

**STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2003-05**

Warszawa, 28 września 2002

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2003-05

I. WPROWADZENIE	1
II. REALIZACJA CELÓW STRATEGII W 2001 R. I W PIERWSZEJ POŁOWIE 2002 R.....	2
II.1. Ocena realizacji celów	2
II.2. Wnioski z realizacji celów.....	6
III. ZAŁOŻENIA STRATEGII	8
III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski oraz prognozy jej rozwoju	8
III.2. Uwarunkowania wynikające z sytuacji na międzynarodowym rynku finansowym.....	8
III.3. Zmiany w zakresie długu publicznego w 2001 r. i pierwszej połowie 2002 r.....	9
IV. PRZYCZYNY I KONSEKWENCJE WZROSTU RELACJI DŁUGU DO PKB.....	12
IV.1. Przyczyny wzrostu relacji długu do PKB.....	12
IV.2. Regulacje dotyczące długu w Polsce i Unii Europejskiej.....	13
V. ANALIZA RYZYKA ZWIĄZANEGO Z DŁUGIEM PUBLICZNYM.....	16
V.1. Ryzyko związane z wielkością długu publicznego	16
V.2. Ryzyko związane z kosztami obsługi długu	18
V.3. Ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami	23
VI. CELE STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2003-05	25
VII. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM	28
VIII. CHARAKTERYSTYKA NOWYCH INSTRUMENTÓW REALIZACJI CELÓW STRATEGII..	31
IX. PROGNOZY ZADŁUŻENIA I KOSZTÓW OBSŁUGI DŁUGU	32
X. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	34
X.1. Analiza poziomu zadłużenia sektora rządowego z wyłączeniem Skarbu Państwa	34
X.2. Analiza poziomu zadłużenia sektora samorządowego	36
X.3. Oddziaływanie na dług sektora finansów publicznych.....	38
XI. ZAGROŻENIA DLA REALIZACJI STRATEGII	40
XII. EFEKTY REALIZACJI STRATEGII.....	41

I. WPROWADZENIE

Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003-05 obejmuje strategię zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz strategię oddziaływania na dług sektora finansów publicznych. Rozróżnienie tych dwóch terminów wynika z faktu, że Minister Finansów (odpowiedzialny za kontrolę nad poziomem długu publicznego oraz zarządzanie nim) może wpływać bezpośrednio jedynie na zadłużenie Skarbu Państwa. W przypadku sektora finansów publicznych, z wyłączeniem Skarbu Państwa, tj. głównie jednostek sektora samorządowego, Minister Finansów nie może bezpośrednio zarządzać zadłużeniem. Możliwe są jedynie oddziaływania pośrednie, ograniczające poziom długu oraz kształtujące jego charakterystykę.

W *Strategii* dokonano oceny realizacji celów zarządzania długiem w 2001 r. i I połowie 2002 r., zdefiniowano cele, zadania i instrumenty realizacji strategii na lata 2003-05 oraz zaprezentowano prognozy dotyczące poziomu długu, jego struktury i kosztów obsługi.

Przedstawione zostały polskie i unijne regulacje prawne dotyczące długu publicznego. Wynika to z bliskiego terminu wejścia Polski do UE oraz Unii Gospodarczej i Walutowej (unii monetarnej), możliwości przekroczenia przez relację długu do PKB prognozy 50% oraz ryzyka zbliżenia się jej w latach 2004-05 do poziomu 55%. Przekroczenie tych prognoz oznacza konieczność zastosowania kolejno procedur ostrożnościowych i sanacyjnych – zgodnie z *Ustawą o finansach publicznych*. Wyjaśnione zostały jednocześnie przyczyny tych zagrożeń.

Wyodrębniono problematykę ryzyka związanego z poziomem długu i kosztami jego obsługi oraz dokonano analizy tego ryzyka na tle praktyki krajów UE i państw kandydujących do wejścia w jej strukturę. Przyjęcie przedziałowych założeń dotyczących poziomu deficytów budżetowych, wpływów z prywatyzacji, kształtowania się stóp procentowych i kursu walutowego w latach 2003-04 pozwoliło uwypuklić zagrożenia dla poziomu długu, jego relacji do PKB oraz kosztów obsługi, związane z realizacją wariantu mniej korzystnego dla kształtowania się tych wielkości.

W horyzoncie czasowym obejmującym strategię Polska stanie się członkiem UE oraz powinna zgłosić akces do unii monetarnej. Wydarzenia te wniosą nową jakość do zarządzania długiem. W istotnym stopniu zmniejszą bowiem problem dokonywania spłat zadłużenia wobec Klubu Paryskiego, których spiętrzenie przypada na lata 2004-09. Wynikać to będzie głównie ze wzrostu wiarygodności Polski, co umożliwi szersze wykorzystanie rynku międzynarodowego i obniżenie kosztów finansowania. Jednocześnie Polska będzie musiała spełniać kryteria konwergencji w zakresie między innymi długu publicznego i deficytu budżetowego, a infrastruktura rynku papierów skarbowych powinna być dostosowana do standardów obowiązujących w UE, tak aby wykorzystywać w pełni zalety uczestnictwa w unijnym systemie finansowym.

II. REALIZACJA CELÓW STRATEGII W 2001 R. I W PIERWSZEJ POŁOWIE 2002 R.

Na koniec 2001 r. relacja długu Skarbu Państwa do PKB wyniosła 39,3% (39,0% w 2000 r.), zaś relacja państwowego długu publicznego powiększonego o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB 43,2% (42,3%). Kwoty długu po konsolidacji (tj. wyeliminowaniu wzajemnych przepływów finansowych pomiędzy podmiotami sektora finansów publicznych) oraz ich relacje do PKB przedstawia tabela 1.

Tabela 1.

	XII'2000		XII'2001		VI'2002
	mln zł	% PKB	mln zł	% PKB	mln zł
Dług Skarbu Państwa	266.816,8	39,0%	283.937,5	39,3%	320.880,1
Państwowy dług publiczny*	280.473,8	40,9%	302.088,7	41,9%	341.454,0
Państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty poręczeń i gwarancji	289.964,0	42,3%	311.584,8	43,2%	351.730,1

* porównywalność danych na koniec poszczególnych okresów jest ograniczona z uwagi na wprowadzone w 2001 r. zmiany w zakresie sektora finansów publicznych i w sprawozdawczości dotyczącej długu

II.1. Ocena realizacji celów

1. Minimalizowanie kosztów obsługi długu w przyjętym horyzoncie.

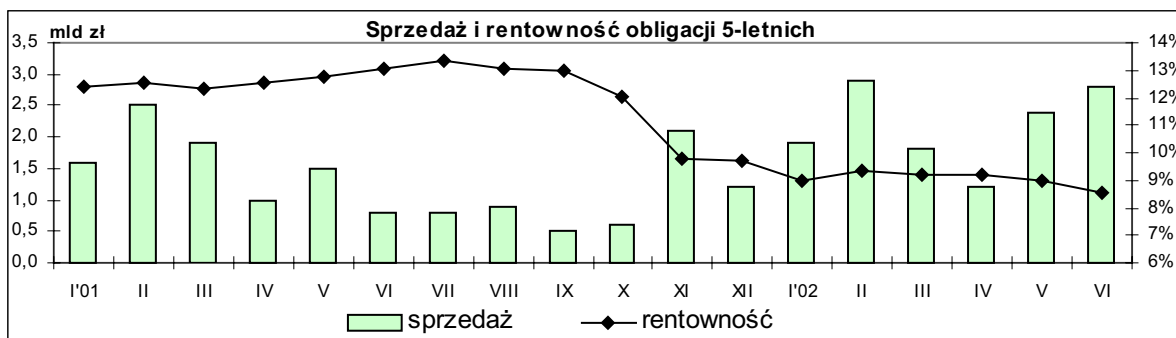
Cel ten rozumiany był jako:

- minimalizowanie kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu spw o najdłuższych terminach zapadalności – poprzez optymalny dobór instrumentów zarządzania długiem, ich struktury i terminów emisji,
- minimalizowanie ciężaru kosztów obsługi długu dla finansów publicznych, co oznaczało dążenie do ograniczenia wzrostu relacji kosztów do PKB w najbliższych latach i stopniowego spadku w następnych – kategoria ta stanowiła ograniczenie dla poprzedniej,
- eliminowanie przyczyn powodujących utrzymywanie się oprocentowania długu na poziomie wyższym od minimalnego, możliwego do uzyskania na rynku.

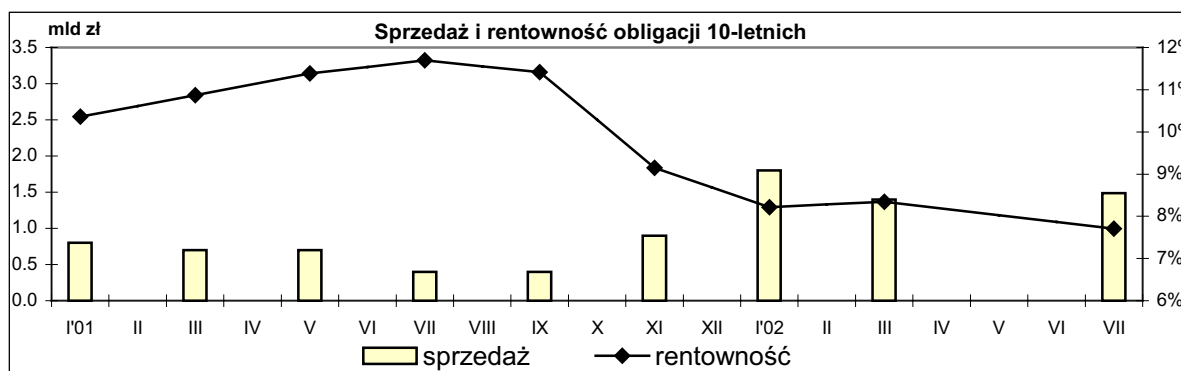
Pole manewru w kształtowaniu struktury sprzedaży skarbowych papierów wartościowych (spw) na rynku krajowym i operacjach na składnikach długu w 2001 r. było ograniczone przez konieczność sfinansowania większego od planowanego deficytu budżetowego (o 11,8 mld zł), przy mniejszych o 11,5 mld zł przychodach z prywatyzacji. W pierwszej połowie 2002 r. sytuacja wyglądała diametralnie inaczej. Niskie tempo wzrostu PKB, spadek deficytu obrotów bieżących, szybko spadająca inflacja oraz idące w ślad za nią kolejne – choć niedostatecznie głębokie - redukcje stóp procentowych banku centralnego, powodowały obniżenie się rentowności spw oraz wzmożony popyt na te papiery. Umożliwiło to zwiększenie sprzedaży obligacji średnio i długoterminowych oraz udane wprowadzenie na rynek obligacji o 20-letnim okresie wykupu. Jednocześnie tempo narastania deficytu budżetu państwa było proporcjonalne do upływu czasu, co wyeliminowało konieczność sprzedaży bonów o najkrótszych okresach zapadalności.

Realizacja celu minimalizowania kosztów obsługi długu w tych zmiennych warunkach dokonywana była głównie poprzez dopasowanie struktury sprzedawanych spw do sytuacji na rynku finansowym (kształtowanie się krzywej dochodowości, popyt na poszczególne rodzaje spw), przy uwzględnieniu stopniowej poprawy struktury długu (realizacja celów warunkowych) i poziomów kosztów obsługi długu w następnych latach (dążenie do ograniczenia wzrostu relacji kosztów obsługi długu krajowego do PKB w 2002 r. i spadku w latach następnych). Skuteczność tych ostatnich działań była mocno ograniczona przez prowadzoną w latach 1999-2000 i na początku 2001 r. politykę redukowania kosztów obsługi długu w okresie 2000-01 i przerwania ich na następne lata, kiedy deficyt budżetowy miał zostać ograniczony, aż do osiągnięcia równowagi budżetowej. Możliwe to było dzięki kasowej metodzie ewidencji kosztów obsługi długu i sprzedaży obligacji z dużym dyskontem. W efekcie w latach 2002-05 wykup spw połączony będzie z dużymi kosztami ich obsługi wynikającymi z dyskonta.

Polityka sprzedaży obligacji średnio i długoterminowych polegała na lokowaniu na rynku tych papierów w okresie dużego popytu na nie i spadających rentowności. Obrazują to wykresy 1 i 2, na których zestawiono sprzedaż obligacji (na przetargach klasycznych i przetargach zamiany w okresach najbardziej do siebie zbliżonych) i ich rentowności.



Wykres 1.



Wykres 2.

Skokowe zwiększenie deficytu budżetowego w 2001 r. przy mniejszych wpływach z prywatyzacji oraz nieracjonalność dalszego zwiększania sprzedaży obligacji średnio i długoterminowych (w sytuacji oczekiwań na kontynuowanie trendu spadku stóp procentowych) spowodowały wzrost zadłużenia w bonach skarbowych o 11,8 mld zł powyżej planu.

Działania na rzecz zmniejszania kosztów obsługi długu, będące pochodną utrzymywania się oprocentowania długu na poziomie wyższym od minimalnego możliwego do uzyskania na rynku, obejmują swoim zakresem nie tylko emitenta spw, ale również inne instytucje rynku finansowego. W omawianym okresie działania takie dotyczyły:

- rozpoczęcia procesu wprowadzenia systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW),
- zwiększenia płynności rynku spw poprzez:
 - zmniejszenie liczby emisji obligacji, przy jednoczesnym zwiększeniu wartości nominalnej poszczególnych emisji,
 - zwiększanie głębokości rynku pierwotnego poprzez ograniczenie liczby przetargów obligacji (umożliwia to pozyskiwanie inwestorów lokujących duże środki),
- obniżki opłat w systemie rozliczeniowym obligacji skarbowych,
- wprowadzenia dla obligacji skarbowych rozliczeń brutto w czasie rzeczywistym (równoległe do istniejącego systemu nettowania),
- wprowadzenia kredytu intra-day w NBP (kredyt w obrębie jednego dnia pod zastaw papierów wartościowych),
- opracowania umowy ramowej transakcji warunkowych repo na papierach skarbowych oraz procedur ewidencyjno-rozliczeniowych dla transakcji repo i buy-sell back.

2. Ograniczanie ryzyka kursowego i ryzyka refinansowania w walutach obcych.

Do szacowania tych rodzajów ryzyka wykorzystuje się udział długu zagranicznego w długu ogółem¹ oraz strukturę walutową całego długu. Udział długu zagranicznego wg miejsca emisji w długu ogółem sukcesywnie spadał: z 45,3% w 2000 r. do 34,0% na koniec czerwca 2002 r. Udział długu zagranicznego wg rezydenta po spadku w 2001 r. (z 51,2% do 41,1%) wzrósł w pierwszej połowie 2002 r. do 42,4%. Było to głównie efektem wzrostu zadłużenia u inwestorów zagranicznych z tytułu nabywanych przez nich papierów skarbowych emitowanych na rynku krajowym (wzrost w pierwszej połowie 2002 r. o 13,1 mld zł).

Pozytywną tendencją w obszarze długu zagranicznego był wzrost udziału długu nominowanego w EUR – w omawianym okresie z 36% do 47%. Ten kierunek zmian związany jest przede wszystkim z silnymi więzami gospodarczymi, jakie łączą Polskę z krajami strefy euro oraz z docelowym członkostwem Polski w unii monetarnej, które wyeliminuje ekspozycję długu nominowanego w EUR na ryzyko kursowe.

3. Optymalizowanie zarządzania płynnością budżetu państwa.

¹ Przy obliczaniu długu zagranicznego Skarbu Państwa stosowane jest, obok kryterium miejsca emisji, także kryterium rezydenta. Dług zagraniczny wg kryterium rezydenta (tzw. dług wobec nierezydentów) uwzględnia wszystkie skarbowe papiery wartościowe znajdujące się w portfelu inwestorów zagranicznych, niezależnie od miejsca emisji

Zakres instrumentów zarządzania płynnością (aktywa płynne w postaci depozytów w NBP oraz emisje krótkoterminowych bonów skarbowych) został rozszerzony o przetargi zamiany, wprowadzone w listopadzie 2001 r. Stanowią one obecnie podstawowy instrument pozwalający na zmniejszenie ryzyka refinansowania i rozładowanie kumulacji płatności z tytułu wykupu papierów skarbowych. W pierwszej połowie 2002 r. zamienione zostały obligacje zapadające w drugiej połowie tego roku o wartości 5,1 mld zł.

Zgromadzone środki na lokatach w NBP pozwoliły płynnie finansować potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, wyeliminować ze sprzedaży bony skarbowe o najkrótszych terminach zapadalności (pierwszy raz w historii sprzedaży tych papierów) oraz stworzyć nadwyżkę uodporniającą finansowanie na nieplanowane wydarzenia (zaburzenia na rynku finansowym, mniejsze wpływy z prywatyzacji) i dającą możliwość przeprowadzenia innych operacji na składnikach długu (np. przedterminowy wykup części obligacji restrukturyzacyjnych w sierpniu 2002 r.). Zgromadzone rezerwy oprocentowane były w oparciu o rentowność bonów skarbowych i rynkowe stopy procentowe.

4. Ograniczanie ryzyka refinansowania w walucie krajowej.

Realizacja tego celu polega na zapewnieniu odpowiedniej charakterystyki skarbowych papierów pod względem średniej zapadalności oraz równomiernego rozłożenia wykupów w kolejnych latach.

W omawianym okresie nastąpił nieznaczny wzrost średniej zapadalności długu w rynkowych spw – z 2,58 roku do 2,61. Niewielka całkowita zmiana średniej zapadalności długu w rynkowych spw wynikała z dużego wzrostu zadłużenia w bonach skarbowych i zawieszenia sprzedaży obligacji 10-letnich o zmiennym oprocentowaniu.

Dążenie do równomiernego rozkładu spłat zobowiązań w czasie napotkało w omawianym okresie na trudności z powodu znaczącego wzrostu deficytu budżetowego w latach 2001-02 i wspomnianej nieracjonalności sprzedaży obligacji średnio i długoterminowych. W efekcie nastąpił znaczny przyrost zadłużenia w bonach skarbowych i obligacjach 2-letnich, co zwiększyło wartość papierów skarbowych zapadających w latach 2002-2004. Jednocześnie korzystnie na rozkład spłat wpływały przetargi zamiany obligacji, rozładujące ich wykupy w horyzoncie najbliższych 6-8 miesięcy.

5. Ograniczanie ryzyka stopy procentowej.

Czynnikami ograniczającymi to ryzyko jest wzrost udziału w zadłużeniu średnio i długoterminowych obligacji o stałym oprocentowaniu oraz zmniejszanie udziału bonów i obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Syntetyczną miarą jest duration długu (zob. rozdz. V.2). W omawianym okresie nastąpił wzrost średniego duration długu z 1,69 do 1,96 roku.

tych instrumentów. Z punktu widzenia oceny realizacji celów określonych w strategii przyjęto, że większe znaczenie ma kryterium miejsca emisji.

W obszarze długu zagranicznego całość nowo zaciąganego długu w postaci obligacji emitowanych na rynkach zagranicznych ma oprocentowanie stałe, podobnie, jak część kredytów zaciąganych w międzynarodowych instytucjach finansowych. Spowodowało to spadek udziału zobowiązań o zmiennej stopie procentowej z 53,1% na koniec 2000 r. do 43,9% na koniec czerwca 2002 r.

6. Uelastycznianie struktury długu.

Operacją, która miała największy wpływ na zmniejszenie zagranicznych zobowiązań nierynkowych Skarbu Państwa był przedterminowy wykup długu wobec Brazylii w listopadzie 2001 r. (omówiony w poprzedniej strategii).

W przypadku długu krajowego udział długu nierynkowego spadł w omawianym okresie z 18,2% do 8,7%. Był to efekt wzrostu zadłużenia rynkowego, przeprowadzonych konwersji i systematycznej spłaty zadłużenia nierynkowego.

W 2001 r. zakończona została konwersja długu Skarbu Państwa z tytułu przejętych zobowiązań jednostek ochrony zdrowia na obligacje o oprocentowaniu stałym. Łącznie uregulowano zobowiązania służby zdrowia o wartości 8,43 mld zł.

W sierpniu i listopadzie 2001 r. oraz w kwietniu 2002 r. dokonano konwersji zobowiązań Skarbu Państwa z tytułu zwrotu majątku utraconego przez związki zawodowe i organizacje społeczne w wyniku wprowadzenia stanu wojennego. Wartość przedmiotowych zobowiązań wyniosła 0,24 mld zł.

W listopadzie 2001 r. dokonano przedterminowego wykupu obligacji restrukturyzacyjnych o wartości 198 mln zł. Podobna operacja została przeprowadzona w sierpniu 2002 r. (220 mln zł).

7. Zmniejszanie monetyzacji długu.

Zmniejszanie monetyzacji długu jest związane ze strukturą podmiotową długu krajowego Skarbu Państwa i oznacza rosnący udział podmiotów z sektora pozabankowego w długi krajowym (lub bardziej precyzyjnie udział spw nabytych przez ten sektor w długi krajowym).

W omawianym okresie wzrósł udział sektora pozabankowego i udział spw nabytych przez ten sektor w długi krajowym (odpowiednio z 42,2% do 46,6% i z 34,3% do 43,3%). Był on następstwem zwiększenia inwestycji w spw przede wszystkim przez instytucje ubezpieczeniowe oraz fundusze emerytalne. Równocześnie odnotowano spadek pozostałego zadłużenia Skarbu Państwa wobec tego sektora. Wpłynęły na to opisane w poprzednim punkcie konwersje i spłaty długu.

Jednocześnie wobec znacznego zaangażowania inwestorów zagranicznych w obligacje skarbowe emitowane na rynku krajowym (udział tego sektora w długi krajowym wzrósł z 12,2% do 14,5%), spadał udział sektora bankowego w długi krajowym (z 45,7% do 38,8%).

II.2. Wnioski z realizacji celów

Przedstawione wyniki realizacji celów strategii zarządzania długiem wskazują na pozytywne zmiany w charakterystyce samego długu i postęp w realizacji wszystkich celów. Najmniejsze pozytywne rezultaty odnotowano w przypadku ograniczania ryzyka refinansowania w walucie krajowej. Było to efektem niekorzystnych uwarunkowań budżetowych, ograniczeń rynku finansowego oraz realizacji nadrzędnego celu, tj. minimalizacji kosztów obsługi długu (przy założeniu spadku rynkowych stóp procentowych). Te same uwarunkowania zmniejszyły możliwość ograniczenia wzrostu relacji kosztów obsługi długu do PKB w 2002 i 2003 r.

Istotny stopień realizacji części celów (ograniczenie ryzyka stopy procentowej, uelastycznienie struktury długu, zmniejszenie monetyzacji długu), racjonalne przesłanki postępu w realizacji pozostałych celów (ograniczenie ryzyka refinansowania w walucie krajowej i obcej oraz ryzyka kursowego) oraz zmiana uwarunkowań (szybszy wzrost zadłużenia, głębszy spadek stóp procentowych, znaczny napływ kapitału zagranicznego na rynek spw) wskazują na możliwość zmiany usytuowania dotychczasowych celów i konieczność uwzględnienia dodatkowego celu zarządzania długiem. Kluczowego znaczenia nabiera bowiem ograniczenie przyrostu długu do bezpiecznego poziomu (zob. pkt V.1). Jednocześnie zmienione uwarunkowania powodują, że dotychczasowe cele związane z obniżaniem różnego rodzaju ryzyk mogą stać się ograniczeniami dla realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu.

III. ZAŁOŻENIA STRATEGII

Podstawowe założenia przyjęte w niniejszej strategii dotyczą sytuacji makroekonomicznej Polski i prognoz jej rozwoju, uwarunkowań międzynarodowych (głównie sytuacji na międzynarodowym rynku finansowym) oraz zmian w zakresie długu publicznego w 2001 r. i pierwszej połowie 2002 r.

III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski oraz prognozy jej rozwoju

Sytuacja makroekonomiczna Polski w okresie objętym strategią w znacznym stopniu będzie zdeterminowana akcesją do UE i działaniami związanymi z realizacją kryteriów przystąpienia do unii monetarnej (lata 2004-06). Uwarunkowania dotyczące sytuacji makroekonomicznej Polski w okresie 2003-05 oparte są na założeniach *projektu ustawy budżetowej na 2003 r.* Podstawowe założenia zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2.

	2002	2003	2004	2005
realny wzrost PKB	1,2%	3,5%	4,9%	5,2%
PKB w cenach bieżących (mld zł)	742,5	784,1	842,8	906,7
Deficyt budżetu państwa (% PKB)	5,4%	4,9%	3,9-4,5%	2,9-3,9%
Deficyt budżetu państwa (mld zł)	40,0	38,7	32,7-37,6	26,8-35,8
Wynik jedn. sam. terytor. (% PKB)	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-0,3%
Wpływy z prywatyzacji (mld zł)	3,7	7,4	5,0-6,6	5,0-6,6
CPI średnioroczny	2,1%	2,3%	2,8%	2,5%
stopa operacji otwartego rynku				
- średnio w okresie	9,0%	7,2%	6,0-6,4%	4,9-5,7%
- na koniec okresu	7,5%	6,5%	5,3-6,3%	4,5-5,3%

Wariantowe kształtowanie się części parametrów pozwala przedstawić odchylenia w prognozach długu i kosztów jego obsługi w stosunku do wariantu podstawowego. Jednocześnie dla potrzeb oszacowania poziomu długu i kosztów jego obsługi przyjęto kształtowanie się kursów walutowych przy założeniu, że polityka pieniężna NBP będzie kontynuowana w obecnym kształcie (tabela 3).

Tabela 3.

	2002	2003	2004	2005
PLN/USD średnio w okresie	4,13	4,16	4,18-4,28	4,23-4,38
PLN/USD na koniec okresu	4,20	4,12	4,23-4,38	4,23-4,38
PLN/EUR średnio w okresie	3,91	4,16	4,18-4,28	4,23-4,38
PLN/EUR na koniec okresu	4,20	4,12	4,23-4,38	4,23-4,38

III.2. Uwarunkowania wynikające z sytuacji na międzynarodowym rynku finansowym

Do istotnych procesów, które miały miejsce w 2002 r. i były związane z zarządzaniem długiem Skarbu Państwa, zaliczyć można:

- pogorszenie sytuacji w krajach uznawanych za tzw. rynki wschodzące, szczególnie w Ameryce Łacińskiej (ogłoszenie niewypłacalności przez Argentynę, kryzys w Urugwaju, kłopoty Brazylii). Brak bezpośredniego wpływu tych wydarzeń na postrzeganie Polski przez inwestorów zagranicznych wskazuje na przejście do kategorii krajów o wyraźnie niższym ryzyku inwestycyjnym i zapewnia utrzymanie stałego dostępu do rynków finansowych. Wynika to głównie z bardzo zaawansowanego procesu negocjacji członkowskich z UE, odbieranego jako gwarancja długoterminowej wiarygodności naszego kraju.
- utrzymanie przez wszystkie agencje ratingowe długoterminowej oceny wiarygodności kredytowej długu zagranicznego Polski na poziomie BBB+/Baa1, ze stabilną perspektywą. Jednocześnie agencja S&P dokonując w sierpniu 2002 r. obniżenia oceny wiarygodności kredytowej dla długoterminowych papierów skarbowych emitowanych na rynku krajowym z A+ do A, podkreśliła zagrożenia związane z wysokim tempem przyrostu długu Skarbu Państwa. Obniżenie ratingu nie wpłynęło jednak na zachowania inwestorów zagranicznych na rynku krajowych spw.
- utrzymywanie się krótkoterminowych stóp procentowych na bardzo niskim poziomie oraz spadek stóp długoterminowych. W latach 2001 i 2002 krótkoterminowe stopy procentowe w USA zostały znacząco zredukowane. Stopy 6-miesięcznego LIBOR-u dla USD spadły w 2001 r. z ok. 6,2% do ok. 2%. Na zbliżonym poziomie utrzymywały się przez prawie całą dotychczasową część 2002 r., osiągając we wrześniu kolejne minimum 1,72%. Z drugiej strony, krótkoterminowe stopy procentowe w EUR spadły w znacznie mniejszym stopniu: 6 miesięczny Euribor z ok. 4,8% na początku 2001 r. do ok. 3,2% pod koniec roku 2001 r. W trakcie 2002 r. nie występowała wyraźna tendencja zmian stóp, które kształtowały się w przedziale 3,2-3,75%. Spadek stóp procentowych ma pozytywny wpływ na koszty obsługi długu zagranicznego, gdyż jego część oprocentowana jest według rynkowej stopy zmiennej.
- dużą zmienność kursu EUR do USD w 2001 i 2002 r. oscylującą w granicach 0,84-1,01.

III.3. Zmiany w zakresie długu publicznego w 2001 r. i pierwszej połowie 2002 r.

W 2001 r. dług sektora finansów publicznych (po konsolidacji) wzrósł o 21,6 mld zł (tj. o 7,7%), a w pierwszym półroczu 2002 r. o 39,4 mld zł (13%) osiągając na koniec tego okresu 341,5 mld zł.

W długu całego sektora dominowało zadłużenie sektora rządowego (96,7% - 96,6%), przy utrzymaniu udziału długu samorządowego na poziomie 3,3%-3,4%.

Należy zaznaczyć, że rzeczywisty przyrost długu w 2001 r. mógł być większy niż to wynika z prezentowanych danych. Jest to efekt zawyżenia poziomu długu w 2000 r. wynikający z braku części informacji umożliwiających pełną konsolidację długu (np. zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego wobec sektora finansów publicznych) oraz braku pełnych danych

o pozostałym długu sektora rządowego i danych o pozostałym zadłużeniu sektora samorządowego.

Największy wpływ na kształtowanie się długu całego sektora wywarło zaciągnięcie zobowiązań przez Skarb Państwa. W 2001 r. dług Skarbu Państwa wzrósł o 16,7 mld zł (6,3%), w tym dług krajowy wg miejsca emisji wzrósł o 38,7 mld zł (26,6%), a dług zagraniczny spadł o 21,9 mld zł (-18,1%). Wg kryterium rezydenta dług krajowy wzrósł o 36,4 mld zł (28,1%), a dług zagraniczny spadł o 19,7 mld zł (-14,4%). Takie zmiany były głównie efektem przedterminowego wykupu długu wobec Brazylii i części obligacji Brady'ego oraz aprecjacji PLN i zmiany kursów krzyżowych.

Tabela 4. Państwowy dług publiczny po konsolidacji²

Wyszczególnienie	XII 2000	XII 2001	VI 2002	zmiana XII'01 – XII'00		zmiana VI'02 – XII'01	
				mln zł	%	mln zł	%
Państwowy dług publiczny	280.473,8	302.088,7	341.454,0	21.614,9	7,7	39.365,4	13,0
I. Dług sektora rządowego	271.096,7	291.320,5	329.983,7	20.223,8	7,5	38.663,2	13,3
1. Dług Skarbu Państwa	265.887,9	282.617,1	319.023,1	16.729,2	6,3	36.406,0	12,9
1.1. Dług krajowy SP							
a) wg miejsca emisji	145.052,7	183.708,0	210.063,6	38.655,3	26,6	26.355,5	14,3
b) wg rezydenta	129.385,0	165.804,3	182.882,3	36.419,3	28,1	17.078,0	10,3
1.2. Dług zagr. SP							
a) wg miejsca emisji	120.835,2	98.909,1	108.959,5	-21.926,1	-18,1	10.050,5	10,2
b) wg rezydenta	136.503,0	116.812,8	136.140,8	-19.690,2	-14,4	19.328,0	16,5
2. Pozostały dług sektora rządowego	5.208,7	8.703,4	10.960,6	3.494,7	67,1	2.257,2	25,9
II. Dług sektora samorządowego	9.377,1	10.768,2	11.470,3	1.391,1	14,8	702,2	6,5
1. Dług jedn. samorządu terytorialnego	9.377,1	9.008,8	9.642,5	-368,3	-3,9	633,8	7,0
2. Pozostały dług sekt. samorządowego	b.d.	1.759,4	1.827,8	1.759,4	-	68,4	3,9

W pierwszym półroczu 2002 r. odnotowano wyższy przyrost długu Skarbu Państwa (o 36,4 mld zł, tj. o 12,9%) niż miało to miejsce w całym 2001 r. Wynikało to przede wszystkim z konieczności finansowania deficytu budżetowego (przy niskich wpływach z prywatyzacji) i osłabienia złotego wobec walut obcych.

Dług krajowy wg miejsca emisji wzrósł w pierwszej połowie 2002 r. o 26,4 mld zł (14,3%), a dług zagraniczny o 10,1 mld zł (10,2%). Wg kryterium rezydenta dług krajowy wzrósł o 17,1 mld zł (10,3%), a dług zagraniczny o 19,3 mld zł (16,5%).

Pozostały dług sektora rządowego wzrósł w 2001 r. o 3,5 mld zł (67,1%), a w pierwszej połowie 2002 r. o 2,3 mld zł (25,9%). Dług sektora samorządowego wzrósł w 2001 r. o 1,4 mld zł (tj. o 14,8%), a w pierwszym półroczu 2002 r. o 0,7 mld zł, tj. o 6,5%. Szczegółowe omówienie zmian pozostałego długu sektora rządowego oraz zadłużenia sektora samorządowego znajduje się w rozdz. X.

² Dane w układzie porównywalnym (uwzględniające nowy zakres sektora i umożliwiające pełną konsolidację długu) dostępne są od czerwca 2001 r. Na koniec 2000 r. możliwe było dokonanie konsolidacji jedynie w przypadku części podmiotów sektora rządowego.

IV. PRZYCZYNY I KONSEKWENCJE WZROSTU RELACJI DŁUGU DO PKB

W 2001 r. nastąpił wzrost relacji długu do PKB. Przy realizacji przedstawionych w rozdz. III założeń proces ten będzie kontynuowany do 2004 r.

IV.1. Przyczyny wzrostu relacji długu do PKB

Kształtowanie się relacji długu do PKB (długu w najszerszej kategorii, tj. państwowego długu publicznego powiększonego o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji) wynika z:

- nominalnego poziomu długu publicznego na koniec danego roku,
- przewidywanego w przyszłości poziomu wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych,
- nominalnego poziomu PKB w danym roku.

Wzrost długu publicznego w latach 2001-04 wynika głównie z finansowania deficytu budżetowego (143,8-148,7 mld zł), wypłat rekompensat (10,0 mld zł), wzrostu zadłużenia samorządów (12,7 mld zł) oraz osłabienia złotego (wzrost długu o 2,6-7,2 mld zł). Ograniczająco na przyrost długu wpływają przychody z prywatyzacji (22,6-24,2 mld zł).

Wzrost przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji ma wynieść 7,2 mld zł. Jest to efekt zakładanego zaangażowania Skarbu Państwa we wspieranie projektów, które przyczynią się do przyspieszenia rozwoju gospodarczego.

Szacuje się, że w latach 2001-04 nominalny przyrost państwowego długu wyniesie 147,0-159,3 mld zł (52,4-56,8%), a po uwzględnieniu kwoty przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji 154,1-166,4 mld zł (53,2-57,4%). W tym samym czasie wzrost nominalnego PKB wyniesie 157,8 mld zł (23,0%). Tempo wzrostu długu publicznego jest więc znacznie większe niż tempo wzrostu PKB, co powoduje wzrost relacji długu do PKB.

Niski nominalny wzrost PKB jest konsekwencją spadku realnego tempa wzrostu gospodarczego w 2001 i 2002 r. i spadającego tempa inflacji. W wyniku nadmiernego schłodzenia koniunktury w latach 2000-01 realne tempo wzrostu PKB wyniosło w 2001 r. tylko 1,0%, w 2002 r. osiągnie 1,2%. Jednocześnie tempo wzrostu inflacji spadało poniżej kolejno wyznaczanych celów Rady Polityki Pieniężnej (odpowiednio do 3,6% na koniec 2001 r. i poniżej 2,0% na koniec 2002 r.).

Sukcesywne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w latach 2003-05, przy stabilizacji inflacji na niskim poziomie, spowoduje spadek relacji długu do PKB dopiero w 2005 r.

IV.2. Regulacje dotyczące długu w Polsce i Unii Europejskiej.

Ogólne zasady dotyczące państwowego długu publicznego reguluje Konstytucja RP. Ustawa zasadnicza wprowadziła zasadę, że nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać poręczeń i gwarancji, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 60% wartości PKB.

Zasadniczym aktem prawnym regulującym kompleksowo państwowy dług publiczny jest ustawa o finansach publicznych. Stanowi ona, że państwowy dług publiczny obejmuje nominalne zadłużenie podmiotów sektora finansów publicznych ustalone po konsolidacji, czyli wyeliminowaniu przepływów finansowych pomiędzy podmiotami należącymi do tego sektora.

Ustawa tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych. Są to:

- 1) organy: władzy publicznej, administracji rządowej, kontroli państwowej i ochrony prawa, sądy i trybunały, a także jednostki samorządu terytorialnego i ich organy oraz związki,
- 2) jednostki budżetowe i ich gospodarstwa pomocnicze oraz zakłady budżetowe,
- 3) fundusze celowe,
- 4) państwowe szkoły wyższe,
- 5) jednostki badawczo-rozwojowe,
- 6) samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej,
- 7) państwowe lub samorządowe instytucje kultury,
- 8) ZUS, KRUS i zarządzane przez nie fundusze,
- 9) Kasy Chorych,
- 10) Polska Akademia Nauk i tworzone przez nią jednostki organizacyjne,
- 11) państwowe lub samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego.

W celu niedopuszczenia do przekroczenia przez relację państwowego długu publicznego do PKB konstytucyjnego limitu 60%, w ustawie przyjęto, że realizacja normy konstytucyjnej odbywać się będzie przede wszystkim na płaszczyźnie procedur ostrzegawczych. Jednocześnie zapisy Konstytucji RP oraz potencjalnie duży wpływ udzielanych poręczeń i gwarancji na poziom długu (wpływ odroczone w czasie) znalazły odzwierciedlenie w uwzględnieniu tego ryzyka w kształtowaniu się relacji długu do PKB.

Przewidziane w ustawie o finansach publicznych procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące kształtowania się relacji państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB przedstawiają się następująco:

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

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

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

- a) Rada Ministrów uchwała projekt ustawy budżetowej na rok $x+2$, przyjmując jako górne ograniczenie deficytu jego poziom zapewniający spadek relacji długu Skarbu Państwa powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB w stosunku do ogłoszonej relacji dla roku x ,
- b) ograniczeniom podlegają możliwe do uchwalenia deficyty poszczególnych budżetów JST,
- c) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora publicznego do PKB.

3) Relacja w roku x jest równa lub większa od 60% PKB:

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

Problematyka nadmiernego zadłużania się sektora finansów publicznych znalazła również odzwierciedlenie w tzw. kryteriach konwergencji sformułowanych w Traktacie z Maastricht (Traktacie o Unii Europejskiej), dotyczących m.in. relacji państwowego długu publicznego do PKB. Zgodnie z Traktatem z Maastricht oraz załączonym do niego *Protokołem w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu* kraje członkowskie mają obowiązek utrzymywania długu publicznego na poziomie poniżej 60% PKB.

Poziom długu publicznego oraz deficytu w krajach członkowskich UE stanowią kryteria, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej. W zakresie długu ocenie podlega to, czy stosunek zadłużenia publicznego do PKB nie przekracza wartości bazowej (60%), chyba że stosunek ten maleje w wystarczającym stopniu i zbliża się do wartości bazowej w zadowalającym tempie.

Między państwowym długiem publicznym powiększonym o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielone przez podmioty sektora finansów publicznych, a długiem sektora finansów publicznych (general government) wg kryteriów UE występują cztery podstawowe różnice:

- przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji nie są dodawane do długu sektora general government,
- zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął i które nie zostały przedawnione ani umorzone), stanowiące w Polsce jedną z kategorii długu publicznego, w UE są traktowane jako wydatek na bazie memoriałowej, nie są więc zaliczane do długu (wpływają natomiast na wynik sektora general government),
- otwarte fundusze emerytalne nie są zaliczane do sektora finansów publicznych (zgodnie z ustawą o finansach publicznych), powinny stanowić natomiast element sektora general government (trwają uzgodnienia w tym zakresie z UE),
- Agencja Rynku Rolnego jest podmiotem sektora finansów publicznych, nie wchodzi natomiast w skład sektora general government.

Wymienione różnice powodują, że obecnie polski dług sektora finansów publicznych wg kryteriów UE (dług sektora general government) jest niższy niż określony w Konstytucji RP i ustawie o finansach publicznych państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych.

W 2001 r. dług publiczny wg kryteriów UE wyniósł 279,2 mld zł (tj. 38,7% PKB), a państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji wyniósł 311,6 mld zł (tj. 43,2% PKB).

V. ANALIZA RYZYKA ZWIĄZANEGO Z DŁUGIEM PUBLICZNYM

Zarządzanie długiem publicznym ma charakter złożony, co wynika z zależności między długiem publicznym a innymi wielkościami makroekonomicznymi, różnorodności instrumentów dłużnych oraz dużego stopnia niepewności odnośnie do przyszłych wartości zmiennych, które mają wpływ na efektywność podejmowanych decyzji dotyczących długu. Niepewność ta sprawia, że z zarządzaniem długiem związane jest nieodłącznie zarządzanie ryzykiem. 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 deficytu budżetowego w kolejnych latach, przychodów z prywatyzacji),
- otoczenia rynkowego (np. poziomu krajowych i zagranicznych stóp procentowych w poszczególnych segmentach krzywej rentowności, kursów walutowych, wielkości popytu na skarbowe papiery wartościowe),
- otoczenia instytucjonalnego i prawnego (np. zmian obowiązującego prawa, integracji europejskiej, ram organizacyjnych zarządzania długiem).

Trwały charakter długu publicznego sprawia, że zarządzanie nim powinno uwzględniać horyzont długoterminowy. Podejmowane w warunkach ryzyka decyzje dotyczące struktury długu mają wpływ na przyszłe warunki jego obsługi i refinansowania. Szczególna waga zarządzania ryzykiem związanym z długiem publicznym sprawia, że jest ono uwzględniane w celach strategii.

V.1. Ryzyko związane z wielkością długu publicznego

Pierwszy z celów strategii (utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie) wprost dotyczy ryzyka przekroczenia bezpiecznego poziomu długu i związanych z tym negatywnych konsekwencji.

Nie ma jednego, powszechnie uznanego w teorii ekonomii lub praktyce polityki gospodarczej państwa, bezpiecznego poziomu długu. Za bezpieczny uznawany jest z reguły taki poziom długu, który umożliwia jego terminową obsługę i refinansowanie w długim okresie. Poziom ten jest uzależniony od wielkości gospodarki kraju, dlatego powszechnie stosowaną miarą zadłużenia jest odniesienie jego bezwzględnej wielkości do PKB.

Poziom długu publicznego do PKB, zapewniający bezpieczną jego obsługę, zależy od szeregu czynników, w tym: poziomu rozwoju gospodarczego, tempa wzrostu gospodarczego, stabilności społeczno-politycznej, relacji międzynarodowych, jakości funkcjonowania instytucji publicznych, wysokości inflacji i stóp procentowych, struktury rodzajowej i podmiotowej długu, stopnia rozwoju krajowego rynku finansowego, dostępu do międzynarodowego rynku finansowego. Im niższy jest ogólny poziom rozwoju kraju, tym ryzyko wystąpienia zakłóceń w terminowej obsłudze długu i jego refinansowania jest wyższe. Dlatego rynki finansowe

wymagają od takich państw sukcesywnie niższej relacji długu do PKB i wyższej stopy zwrotu od kapitału finansującego dług publiczny niż od państw o wysokim poziomie rozwoju.

Tabela 5. Dług sektora general government i rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE i wybranych państwach kandydujących.

	2000		2001	
	Dług/PKB	Stopa 10-letnia	Dług/PKB	Stopa 10-letnia
Włochy	110,6%	5,24%	109,4%	5,18%
Belgia	109,3%	5,21%	107,5%	5,19%
Grecja	102,8%	5,45%	99,7%	5,23%
Austria	63,6%	5,15%	61,7%	5,17%
Hiszpania	60,4%	5,13%	57,2%	5,25%
Niemcy	60,3%	4,84%	59,8%	5,00%
Francja	57,4%	4,99%	57,2%	5,07%
Holandia	56,0%	4,97%	53,2%	5,11%
Szwecja	55,3%	4,86%	56,0%	5,34%
Portugalia	53,4%	5,22%	55,6%	5,14%
Dania	46,8%	5,13%	44,5%	5,15%
Finlandia	44,0%	5,05%	43,6%	5,20%
Wielka Brytania	42,4%	4,86%	39,0%	5,05%
Irlandia	39,0%	5,08%	36,6%	5,04%
Luksemburg	5,6%	-	5,5%	-
Unia Europejska	63,9%	5,08%	63,0%	5,15%
Węgry	55,7%	8,13%	53,0%	7,08%
Słowacja	45,2%	8,40%	44,1%	7,63%
Polska	38,9%	11,18%	38,7%	8,82%
Czechy	17,0%	6,94%	23,7%	5,34%
Estonia	5,0%	-	4,8%	-

Tabela 5 przedstawia stosunek długu publicznego do PKB w Polsce, krajach wchodzących w skład UE i wybranych państwach kandydujących na tle rentowności obligacji 10-letnich na koniec okresów. Państwa uporządkowano według malejącej wartości relacji długu do PKB w 2000 r. Dług Polski zaprezentowano zgodnie z metodologią stosowaną w UE.

Z tabeli wynika, że dług publiczny w Polsce utrzymywał się na poziomie państw należących do UE o najniższym zadłużeniu (bez Luksemburga) i znacznie niższym niż średnia w UE. Na tle państw kandydujących do UE dług Polski również wyglądał dobrze – był niższy niż na Węgrzech i w Słowacji, choć znacząco wyższy w stosunku do Estonii i Czech.

Przy obecnych uwarunkowaniach występujących w Polsce za bezpieczny poziom należy uznać taką wartość długu, która nie powoduje:

- istotnego, negatywnego oddziaływania na sytuację makroekonomiczną kraju, zwłaszcza w zakresie:
 - polityki fiskalnej (nadmiernego fiskalizmu),
 - polityki monetarnej (presji lub impulsów inflacyjnych, utrzymywania się stóp procentowych na wysokim poziomie),
 - ratingu (zwiększenia tzw. ryzyka kraju),

- trudności w konstruowaniu budżetu państwa wynikających z wysokiego poziomu kosztów obsługi długu oraz ograniczonych możliwości pokrycia deficytu przyrostem długu,
- przekroczenia limitów nałożonych na poziom długu w Konstytucji RP, ustawie o finansach publicznych i kryteriach konwergencji – przekroczenie tych limitów ograniczy lub wyeliminuje elastyczność kształtowania polityki budżetowej na szczeblu centralnym i samorządowym.

V.2. Ryzyko związane z kosztami obsługi długu

Drugi cel strategii (minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu) uwzględnia ryzyko poprzez przyjęcie ograniczeń określających akceptowalny poziom tego ryzyka. Wielkość przyszłych kosztów obsługi długu jest nieznana i zależy od kształtowania się w przyszłości wielu zmiennych. Im dłuższy horyzont czasowy analizy, tym większa niepewność co do ich poziomu. Celem zarządzania długiem jest wobec tego minimalizacja wartości oczekiwanej kosztów obsługi długu, dokonywana w warunkach niepewności. Ograniczeniem w dążeniu do minimalizacji kosztów jest wielkość ryzyka, czyli możliwych odchyłeń kosztów od wartości oczekiwanej. Dążenie do minimalizacji kosztów obsługi długu odbywa się pod warunkiem, że przyjmowane ryzyko nie przekracza określonych przez zarządzającego poziomów granicznych.

Poprawne zdefiniowanie ryzyka umożliwi efektywne zarządzanie długiem. Dążenia do zmniejszania kosztu obsługi długu w przyjętym horyzoncie czasowym oraz ograniczania ryzyka związanego z ponoszonym kosztem mają charakter konkurencyjny. W wyborze pomiędzy różnymi wariantami decyzji podstawowe znaczenie mają preferencje względem ryzyka. Państwo powinno charakteryzować się zwykle awersją do ryzyka, co stanowi ograniczenie na drodze minimalizacji kosztów. W związku z tym, w zarządzaniu długiem Skarbu Państwa akceptowane są często wyższe oczekiwane koszty, w zamian za większe uodpornienie na wystąpienie zjawisk negatywnie wpływających na obsługę długu i pewność, że wysokość kosztów nie będzie znacząco odbiegała od założonego poziomu.

Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu odbywa się przy założeniu sfinansowania pożyczkowych potrzeb budżetu państwa oraz ograniczeniach dotyczących poziomu:

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

Ad a) Ryzyko refinansowania w walucie krajowej

Ryzyko refinansowania wiąże się z emisją długu w celu sfinansowania potrzeb pożyczkowych państwa związanych z wykupem istniejącego zadłużenia. Ryzyko dotyczy

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

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

Od końca 2000 r. do czerwca 2002 r. średnia zapadalność krajowego długu rynkowego nieco wzrosła (z 2,58 roku do 2,61 roku). Analogiczny wskaźnik w większości państw UE waha się w przedziale od 5 do 6 lat (wyjątkiem jest Wielka Brytania, gdzie średnia zapadalność wynosi ok. 11 lat). Na Węgrzech średnia zapadalność krajowych spw przekracza 3 lata, w Czechach bliska jest 2 lat.

Udział instrumentów zapadających do 1 roku w krajowych spw wzrósł w 2001 r. z 33,7% do 37,8%, zaś do połowy 2002 r. nieznacznie obniżył się do 37,3%. Poziom ten uznać należy za wysoki i stwarzający duże ryzyko refinansowania. Oznacza on, że ponad 1/3 wartości krajowych spw musi być w ciągu roku refinansowana. W wartościach nominalnych było to 44,8 mld zł na koniec 2000 r., 66,5 mld zł w 2001 r. i 76,0 mld zł na koniec I półrocza 2002 r. W kwocie tej bony skarbowe stanowiły odpowiednio 23,4 mld zł (52,2%), 35,2 mld zł (53,0%) i 45,6 mld zł (60,0%).

Obniżeniu ryzyka refinansowania sprzyjać mogą następujące działania:

- zmniejszenie roli bonów skarbowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych państwa, tak, aby ich rola ograniczała się do instrumentu zarządzania płynnością budżetu państwa,
- stosowanie przetargów zamiany oraz odkupu obligacji przed terminem ich zapadalności,
- uwzględnienie równomiernego rozkładu spłat w planowaniu terminów wykupu nowych emisji spw.

Na przeszkodzie ostatniemu z działań stać może dążenie do zwiększania wielkości i płynności emisji, wynikające z celu minimalizacji kosztów. Duże emisje powodują kumulację spłat w terminach ich wykupów. Tym większe znaczenie ma ograniczenie roli bonów skarbowych w finansowaniu oraz stosowanie przetargów zamiany i odkupu obligacji.

Ad b) Ryzyko kursowe i ryzyko refinansowania w walutach obcych

Ryzyko kursowe to ryzyko zmiany wartości długu oraz wielkości płatności z tytułu jego obsługi, w tym spłat kapitału oraz kosztów obsługi długu wyrażonego w walutach obcych, wynikające ze zmian kursów walutowych.

Doświadczenie ostatnich lat pokazuje, że kurs złotego charakteryzował się zmiennością wpływającą zauważalnie na wielkość długu publicznego oraz wysokość kosztów obsługi długu, choć zmienność ta nie odbiegała istotnie od wahań kursów podstawowych walut światowych. Zmiana kursu PLN do USD w 2003 r. o 1% (4 gr.) powoduje zmianę relacji długu Skarbu Państwa do PKB o ok. 0,16%, a kosztów obsługi długu o ok. 56 mln zł.

Duże znaczenie dla kursu walutowego ma proces integracji europejskiej. Przystąpienie Polski do unii monetarnej oznaczać będzie przyjęcie wspólnej waluty europejskiej. Wyeliminuje to ryzyko kursowe związane z długiem nominowanym w EUR (na koniec I półrocza 2002 r. stanowił on 15,9% długu Skarbu Państwa, czyli 42,9% całości długu nominowanego w walutach obcych) oraz podporządkowanie wartości kursu czynnikom zewnętrznym, czyli trendom rynkowym i polityce Europejskiego Banku Centralnego.

Zarządzanie ryzykiem kursowym polega na działaniach na składnikach długu, które to działania mogą przebiegać w sposób aktywny lub pasywny. Sposób pasywny polega na zmniejszaniu wielkości długu zagranicznego, aktywny natomiast polega na kształtowaniu struktury walutowej długu poprzez nowe emisje, przedterminowe wykupy oraz stosowanie instrumentów pochodnych, w szczególności swapów walutowych.

Podstawową miarą ryzyka kursu walutowego jest udział długu nominowanego w walutach obcych w długu ogółem. W końcu 2000 r. wynosił on 47,7%, w końcu 2001 r. 39,4% (15,0% przypadło na EUR) i do końca I półrocza 2002 r. zmniejszył się do 37,1% (15,9% w EUR). Mimo znaczącego spadku, wskaźnik ten przyjmuje dużo wyższą wartość niż w zdecydowanej większości państw UE, gdzie udział długu w walutach obcych nie przekracza z reguły 5%. Jest to związane z przyjęciem przez 12 członków UE jednolitej waluty. Udział długu w walutach obcych w przypadku państw UE nie należących do strefy euro jest zróżnicowany i wynosi odpowiednio 33% w Szwecji (z czego ponad połowa w euro), ok. 8% w Danii i niespełna 2% w Wielkiej Brytanii. Należy zwrócić uwagę, że powszechnym narzędziem kształtowania efektywnej struktury walutowej długu w państwach Unii Europejskiej są swapy walutowe, które w sposób elastyczny pozwalają zarządzać ryzykiem walutowym. Spośród państw kandydujących, na Węgrzech i na Słowacji udział długu zagranicznego wynosi ok. 30%, zatem nieco mniej niż w Polsce, w Czechach zaś udział długu w walutach obcych nie przekracza 10%.

Podstawową miarą ryzyka refinansowania w walutach obcych jest udział długu obsługiwanego w walutach obcych w długu ogółem, nieco niższy w stosunku do długu nominowanego w walutach obcych. Jego udział zmniejszył się odpowiednio z 45,3% w końcu 2000 r. do 36,0% w połowie 2002 r.

Ze względu na malejący dysparytet stóp procentowych pomiędzy rynkiem polskim a rynkami państw rozwiniętych, zmniejsza się waga potencjalnych korzyści związanych z mniejszymi kosztami obsługi długu zagranicznego. Przewiduje się, że w latach 2003-05 tendencja ta utrzyma się w związku z konwergencją stóp procentowych do poziomu strefy euro. Jednocześnie ryzyko związane z nieznanym poziomem kursu, przy którym złoty powiązany będzie z euro oraz kursami walutowymi na rynkach światowych, jest z punktu widzenia zarządzania długiem znaczne.

Na okres objęty niniejszą strategią przypada początek spłat wysokich rat kapitałowych zadłużenia wobec Klubu Paryskiego, mający miejsce w latach 2004-09. Oznacza to, że kwoty pozyskiwane z rynku zagranicznego będą stopniowo wzrastać w stopniu wynikającym ze spłaty zapadającego długu. Możliwe jest ponadto pozyskiwanie dodatkowych kwot na przedterminową spłatę wybranych składników długu zagranicznego oraz zaciąganie długoterminowych kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych przeznaczonych na wydatki inwestycyjne i infrastrukturalne. Zwiększanie emisji długu zagranicznego ponad te poziomy jest nieuzasadnione.

Perspektywa rychłego przystąpienia Polski do strefy euro sprawia, że korzystne jest dalsze zwiększanie jego roli w strukturze walutowej długu.

Ad c) Ryzyko stopy procentowej

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

Miarą ryzyka stopy procentowej jest wskaźnik duration. Informuje on, jak długi jest przeciętny okres dostosowania kosztów obsługi długu do zmiany poziomu stop procentowych. Jest on zatem miarą wrażliwości kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych. Im wyższy poziom stóp procentowych oraz większy udział instrumentów krótkoterminowych i o zmiennym oprocentowaniu, tym wyższe ryzyko stopy procentowej i niższe duration.

Duration długu krajowego ulegało sukcesywnemu wydłużeniu – od 1,69 roku na koniec 2000 r., 1,76 w 2001 r. do 1,96 roku na koniec czerwca 2002 r. Był to w większym stopniu rezultat spadku stóp procentowych (od ponad 4 pkt proc. do prawie 9 pkt proc. dla poszczególnych rodzajów papierów skarbowych w omawianym okresie) niż wzrostu zapadalności (z 2,60 do 2,62). W państwach Unii Europejskiej wskaźnik duration przyjmuje znacznie wyższe wartości, od ok. 2,5 roku w Szwecji, poprzez ok. 3 lata w Grecji i Portugalii do ok. 7,5 roku w Wielkiej Brytanii. Na Węgrzech i w Czechach wskaźnik duration krajowego długu rynkowego jest porównywalny do polskiego (odpowiednio 1,89 i 2,09 roku).

W kolejnych latach spodziewane jest dalsze obniżanie się rentowności spw, związane z konwergencją stóp procentowych do poziomu państw Unii Europejskiej. Proces ten umożliwi

zwiększenie udziału instrumentów średnio i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz wzrost średniego okresu zapadalności i duration długu do poziomu występującego w krajach UE.

Ad d) Ryzyko płynności budżetu państwa

Ryzyko płynności budżetu państwa to 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 aktywów o największej i dużej płynności. Rezerwa płynności uniezależnia budżet państwa od przejściowych zjawisk kryzysowych, uniemożliwiających lub czyniących nieefektywnym pozyskiwanie środków pożyczkowych z rynku finansowego.

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,
- zarządzanie płynnymi aktywami, które powinno generować dochody budżetowe rekompensujące w jak największym stopniu koszty związane z utrzymywaniem określonego, bezpiecznego poziomu płynności.

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

Ryzyko kredytowe to niebezpieczeństwo, że druga strona transakcji nie wywiąże się, w całości lub w części, z warunków umowy. Dług publiczny stanowi pasywa dla zaciągającej go strony, z jego emisją nie wiąże się ryzyko kredytowe. Ryzyko to natomiast ponosi inwestor nabywający instrumenty dłużne. W przypadku skarbowych papierów wartościowych jest ono niezwykle małe i wiąże się z potencjalnymi zjawiskami kryzysowymi. Ceną za nie jest premia za ryzyko kredytowe, przejawiająca się w wyższej rentowności papierów skarbowych. Im większa wiarygodność kredytowa Skarbu Państwa, tym niższe są zatem koszty obsługi długu.

Ryzyko kredytowe dla zarządzającego długiem wiąże się z transakcjami, których przedmiotem są aktywa. Tak jest w przypadku stosowania instrumentów pochodnych, w szczególności swapów, czyli wymiany ustalonych płatności między stronami umowy. Innym przypadkiem występowania ryzyka kredytowego jest zarządzanie płynnymi aktywami, np. poprzez dokonywanie lokat w bankach i nabywanie papierów wartościowych. Najpowszechniejszą metodą ograniczania ryzyka kredytowego jest zawieranie transakcji z podmiotami o wysokiej wiarygodności kredytowej oraz dywersyfikacja partnerów umów.

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

Ad f) Rozkład kosztów obsługi długu w czasie

Równomierny rozkład kosztów obsługi długu w czasie rozumiany jest jako stabilny stosunek kosztów do PKB. Stosunek kosztów obsługi długu do PKB jest syntetycznym wskaźnikiem ciężaru obsługi długu, ponoszonego przez społeczeństwo. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa stanowią wydatek budżetu państwa, a tym samym wpływają na jego deficyt. Utrudnia to proces konstruowania budżetu i jego planowanie. Duże wahania wysokości kosztów obsługi długu sprawiają również, że nierównomiernie rozłożone są potrzeby pożyczkowe budżetu państwa w kolejnych latach. Rezultatem jest zwiększenie ryzyka refinansowania.

Do równomiernego rozkładu kosztów przyczynia się kształtowanie równomiernego profilu zapadalności długu oraz dostosowywanie zasad księgowania kosztów obsługi długu (w ramach całego budżetu państwa) do rzeczywistych ekonomicznych kosztów związanych z jego obsługą (tzw. ewidencja na bazie memoriałowej).

V.3. Ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami

Do zwiększenia ryzyka związanego z poziomem długu publicznego i ryzyka związanego z kosztami obsługi długu przyczynia się również istnienie tzw. długu potencjalnego. Kategorię tę stanowią gwarancje i poręczenia udzielane przez podmioty sektora finansów publicznych, w tym w szczególności gwarancje i poręczenia Skarbu Państwa.

W przypadku nie wywiązania się przez podmiot z objętego gwarancją lub poręczeniem zobowiązania, obowiązek jego wykonania spoczywa bowiem na podmiocie udzielającym tych gwarancji. Wyплаты z tytułu wykonania przez Skarb Państwa gwarancji lub poręczenia zaliczane są w poczet kosztów obsługi długu, przyczyniając się do zwiększenia wydatków i deficytu budżetu państwa, a więc i długu publicznego.

Ze względu na ryzyko przekształcenia się zobowiązań objętych poręczeniem lub gwarancją Skarbu Państwa w dług publiczny, są one uwzględniane w ograniczeniach, jakie na relację długu do PKB nałożyła Konstytucja RP oraz ustawa o finansach publicznych. Relacja ta uwzględnia oprócz długu publicznego przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji. Kwota przewidywanych wypłat to prognozowane wydatki, które w długoterminowej perspektywie podmioty sektora finansów publicznych mogą ponieść w związku z udzielonymi gwarancjami i poręczeniami. Kwota ta obliczana jest na podstawie oceny prawdopodobieństwa (ryzyka) nie wywiązania się każdego podmiotu z wypełnienia zobowiązań, które zostały objęte gwarancją lub

poręczeniem. Wg stanu na koniec 2001 r. kwota przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych wyniosła 9,5 mld zł.

Miarą ryzyka związanego z pojedynczą gwarancją lub poręczeniem jest prawdopodobieństwo, że zajdzie konieczność ich wykonania. Miarą przewidywanego kosztu związanego z ogółem udzielonych poręczeń i gwarancji jest oczekiwana wartość wypłat z ich tytułu, czyli suma wielkości poszczególnych poręczeń i gwarancji, ważona prawdopodobieństwem ich wykonania. Miarą przewidywanego ciężaru obsługi długu potencjalnego jest stosunek przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB. Im jest on większy, tym większe ryzyko makroekonomiczne i budżetowe związane z jego ponoszeniem.

VI. CELE STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2003-05

Cele strategii zarządzania długiem można definiować w zależności od przyjętego znaczenia pojęcia zarządzanie długiem. W sensie szerokim, dług publiczny jest jednym z podstawowych parametrów makroekonomicznych, a jego zarządzanie jest współzależne z realizacją celów społeczno-gospodarczych. W wąskim znaczeniu, zarządzanie długiem należy rozumieć jako realizację celów zarządzania długiem przy zdefiniowanej polityce społeczno-gospodarczej i w określonych warunkach zewnętrznych. Formułowanie celów wynika z oceny zagrożeń makroekonomicznych, budżetowych i ryzyka rynkowego, jakie stwarza poziom i struktura długu.

Przyczyny wymienione w rozdz. IV.1. spowodowały wzrost relacji długu do PKB grożący przekroczeniem w 2002 r., a raczej w roku 2003, pierwszego pasma ostrożnościowego (50%) i w przypadku szczególnym, choć mało prawdopodobnym – w latach 2004-05 drugiego (55%). W skrajnej sytuacji - przy niekorzystnym dla poziomu długu kształtowaniu się kursów walutowych - oznaczałoby to ryzyko zbliżenia się do konstytucyjnego limitu 60%.

Konieczne w związku z tym jest takie sformułowanie celów strategii, aby ich realizacja pozwalała ograniczyć zarówno ryzyko związane z przyrostem długu, jak i stanowiła kontynuację działań zmierzających do minimalizacji kosztów i budowy portfela długu o poziomie ryzyka zbliżonym do krajów UE (wynikających z wniosków z realizacji celów poprzedniej strategii). W prezentowanej strategii przyjęto dwa podstawowe cele:

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

Ad. 1) Utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie

Zgodnie z analizą ryzyka związanego z wielkością długu publicznego przedstawioną w rozdz. V za bezpieczny poziom uznano taką wartość długu, która nie powoduje istotnego, negatywnego oddziaływania na sytuację makroekonomiczną kraju, trudności w konstruowaniu budżetu państwa oraz przekroczenia limitów nałożonych na poziom długu.

Przekroczenie w 2003 r. progu 50% spowoduje, że zgodnie z ustawą o finansach publicznych relacja deficytu budżetowego do dochodów przyjęta w projekcie ustawy budżetowej na 2005 r. nie będzie mogła być wyższa niż wynikająca z ustawy budżetowej na 2004 r.

W przypadku przekroczenia progu 50% w 2002 r. restrykcje dotyczyć będą budżetu państwa na 2004 r. Restrykcje te mieszczą się w projekcji makroekonomicznej na lata 2004-05 (tabela 6).

Tabela 6.

	2003	2004	2005
Deficyt budżetu państwa (mld zł)	38,7	32,7-37,6	26,8-35,8
Deficyt/dochody	25%	20%-23%	15%-21%

Niedopuszczenie do ryzyka przekroczenia kolejnego progu wymaga prowadzenia polityki fiskalnej i gospodarczej uwzględniającej to ryzyko. Działania w tym obszarze dotyczyć będą:

- ograniczania poziomu deficytów budżetu państwa w kolejnych latach poprzez:
 - stabilny wzrost dochodów wynikający głównie z przyspieszenia tempa wzrostu PKB, będącego efektem polityki gospodarczej rządu,
 - kształtowania wydatków na poziomie uzależnionym od sytuacji finansowej państwa, tak aby dynamika ich wzrostu była niższa niż tempo wzrostu PKB; pozwoli to na zmniejszenie stopnia fiskalizmu w gospodarce,
 - restrukturyzację finansów publicznych poprzez wdrożenie kompleksowego programu bardziej efektywnej alokacji środków budżetowych; program taki przygotowany będzie przez Pełnomocnika Rządu ds. Restrukturyzacji Finansów Publicznych,
- ograniczania udzielania nowych poręczeń i gwarancji tylko do wspierania inwestycji, które przyczynią się do przyspieszenia rozwoju gospodarczego; przewiduje się zaostrenie kryteriów oceny wniosków o udzielenie poręczeń i gwarancji pod kątem ograniczenia ryzyka finansowego obciążającego budżet, a także nie udzielania poręczeń i gwarancji będących w rzeczywistości substytutem dotacji budżetowych,
- zahamowania procesu narastania zadłużenia w sektorze finansów publicznych poza Skarbem Państwa i JST,
- wdrożenia procedur ostrożnościowych wynikających z ustawy o finansach publicznych w przypadku przekroczenia progu 50%.

Realizacja ww. działań powinna pozwolić na ukształtowanie się w latach 2004-2005 ustawowej relacji na poziomie niewiele przekraczającym 50% i stworzyć warunki do obniżenia jej w latach następnych poniżej 50%.

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

- minimalizowanie kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu (obecnie 10 lat) – poprzez optymalny dobór instrumentów zarządzania długiem, ich struktury i terminów emisji,

- minimalizowanie kosztów obsługi jako stałe działania polegające na podnoszeniu efektywności rynku spw (działania te zostały przedstawione w rozdz. VII).

Minimalizacja kosztów obsługi długu odbywać będzie się przy założeniu sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz ograniczeniach wynikających z:

- a) *ryzyka refinansowania w walucie krajowej* – założono:
 - wzrost średniej zapadalności długu - w tempie uzależnionym od sytuacji rynkowej,
 - dążenie do równomiernego rozłożenia płatności z tytułu obsługiwanego i wykupywanego długu w kolejnych latach,
 - zmniejszenie udziału bonów skarbowych w długu krajowym,
- b) *ryzyka kursowego i ryzyka refinansowania w walutach obcych* – założono:
 - ograniczanie udziału długu zagranicznego w długu ogółem poprzez zaciąganie na rynkach zagranicznych długu na poziomie wynikającym z wykupywanych zobowiązań (przy uwzględnieniu specyfiki kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych),
 - przy zaciąganiu nowego długu uwzględniane będą spiętrzenia płatności zagranicznych przypadające na lata 2004-09,
- c) *ryzyka stopy procentowej* – założono wzrost duration długu krajowego, w tempie uzależnionym od sytuacji rynkowej, w tym konwergencji stóp procentowych,
- d) *ryzyka płynności budżetu państwa* – założono utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami,
- e) *pozostałych rodzajów ryzyka* – założono zawieranie transakcji z podmiotami krajowymi i zagranicznymi o największej wiarygodności kredytowej i ograniczenie ryzyka operacyjnego związanego z infrastrukturą techniczną i strukturą zarządzania długiem,
- f) *rozkładu kosztów obsługi długu w czasie* – założono sukcesywne zmniejszanie się od 2003 r. relacji kosztów obsługi długu do PKB.

VII. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM

Za najważniejsze zadania strategii wynikające z realizacji celów należy uznać:

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

Ad. 1) Zwiększenie płynności, efektywności i przejrzystości rynku papierów skarbowych

Sprzężenia zwrotne zachodzące pomiędzy rynkiem pierwotnym papierów skarbowych a wtórnym nakazują dbałość o efektywność obu rynków. Rynki są efektywne, jeżeli są płynne i przejrzyste. Płynność rynku wtórnego w istotny sposób oddziałuje na poziom cen na rynku pierwotnym, a z kolei struktura i poziom oferowanych na rynku pierwotnym papierów wpływa na płynność rynku wtórnego. W konsekwencji stopień płynności rynku papierów skarbowych bezpośrednio rzutuje na koszty obsługi długu. Zamierzenia mające poprawić efektywność rynku spw opierają się o zalecenia i rekomendacje MFW oraz OECD, a zwłaszcza standardy obowiązujące w krajach UE i dotyczyć będą obszarów związanych z:

- dostosowaniem emisji skarbowych papierów wartościowych do standardów UE. Niezbędne w związku z tym są działania zmierzające do stworzenia efektywnego i płynnego rynku spw, porównywalnego z rynkami spw w innych krajach. Jednym ze środków do realizacji tego zadania jest odpowiednia polityka emisyjna polegająca na ograniczaniu liczby emisji obligacji, przy jednoczesnym zwiększeniu ich wartości (do równowartości ok. 5 mld EUR). W tym kierunku nastąpiły zmiany w kalendarzu emisji na 2002 r. oraz opracowano kalendarz na 2003 r. Wobec kontynuowania przetargów zamiany i w celu zwiększenia głębokości rynku pierwotnego planuje się jednocześnie zmniejszenie liczby przetargów sprzedaży.
- kontynuacją przetargów zamiany jako instrumentu służącego ograniczaniu ryzyka refinansowania oraz zwiększaniu wartości emisji benchmarkowych.
- rozwojem elektronicznej platformy obrotu spw. Ministerstwo Finansów zleciło zorganizowanie i administrowanie platformą elektroniczną spółce CeTO S.A. na bazie dotychczas wykorzystywanego systemu informatycznego. W zakresie rozwoju elektronicznego obrotu spw planuje się podejmowanie działań nakierowanych na pełną integrację platformy elektronicznej z jej europejskimi odpowiednikami.
- dążeniem do usuwania barier natury technicznej i prawnej oraz w infrastrukturze rozliczeniowej. Wiele usprawnień i nowych rozwiązań dotyczących systemu rozliczeniowego obligacji zostało przez KDPW wdrożonych w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy, jak

wielosesyjność rozliczeń, procedury ewidencyjno-rozliczeniowe dla transakcji repo i buy-sell back czy też ostatnio wprowadzony RTGS (rozliczenia brutto w czasie rzeczywistym) dla rynku obligacji skarbowych. Z punktu widzenia emitenta spw oraz rynku ważna jest jednak skuteczność wprowadzanych wdrożeń, tak aby można je było wykorzystywać w praktyce (szczególnie w sferze transakcji repo, buy-sell back, rynku pożyczek czy systemu RTGS). Potrzebna jest też właściwa polityka opłat pobieranych przez KDPW (sprzyjająca rozwojowi poszczególnych segmentów rynku) oraz dobra polityka informacyjna i marketingowa skierowana do uczestników rynku.

- istotnym elementem, wynikającym z doświadczeń krajów, które przeprowadziły pełną integrację z rynkiem finansowym strefy euro jest stworzenie warunków do współpracy w zakresie rozrachunku papierów wartościowych z europejskimi systemami rozliczeń (jak Euroclear i Clearstream), co umożliwi dużym inwestorom zagranicznym rozliczanie transakcji w środowisku przez nich wykorzystywanym.

Ad. 2) Rozpoczęcie programu refinansowania spłat zadłużenia zagranicznego przypadających na lata 2004-09 w najlepszy sposób z punktu widzenia ponoszonego kosztu i ryzyka.

Zakłada się, że począwszy do roku 2003 spłata kapitału zapadającego długu zagranicznego będzie finansowana emisją długu na rynkach zagranicznych, poprzez tzw. finansowanie strukturalne, czyli emisję zobowiązań długoterminowych, pokrywającą zapotrzebowanie budżetu państwa na środki niezbędne do realizacji planowych spłat kapitału oraz ewentualne operacje przedterminowej spłaty długu. Okres zapadalności nowo emitowanego długu uwzględniać będzie rozkład spłat zobowiązań zagranicznych. Baza inwestorów zagranicznych będzie dywersyfikowana, co w praktyce oznacza wybór różnych rynków, walut, terminów zapadalności oraz typów instrumentów.

Ad. 3) Doskonalenie systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych.

Wprowadzenie systemu dealerów zostało poprzedzone uruchomieniem procedury wyboru najbardziej aktywnych uczestników rynku. Zgodnie z planem pierwszy okres konkursowy zakończył się 30 września 2002 roku, podpisanie z najbardziej aktywnymi bankami umów o pełnienie funkcji DSPW planowane jest na koniec 2002, a start systemu na 1 stycznia 2003 roku. Od 2003 roku planowana jest również integracja systemu DSPW z systemem Dealerów Rynku Pieniężnego nadzorowanym przez NBP.

System DSPW - poza zwiększeniem przejrzystości i płynności rynku spw - pozwoli na bardziej efektywną współpracę z bankami w zakresie polityki emisji, zamiany i odkupu spw oraz zarządzania płynnością budżetu (lokaty, transakcje repo).

Ad. 4) Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa.

Elementem zwiększającym efektywność zarządzania płynnością budżetu państwa będzie wprowadzenie jednolitego rachunku budżetu państwa, co pozwoli dysponować pełną wiedzą

o stanie wszystkich środków budżetowych na koniec dnia. Dalsze działania powinny zmierzać do powiązania rachunków wszystkich jednostek budżetowych w system działający on-line.

Zakładane jest rozszerzenie instrumentów zarządzania płynnością – w pierwszym etapie o lokowanie środków w bankach komercyjnych. Możliwe to będzie po wyeliminowaniu nadpłynności sektora bankowego, uruchomieniu systemu DSPW, opracowaniu procedur koordynacji działań MF i NBP oraz stworzeniu rozwiązań techniczno-prawnych.

W dalszej kolejności instrumentarium zarządzania płynnością powinno być rozszerzane w miarę rozwoju polskiego rynku finansowego zgodnie z praktyką innych krajów.

Ad. 5) Rozwój systemu sprzedaży instrumentów detalicznych

System sprzedaży obligacji detalicznych obejmuje instrumenty emitowane dla osób fizycznych. W okresie objętym niniejszą strategią przewiduje się przede wszystkim rozszerzenie sieci sprzedaży. Podstawowym wymaganiem, jakie zostanie postawione nowemu agentowi emisji (od sierpnia 2003 r.), będzie znaczne zwiększenie dostępności do obligacji poprzez:

- zwiększenie ilości punktów obsługi klienta sprzedających obligacje detaliczne,
- rozpoczęcie sprzedaży poprzez zlecenia telefoniczne oraz w dalszej przyszłości za pośrednictwem sieci bankomatów,
- dalszy rozwój sprzedaży obligacji przez internet.

Przyjęcie funkcji przez nowego agenta emisji będzie również wiązało się z „odmiejszczeniem” obligacji, poprzez wprowadzenie rejestru nabywców obligacji prowadzonego w systemie on-line. Nowe rozwiązania pozwolą skrócić procedury związane z obsługą obligacji, co będzie korzystne zarówno dla Skarbu Państwa, jak i dla inwestorów.

Ad. 6) Kontynuowanie zamiany długu nierynkowego na instrumenty rynkowe

Zamiana krajowego długu nierynkowego na rynkowy dotyczyć głównie może obligacji nierynkowych i zobowiązań ZUS z tytułu zaległych składek wobec OFE (w przypadku przejęcia tych zobowiązań przez Skarb Państwa).

VIII. CHARAKTERYSTYKA NOWYCH INSTRUMENTÓW REALIZACJI CELÓW STRATEGII

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

1. System informatyczny zarządzania długiem publicznym – wdrożenie tego systemu ma głównie umożliwić automatyzację procesu wprowadzania i agregowania danych w ramach zintegrowanej bazy, analizę i zarządzanie ryzykiem oraz stosowanie metod symulacyjnych w zarządzaniu długiem. Wdrożenie systemu informatycznego z jednolitą bazą danych zmniejszy ryzyko operacyjne związane z zarządzaniem długiem.

2. Wdrożenie i rozwijanie metod i technik optymalizacyjnych służących wspomaganie zarządzania długiem

Oprócz standardowych metod symulacyjnych i analizy ryzyka opracowywane są własne metody i techniki optymalizacyjne. Prace te będą kontynuowane i wykorzystywane w praktyce.

3. Rozwiązania prawno-organizacyjne, w tym głównie nowelizacja ustawy o finansach publicznych, umożliwiająca między innymi:

- bardziej efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa,
- dostosowanie metod księgowych do specyfiki operacji na instrumentach pochodnych,
- uelastycznienie podejścia do kosztów obsługi długu przy konstrukcji ustaw budżetowych.

4. Instrumenty pochodne służące efektywniejszemu i bardziej elastycznemu zarządzaniu kosztami i ryzykiem (głównie swapy). Transakcje na instrumentach pochodnych umożliwić mają:

- zarządzanie ryzykiem: stopy procentowej, kursu walutowego i refinansowania, związanych ze strukturą długu, poprzez zmianę jego charakterystyki,
- zarządzanie płynnością poprzez odpowiednie kształtowanie przepływów strumieni pieniężnych związanych z kosztami obsługi długu oraz płatnościami kapitałowymi.

5. Nowe instrumenty dłużne, które będą wprowadzane w zależności od rozwoju sytuacji na rynku finansowym, zapotrzebowania inwestorów i zgodności z celami strategii. Instrumenty takie dotyczyć mogą rynku detalicznego i hurtowego.

IX. PROGNOZY ZADŁUŻENIA I KOSZTÓW OBSŁUGI DŁUGU

Prezentowane prognozy wynikają z założeń przyjętych w strategii i realizacji jej celów. Prognozy na lata 2004-05 zostały przedstawione przedziałowo z uwagi na wariantowe założenia dotyczące poziomu deficytu budżetowego, wpływów z prywatyzacji, kształtowania się kursów walutowych i poziomu stóp procentowych.

Tabela 7.

	2001	2002	2003	2004	2005
1. Dług Skarbu Państwa					
a) w mld zł	283,9	332,5	374,6	403,7-416,0	421,1-446,1
b) w relacji do PKB	39,3%	44,8%	47,8%	47,9-49,4%	46,4-49,2%
2. Państwowy dług publiczny					
a) w mld zł	302,1	358,2	395,4	427,5-439,8	447,6-472,6
b) w relacji do PKB	41,9%	48,2%	50,4%	50,7-52,2%	49,4-52,1%
3. Państwowy dług publiczny powiększony o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji					
a) w mld zł	311,6	370,1	411,7	444,1-456,4	464,2-489,3
b) w relacji do PKB	43,2%	49,8%	52,5%	52,7-54,2%	51,2-54,0%
4. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa					
a) w mld zł	20,9	25,7	27,3	28,2-28,5	29,2-30,2
b) w relacji do PKB, w tym:	2,90%	3,46%	3,48%	3,34-3,38%	3,22-3,33%
- długu krajowego	2,37%	2,87%	2,79%	2,60-2,62%	2,47-2,55%
- długu zagranicznego	0,53%	0,59%	0,69%	0,74-0,76%	0,75-0,78%

Tabela 8.

	2001	2002	2003	2004	2005
1. Dług sektora general government wg metodologii UE w relacji do PKB	38,7%	43,8%	44,7%	44,6-46,0%	42,7-45,4%

Z prezentowanych danych wynika, że:

- dług Skarbu Państwa wzrośnie w 2002 r. o ok. 48,6 mld zł, a jego relacja do PKB z 39,3% w 2001 r. do ok. 44,8%. W okresie 2003-05 dług Skarbu Państwa wzrośnie o 88,6-113,6 mld zł, a relacja tego długu do PKB wzrośnie w 2005 r. do 46,4%-49,2%,
- państwowy dług publiczny wzrośnie w 2002 r. w większym stopniu: o ok. 56,1 mld zł, a jego relacja do PKB wzrośnie z 41,9% w 2001 r. do ok. 48,2%. W okresie 2003-05 państwowy dług publiczny wzrośnie o 89,4-114,4 mld zł, a relacja tego długu do PKB wzrośnie w 2005 r. do 49,4%-52,1%,

- państwowy dług publiczny powiększony o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych wzrośnie w 2002 r. o ok. 58,5 mld zł, natomiast relacja tego długu do PKB wzrośnie z 43,2% w 2001 r. do 49,8%. W okresie 2003-05 omawiany dług wzrośnie o 94,2-119,2 mld zł, a relacja tego długu do PKB wzrośnie w 2005 r. do 51,2%–54,0% (w 2004 r. wyniesie 52,7%-54,2%),
- w latach 2004-05 nominalne koszty obsługi długu Skarbu Państwa powinny rosnać w znacznie wolniejszym tempie niż w 2002 r.; relacja kosztów obsługi długu do PKB po wzroście w 2002 r. i 2003 r. odpowiednio do: 3,46% i 3,48%, w latach 2004 i 2005 powinna ulegać obniżeniu do 3,34-3,38% w 2004 r. i 3,22-3,33% w 2005 r.;
- od 2003 r. relacja kosztów obsługi długu krajowego do PKB powinna sukcesywnie spadać (z 2,87% w 2002 r. do 2,47-2,55% w 2005 r.); jednocześnie wzrośnie w tym okresie relacja kosztów obsługi długu zagranicznego do PKB (z 0,53% w 2002 r. do 0,75-0,78% w 2005 r.).

Dla porównania przedstawiono wyniki kształtowania się relacji długu do PKB wg metodologii UE (przy założeniu, że OFE wchodzi w skład sektora general government).

X. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

X.1. Analiza poziomu zadłużenia sektora rządowego z wyłączeniem Skarbu Państwa

W okresie lipiec 2001 r. – czerwiec 2002 r. dług pozostałego sektora rządowego (tj. dług podmiotów należących do sektora rządowego z wyłączeniem Skarbu Państwa) przed konsolidacją w ramach sektora finansów publicznych wzrósł o 3,9 mld zł (27,7%) osiągając na koniec pierwszej połowy 2002 r. poziom 18,1 mld zł. Po uwzględnieniu konsolidacji wzrósł o 4,0 mld zł do 11,0 mld zł. Równocześnie wzrósł udział długu zaciąganego przez te podmioty poza sektorem finansów publicznych w ich długu ogółem (z 48,9% do 60,4%).

Dominujący wpływ na kształtowanie się poziomu i struktury zadłużenia sektora rządowego z wyłączeniem Skarbu Państwa miał dług ZUS i zarządzanych przez niego funduszy. W omawianym okresie zadłużenie tej jednostki (wraz z zarządzanymi przez nią funduszami) wzrosło o 3,8 mld zł (tj. o 33,9%). Wzrost ten był konsekwencją nieterminowego przekazywania składek do OFE (wzrost zobowiązań z 4,8 mld zł do 6,7 mld zł) oraz zaciągnięcia przez ZUS kredytów w bankach komercyjnych (na koniec czerwca 2001 r. ZUS nie wykazywał zobowiązań z tego tytułu, a na koniec czerwca 2002 r. osiągnęły one poziom 2,2 mld zł). Proces narastania zobowiązań ZUS-u wobec OFE nasilał się w analizowanym okresie. W pierwszym półroczu 2002 r. dług ten wzrósł aż o 1,3 mld zł (z czego w drugim kwartale o 0,9 mld zł), podczas gdy w drugim półroczu 2001 r. wzrósł o 0,6 mld zł. Kredyty zaciągane przez ZUS mają natomiast charakter krótkoterminowy i służą do bieżącego zarządzania płynnością tego podmiotu.

W pierwszym półroczu 2002 r. przyrost zadłużenia zakładów opieki zdrowotnej (zoz-ów) sektora rządowego przed konsolidacją był zbliżony do odnotowanego w drugim półroczu 2001 r. (81 mln zł, wobec 79 mln zł). Równocześnie wzrósł udział zobowiązań zaciąganych przez te podmioty wewnątrz sektora finansów publicznych w ich długu ogółem (z 12,4% do 17,7%). Wzrastające zadłużenie tych jednostek jest przede wszystkim następstwem nieterminowego regulowania zobowiązań³.

Zadłużenie pozostałych państwowych osób prawnych, po spadku w okresie drugiego półrocza 2001 r. (o 75,1 mln zł, tj. o 16,3%), w pierwszym półroczu 2002 r. wzrosło o ponad 210 mln zł (54%). Wzrost zadłużenia w tej pozycji w 2002 r. wynikał przede wszystkim z rosnących zobowiązań Agencji Rynku Rolnego z tytułu kredytów zaciągniętych w bankach komercyjnych przeznaczonych na finansowanie i refinansowanie zakupu zbóż oraz finansowanie działalności statutowej agencji (z 0,27 mld zł na koniec 2001 r. do 0,57 mld zł na koniec czerwca 2002 r.).

³ Na koniec czerwca 2001 r. udział zobowiązań wymagalnych w długu zoz-ów ogółem ukształtował się na poziomie 97,1% przed konsolidacją i 96,7% po konsolidacji. Na koniec czerwca 2002 r. wyniósł on odpowiednio 98,3% i 98,2%. Były to zobowiązania związane m.in. z zakupem usług (np. badań laboratoryjnych), sprzętu, szkoleń, z dzierżawą obiektów oraz wobec urzędów skarbowych, ZUS czy Kas Chorych.

W omawianym okresie odnotowano systematyczny spadek zadłużenia szkół wyższych. Dług pozostałych podmiotów ulegał natomiast niewielkim wahaniom.

Szczegółowe dane dotyczące zadłużenia sektora rządowego z wyłączeniem Skarbu Państwa w okresie koniec czerwca 2001 r. – czerwiec 2002 r. zostały przedstawione w tabelach 9-10.

Tabela 9. Zadłużenie pozostałego sektora rządowego przed konsolidacją

Wyszczególnienie	VI 2001 mln zł	XII 2001 mln zł	VI 2002 mln zł	Zmiana VI'02 – VI'01	
				mln zł	%
1	2	3	4	5 = 4-2	6
Dług sektora rządowego poza SP	14.202,0	15.910,3	18.140,1	3.938,1	27,7
- ZUS i zarządzane przez niego fundusze	11.262,9	13.173,5	15.084,9	3.822,0	33,9
- Kasy chorych	1.025,1	1.052,8	1.053,3	28,2	2,8
- Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną (bez ZUS)	244,3	192,8	231,8	-12,5	-5,1
- Państwowe szkoły wyższe	405,8	237,9	215,0	-190,8	-47,0
- Jednostki badawczo-rozwojowe	372,0	368,6	381,2	9,3	2,5
- Samodzielne publ. zakł. opieki zdrow.	397,2	476,0	557,2	160,0	40,3
- Państwowe instytucje kultury	5,1	5,5	3,7	-1,3	-25,9
- PAN i tworzone przez PAN jedn. org.	27,7	16,5	16,2	-11,5	-41,6
- Pozostałe państwowe osoby prawne	461,9	386,8	596,7	134,8	29,2

Tabela 10. Zadłużenie pozostałego sektora rządowego po konsolidacji

Wyszczególnienie	VI 2001	XII 2001	VI 2002	Zmiana	
				VI'02 – VI'01	
	mln zł	mln zł	mln zł	mln zł	%
1	2	3	4	5 = 4-2	6
Dług sektora rządowego poza SP	6.947,6	8.703,4	10.960,6	4.013,0	57,8
- ZUS i zarządzane przez niego fundusze	5.262,9	7.173,5	9.084,9	3.822,0	72,6
- Kasy Chorych	137,8	154,4	146,7	8,8	6,4
- Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną (bez ZUS)	244,3	192,8	231,8	-12,5	-5,1
- Państwowe szkoły wyższe	248,0	186,4	173,2	-74,8	-30,2
- Jednostki badawczo-rozwojowe	268,3	254,3	257,1	-11,2	-4,2
- Samodzielne publ. zakł. opieki zdrow.	347,8	389,7	458,4	110,6	31,8
- Państwowe instytucje kultury	4,2	4,3	2,8	-1,4	-33,9
- PAN i tworzone przez PAN jedn. org.	17,9	11,6	12,1	-5,8	-32,6
- Pozostałe państwowe osoby prawne	416,3	336,3	593,7	177,4	42,6

X.2. Analiza poziomu zadłużenia sektora samorządowego

W okresie lipiec 2001 r. – czerwiec 2002 r. dług sektora samorządowego przed konsolidacją w ramach sektora finansów publicznych wzrósł o 4,3 mld zł (38,2%) do poziomu 15,5 mld zł (po konsolidacji wzrósł o 3,8 mld zł do poziomu 11,5 mld zł). Równocześnie wzrósł udział długu zaciąganego przez te podmioty poza sektorem finansów publicznych w ich długu ogółem (z 68,1% do 74,2%).

Na zmiany zachodzące w zadłużeniu sektora samorządowego decydujący wpływ miały zobowiązania zaciągane przez jednostki samorządu terytorialnego⁴. Po znaczącym przyroście długu tych jednostek w drugiej połowie 2001 r. (przed konsolidacją o 3,2 mld zł, po konsolidacji o 2,9 mld zł), w pierwszym półroczu 2002 r. odnotowano niewielki wzrost zobowiązań (odpowiednio o 0,5 mld zł i 0,6 mld zł). Takie kształtowanie się zadłużenia jest konsekwencją przede wszystkim osiągnięcia przez większość jednostek samorządu terytorialnego dodatniego wyniku finansowego w ciągu pierwszych sześciu miesięcy roku. Rok budżetowy większość tych podmiotów zamyka natomiast deficytem. Należy również podkreślić, że w ostatnich latach występuje tendencja do zwiększania przez te podmioty w drugiej połowie roku działalności inwestycyjnej (finansowanej głównie poprzez zaciąganie kredytów).

⁴ Udział długu tych podmiotów w zadłużeniu sektora samorządowego na koniec czerwca 2001 r. i koniec pierwszego półrocza 2002 r. ukształtował się na poziomie odpowiednio: przed konsolidacją w ramach sektora finansów publicznych: 81,4% i 82,4%, po konsolidacji: 79,8% i 84,1%

W świetle ograniczeń na zaciąganie zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego (por. X.3) należy stwierdzić, że zbiorcze wyniki tych podmiotów były dalekie od założonych limitów. Relacja długu do dochodów wszystkich jednostek wyniosła na koniec 2001 r. 15,4% (wobec indywidualnego dla danej jednostki limitu w wysokości 60%), zaś na koniec pierwszego półrocza 2002 r. 16,1% w stosunku do planowanych na 2002 r. dochodów. W obecnej sytuacji rynkowej istotnym ograniczeniem dla narastania długu jednostek samorządowych jest przede wszystkim limit nałożony na poziom łącznej kwoty przypadających w danym roku budżetowym płatności z tytułu zapadającego długu, kosztów jego obsługi oraz wypłat z tytułu udzielonych poręczeń. Kwota ta nie może przekraczać 15% planowanych w danym roku dochodów jednostki samorządu terytorialnego.

Spośród pozostałych podmiotów sektora samorządowego najwyższym zadłużeniem charakteryzowały się samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej. Podkreślenia wymaga fakt, że obserwowane w drugiej połowie 2001 r. wysokie tempo przyrostu długu tych jednostek uległo w pierwszym półroczu 2002 r. spowolnieniu (w pierwszym kwartale 2002 r. odnotowano nawet niewielki spadek zadłużenia tych jednostek). Podobnie jak w przypadku zoz-ów zaliczanych do sektora rządowego ich zadłużenie było przede wszystkim następstwem nieterminowego regulowania zobowiązań. W okresie lipiec 2001 r. – czerwiec 2002 r. wzrósł udział zadłużenia zoz-ów wobec sektora finansów publicznych w ich długu ogółem (z 22,9% do 32,6%).

Szczegółowe dane o zadłużeniu sektora samorządowego przed i po konsolidacji przedstawiono w tabelach 11 i 12.

Tabela 11. Zadłużenie sektora samorządowego przed konsolidacją

Wyszczególnienie	VI 2001	XII 2001	VI 2002	Zmiana	
	VI'02 – VI'01				
	mln zł	mln zł	mln zł	mln zł	%
1	2	3	4	5 = 4-2	6
Dług sektora samorządowego	11.191,1	14.845,0	15.463,2	4.272,1	38,2
I. Dług jednostek samorządu terytorialnego	9.104,3	12.266,4	12.745,7	3.641,4	40,0
1. Dług krajowy	8.890,8	11.989,2	12.443,9	3.553,1	40,0
- długoterminowy	7.394,3	10.472,3	10.761,9	3.367,6	45,5
- pozostały	1.496,5	1.516,9	1.681,9	185,5	12,4
2. Dług zagraniczny	213,5	277,2	301,8	88,3	41,4
- długoterminowy	213,5	275,2	299,8	86,3	40,4
- pozostały	0,0	1,9	2,0	2,1	-
II. Pozostały dług sektora samorządowego	2.086,8	2.578,6	2.717,6	630,7	30,2
- Fundusze celowe z osobowością prawną	38,8	36,4	22,1	-16,7	-43,1
- Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1.881,7	2.432,8	2.577,7	695,9	37,0
- Samorządowe instytucje kultury	47,2	61,9	53,8	6,6	14,0
- Pozostałe samorządowe osoby prawne	119,1	47,5	64,0	-55,1	-46,3

Tabela 12. Zadłużenie sektora samorządowego po konsolidacji

Wyszczególnienie	VI 2001	XII 2001	VI 2002	Zmiana	
	VI'02 – VI'01				
	mln zł	mln zł	mln zł	mln zł	%
1	2	3	4	5 = 4-2	6
Dług sektora samorządowego	7.620,6	10.768,9	11.470,3	3.849,8	50,5
I. Dług jednostek samorządu terytorialnego	6.083,7	9.008,8	9.642,5	3.558,8	58,5
1. Dług krajowy	5.870,3	8.731,6	9.340,8	3.470,5	59,1
- długoterminowy	4.846,3	7.666,4	8.041,5	3.195,2	65,9
- pozostały	1.024,0	1.065,2	1.299,3	275,2	26,9
2. Dług zagraniczny	213,5	277,2	301,8	88,3	41,4
- długoterminowy	213,5	275,2	299,8	86,3	40,4
- pozostały	0,0	1,9	2,0	2,1	-
II. Pozostały dług sektora samorządowego	1.536,8	1.759,4	1.827,8	290,9	18,9
- Fundusze celowe z osobowością prawną	5,7	2,7	6,1	0,4	6,3
- Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1.451,4	1.683,4	1.738,2	286,8	19,8
- Samorządowe instytucje kultury	34,7	33,8	29,6	-5,1	-14,6
- Pozostałe samorządowe osoby prawne	45,1	39,5	54,0	8,9	19,6

X.3. Oddziaływanie na dług sektora finansów publicznych

Minister Finansów posiada uprawnienia władcze pozwalające mówić o zarządzaniu długiem jedynie w przypadku Skarbu Państwa. W odniesieniu do jednostek sektora finansów publicznych, których zadłużenie jest wliczane do państwowego długu publicznego, a nie stanowi zadłużenia zaliczanego do długu Skarbu Państwa możemy mówić jedynie o oddziaływaniu. W związku z tym, w ustawie o finansach publicznych wprowadzone zostały zapisy dotyczących jednostek samorządu terytorialnego, które:

- ograniczają poziom obciążeń długiem (spłaty rat kapitałowych i koszty obsługi długu oraz wypłaty z tytułu udzielonych poręczeń) w relacji do planowanych dochodów do 15%,
- ograniczają poziom długu w relacji do dochodów do 60%,
- ograniczają rozkład kosztów obsługi długu w czasie (koszty obsługi długu muszą być ponoszone co najmniej raz w roku, dyskonto od emitowanych papierów wartościowych nie może przekroczyć 5% wartości nominalnej, a kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna),
- ograniczają możliwości zaciągania zobowiązań, których maksymalna wartość nominalna, wyrażona w złotych, nie została ustalona w dniu zawierania transakcji,
- stawiają wymóg uzyskania opinii wiarygodności kredytowej od RIO.

Konieczne jest jednocześnie zwrócenie szczególnej uwagi na kwestię zaciągania zobowiązań przez poszczególne grupy podmiotów sektora finansów publicznych. Problem ten dotyczy zwłaszcza ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy oraz samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej.

Problemy ZUS i zarządzanych przez niego funduszy z terminowym przekazywaniem składek do OFE związane są głównie z wadliwym funkcjonowaniem systemu informatycznego. Taka sytuacja doprowadziła do systematycznego wzrostu zobowiązań wymagalnych oraz konieczności ponoszenia dodatkowo kosztów narastających od nich odsetek. Obecnie kończone są prace nad wdrożeniem zmodyfikowanego systemu informatycznego umożliwiającego terminowe przekazywanie składek emerytalnych do OFE. W przypadku istniejącego już zadłużenia ZUS wobec OFE opracowywana jest koncepcja przejęcia przez Skarb Państwa tych zobowiązań i ich konwersja na obligacje rynkowe.

Rozwiązania wymaga również problem narastania zadłużenia samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej. Niezbędne jest przede wszystkim stworzenie rozwiązań systemowych racjonalizujących ich funkcjonowanie i eliminujących możliwość niekontrolowanego zadłużania się.

XI. ZAGROŻENIA DLA REALIZACJI STRATEGII

Obecnie można wskazać następujące zagrożenia dla kształtowania się głównych relacji charakteryzujących dług publiczny i realizacji celów strategii zarządzania długiem:

- a) niekorzystny rozwój sytuacji makroekonomicznej kraju, m.in.
 - mniejsze niż w założeniach tempo wzrostu PKB,
 - wzrost inflacji powyżej założonego, bezpiecznego poziomu,
 - zahamowanie procesu spadku stóp procentowych,
 - silne osłabienie kursu złotego w stosunku do walut obcych,
- b) ograniczone efekty reformy finansów publicznych powodujące utrzymanie się deficytu budżetowego i deficytu sektora finansów publicznych na wysokim poziomie; powodować to będzie wzrost zadłużenia i wpływać na poziom stóp procentowych,
- c) niskie wpływy z prywatyzacji oznaczające konieczność wzrostu zadłużenia w spw,
- d) niekorzystna sytuacja w zakresie bilansu płatniczego, zwiększająca ryzyko znacznej dewaluacji złotego i ograniczająca możliwości zaciągania długu na rynku międzynarodowym,
- e) ryzyko przesunięcia rozszerzenia UE o nowe kraje, co osłabi zaufanie inwestorów do inwestycji w Polsce,
- f) niekorzystne kształtowanie się relacji pomiędzy krótko i długoterminowymi stopami procentowymi (w następstwie wzrostu ryzyka inwestycyjnego w Polsce) powodujące brak postępów w zakresie ograniczania ryzyka związanego ze strukturą długu,
- g) pogorszenie lub załamanie koniunktury międzynarodowej (o szerokim zasięgu lub regionalne), uniemożliwiająca realizację celów makroekonomicznych.

Za najważniejsze z wymienionych zagrożeń należy uznać zagrożenia dotyczące sytuacji finansów państwa, dynamiki wzrostu gospodarczego (czynniki wewnętrzne) oraz osłabienia koniunktury międzynarodowej (czynnik zagraniczny). Ich wystąpienie spowoduje wzrost relacji kosztów obsługi długu i poziomu długu do PKB i wymusi konieczność zastosowania ostrzejszych procedur ostrożnościowych przy konstruowaniu budżetu państwa i budżetów jednostek samorządu terytorialnego w kolejnych latach.

Z kolei ryzyko przesunięcia rozszerzenia UE o nowe kraje oznaczać będzie konieczność finansowania potrzeb pożyczkowych na rynku krajowym i zagranicznym w warunkach znacznie mniej korzystnych i przy ograniczonym udziale inwestorów zagranicznych.

XII. EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Prezentowana *Strategia* jest dokumentem kompleksowo omawiającym problematykę zadłużenia sektora finansów publicznych w Polsce. Po raz pierwszy od wejścia w życie ustawy o finansach publicznych wystąpiła możliwość przekroczenia progu 50% dla relacji państwowego długu publicznego powiększonego o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB oraz zbliżenia się w latach 2004-05 r. do poziomu 55%. W strategii przedstawiono konsekwencje wystąpienia takiej sytuacji. Jednocześnie omówione zostały regulacje dotyczące długu publicznego w Polsce i UE. Wyodrębniona analiza ryzyka związanego z długiem i kosztami jego obsługi pozwoliła uwypuklić zależności pomiędzy minimalizacją kosztów obsługi długu a zarządzaniem ryzykiem.

Podstawowe efekty realizacji strategii można zawrzeć w następujących punktach.

1. Wg aktualnych założeń relacja państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB wyniesie w 2002 r. 49,8%, a w 2003 r. 52,5%. W latach 2004-05 osiągnie poziom odpowiednio: 52,7-54,2% i 51,2-54,0%. Działania w zakresie polityki fiskalnej i gospodarczej mają ograniczyć ryzyko zbliżenia się do progu 55%.
2. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa wzrosną w 2003 r. do 27,3 mld zł (3,48% PKB) z 25,7 mld zł (3,46%) w 2002 r. W latach 2004-05 koszty obsługi długu wzrosną odpowiednio do ok. 28,2-28,5 mld zł (3,34-3,38%) i 29,2-30,2 mld zł (3,22-3,33%).
3. W wyniku realizacji strategii należy oczekiwać, że do 2005 r. osiągnięte będą następujące parametry długu Skarbu Państwa:
 - nastąpi spadek udziału długu zagranicznego z 34,8% na koniec 2001 r. do ok. 30,2%-30,9%,
 - średnia zapadalność rynkowego długu krajowego wzrośnie z 2,51 roku w 2001 r. do ok. 3,3-3,5 roku,
 - duration długu wzrośnie z 1,75 roku na koniec 2001 r. do ok. 2,5-2,7 roku,
 - udział długu nierynkowego w długu krajowym spadnie z 11,0% na koniec 2001 r. do ok. 0,3%-0,6%,
 - udział spw nabytych przez krajowy sektor pozabankowy w długu krajowym wzrośnie z 42,6% na koniec 2001 r. do ok. 57,7%-61,2%.

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

	XII 2000	VI 2001	XII 2001	VI 2002	struktura VI 2002 w %	zmiana XII 2001 - XII 2000 w mln zł w %		zmiana VI 2002 - XII 2001 w mln zł w %	
Zadłużenie Skarbu Państwa	266 816,8	271 562,8	283 937,5	320 880,1	100,0%	17 120,7	6,4%	36 942,6	13,0%
I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	145 981,6	160 314,1	185 028,4	211 920,5	66,0%	39 046,8	26,7%	26 892,1	14,5%
1. Dług z tytułu SPW	132 984,4	149 874,9	176 048,4	203 794,6	63,5%	43 064,0	32,4%	27 746,2	15,8%
1.1. Rynkowe SPW	117 505,2	134 182,5	158 689,9	186 451,4	58,1%	41 184,8	35,0%	27 761,5	17,5%
bony skarbowe	23 442,3	29 613,8	35 215,6	45 638,6	14,2%	11 773,3	50,2%	10 423,0	29,6%
obligacje rynkowe	94 062,9	104 568,7	123 474,3	140 812,8	43,9%	29 411,5	31,3%	17 338,5	14,0%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu stałym	75 411,8	87 205,9	97 526,0	117 737,1	36,7%	22 114,3	29,3%	20 211,1	20,7%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	11 711,7	17 611,7	21 973,8	29 045,4	9,1%	10 262,1	87,6%	7 071,6	32,2%
obligacje o oprocentowaniu stałym do 5-let	42 111,6	45 806,8	51 935,9	62 104,5	19,4%	9 824,2	23,3%	10 188,6	19,6%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	-	-	384,8	887,5	0,3%	384,8	-	502,7	130,7%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	5 149,5	7 349,5	9 049,5	13 024,0	4,1%	3 900,0	75,7%	3 974,8	43,9%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	-	-	-	400,0	0,1%	-	-	400,0	-
obligacje 2-letnie zerokuponowe - skonerwowane 1)	4 133,9	4 133,9	1 877,1	0,0	0,0%	-2 256,9	-54,6%	-1 877,1	-100,0%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu stałym - skonerwowane 1)	3 076,3	3 076,3	3 076,3	3 046,9	0,9%	0,0	0,0%	-29,4	-1,0%
obligacje 4-letnie o oprocentowaniu stałym - skonerwowane 1)	3 076,3	3 076,3	3 076,3	3 076,3	1,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - skonerwowane 1)	3 076,3	3 076,3	3 076,3	3 076,3	1,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonerwowane 1)	3 076,3	3 076,3	3 076,3	3 076,3	1,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu zmiennym	18 651,1	17 362,8	25 948,3	23 075,7	7,2%	7 297,2	39,1%	-2 872,6	-11,1%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	10 684,9	8 796,7	8 061,5	6 737,0	2,1%	-2 623,4	-24,6%	-1 324,5	-16,4%
obligacje o oprocentowaniu zmiennym do 10-let	7 966,1	8 566,1	9 356,1	9 851,6	3,1%	1 390,0	17,4%	485,5	5,3%
obligacje nominowane w USD/01 2)	-	-	8 530,7	6 487,1	2,0%	8 530,7	-	-2 043,6	-24,0%
1.2. Obligacje oszczędnościowe	1 953,4	3 354,4	6 058,3	7 001,3	2,2%	4 104,9	210,1%	943,0	15,6%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	1 400,9	2 795,5	5 168,7	5 995,8	1,9%	3 707,8	253,8%	827,2	16,0%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	432,5	558,9	889,6	1 005,5	0,3%	397,1	80,6%	115,8	13,0%
1.3. Nierynkowe SPW	13 525,8	12 338,0	11 300,1	10 341,8	3,2%	-2 225,7	-16,5%	-958,3	-8,5%
obligacje restrukturyzacyjne	6 402,6	6 316,0	6 148,0	6 024,3	1,9%	-254,6	-4,0%	-123,7	-2,0%
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGZ	788,3	794,8	795,2	785,0	0,2%	6,8	0,9%	-10,1	-1,3%
obligacje nominowane w USD/91	6 335,0	5 227,1	4 357,0	3 532,5	1,1%	-1 977,9	-31,2%	-824,5	-18,9%
2. Pozostałe zadłużenie krajowe SP	12 997,2	10 439,2	8 980,0	8 126,0	2,5%	-4 017,2	-30,9%	-854,1	-9,5%
bieżące rozliczenia z bankami 3)	41,4	-	-	-	-	-41,4	-100,0%	-	-
przedpłaty na samochody 4)	3,7	3,7	3,6	3,6	0,0%	-0,1	-3,4%	0,0	-1,1%
zobowiązania wymagalne 4) 5)	2 484,1	1 479,9	728,0	378,3	0,1%	-1 756,1	-70,7%	-349,7	-48,0%
zobowiązania z tytułu niewypłacenia płac w storze budżet	9 564,5	8 636,3	7 337,0	6 638,7	2,1%	-2 227,4	-23,3%	-688,4	-9,5%
zobowiązania wobec związków zawodowych 6)	158,4	179,3	7,1	5,4	0,0%	-151,4	-95,5%	-1,7	-23,4%
zadłużenie Funduszu Pracy 7)	745,1	140,0	904,3	1 100,0	0,3%	159,2	21,4%	185,7	21,6%
II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa	120 835,2	111 248,7	98 909,1	108 959,5	34,0%	-21 926,1	-18,1%	10 050,5	10,2%
1. Dług z tytułu SPW	22 536,9	22 826,6	23 366,4	27 299,1	8,5%	829,4	3,7%	3 932,7	16,8%
obligacje typu Brady	18 074,3	16 239,2	16 136,8	16 261,0	5,1%	-1 937,5	-10,7%	124,1	0,8%
obligacje zagraniczne	4 462,6	6 587,4	7 229,6	11 038,1	3,4%	2 766,9	62,0%	3 808,6	52,7%
2. Dług z tytułu kredytów	98 298,2	88 422,2	75 542,7	81 660,4	25,4%	-22 756,6	-23,1%	6 117,7	8,1%
Klub Paryski	87 724,8	78 967,9	64 987,7	69 612,0	21,7%	-22 737,1	-25,9%	4 624,2	7,1%
Międzynarodowe Instytucje Finansowe	9 572,9	8 600,6	9 795,9	11 218,8	3,5%	223,0	2,3%	1 422,9	14,5%
w tym: Bank Światowy	7 260,1	6 554,6	6 934,0	7 474,0	2,3%	-326,1	-4,5%	539,9	7,8%
pozostałe	1 000,6	793,6	759,1	829,7	0,3%	-241,5	-24,1%	70,6	9,3%
<i>kurs przyjęty do obliczeń (1PLN/1USD)</i>	<i>4,1432</i>	<i>3,9671</i>	<i>3,9863</i>	<i>4,0418</i>	<i>-</i>	<i>-0,1569</i>	<i>-3,8%</i>	<i>0,0555</i>	<i>1,4%</i>

*) dług Skarbu Państwa przed konsolidacją w ramach sektora finansów publicznych;

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

2) obligacje (w kwocie 2 140,0 mln USD) wyemitowane w celu pozyskania środków na przedterminowy wykup zadłużenia wobec Brazylii, termin wykupu ostatniej raty tych obligacji przypada na listopad 2003 r.;

3) od marca 2001 r. zadłużenie SP z tego tytułu wykazywane jest w pozycji zobowiązania wymagalne;

4) dane zmieniają się kwartalnie;

5) do lutego 2001 pozycja obejmowała wyłącznie zobowiązania wymagalne jednostek budżetowych, począwszy od marca została rozszerzona o zobowiązania wymagalne zakładów budżetowych, gospodarstw pomocniczych i państwowych funduszy celowych nie posiadających osobowości prawnej, na zadłużenie w tej pozycji składają się m.in. zobowiązania wobec banków z tytułu refundacji premii gwarancyjnych od wkładów mieszkaniowych oraz z tytułu odsetek od kredytów mieszkaniowych;

6) zobowiązania wobec związków zawodowych i organizacji społecznych, wynikające z rekompensat za utracone mienie w wyniku wprowadzenia stanu wojennego, w sierpniu 2001 r., listopadzie 2001 r. oraz w kwietniu 2002 r. dokonano konwersji zobowiązań na obligacje skarbowe o wartości nominalnej odpowiednio: 187,2 mln zł, 3,7 mln zł i 117,7 mln zł;

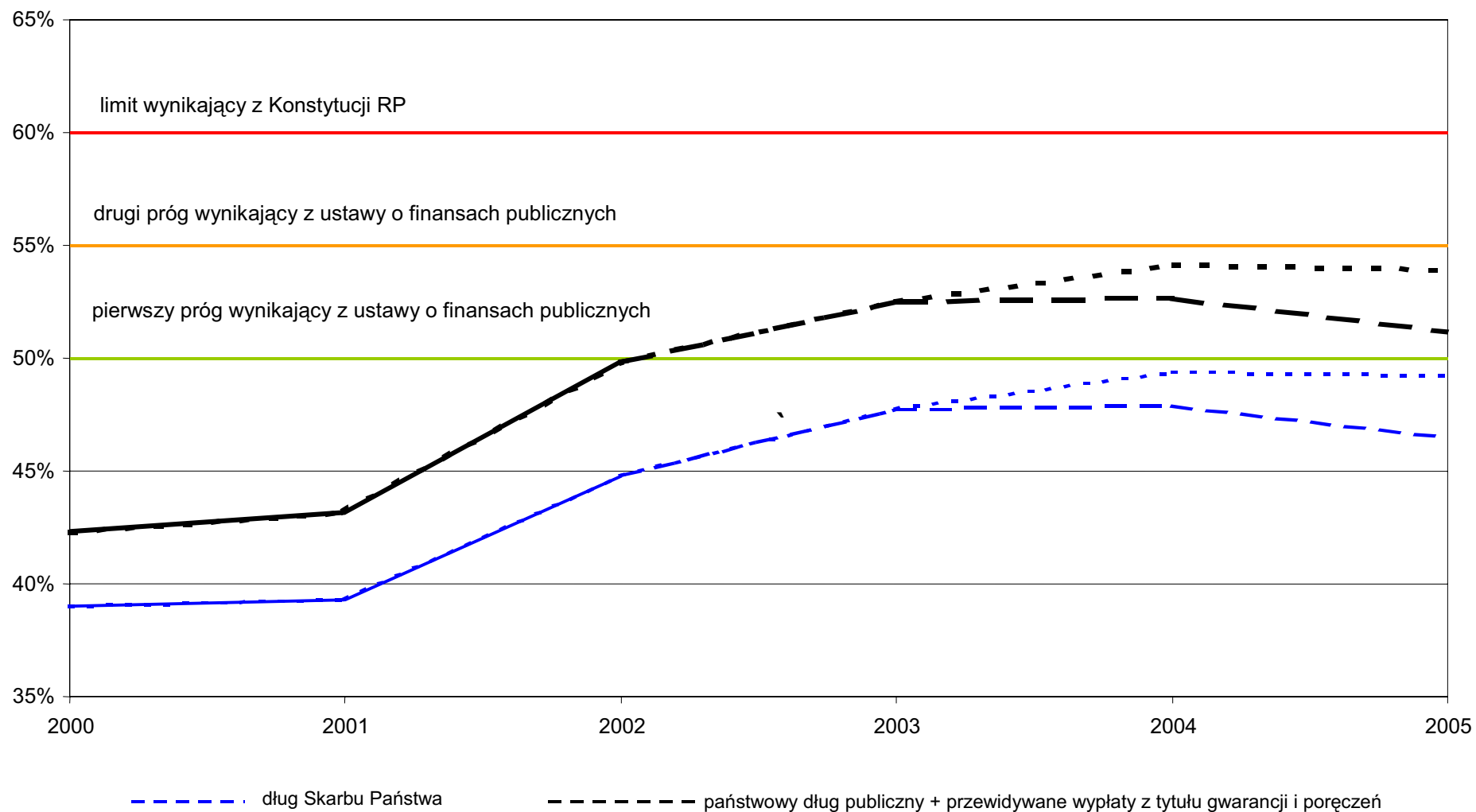
7) z tytułu kredytu zaciągniętego w bankach komercyjnych.

ZADŁUŻENIE KRAJOWE SKARBU PAŃSTWA wg kryterium miejsca emisji w układzie podmiotowym wg nominalu (w mln zł) *

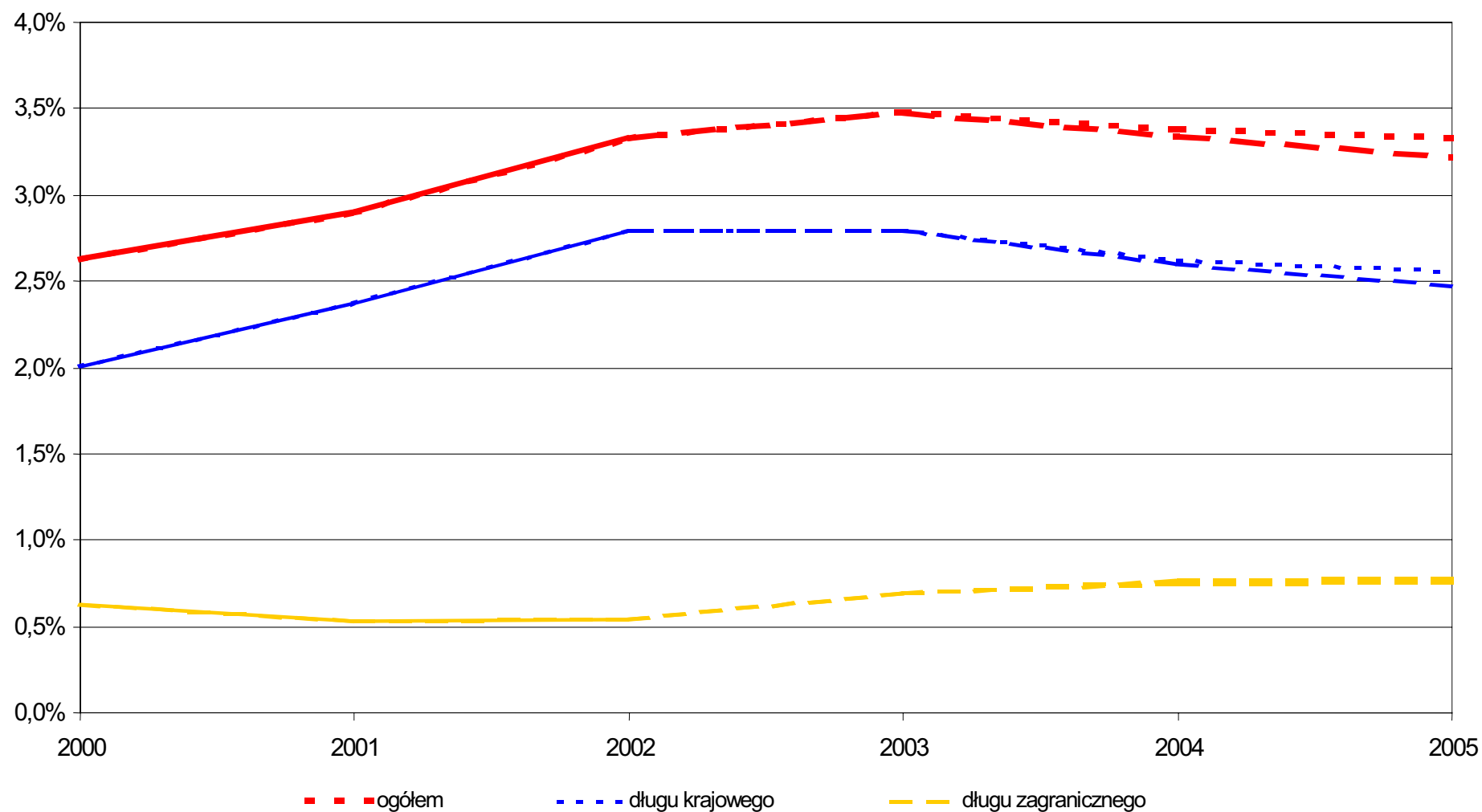
	XII 2000	VI 2001	XII 2001	VI 2002	struktura VI 2002	zmiana XII 2001 - XII 2000 w mln zł	zmiana w %	zmiana VI 2002 - XII 2001 w mln zł	zmiana w %
Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	145 981,6	160 314,1	185 028,4	211 920,5	100,0%	39 046,8	26,7%	26 892,1	14,5%
NARODOWY BANK POLSKI	16 781,6	12 011,9	18 159,0	12 899,8	6,1%	1 377,4	8,2%	-5 259,2	-29,0%
Dług z tytułu SPW	16 781,6	12 011,9	18 159,0	12 899,8	6,1%	1 377,4	8,2%	-5 259,2	-29,0%
Rynkowe SPW	14 217,0	9 823,0	16 248,6	11 250,7	5,3%	2 032,6	14,3%	-4 988,9	-30,8%
obligacje skonwertowane o oprocentowaniu stałym	14 217,0	9 823,0	5 698,1	3 281,8	1,5%	-8 318,9	-58,5%	-2 616,3	-44,4%
2-letnia zerokuponowa	3 280,9	2 266,9	-	-	-	-3 280,9	-100,0%	-	-
3-letnia	2 722,3	1 662,3	784,3	0,0	0,0%	-1 938,0	-71,2%	-784,3	-100,0%
4-letnia	2 733,3	1 813,3	1 363,3	395,3	0,2%	-1 370,0	-50,1%	-968,0	-71,0%
5-letnia	2 905,3	2 506,3	2 386,3	1 817,3	0,9%	-519,0	-17,9%	-569,0	-23,8%
10-letnia	2 575,3	1 554,3	1 364,3	1 069,3	0,5%	-1 211,0	-47,0%	-295,0	-21,6%
obligacje o oprocentowaniu stałym do 5-lat	-	-	1 820,8	1 481,8	0,7%	1 820,8	-	-339,0	-0,2
obligacje nominowane w USD ⁰¹	-	-	8 530,7	6 487,1	3,1%	8 530,7	-	-2 043,6	-0,2
Niernynkowe SPW	2 564,6	2 188,9	1 909,4	1 649,1	0,8%	-655,2	-25,5%	-260,4	-13,6%
obligacje nominowane w USD ⁰¹	2 564,6	2 188,9	1 909,4	1 649,1	0,8%	-655,2	-25,5%	-260,4	-13,6%
KRAJOWE BANKI KOMERCYJNE	49 901,8	55 719,5	59 154,1	69 362,0	32,7%	9 252,3	18,5%	10 207,9	17,3%
Dług z tytułu SPW	48 371,3	54 961,5	58 249,1	68 261,8	32,2%	9 877,8	20,4%	10 012,7	17,2%
Rynkowe SPW	37 410,1	44 812,4	48 858,3	59 569,0	28,1%	11 448,2	30,6%	10 710,7	21,9%
bony skarbowe	11 898,9	13 266,2	19 722,8	26 900,0	12,7%	7 893,8	66,6%	7 177,2	36,4%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	4 159,3	7 866,8	7 729,0	11 087,2	5,2%	3 569,7	85,8%	3 368,2	43,4%
obligacje 2-letnie zerokuponowe - skonwertowane	460,5	1 156,6	1 176,2	0,0	0,0%	715,7	155,4%	-1 176,2	-100,0%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	1 761,3	1 373,5	898,9	231,9	0,1%	-862,4	-49,0%	-666,9	-74,2%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	194,0	896,7	1 539,7	2 261,2	1,1%	1 345,7	693,6%	721,5	46,9%
obligacje 4-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	205,4	347,7	752,6	1 567,7	0,7%	547,3	266,5%	815,0	108,3%
obligacje o oprocentowaniu stałym do 5-lat	16 361,9	17 174,1	14 729,1	13 269,8	6,3%	-1 632,9	-10,0%	-1 439,7	-9,8%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	-	-	22,4	74,1	0,0%	22,4	-	51,7	231,2%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	15,0	77,8	80,4	387,4	0,2%	65,4	435,9%	307,1	382,0%
obligacje o oprocentowaniu zmiennym do 10-lat	2 247,2	2 309,0	1 923,0	2 663,0	1,3%	-324,2	-14,4%	730,0	38,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	166,5	318,8	254,3	1 082,3	0,5%	87,8	52,7%	828,0	325,6%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	0,0	26,2	30,1	30,0	0,0%	30,1	-	-0,1	-0,2%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	-	-	-	4,5	0,0%	-	-	4,5	-
Niernynkowe SPW	10 961,2	10 149,1	9 390,7	8 692,8	4,1%	-1 570,5	-14,3%	-697,9	-7,4%
obligacje nominowane w USD ⁰¹	3 770,3	3 038,2	2 447,6	1 883,5	0,9%	-1 322,7	-35,1%	-564,1	-23,0%
obligacje restrukturyzacyjne	6 402,6	6 316,0	6 148,0	6 024,3	2,8%	-254,6	-4,0%	-123,7	-2,0%
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGZ	788,3	794,8	796,2	785,0	0,4%	6,8	0,9%	-10,1	-1,3%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	1 530,5	758,0	905,0	1 100,2	0,5%	-625,5	-40,9%	195,2	21,6%
bieżące rozliczenia z bankami	41,4	-	-	-	-	-41,4	-100,0%	-	-
zobowiązania wymagalne	744,1	618,0	0,7	0,2	0,0%	-743,4	-99,9%	-0,5	-65,2%
zadłużenie Funduszu Pracy	745,1	140,0	904,3	1 100,0	0,5%	159,2	21,4%	195,7	21,6%
KRAJOWY SEKTOR POZABANKOWY	61 546,2	72 755,4	86 972,2	98 836,4	46,6%	25 426,0	41,3%	11 864,2	13,6%
Dług z tytułu SPW	50 079,5	63 074,3	78 897,2	91 810,6	43,3%	28 817,7	57,5%	12 913,4	16,4%
Rynkowe SPW	48 126,0	59 719,9	72 838,9	84 809,3	40,0%	24 712,9	51,4%	11 970,4	16,4%
bony skarbowe	10 947,3	15 644,9	14 560,3	18 166,1	8,6%	3 613,0	33,0%	3 605,8	24,8%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	3 484,5	6 293,6	9 821,9	11 310,3	5,3%	6 337,4	181,9%	1 488,4	15,2%
obligacje 2-letnie zerokuponowe - skonwertowane	392,5	711,4	700,8	0,0	0,0%	308,4	78,6%	-700,8	-100,0%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	8 688,5	7 387,7	7 128,6	6 465,4	3,1%	-1 759,9	-19,8%	-663,1	-9,3%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	160,0	497,3	752,3	765,7	0,4%	592,3	370,2%	33,4	4,4%
obligacje 4-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	137,6	915,3	960,4	1 113,3	0,5%	822,7	597,9%	153,0	15,9%
obligacje o oprocentowaniu stałym do 5-lat	14 445,7	16 100,8	22 464,5	27 530,4	13,0%	8 018,9	55,5%	5 065,8	22,6%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	-	-	362,3	812,7	0,4%	362,3	-	450,4	124,3%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	156,0	492,2	609,6	871,6	0,4%	453,6	290,8%	261,9	43,0%
obligacje o oprocentowaniu zmiennym do 10-lat	5 718,2	6 226,2	7 178,4	7 142,3	3,4%	1 460,3	25,5%	-36,1	-0,5%
obligacje 10-letnie o stałym oprocentowaniu	3 294,9	3 954,6	6 617,8	8 334,4	3,9%	3 323,0	100,9%	1 716,6	25,9%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	501,0	1 495,8	1 681,9	1 977,0	0,9%	1 180,9	235,7%	295,1	17,5%
obligacje 20-letnie o stałym oprocentowaniu	-	-	-	300,0	0,1%	-	-	300,0	-
Obligacje oszczędnościowe	1 953,4	3 354,4	6 058,3	7 001,3	3,3%	4 104,9	210,1%	943,0	15,6%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	1 460,9	2 795,5	5 168,7	5 995,8	2,8%	3 707,8	253,8%	827,2	16,0%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	492,6	558,9	889,6	1 005,5	0,5%	397,1	80,6%	115,8	13,0%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	11 466,7	9 681,2	8 075,0	7 025,7	3,3%	-3 381,7	-29,6%	-1 049,3	-13,0%
przedpłaty na samochody	3,7	3,7	3,6	3,6	0,0%	-0,1	-3,4%	0,0	-1,1%
zobowiązania wymagalne	1 740,0	861,9	727,3	378,1	0,2%	-1 012,7	-58,2%	-349,2	-48,0%
zobowiązanie z tyt. niepodwyższania plac w sferze budżet	9 564,5	8 636,3	7 337,0	6 638,7	3,1%	-2 227,4	-23,3%	-698,4	-9,5%
zobowiązania wobec związków zawodowych	158,4	179,3	7,1	5,4	0,0%	-151,4	-95,5%	-1,7	-23,4%
SPW U INWESTORÓW ZAGRANICZNYCH	17 752,0	19 827,2	20 743,1	30 822,4	14,5%	2 991,1	16,8%	10 079,3	48,6%
Rynkowe SPW	17 752,0	19 827,2	20 743,1	30 822,4	14,5%	2 991,1	16,8%	10 079,3	48,6%
bony skarbowe	656,1	702,7	932,6	572,6	0,3%	276,5	42,1%	-360,0	-38,6%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	4 067,9	3 451,2	4 422,9	6 647,9	3,1%	365,1	8,7%	2 225,0	50,3%
obligacje 3-letnie o procentowaniu zmiennym	35,1	35,5	34,0	39,6	0,0%	-1,1	-3,0%	5,6	16,3%
obligacje o oprocentowaniu stałym do 5-lat	11 304,1	12 530,8	12 921,4	19 802,5	9,3%	1 617,3	14,3%	6 881,1	53,3%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	-	-	0,1	0,7	0,0%	0,1	-	0,6	941,7%
obligacje o oprocentowaniu zmiennym do 10-lat	0,8	30,9	254,7	56,3	0,0%	253,9	33412,3%	-198,4	-77,9%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	1 688,1	3 076,1	2 177,3	3 607,3	1,7%	489,2	29,0%	1 430,0	65,7%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	-	-	-	95,5	0,0%	-	-	95,5	-

*] dług Skarbu Państwa przed konsolidacją w ramach sektora finansów publicznych;

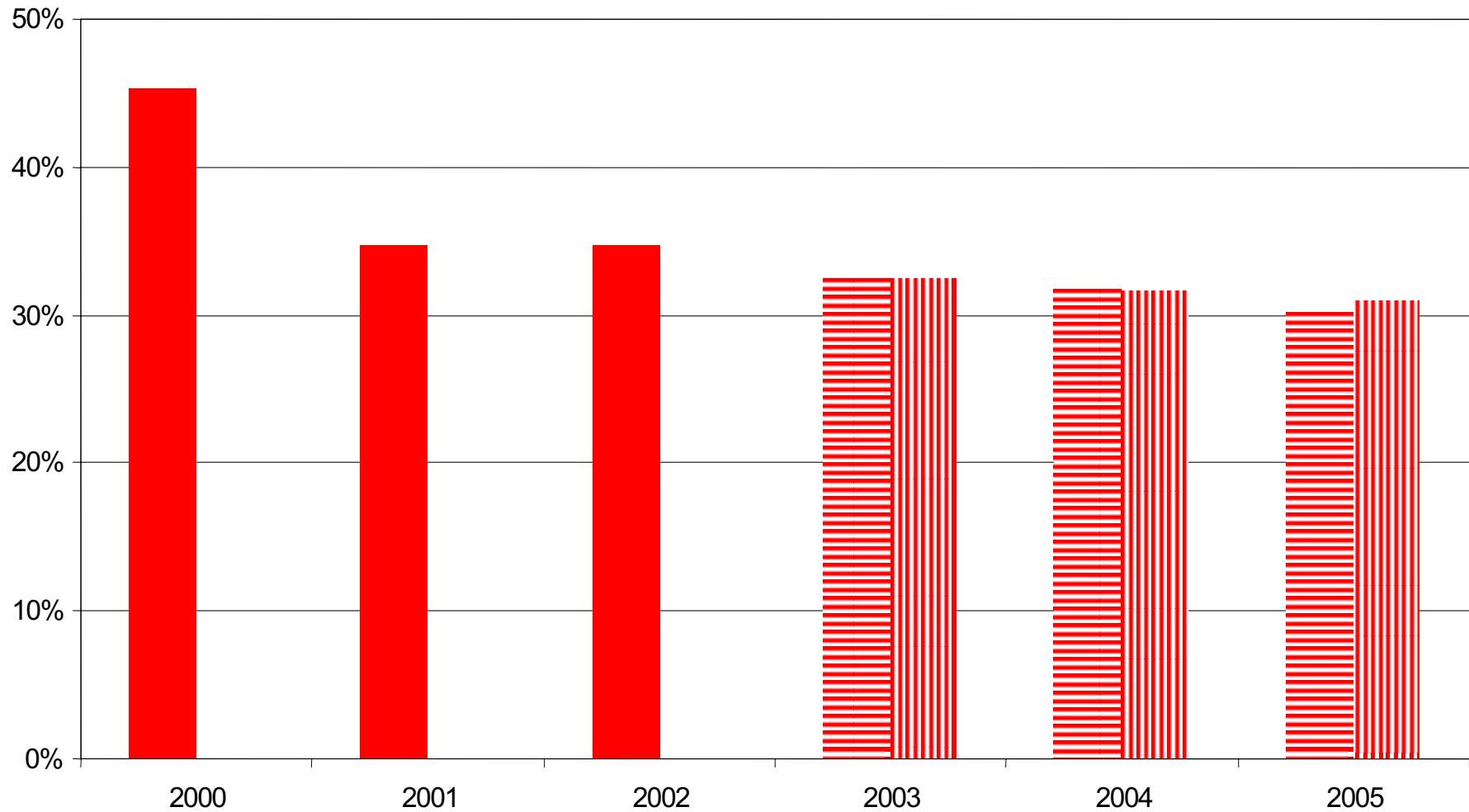
Relacja długu Skarbu Państwa i państwowego długu publicznego do PKB



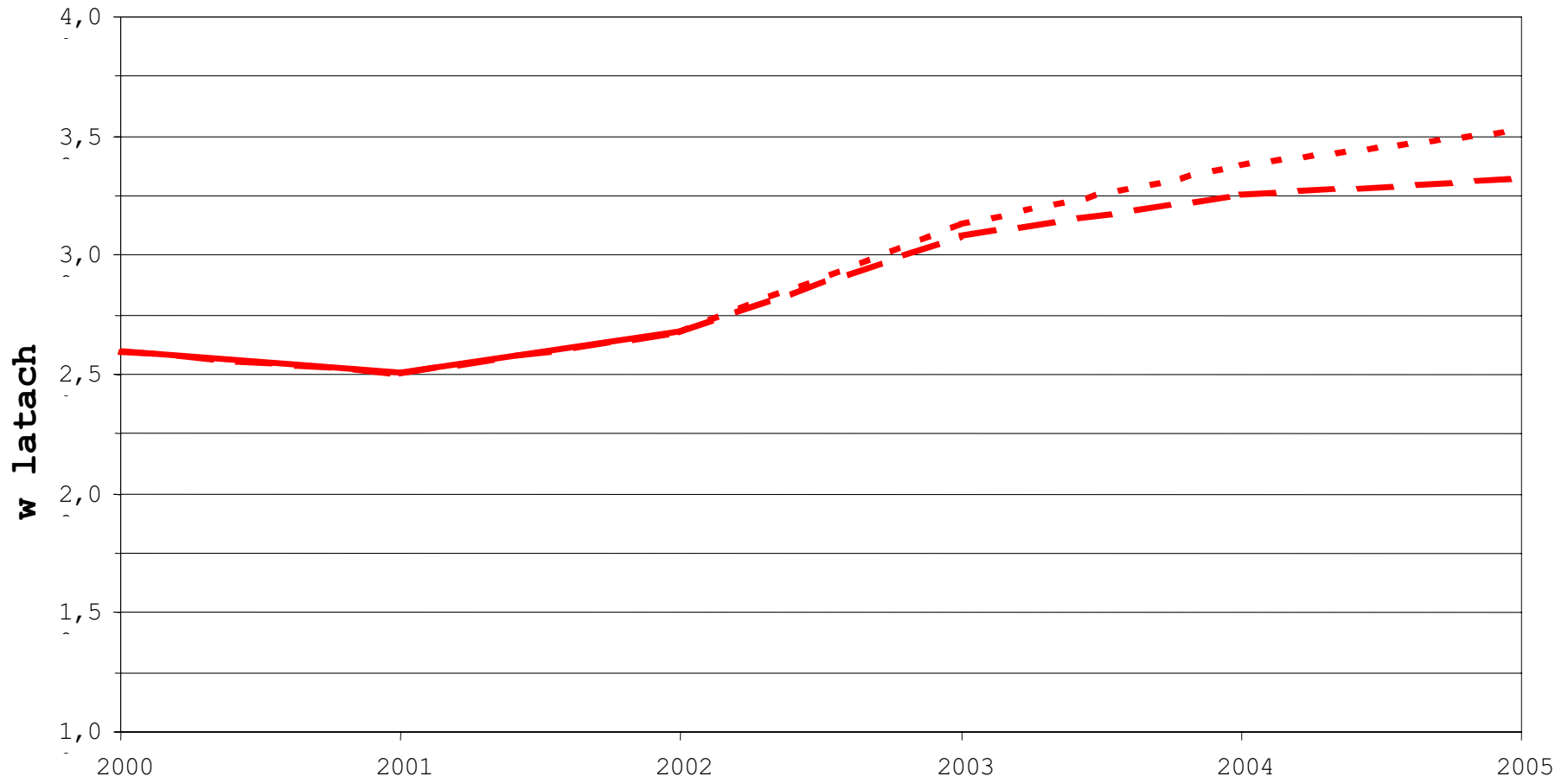
Relacja kosztów obsługi długu Skarbu Państwa do PKB



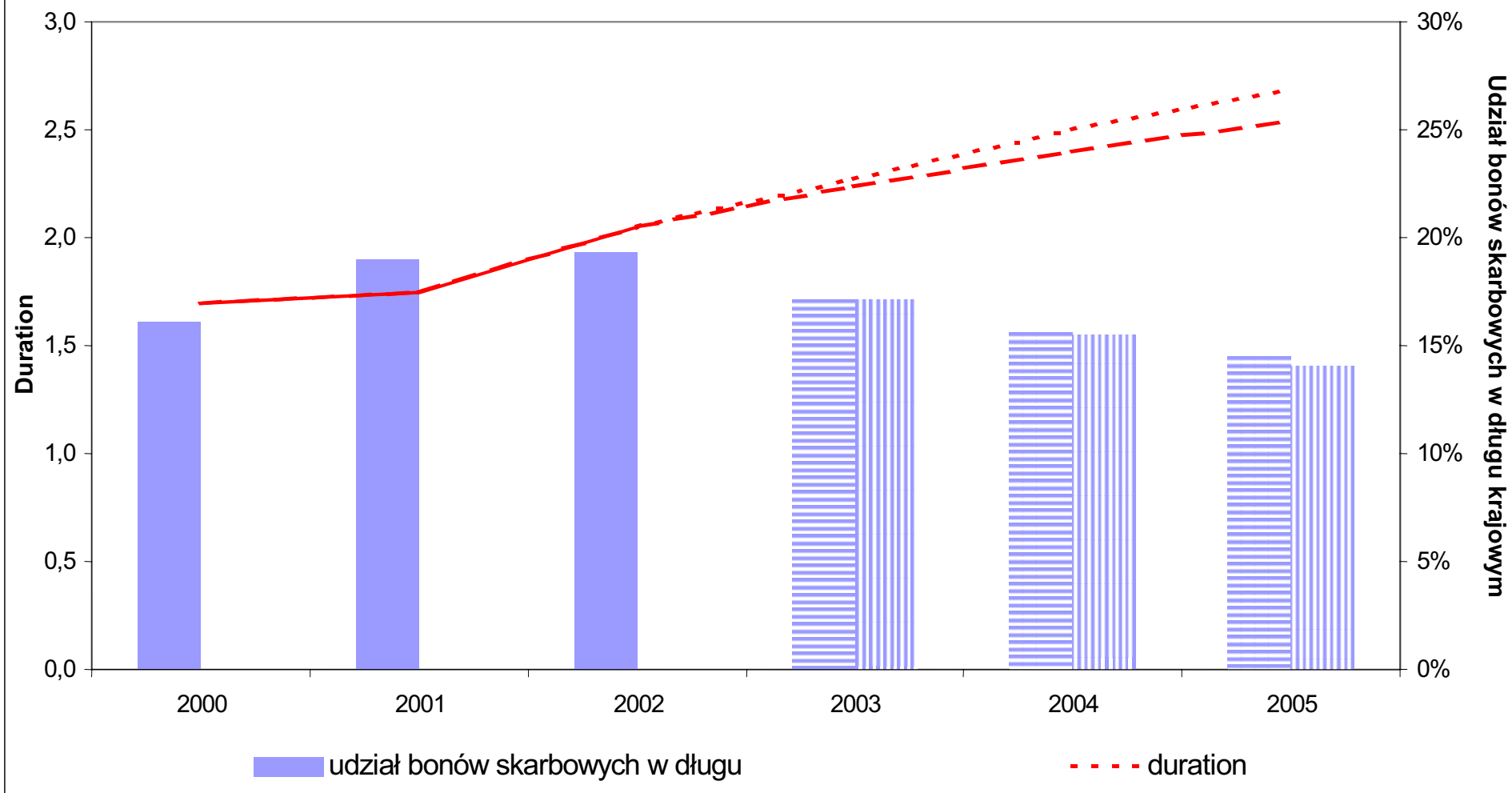
Udział długu zagranicznego w długu



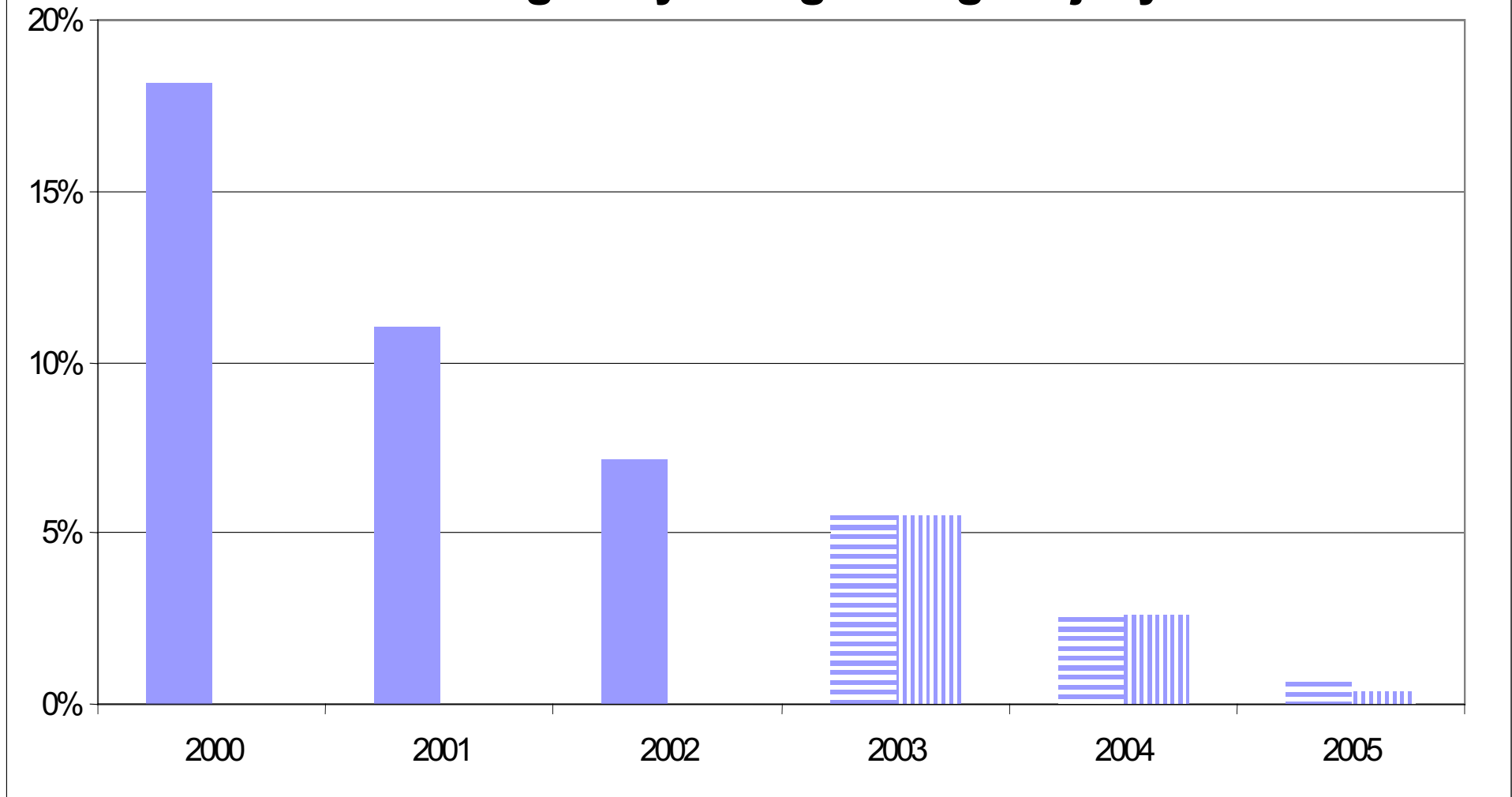
Zapadalność rynkowego długu krajowego



Udział bonów skarbowych w d\u0142ugu krajowym i duration d\u0142ugu rynkowego



Udział długu nierynkowego w długu krajowym



Udział zadłużenia sektora pozabankowego w spw w długi krajowy

