,9
Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną (bez ZUS i zarządzanych)	95,4	0,7	0,0	-94,7	-99,3	-0,7	-100,0
Państwowe szkoły wyższe	192,9	214,2	165,9	21,4	11,1	-48,4	-22,6
Jednostki badawczo-rozwojowe	293,5	258,0	276,2	-35,5	-12,1	18,2	7,0
Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	721,1	938,4	993,2	217,3	30,1	54,8	5,8
Państwowe instytucje kultury	7,1	38,2	49,3	31,1	434,5	11,1	29,1
PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	19,0	18,8	7,3	-0,3	-1,5	-11,5	-61,3
Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw	1.555,5	912,5	788,1	-643,0	-41,3	-124,4	-13,6
2. Sektor samorządowy	21.799,4	24.477,9	23.602,8	2.678,5	12,3	-875,1	-3,6
2.1. Jednostki samorządu terytorialnego	17.276,8	19.104,7	17.841,0	1.827,9	10,6	-1.263,8	-6,6
2.2. Pozostały sektor samorządowy	4.522,6	5.373,2	5.761,8	850,6	18,8	388,7	7,2
Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	38,5	76,1	69,5	37,6	97,5	-6,6	-8,7
Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	4.411,8	5.230,5	5.624,4	818,7	18,6	393,8	7,5
Samorządowe instytucje kultury	45,3	28,7	31,4	-16,7	-36,8	2,7	9,5
Samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw	26,9	37,9	36,6	11,0	40,8	-1,3	-3,4

1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

W 2004 r. JST osiągnęły nadwyżkę budżetową (117,2 mln zł), wobec planowanego deficytu (5.278,2 mln zł). Jednocześnie dług JST wzrósł o 1.827,9 mln zł. W pierwszej połowie 2005 r. nadwyżka budżetowa JST wyniosła 6.026,8 mln zł, a spadek długu 1.263,8 mln zł. Utrzymany został trend zaciągania zobowiązań przede wszystkim w ostatnim kwartale roku, co ma związek z kształtowaniem się deficytu budżetowego tych jednostek.

Tabela 6. Wynik i przyrost długu JST w ujęciu kwartalnym (mln zł)

Rok	Kategoria	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Rok
2003	wynik JST	3.287,3	-871,0	-127,9	-4.102,4	-1.813,9
	Przyrost długu	-294,1	137,4	774,4	1.300,7	1.918,5
2004	wynik JST	5.174,0	181,0	759,5	-5.997,3	117,2
	Przyrost długu	-697,3	-124,5	856,0	1.793,6	1.827,9
2005	wynik JST	5.799,0	227,8			
	Przyrost długu	-836,3	-427,5			

Tabela 7. Liczba jednostek osiągających nadwyżkę lub deficyt (koniec okresu)

Okres	Deficyt		Nadwyżka		Ogółem	
	liczba jednostek	mld zł	Liczba jednostek	mld zł	liczba jednostek	mld zł
2003 r.	1.667	-2,8	1.141	1,0	2.808	-1,8
2004 r.	1.550	-2,8	1.258	2,9	2.808	0,1
II kwartał 2005 r.	244	-0,2	2.564	6,2	2.808	6,0

W strukturze zadłużenia JST nadal dominują pożyczki i kredyty, przy niewielkim wzroście udziału papierów wartościowych. Równocześnie systematycznie maleje zadłużenie z tytułu zobowiązań wymagalnych.

Tabela 8. Dług jednostek samorządu terytorialnego

Wyszczególnienie	XII 2003		XII 2004		VI 2005	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
Dług JST ogółem (mln zł)	17.276,8	100,0	19.104,7	100,0	17.841,0	100,0
1) kredyty i pożyczki	13.785,7	79,8	15.590,0	81,6	14.298,7	80,1
2) papiery wartościowe	2.817,8	16,3	3.134,4	16,4	3.183,0	17,8
3) pozostały dług, w tym:	673,3	3,9	380,3	2,0	359,3	2,0
3.1) zobowiązania wymagalne	648,4	3,8	361,7	1,9	343,4	1,9

Stopniowo zwiększa się udział długu zagranicznego w długi JST ogółem, pozostając jednak na stosunkowo niskim poziomie. Na koniec czerwca 2005 r. wyniósł on 8,4% wobec 8,1% na koniec 2004 r. i 4,3% w 2003 r. W długi JST dominują zobowiązania o zapadalności powyżej 1 roku (w czerwcu 2005 r. 88,5% wobec 90,0% na koniec 2004 r. i 88,1% w 2003 r.).

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

Tabela 9. Dług JST w relacji do dochodów tych jednostek

Wyszczególnienie	XII 2002	XII 2003	XII 2004	VI 2005 ^{*)}
Wskaźnik dług/dochody	19,2%	21,8%	20,9%	17,6%

^{*)} dług JST według stanu na koniec czerwca w stosunku do planowanych dochodów na 2005 r.

W 2004 r. w 16 JST (wobec 18 w 2003 r.) wskaźnik długu do dochodów przekroczył jednak 60%. Podobnie jak w latach ubiegłych głównymi przyczynami były:

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

Tabela 10. 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%
2003 r.	1) gminy	2.413	2.264	840	1.001	347	59	17
	2) miasta na prawach powiatu	65	65	7	38	15	5	-
	3) powiaty	314	301	172	109	18	1	1
	4) województwa	16	16	6	9	1	-	-
	Ogółem	2.808	2.646	1.025	1.157	381	65	18
2004 r.	Gminy	2.413	2.304	727	1.121	389	51	16
	Miasta na prawach powiatu	65	65	9	33	21	2	-
	Powiaty	314	298	150	119	29	-	-
	Województwa	16	16	9	6	1	-	-
	Ogółem	2.808	2.683	895	1.279	440	53	16

W 2004 r. do 1.099,3 mln zł wzrosła wartość niewymagalnych zobowiązań JST z tytułu udzielonych poręczeń (wobec 996,0 mln zł na koniec 2003 r.). Na koniec pierwszego półrocza 2005 r. zobowiązania te osiągnęły wartość 1.230,9 mln zł.

2) Zadłużenie ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy

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

Tabela 11. Dług ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy mln zł

Wyszczególnienie	XII 2003	XII 2004	VI 2005
Dług ZUS i zarządzanych funduszy, w tym:	11.225,4	10.061,3	9.729,6
kredyty w bankach komercyjnych	4.756,0	4.626,4	4.985,5
zobowiązania wymagalne	6.469,5	5.434,9	4.744,1

Kredyty zaciągane przez FUS mają charakter krótkoterminowy. Stanowią one uzupełniające, w stosunku do składek i dotacji budżetowych źródło finansowania wydatków na świadczenia wypłacane z FUS.

Zobowiązania wymagalne FUS są 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 12. Konwersja długu FUS wobec OFE na SPW mln zł

Wyszczególnienie	XII 2003	XII 2004	VI 2005
Wartość nominalna przekazanych obligacji (narastająco, stan na koniec okresu)	387,7	1.178,4	1.611,5

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 stopniowo wzrasta zadłużenie tych podmiotów z tytułu papierów wartościowych (emitowanych przede wszystkim przez SPZOZ z sektora samorządowego). Około 60% zadłużenia SPZOZ stanowią zobowiązania wobec jednostek spoza sektora finansów publicznych, głównie z tytułu dostaw towarów i usług.

Tabela 13. Dług SPZOZ

	XII 2003		XII 2004		VI 2005	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
Dług samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej, w tym:	5.132,9	100,0	6.168,9	100,0	6.617,5	100,0
1) papiery wartościowe	7,0	0,1	12,4	0,2	9,6	0,1
2) kredyty i pożyczki	394,8	7,7	470,8	7,6	521,1	7,9
3) pozostałe, w tym:	4.731,1	92,2	5.685,8	92,2	6.086,8	92,0
3.1) zobowiązania wymagalne	4.729,7	92,1	5.684,1	92,1	6.084,8	91,9

Tabela 14. Dług SPZOZ w podziale na sektor rządowy i samorządowy

	XII 2003		XII 2004		VI 2005	
	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
Dług samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej, w tym:	5.132,9	100,0	6.168,9	100,0	6.617,5	100,0
1) dług do roku (włącznie)	4.823,4	94,0	5.805,7	94,1	6.199,0	93,7
2) dług powyżej roku	309,5	6,0	363,2	5,9	418,5	6,3
1. SPZOZ sektor rządowy	721,1	14,0	938,4	15,2	993,2	15,0
1.1. dług do roku (włącznie)	714,5	13,9	931,4	15,1	986,6	14,9
1.2. dług powyżej roku	6,6	0,1	7,0	0,1	6,6	0,1
2. SPZOZ sektor samorządowy	4.411,8	86,0	5.230,5	84,8	5.624,4	85,0
2.1. dług do roku (włącznie)	4.108,9	80,0	4.874,3	79,0	5.212,5	78,8
2.2. dług powyżej roku	303,0	5,9	356,2	5,8	411,9	6,2

4) Inne jednostki

Spośród innych podmiotów najwyższe zadłużenie występuje w Agencji Rynku Rolnego i Narodowym Funduszu Zdrowia. Dług ARR wynika przede wszystkim z kredytów zaciągniętych na sfinansowanie działań agencji związanych z interwencją na rynku rolnym. Wszystkie zobowiązania kredytowe Agencji objęte są poręczeniem Skarbu Państwa. Na koniec czerwca 2005 r. dług ARR z tytułu kredytów wyniósł 459,3 mln zł wobec 585,0 mln zł na koniec 2004 r.

Podstawowym tytułem dłużnym NFZ pozostają pożyczki zaciągnięte przez Kasy Chorych w 2000 r. ze środków budżetu państwa. Termin ich spłaty upływa z końcem marca 2007 r.

Zadłużenie pozostałych jednostek sektora wynika przede wszystkim z nieterminowego regulowania zobowiązań (zobowiązania wymagalne).

VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji *Strategii* obejmują prognozy dotyczące długu publicznego i kosztów jego obsługi, jak również zmian w zakresie ryzyka związanego z długiem publicznym, będących oczekiwanym efektem realizacji celów *Strategii* przy przyjętych założeniach makroekonomicznych i budżetowych. Wskazano również najważniejsze zagrożenia dla realizacji celów *Strategii*.

VIII.1. Prognozy zadłużenia i kosztów obsługi długu

W okresie objętym *Strategią* zahamowana zostanie tendencja narastania relacji długu publicznego do PKB – zgodnie z przyjętymi założeniami relacja ta osiągnie maksimum w 2007 r. Koszty obsługi długu osiągną okresowe maksimum w 2006 r., po czym ich wysokość spadnie w 2007 r. i pozostanie na tym samym poziomie w 2008 r. Umożliwi to spadek relacji kosztów obsługi długu do PKB z 2,9% w 2006 r. do 2,5% w 2008 r.

Tabela 15 przedstawia prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP w latach 2004-2007. Prognozy relacji długu oraz kosztów jego obsługi do PKB ilustrują odpowiednio wykresy 1 oraz 2.

Tabela 15. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP w latach 2005-2008

	2004	2005	2006	2007	2008
1. Dług Skarbu Państwa					
a) w mld zł	402,9	438,6	485,6	520,5	548,9
b) w relacji do PKB	45,5%	47,4%	49,8%	50,2%	49,4%
2. Państwowy dług publiczny					
a) w mld zł	432,3	468,1	516,4	551,4	581,1
b) w relacji do PKB	48,8%	50,6%	52,9%	53,2%	52,3%
3. Państwowy dług publiczny powiększony o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji					
a) w mld zł	444,1	481,4	532,9	568,8	599,3
b) w relacji do PKB	50,2%	52,0%	54,6%	54,8%	53,9%
4. Dług sektora general government (wg metodologii UE, OFE w sektorze) *)					
a) w mld zł	386,2	411,1	449,6	475,5	492,9
b) w relacji do PKB	43,6%	44,4%	46,1%	45,9%	44,4%
5. Dług sektora general government (wg metodologii UE, OFE poza sektorem)					
a) w mld zł	423,2	461,1	511,6	547,9	577,4
b) w relacji do PKB	47,8%	49,8%	52,4%	52,8%	52,0%
6. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)					
a) w mld zł	22,7	26,7	28,5	28,1	28,1
b) w relacji do PKB, w tym:	2,6%	2,9%	2,9%	2,7%	2,5%
- długu krajowego	2,1%	2,3%	2,4%	2,0%	1,8%
- długu zagranicznego	0,5%	0,6%	0,5%	0,7%	0,7%

*) do marca 2007 r. obowiązuje okres przejściowy, w którym Polska może zaliczać OFE do sektora general government; 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.).

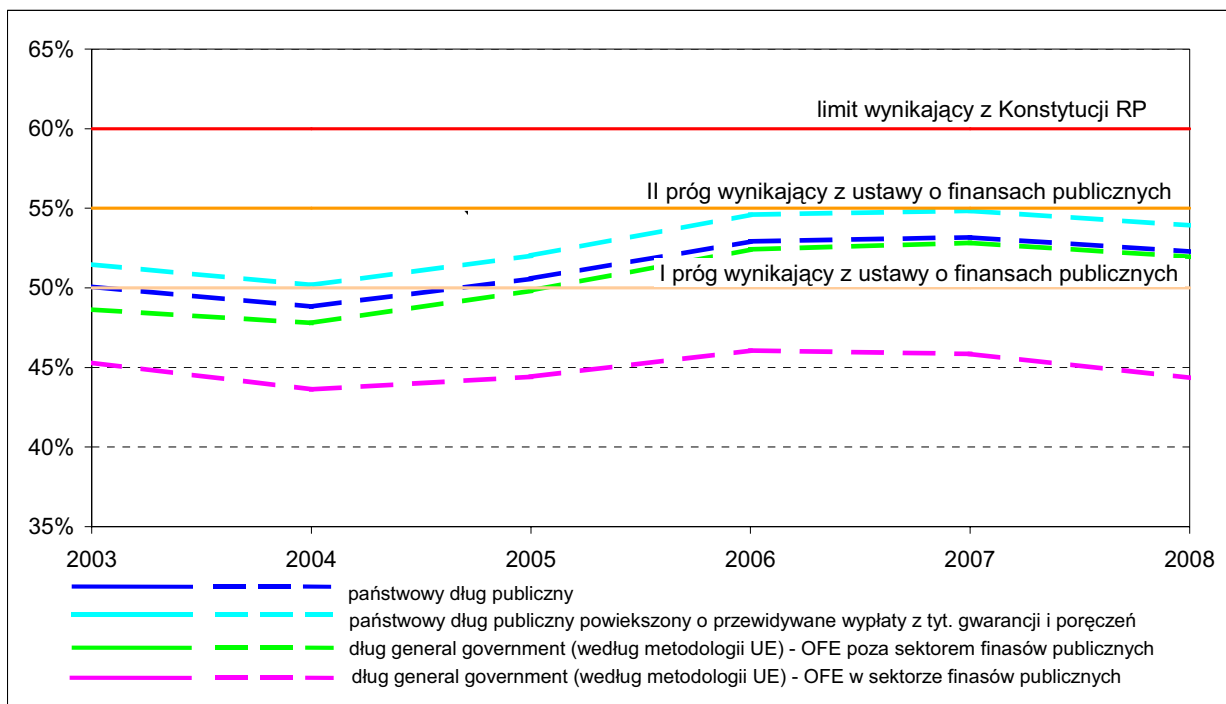
W porównaniu ze *Strategią* obejmującą lata 2005-07 i przygotowywaną we wrześniu 2004 r. istotnym zmianom uległy prognozy kosztów obsługi długu SP, poziomu długu i jego relacji do PKB oraz parametrów ryzyka. Jest to wynikiem:

- znacznych różnic pomiędzy prognozami oraz realizacją 2004 r. i 2005 r. w zakresie uwarunkowań makroekonomicznych i budżetowych (w tym niższego poziom stóp procentowych, mniejszych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, umocnienia złotego, wolniejszego tempa przyrostu długu w innych niż Skarb Państwa podmiotach sektora finansów publicznych),
- przeprowadzonych w okresie wrzesień 2004 - wrzesień 2005 operacji na długu

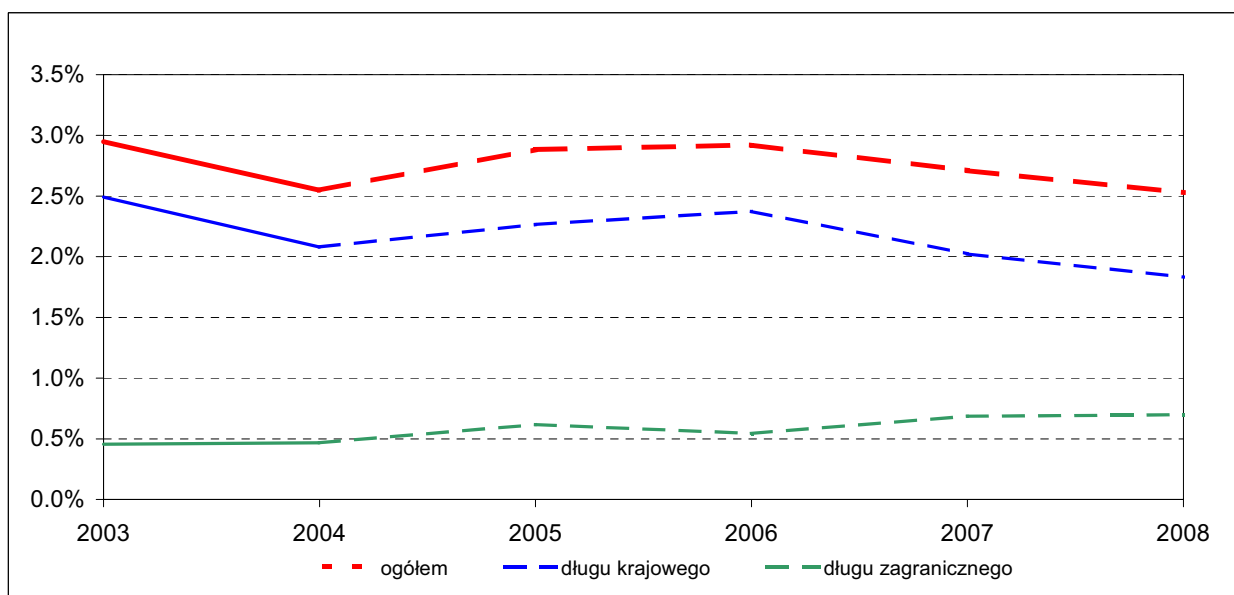
(przedterminowej spłaty znacznej części zadłużenia wobec Klubu Paryskiego i praktycznie całości krajowego długu nierynkowego),

- modyfikacji struktury finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w 2005 r. i w latach następnych (większe finansowanie zagraniczne, głęboki spadek zadłużenia w bonach skarbowych, wzrost sprzedaży średnio i długoterminowych obligacji),
- zmianą prognoz makroekonomicznych i budżetowych dla lat 2006-07.

Wykres 1. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 2. Relacja kosztów obsługi długu Skarbu Państwa do PKB



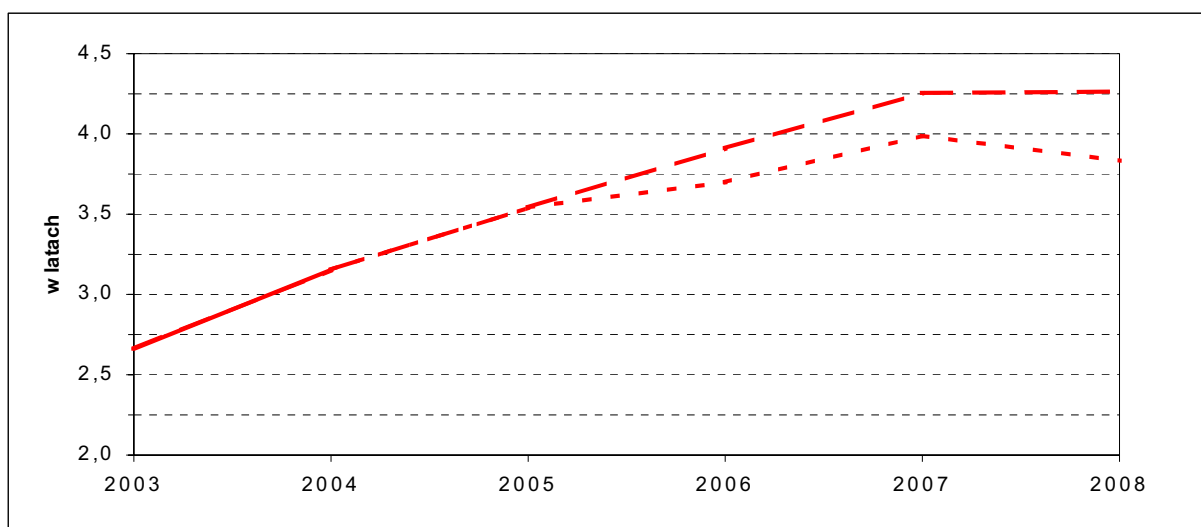
Wymienione czynniki wpłynęły na znaczące obniżenie projekcji poziomu długu i kosztów jego obsługi oraz na prognozy parametrów charakteryzujących ryzyko związane ze strukturą długu SP (parametry ryzyka długu krajowego na koniec I połowy 2005 r. osiągnęły poziomy, których wykonanie w ubiegłorocznej strategii przewidywano w 2007 r.).

VIII.2. Zmiany w zakresie ryzyka

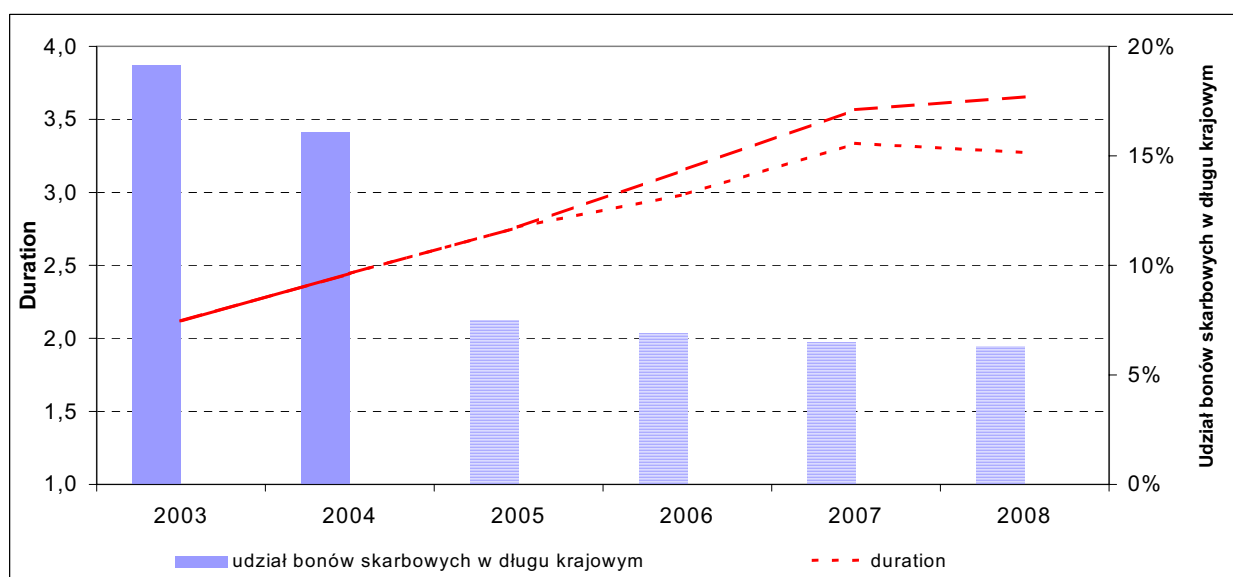
Zmiany struktury długu Skarbu Państwa w zakresie poziomu ryzyka kursowego, refinansowania oraz stopy procentowej ilustrują wykresy 3-5. Przewiduje się, że na koniec 2008 r. wybrane wskaźniki ryzyka ukształtują się na następującym poziomie:

- średnia zapadalność rynkowego długu krajowego wzrośnie z 3,15 roku na koniec 2004 r. do ok. 3,8-4,2 roku,
- udział bonów skarbowych w długu krajowym zmniejszy się z 16,1% na koniec 2004 r. do ok. 6,3%,
- *duration* rynkowego długu krajowego wzrośnie z 2,44 roku na koniec 2004 r. do ok. 3,3-3,7 roku,
- z związku ze zwiększeniem finansowania zagranicznego udział długu zagranicznego wzrośnie z 27,6% roku na koniec 2004 r. do ok. 32%. Wzrost ryzyka z tym związany jest jednak ograniczony i wobec perspektywy wejścia Polski do strefy euro pozostawać będzie na akceptowalnym poziomie.

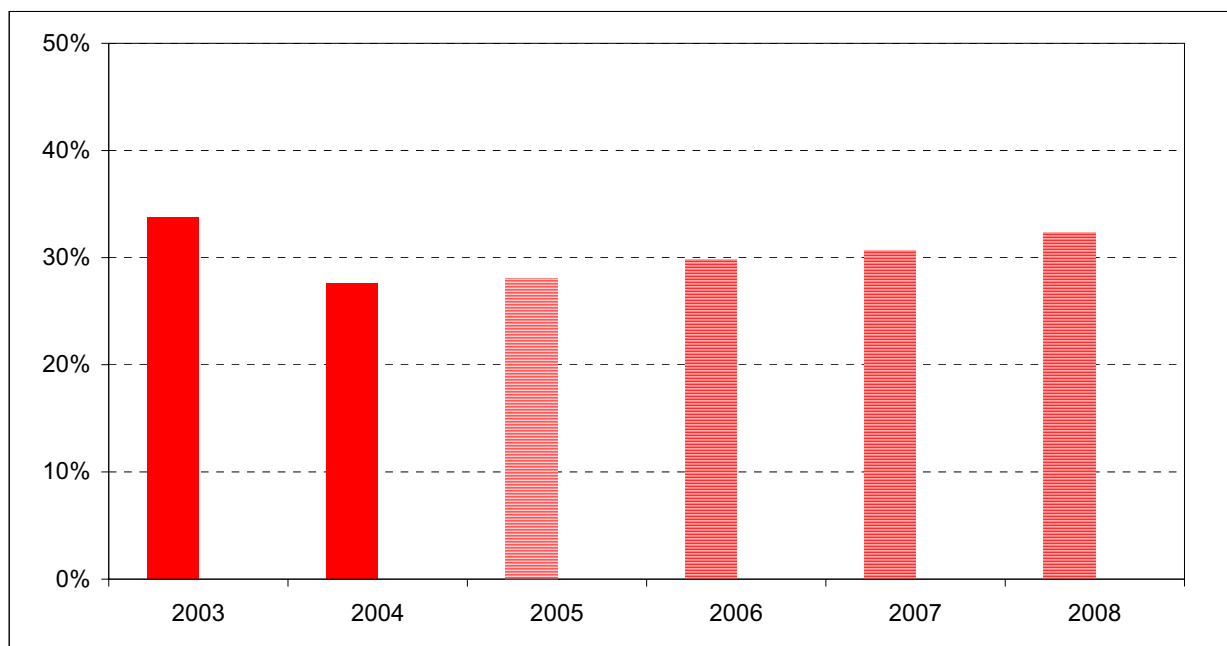
Wykres 3. Ryzyko refinansowania – średnia zapadalność rynkowego długu krajowego SP



Wykres 4. Ryzyko stopy procentowej – *duration* rynkowego długu krajowego SP



Wykres 5. Ryzyko kursowe - udział długu zagranicznego w długi SP



VIII.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii

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

- 1) Sytuacją finansów publicznych, która jest kształtowana przez:
 - poziom potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (główny składnik przyrostu państwowego długu publicznego),
 - tempo przyrostu zadłużenia innych niż Skarb Państwa podmiotów sektora finansów publicznych,
 - kierunek udzielania poręczeń i gwarancji (poręczenia i gwarancje przeznaczane na wsparcie tradycyjnych sektorów gospodarki generują duże ryzyko ich wymagalności).
- 2) Koordynacją zarządzania długiem z polityką pieniężną. Możliwa modyfikacja struktury finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa poprzez zwiększenie finansowania zagranicznego może mieć wpływ na poziom kursów na rynku walutowym i politykę pieniężną banku centralnego. Skala wymiany walut na rynku powinna być jednak ograniczona i mniejsza od zakładanego ograniczenia napływu walut na rynek krajowy SPW. Wobec zakładanej skali ewentualnych transakcji na rynku walutowym, elastyczne operowanie sprzedażą walut powinno umożliwić ograniczenie potencjalnego wpływu na aprecjację złotego.
- 3) Odmiernym od zakładanego scenariusza ukształtowaniem się sytuacji makroekonomicznej. Dotyczy to przede wszystkim terminu wejścia Polski do strefy euro. Znaczące opóźnienie wejścia do strefy euro lub brak terminów związanych z integracją mogą mieć wpływ na zahamowanie procesu konwergencji oraz zwiększyć zmienność kursu złotego. Czynniki te przy zwiększonym udziale długu zagranicznego miałyby w konsekwencji negatywny wpływ na poziom długu i jego relacji do PKB oraz koszty obsługi.

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 długość przeciętnego 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* krajowych rynkowych SPW 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 – nominal dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
- NS_t – 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 od panujących na nich zwyczajów.
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, 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.

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 długość przeciętnego okresu dostosowania kosztów obsługi długu do zmiany poziomu stop procentowych. Im wyższy jest poziom stop procentowych oraz większy udział instrumentów krótkoterminowych i o zmiennym oprocentowaniu, tym wyższe ryzyko stopy procentowej i niższa *duration*. *Duration* krajowych rynkowych SPW liczone jest wg wzoru:

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

gdzie:

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

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

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

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

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 .

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 lub zagraniczny, zgodnie z którym dług krajowy to dług wyemitowany na rynku krajowym.

Kryterium rezydenta - kryterium podziału długu publicznego na krajowy lub 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 lub sprzedaży określonego aktywa po ustalonej cenie, do którego respektowania zobowiązuje się wystawca opcji wobec posiadacza opcji. Opcje mogą być samodzielnymi instrumentami finansowymi lub być wbudowane w inne instrumenty, np. opcja przedstawienia Skarbowi Państwa obligacji oszczędnościowych do przedterminowego wykupu.

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

Private placement – emisja adresowana do wybranej grupy inwestorów.

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.

Ryzyko kursowe - wynika z istnienia w ramach długu Skarbu Państwa instrumentów nominowanych i rozliczanych w walutach obcych. Ryzyko kursowe przejawia się wrażliwością poziomu długu i kosztów jego obsługi na zmiany kursu walutowego, co jest konsekwencją obowiązującego w Polsce płynnego kursu walutowego. Aprecjacja lub

deprecjacja złotego wobec danej waluty obcej powoduje proporcjonalny wzrost lub spadek 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.

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.

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 nieznanym 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.

Sekurytyzacja – operacja finansowa polegająca na zamianie płatności wynikających z posiadanych aktywów (np. przyszłych należności) na środki finansowe uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych. Nabywca papierów wartościowych przejmuje prawa do strumieni pieniężnych oraz towarzyszące im ryzyko, podczas gdy sprzedający zamienia niepłynne aktywa na środki pieniężne.

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. Przykładowo, wymiana płatności typu *swap* często towarzyszy niestandardowym emisjom obligacji w systemie *private placement*, których konstrukcja jest dostosowana do specyficznych potrzeb jej nabywców.

Średnia zapadalność (także *ATM* od ang. *average time to maturity*) – miara ryzyka refinansowania długu publicznego. Średnia zapadalność to wyrażona w latach długość przeciętnego 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 krajowych rynkowych SPW 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 – nominal płatny w chwili t ,

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

Aneks 2. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
<p>1. Konstytucja RP</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 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); <p>2. Ustawa o finansach publicznych</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 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); ➤ definicja sektora finansów publicznych; 	<p>1. Traktat z Maastricht</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 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 (Excessive Deficit Procedure - EDP); <p>2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do traktatu z Maastricht</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%; <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"> ➤ definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych; <p>4. Rozporządzenie statystyczne European System of Accounts (ESA 95)</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych; ➤ definicja sektora general government;

Tabela 2. Limity określone w ustawie o finansach publicznych dotyczące relacji długu publicznego do PKB

<p>Ustawowe procedury dotyczące limitów na relację państwowego długu publicznego¹⁾ są następujące:</p> <p>1) relacja w roku x jest większa od 50%, a nie większa od 55% PKB:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. relacja deficytu budżetu państwa do jego dochodów w uchwalonym przez Radę Ministrów projekcie budżetu państwa na rok x+2 nie może być wyższa niż w roku x+1; b. relacja deficytu budżetu państwa do jego dochodów uchwalona na rok x+2 stanowi górne ograniczenie dla relacji deficytu do dochodów w uchwalanych na rok x+2 budżetach JST; <p>2) relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60% PKB:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. poziom deficytu w uchwalanym na rok x+2 projekcie ustawy budżetowej musi zapewniać spadek relacji długu Skarbu Państwa powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x; b. górne ograniczenie relacji deficytu każdej JST do jej dochodów na rok x+2 obliczane jest przez pomnożenie relacji deficytu do dochodów budżetu państwa uchwalonej na rok x+2 przez współczynnik R; $R = (0,6 - PDP/PKB) : 0,05$ gdzie: PKB - produkt krajowy brutto, PDP - państwowy dług publiczny, powiększony o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty tego sektora, oznaczają wielkości ogłoszone za poprzedni rok budżetowy (rok x); c. Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji długu do PKB; <p>3) relacja w roku x jest równa lub większa od 60% PKB:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. uchwalane na rok x+2 budżet państwa i budżety JST muszą być przynajmniej zrównoważone; b. wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych; c. Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny, którego celem jest opracowanie i wdrożenie przedsięwzięć mających na celu obniżenie relacji długu do PKB poniżej 60%.
--

1) Do grudnia 2005 r. – na relację państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora publicznych;

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

POLSKIE REGULACJE państwowy dług publiczny	REGULACJE UE dług sektora <i>general government</i>
1) zakres sektora finansów publicznych ¹⁾	
➤ ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych;	➤ zakres sektora <i>general government</i> został zdefiniowany w ESA95 ²⁾ ; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
a) otwarte fundusze emerytalne	
➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ do marca 2007 r. obowiązuje okres przejściowy, w którym Polska może zaliczać OFE do sektora <i>general government</i> ³⁾ ;
b) jednostki badawczo rozwojowe	
➤ są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;
2) tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego	
➤ papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi);	➤ papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych;
➤ kredyty i pożyczki (w tym papiery wartościowe, których zbywalność jest ograniczona);	➤ pożyczki;
➤ przyjęte depozyty;	➤ gotówka i depozyty;
➤ zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone);	
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
zobowiązania wymagalne	- 4)
3) dług potencjalny	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
➤ do 31.12.2005 r. ograniczenia ustawy o finansach publicznych dotyczące relacji długu publicznego do PKB uwzględniają dług potencjalny, jaki generują udzielane poręczenia i gwarancje;	➤ ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami;
➤ od 1.01.2006 r. zgodnie ze znowelizowaną ustawą o finansach publicznych podstawową kategorią, do której odnoszą się limity zadłużenia jest dług publiczny bez przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji;	➤ po spełnieniu określonych kryteriów (zgodnie z zasadami ESA'95) dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejścia długu);

- 1) obecnie trwają prace nad ewentualnym zaliczeniem do sektora *general government* niektórych z funduszy zarządzanych przez BGK. Urzędem odpowiedzialnym za zakres sektora *general government* 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 deficycie/nadwyżce sektora *general government*.

Tabela 4. Różnice między polską a unijną (EDP) definicją długu publicznego w latach 2002-2004

	%PKB		
Wyszczególnienie	2002	2003	2004
Państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji	46,7%	51,5%	50,2%
<i>różnice dot. zakresu sektora, w tym:</i>	-2,7%	-3,5%	-4,2%
dług ARR (<i>bez zobowiązań wymagalnych</i>)	-0,2%	-0,1%	<i>zmiana klasyfikacji¹⁾</i>
inwestycje OFE w papiery wartościowe sektora general government	-2,5%	-3,3%	-4,2%
dług jednostek badawczo – rozwojowych (<i>bez zobowiązań wymagalnych</i>)	-0,0%	-0,0%	-0,0%
<i>różnice dot. tytułów dłużnych</i>			
zobowiązania wymagalne	-1,3%	-1,3%	-1,0%
<i>różnice dot. długu potencjalnego</i>			
przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora	-1,6%	-1,4%	-1,3%
przyjęcie długu gwarantowanego	+0,0%	+0,0%	+0,0%
Dług sektora general government (EDP)	41,2%	45,4%	43,6%

1) od maja 2004 w związku ze zmianą realizowanych zadań agencja zaliczana jest do sektora general government, wcześniej była poza sektorem;

Aneks 3. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE

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

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

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

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

W obydwu przypadkach realizacja nałożonych na bank centralny zadań nie jest optymalna. Dodatkowo, nawet w przypadku umieszczenia polityki pieniężnej oraz zarządzania długiem w odrębnych departamentach oraz zastosowania tzw. „chińskiego muru”, mogą pojawiać się podejrzenia odnośnie do wykorzystywania w zarządzaniu długiem nieznanych 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 stosowany⁴. 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 zbiurokratyzowania struktur administracji,
- trudności z pozyskaniem oraz utrzymaniem odpowiednich specjalistów związane z mało konkurencyjnymi warunkami zatrudnienia pracowników administracji w stosunku do oferty firm sektora finansowego (banków, towarzystw funduszy inwestycyjnych, itp.).

⁴ Model rządowy funkcjonuje w takich krajach jak Hiszpania czy Włochy.

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

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

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

W chwili obecnej na 25 państwach rozszerzonej UE, w 14 stosowany jest model agencyjny (odpowiednio w 11 z 15 państw UE przed rozszerzeniem).

Tabela 5. Instytucje odpowiedzialne za zarządzanie długiem publicznym w państwach UE

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

Tabela 6. Agencje odpowiedzialne za zarządzanie długiem publicznym w państwach UE

Kraj	Nazwa agencji	Data założenia	Nadzór	Struktura organizacyjna	Zakres działania
Austria	Österreichische Bundesfinanzierungsagentur	4 XII 1992 r.		Agencja ma status spółki Skarbu Państwa. Kierowana jest przez dwuosobowy Zarząd odpowiedzialny za zarządzanie płynnością oraz zarządzanie ryzykiem.	<ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie długiem federalnym - zarządzanie płynnością - zarządzanie aktywami i pasywami - udzielanie kredytów na rzecz prowincji - opiniowanie projektów inwestycyjnych podmiotów publicznych (na prośbę Ministerstwa Finansów) - wykonywanie dodatkowych zadań zapisanych w ustawie budżetowej
Belgia	Agence de la Dette (Agentschap van de Schuld)	X 1998 r.	Ministerstwo Finansów	Funkcję zarządczą pełni Komitetu Wykonawczy w skład, którego wchodzi: Dyrektor Generalny Treasury oraz Dyrektorzy Agencji. Natomiast funkcję doradczą pełni Komitet Strategiczny.	<p><i>Belgijska Agencja Długu:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie operacyjne długiem federalnym - wprowadza ramy dotyczące struktury portfela oraz ryzyka wyznaczone przez MF, a zaproponowane przez Komitet Strategiczny <p><i>Public Debt Service:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie gwarancjami - współpraca z pozostałymi emitentami publicznymi - funkcje księgowo
Finlandia	Valtiokonttori	b.d.	Ministerstwo Finansów	Wydziałem Finansowym odpowiedzialnym za zarządzanie długiem kieruje Dyrektor, który podlega Dyrektorowi Generalnemu State Treasury oraz Zarządowi State Treasury.	<p>Wydział Finansowy State Treasury:</p> <ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie długiem - zarządzanie płynnością - zarządzanie gwarancjami - obsługa pożyczek państwowych - zarządzanie mieniem spadkowym
Francja	Agence France Trésor	8 II 2001	Minister Gospodarki, Finansów i Przemysłu	Na czele Agencji stoi Prezes powoływany przez Ministra Gospodarki, Finansów i Przemysłu na wniosek Dyrektora pionu Skarbu. Organem wspierającym działania agencji jest Komitet Strategiczny, który doradza w zakresie formułowania ogólnych ram polityki emisyjnej rządu.	<ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie długiem - zarządzanie płynnością

Holandia	Agentschap van het ministerie van Financiën	1V 1841 r.	Minister Finansów	Agencją zarządza Prezes, który bezpośrednio podlega Ministrowi Finansów. Prezes agencji reprezentuje Ministerstwo Finansów na rynku finansowym, przygotowuje i definiuje politykę finansowania oraz przedstawia Ministrowi oraz kierownictwu ministerstwa niezbędne informacje i analizy.	<ul style="list-style-type: none"> - operacyjne zarządzanie długiem - zarządzanie płynnością
Irlandia	National Treasury Management Agency	1990	Minister Finansów	Agencja ma status osoby prawnej. Prezes Agencji jest powoływany przez Ministra Finansów i bezpośrednio mu podlega. W ramach agencji działa Komitet Doradczy powoływany przez Ministra Finansów. Pracownicy Agencji nie są urzędnikami służby cywilnej.	<ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie długiem - zarządzanie płynnością <p>Dodatkowe zadania powierzone agencji to m.in. zarządzanie aktywami i pasywami jednostek samorządu terytorialnego, usługi konsultingowe, obsługa finansowa projektów inwestycyjnych podmiotów publicznych. Rząd może w drodze rozporządzenia powierzyć agencji dodatkowe funkcje będące w gestii MF.</p>
Łotwa	Valsts Kase	b.d.	Minister Finansów	Zarządzający Treasury powoływany i odwoływany jest przez Ministra Finansów. Jednostka zobowiązana jest do przedstawiania raz w roku raportu z działalności.	<ul style="list-style-type: none"> - zarządzaniem długiem - zarządzanie płynnością - zarządzanie gwarancjami - organizacja wykonania budżetu - zarządzanie aktywami państwowego programu emerytalnego
Niemcy	Finanzagentur GmbH	19 X 2000	Minister Finansów	Agencja ma status Spółki Skarbu Państwa. Zarządzana jest przez dwóch dyrektorów odpowiedzialnych za: <ul style="list-style-type: none"> - strategię oraz politykę emisyjną/handlową, - kontrolę finansową i kontrolę ryzyka oraz usługi korporacyjne 	<ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie długiem - zarządzanie płynnością - zarządzanie specjalnymi aktywami na rynku finansowym
Portugalia	Instituto de Gestão do Crédito Público	XII 1996 r.	Minister Finansów	Trzyosobowy Zarząd Agencji powoływany jest na okres 3 lat przez Radę Ministrów. Funkcję doradczą pełni Rada w skład której wchodzi szef agencji, członek zarządu banku centralnego oraz eksperci powoływani przez Radę Ministrów. Pracownicy nie podlegają reżimowi urzędników cywilnych.	<ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie długiem rządu centralnego, finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu - funkcje doradcze i pomoc techniczne w zakresie zarządzania długiem dla jednostek sektora
Słowacja	Štátna pokladnica	2002/2004	Minister Finansów	Agencją zarządza Dyrektor, który jest powoływany i odwoływany przez Ministra Finansów.	<ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie długiem - zarządzanie płynnością (na poziomie operacyjnym)

Szwecja	Riksgäldskontoret	1789 r.	Minister Finansów	Zarząd Agencji, w tym jej szef powoływani są przez rząd; 4 spośród 8 członków zarządu jest przedstawicielami parlamentu.	<ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie długiem - zarządzanie płynnością - udzielanie gwarancji - bank wewnętrzny (udziela pożyczek) dla agencji państwowych i przedsiębiorstw publicznych
Węgry	Magyar Állampapír	1 III 2001 r.	Minister Finansów	Agencja ma status spółka Skarbu Państwa. Kierowana jest przez Zarząd, który odpowiada bezpośrednio przed Ministrem Finansów.	<ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie długiem - zarządzanie płynnością rachunku SP - może wykonywać zadania związane z emitowaniem i zarządzaniem długiem gwarantowanym przez państwo
Wielka Brytania	Debt Management Office	1 IV 1998 (wydzielona z banku centralnego)	Minister Skarbu i Parlament	Agencją kieruje Komitet Zarządzający, na którego czele stoi szef agencji. Szef agencji powoływany jest w drodze konkursu. Pracownicy są urzędnikami służby cywilnej.	<ul style="list-style-type: none"> - zarządzanie długiem - zarządzanie płynnością - zarządzanie aktywami na rachunku zarządzania długiem - funkcje doradcze: doradzanie i przygotowywanie ekspertyz innym departamentom i innym rządów

Aneks 4. Deficyt i dług publiczny oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE

	2003			2004		
	deficyt/nadwyżka %PKB	dług/PKB %PKB	stopa 10- letnia ¹⁾	deficyt/nadwyżka %PKB	dług/PKB %PKB	stopa 10- letnia ¹⁾
Grecja	-5,2	109,3	4,45	-6,1	110,5	3,77
Włochy	-2,9	108,0	4,46	-3,0	105,8	3,79
Belgia	+0,4	100,0	4,38	+0,1	95,6	3,66
Niemcy	-3,8	64,2	4,29	-3,7	66,0	3,58
Francja	-4,2	63,9	4,34	-3,7	65,6	3,64
Austria	-1,1	65,4	4,40	-1,3	65,2	3,66
Portugalia	-2,9	60,1	4,40	-2,9	61,9	3,64
Holandia	-3,2	54,3	4,33	-2,5	55,7	3,63
Szwecja	+0,2	52,0	4,86	+1,4	51,2	3,90
Hiszpania	+0,3	51,4	4,34	-0,3	48,9	3,64
Finlandia	+2,5	45,3	4,33	+2,1	45,1	3,68
Dania	+1,2	44,7	4,52	+2,8	42,7	3,86
Wielka Brytania	-3,4	39,7	4,94	-3,2	41,6	4,58
Irlandia	+0,2	32,0	4,36	+1,3	29,9	3,62
Luksemburg	+0,5	7,1	3,29	-1,1	7,5	3,64
UE 15	-2,8	64,3		-2,6	64,7	
państwa, które z dniem 1 maja 2004 r. uzyskały członkostwo w UE						
Malta	-10,5	71,8	4,71	-5,2	75,0	4,70
Cypr	-6,3	69,8	4,75	-4,2	71,9	6,26
Węgry	-6,2	56,9	8,24	-4,5	57,6	7,17
Polska	-4,5	45,4	6,76	-4,8	43,6	6,00
Słowacja	-3,7	42,6	5,42	-3,3	43,6	4,58
Czechy	-11,7	38,3	4,82	-3,0	37,4	4,05
Słowenia	-2,0	29,4	5,27	-7,9	29,4	4,07
Litwa	-1,9	21,4	4,81	-2,5	19,7	3,95
Łotwa	-1,5	14,4	5,07	-0,8	14,4	4,58
Estonia	+3,1	5,3	4,75	+1,8	4,9	4,28
UE 25	-2,9	63,3		-2,6	63,8	

¹⁾ Zharmonizowane długoterminowe stopy procentowe dla celów konwergencji, tj. stopy z rynku wtórnego (z wyjątkiem Cypru i Litwy - rynek pierwotny) dla obligacji skarbowych o zapadalności zbliżonej do 10 lat; w przypadku Luksemburga i Estonii nie istnieją odpowiednie długoterminowe obligacje skarbowe; dane dla Luksemburga za 2003 r. – obligacje rządowe o faktycznej zapadalności zbliżonej do 3 lat, za 2004 r. – koszyk długoterminowych obligacji emitowanych przez prywatne instytucje kredytowe o średniej faktycznej zapadalności zbliżonej do 10 lat; w przypadku Estonii – oprocentowanie pożyczek dla przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych o zapadalności powyżej 5 lat; średnia w grudniu; Statistics Pocket Book, ECB.

²⁾ Eurostat, News Release 39/2005 z dnia 18 marca 2005 r.; dane zostały opracowane na podstawie marcowej notyfikacji fiskalnej (2005 r.) przesłanej przez poszczególne kraje do Komisji Europejskiej. Z uwagi na trwającą w momencie publikacji danych dyskusję z władzami krajowymi Eurostat stwierdził w komunikacie, że nie zatwierdził danych przesłanych przez Włochy i Grecję oraz zastrzegł możliwość znacznej rewizji danych w przypadku Portugalii, Łotwy i Litwy.

Aneks 5. Ocena kredytowa (*rating*) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE

stan na 29 sierpnia 2005 r.

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

Aneks 6. Dług sektora finansów publicznych w Polsce przed i po konsolidacji w ramach sektora

Tabela 7. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją

Wyszczególnienie	XII 2003	struktura	XII 2004	struktura	VI 2005	struktura	Zmiana XII'04- XII'03		Zmiana VI'05- XII'04	
	<i>mln zł</i>	%	<i>mln zł</i>	%	<i>mln zł</i>	%	<i>mln zł</i>	%	<i>mln zł</i>	%
Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją	415 900,3	100,0%	440 538,7	100,0%	473 688,6	100,0%	24 638,5	5,9%	33 149,9	7,5%
I. Dług sektora rządowego	394 100,8	94,8%	416 060,8	94,4%	450 085,8	95,0%	21 960,0	5,6%	34 025,0	8,2%
1. Dług Skarbu Państwa	378 943,8	91,1%	402 860,3	91,4%	437 499,2	92,4%	23 916,4	6,3%	34 638,9	8,6%
2. Dług pozostałego sektora rządowego	15 157,0	3,6%	13 200,5	3,0%	12 586,6	2,7%	-1 956,4	-12,9%	-613,9	-4,7%
2.1. ZUS i zarządzane przez ZUS fundusze	11 225,4	2,7%	10 061,3	2,3%	9 729,6	2,1%	-1 164,1	-10,4%	-331,7	-3,3%
2.2. Narodowy Fundusz Zdrowia	1 047,1	0,3%	758,4	0,2%	577,2	0,1%	-288,6	-27,6%	-181,3	-23,9%
2.3. Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	95,4	0,0%	0,7	0,0%	0,0	0,0%	-94,7	-99,3%	-0,7	-100,0%
2.4. Państwowe szkoły wyższe	192,9	0,0%	214,2	0,0%	165,9	0,0%	21,4	11,1%	-48,4	-22,6%
2.5. Jednostki badawczo-rozwojowe	293,5	0,1%	258,0	0,1%	276,2	0,1%	-35,5	-12,1%	18,2	7,0%
2.6. Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	721,1	0,2%	938,4	0,2%	993,2	0,2%	217,3	30,1%	54,8	5,8%
2.7. Państwowe instytucje kultury	7,1	0,0%	38,2	0,0%	49,3	0,0%	31,1	434,5%	11,1	29,1%
2.8. PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	19,0	0,0%	18,8	0,0%	7,3	0,0%	-0,3	-1,5%	-11,5	-61,3%
2.9. Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	1 555,5	0,4%	912,5	0,2%	788,1	0,2%	-643,0	-41,3%	-124,4	-13,6%
II. Dług sektora samorządowego	21 799,4	5,2%	24 477,9	5,6%	23 602,8	5,0%	2 678,5	12,3%	-875,1	-3,6%
1. Dług JST	17 276,8	4,2%	19 104,7	4,3%	17 841,0	3,8%	1 827,9	10,6%	-1 263,8	-6,6%
2. Dług pozostałego sektora samorządowego	4 522,6	1,1%	5 373,2	1,2%	5 761,8	1,2%	850,6	18,8%	388,7	7,2%
2.1. Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	38,5	0,0%	76,1	0,0%	69,5	0,0%	37,6	97,5%	-6,6	-8,7%
2.2. Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	4 411,8	1,1%	5 230,5	1,2%	5 624,4	1,2%	818,7	18,6%	393,8	7,5%
2.3. Samorządowe instytucje kultury	45,3	0,0%	28,7	0,0%	31,4	0,0%	-16,7	-36,8%	2,7	9,5%
2.4. Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	26,9	0,0%	37,9	0,0%	36,6	0,0%	11,0	40,8%	-1,3	-3,4%

Tabela 8 . Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji (państwowy dług publiczny)

Wyszczególnienie	XII 2003	struktura	XII 2004	struktura	VI 2005	struktura	Zmiana XII'04-XII'03		Zmiana VI'05-XII'04	
	<i>mln zł</i>	%	<i>mln zł</i>	%	<i>mln zł</i>	%	<i>mln zł</i>	%	<i>mln zł</i>	%
Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji	408 631,3	100,0%	432 282,1	100,0%	465 497,1	100,0%	23 650,8	5,8%	33 215,0	7,7%
I. Dług sektora rządowego	392 083,1	96,0%	413 887,0	95,7%	447 874,6	96,2%	21 803,9	5,6%	33 987,6	8,2%
1. Dług Skarbu Państwa	378 505,2	92,6%	402 233,0	93,0%	436 676,3	93,8%	23 727,7	6,3%	34 443,3	8,6%
2. Dług pozostałego sektora rządowego	13 577,9	3,3%	11 654,0	2,7%	11 198,3	2,4%	-1 923,8	-14,2%	-455,7	-3,9%
2.1. ZUS i zarządzane przez ZUS fundusze	11 225,4	2,7%	10 061,3	2,3%	9 729,6	2,1%	-1 164,1	-10,4%	-331,7	-3,3%
2.2. Narodowy Fundusz Zdrowia	152,2	0,0%	5,6	0,0%	0,0	0,0%	-146,6	-96,3%	-5,6	-100,0%
2.3. Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	95,4	0,0%	0,7	0,0%	0,0	0,0%	-94,7	-99,3%	-0,7	-100,0%
2.4. Państwowe szkoły wyższe	169,4	0,0%	161,8	0,0%	135,2	0,0%	-7,6	-4,5%	-26,6	-16,4%
2.5. Jednostki badawczo-rozwojowe	182,1	0,0%	144,7	0,0%	151,1	0,0%	-37,4	-20,6%	6,4	4,4%
2.6. Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	496,5	0,1%	633,1	0,1%	652,0	0,1%	136,6	27,5%	18,8	3,0%
2.7. Państwowe instytucje kultury	2,8	0,0%	33,9	0,0%	49,0	0,0%	31,0	1091,9%	15,1	44,6%
2.8. PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	8,3	0,0%	12,3	0,0%	2,8	0,0%	3,9	47,3%	-9,5	-77,2%
2.9. Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	1 245,8	0,3%	600,8	0,1%	478,7	0,1%	-645,0	-51,8%	-122,0	-20,3%
II. Dług sektora samorządowego	16 548,2	4,0%	18 395,1	4,3%	17 622,4	3,8%	1 846,9	11,2%	-772,7	-4,2%
1. Dług JST	13 797,9	3,4%	15 359,3	3,6%	14 409,9	3,1%	1 561,4	11,3%	-949,4	-6,2%
2. Dług pozostałego sektora samorządowego	2 750,3	0,7%	3 035,7	0,7%	3 212,5	0,7%	285,5	10,4%	176,8	5,8%
2.1. Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	3,3	0,0%	6,9	0,0%	3,2	6472,4%	3,7	112,5%
2.2. Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	2 704,3	0,7%	2 980,5	0,7%	3 151,7	0,7%	276,2	10,2%	171,1	5,7%
2.3. Samorządowe instytucje kultury	20,2	0,0%	15,3	0,0%	18,4	0,0%	-4,9	-24,4%	3,1	20,3%
2.4. Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	25,7	0,0%	36,7	0,0%	35,6	0,0%	11,0	42,8%	-1,1	-3,0%