

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2010-12

Ministerstwo Finansów
Warszawa, wrzesień 2009 r.

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2010-12

I. WPROWADZENIE	5
II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO	7
II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi	7
II.2. Struktura długu Skarbu Państwa.....	9
II.3. Ocena realizacji celu Strategii w 2008 r. i w pierwszej połowie 2009 r.	12
II.4. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych	17
II.5. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych	21
III. UWARUNKOWANIA STRATEGII.....	23
III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski.....	23
III.2. Uwarunkowania międzynarodowe.....	26
IV. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2010-12.....	28
V. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM	31
VI. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH.....	33
VI.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych.....	33
VI.2. Założenia strategii udzielania poręczeń i gwarancji	34
VI.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	35
VII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII.....	38
VII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu.....	38
VII.2. Struktura długu Skarbu Państwa	40
VII.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii.....	41
Aneks 1. Słowniczek pojęć.....	43
Aneks 2. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE	47
Aneks 3. Deficyt i dług publiczny oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE	49
Aneks 4. Ocena kredytowa (<i>rating</i>) długu rządowego państw UE.....	50
Aneks 5. Ryzyko refinansowania i stopy procentowej wybranych państw UE	51
Aneks 6. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE	52
Aneks 7. Dług publiczny w Polsce – aneks statystyczny.....	57

I. WPROWADZENIE

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

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się na dwóch poziomach:

- w szerszym znaczeniu stanowi element polityki fiskalnej i obejmuje decyzje, jaka część wydatków państwa ma być finansowana poprzez zaciąganie długu, a zatem jaka będzie wielkość długu publicznego (aspekt ten jest omawiany w aktualizowanych co roku dokumentach poświęconych programowi gospodarczemu rządu, w szczególności w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej oraz Aktualizacji Programu Konwergencji);
- w węższym znaczeniu oznacza sposób finansowania potrzeb pożyczkowych państwa oraz kształtowanie struktury długu, a więc wybór rynków, instrumentów i terminów emisji.

Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010-12 zawiera prognozy wielkości państwowego długu publicznego (wg metodologii krajowej) spójne z założeniami polityki fiskalnej przyjętymi w projekcie ustawy budżetowej na 2010 r., natomiast w zakresie celów i zadań odnosi się do zarządzania długiem publicznym w węższym znaczeniu. Trzyletnia prognoza długu publicznego wg metodologii UE, sporządzona w oparciu o ścieżkę fiskalną dostosowaną do poziomu wynikającego z objęcia Polski procedurą nadmiernego deficytu, zostanie przedstawiona w najbliższej Aktualizacji Programu Konwergencji, nad którą trwają obecnie prace.

Tabela 1. Dług publiczny i koszty jego obsługi – podsumowanie prognoz Strategii

Wyszczególnienie	2008 (wykonanie)	2009	2010	2011	2012
1. Państwowy dług publiczny					
a) w mld zł	597,8	658,8	739,1	770,8	816,1
b) w relacji do PKB	47,0%	49,8%	54,7%	54,5%	54,8%
2. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa					
a) w mld zł	25,1	30,6	34,9	40,7	44,2
b) w relacji do PKB	2,0%	2,3%	2,6%	2,9%	3,0%

Przy przyjętych założeniach relacja długu do PKB będzie rosła, przekraczając próg 50% w 2010 r. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych, przekroczenie progu 50% w 2010 r. oznaczać będzie konieczność przyjęcia w ustawie budżetowej na 2012 r. relacji deficytu budżetowego do dochodów nie wyższej niż założona w budżecie na 2011 r. W latach 2010-12 relacja długu do PKB będzie utrzymywać się blisko progu 55% (54,5%-54,8%). Oznacza to występowanie znacznego ryzyka przekroczenia tego progu i uruchomienia sankcji wynikających z ustawy o finansach publicznych. Dla relacji kosztów obsługi długu SP do PKB przewidywany jest wzrost do 3,0% w 2012 r.

Niniejsza *Strategia* stanowi w dużej mierze kontynuację strategii przygotowanej rok temu. Utrzymany został cel minimalizacji kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach związanych z ryzykiem oraz trzy współzależne zadania zwiększania płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW).

Dla realizacji celu Strategii w latach 2010-2012 przyjęto, że:

- utrzymane zostanie elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty i instrumentów, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi przy ograniczeniach wynikających z przyjętych poziomów ryzyka oraz możliwego wpływu na politykę pieniężną;
- głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy; udział finansowania zagranicznego może ulegać okresowemu zwiększeniu; przy emisjach zagranicznych rolę rynku strategicznego będzie pełnił rynek euro;
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro;

- utrzymano dążenie do zwiększania średniej zapadalności długu krajowego (proces zahamowany w 2008 i 2009 r.), natomiast jego *duration*, które osiągnęło już poziom akceptowalny z punktu widzenia ryzyka stopy procentowej, utrzymywane będzie w przedziale 2,5-4,0 roku;
- w przypadku długu zagranicznego obecny poziom zarówno ryzyka refinansowania, jak i ryzyka stopy procentowej, nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów obsługi.

Układ *Strategii* nie uległ zasadniczym zmianom. W poprzedniej *Strategii* umieszczony został monograficzny rozdział, poświęcony analizie wpływu wprowadzenia euro na zarządzanie długiem publicznym w Polsce. Obecnie zagadnienia dotyczące wpływu uwarunkowań związanych z planowanym przyjęciem przez Polskę euro na cele, zadania i instrumenty zarządzania długiem poruszone są w odpowiednich rozdziałach *Strategii*.

Istotnym uwarunkowaniem *Strategii* jest wejście w życie 1 stycznia 2010 r. nowej ustawy o finansach publicznych. Najważniejsze zmiany w zakresie długu publicznego, omówione w podrozdziale VI.1, dotyczą zakresu i organizacji sektora finansów publicznych, procedur ostrożnościowych i sanacyjnych (przy niezmienionych progach 50%, 55% i 60%) oraz horyzontu *Strategii* – począwszy od strategii przygotowywanej w 2010 r. będzie on 4-letni.

Strategia zawiera siedem aneksów zawierających informacje uzupełniające główny tekst, w tym słowniczek pojęć.

II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO

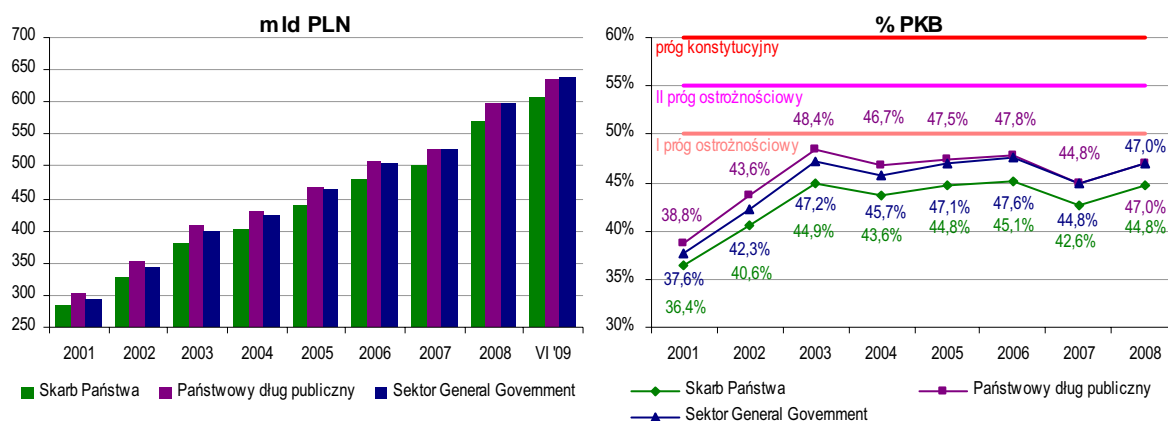
Finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa powoduje konieczność zaciągania długu publicznego i ponoszenia kosztów jego obsługi. Zarządzanie długiem polega na kształtowaniu jego struktury tak, by z istnieniem długu publicznego wiązały się jak najmniejsze koszty w długim horyzoncie czasowym przy akceptowalnym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

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

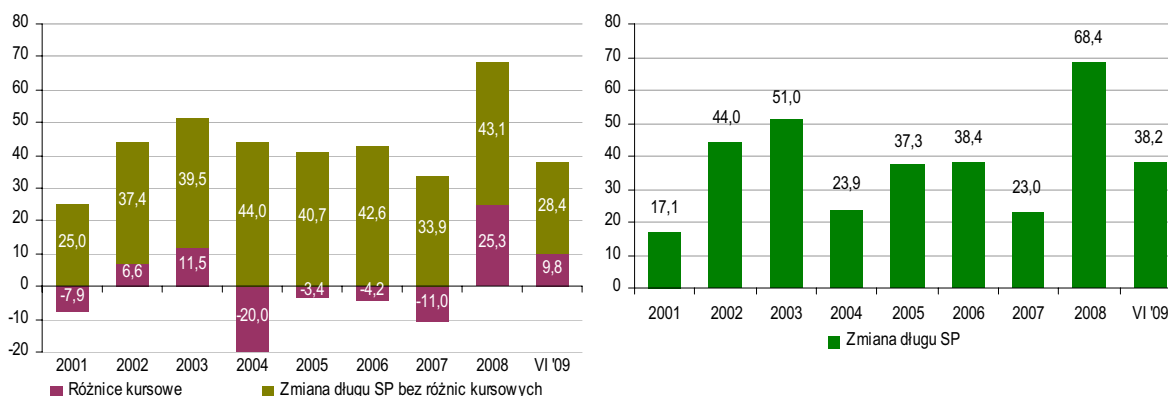
II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi

Zmiany wielkości długu publicznego w latach 2001-09 wynikały głównie ze zmian długu SP. Wzrost w ujęciu nominalnym był wypadkową stosunkowo wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu państwa przy malejących wpływach z prywatyzacji oraz zmian kursu złotego. Jednocześnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego i poprawa sytuacji finansów publicznych wpłynęły na stabilizację relacji długu publicznego do PKB od 2004 r. na średnim poziomie ok. 47%, poniżej pierwszego progu przewidzianego w ustawie o finansach publicznych, tj. 50%. Znaczne umocnienie złotego w 2007 r. pozwoliło na przejściowe obniżenie długu poniżej 45% PKB. W 2008 r. i w pierwszej połowie 2009 r. dług publiczny wzrósł odpowiednio o 70,3 mld zł i 37,8 mld (w tym dług SP o 68,4 mld zł i 38,2 mld zł) z powodu znacznego osłabienia złotego oraz wzrostu potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych w wyniku spowolnienia gospodarczego.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego w latach 2001-2009¹



Wykres 2. Wpływ zmian kursu złotego na wielkość długu SP w latach 2001-2009 (mld zł)



Relacja długu publicznego do PKB wg metodologii UE, wynosząca na koniec 2008 r. 47,0%, jest niższa w porównaniu z wielkością tej relacji dla całej UE (61,5%) i dla strefy euro (69,3%)².

¹ Szczegółowe informacje dotyczące wielkości długu publicznego zawiera aneks 7.

² Najważniejsze różnice między metodologią polską a UE wynikają z wliczania zobowiązań wymagalnych do tytułów dłużnych wg metodologii polskiej oraz zaliczania Krajowego Funduszu Drogowego do sektora

Tabela 2. Czynniki wpływające na zmianę relacji długu SP do PKB (%)

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Relacja długu SP do PKB	36,4	40,6	44,9	43,6	44,8	45,1	42,6	44,8
Zmiana relacji długu SP do PKB	0,6	4,1	4,4	-1,4	1,2	0,4	-2,5	2,2
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, w tym:	3,5	5,0	4,4	4,8	4,2	4,1	2,8	3,4
1.1. saldo pierwotne budżetu państwa	1,5	1,9	1,5	2,0	0,3	-0,3	-1,0	-0,1
1.2. koszty obsługi długu SP	2,7	3,0	2,9	2,5	2,5	2,6	2,3	2,0
1.3. koszty reformy emerytalnej *	0,0	0,0	0,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,6
1.4. przychody netto z prywatyzacji	-0,8	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	0,0	-0,1	-0,1
1.5. pozostałe potrzeby pożyczkowe **	0,2	0,3	0,4	0,0	0,3	0,4	0,2	0,0
2. Zmiany nie wynikające z potrzeb pożyczkowych budżetu, w tym:	-0,8	0,7	1,9	-2,2	-0,3	-0,3	-0,7	2,0
2.1. różnice kursowe	-1,0	0,8	1,4	-2,2	-0,3	-0,4	-0,9	2,0
2.2. pozostałe czynniki ***	0,2	-0,1	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0
3. Zmiany pozostałego długu SP	-0,5	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0
4. Nominalny wzrost PKB	-1,6	-1,3	-1,7	-4,0	-2,6	-3,2	-4,5	-3,2

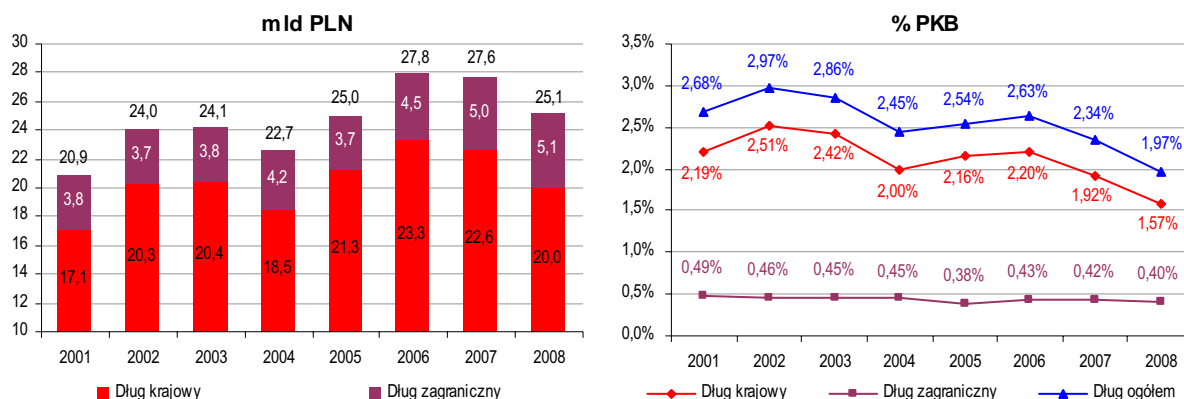
*) Środki dla FUS z tytułu ubytku składki przekazywanej do OFE.

**) Saldo udzielonych pożyczek oraz prefinansowania.

***) Zmiana długu z tytułu: zmiany stanu środków na rachunku budżetu państwa, dyskonta od SPW, kapitalizacja i indeksacja SPW, ciągnięcia pozakasowe, umorzenia długu, konwersja długu FUS wobec OFE na SPW.

Uwaga: W stosunku do poprzedniej strategii zmieniono klasyfikację pozycji zmiany stanu środków na rachunku budżetu państwa; wcześniej była ujmowana jako element potrzeb pożyczkowych, obecnie element zmian nie wynikających z potrzeb pożyczkowych.

Wykres 3. Koszty obsługi długu SP w latach 2001-2008



Zmiany w poziomie kosztów obsługi długu SP były wypadkową przyrostu długu oraz zmian poziomów stóp procentowych i kursów walutowych. Aby zmienna wysokość kosztów obsługi długu nie wpływała destabilizująco na konstruowanie budżetu państwa, podejmowane były działania służące ich równomiernemu rozkładowi w czasie. Zaliczały się do nich:

- transakcje na instrumentach pochodnych – stosowane od końca 2006 r.;
- ustalanie wysokości oprocentowania nowych emisji obligacji na poziomie zbliżonym do ich rentowności tak, aby ograniczyć kumulację kosztów z tytułu dyskonta przy ich wykupie;
- przetargi zamiany i odkupu obligacji, stosowane od 2001 r., przede wszystkim w celu ograniczania ryzyka refinansowania, ale pozwalające również na regulowanie rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

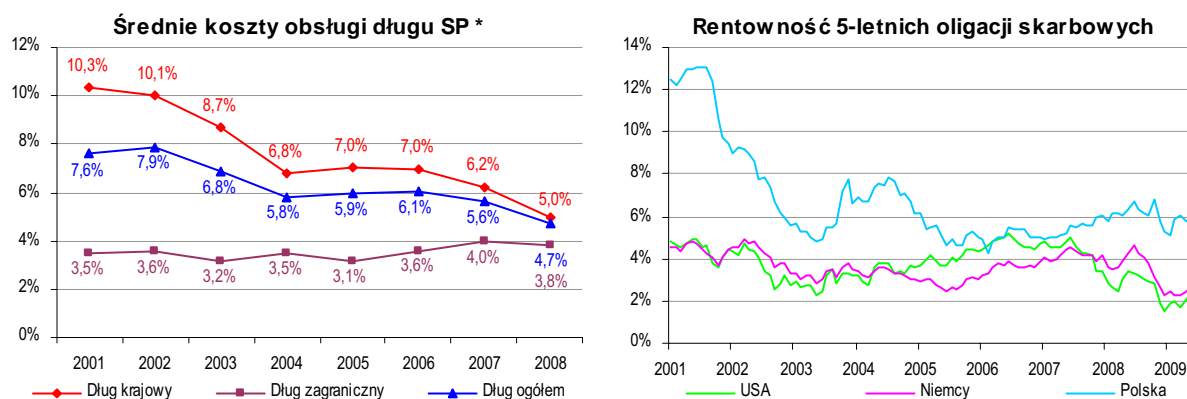
Koszty obsługi długu zagranicznego były znacznie niższe niż krajowego, co w coraz mniejszym stopniu wynikało z różnicy poziomów stóp procentowych na rynku krajowym i głównych rynkach zagranicznych, a w coraz większym stopniu z malejącego udziału długu zagranicznego w długi SP.

W 2009 r. do wzrostu kosztów obsługi długu przyczyniły się:

publicznego jedynie w metodologii UE. Różnice między metodologią polską a UE zostały omówione w aneksie 6, a zestawienie deficytu i długu państw UE znajduje się w aneksie 3.

- przejściowy wzrost rentowności na rynku krajowym w IV kwartale 2008 r., związany z dużą sprzedażą SPW na rynku wtórnym na skutek odpływu środków inwestorów zagranicznych (ogółem zmniejszenie zadłużenia w krajowych SPW w 2008 r. o 18,6 mld zł) i z funduszy inwestycyjnych (odpowiednio 13,7 mld zł) oraz zamrożeniem funkcjonowania niemal wszystkich segmentów rynku finansowego, w tym rynku SPW,
- związane z kryzysem finansowym znaczne osłabienie złotego i wzrost kosztu finansowania na głównych rynkach międzynarodowych (wzrost marż kredytowych przewyższał korzyści związane z obniżaniem stóp rynkowych na tych rynkach).

Wykres 4. Rynkowe stopy procentowe a średnie koszty obsługi długu krajowego i zagranicznego SP



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

Relacja kosztów całego długu SP do PKB, po obniżeniu w latach 2003-04, w latach 2005-06 wykazywała niewielką tendencję wzrostową, a w latach 2007-08 ponownie wyraźnie spadła, głównie na skutek dużego wzrostu PKB przy spadku nominalnej wartości kosztów. Na istotny spadek kosztów w 2008 r. miały wpływ transakcje na instrumentach pochodnych przeprowadzone w 2007 r., przenoszące koszty z 2008 r. na 2007 r. oraz mniejsza skala takich transakcji w 2008 r.

II.2. Struktura długu Skarbu Państwa

Zmiany w strukturze długu SP wynikały z realizacji celu *Strategii*, tj. minimalizacji kosztów w długim terminie, z uwzględnieniem ograniczeń związanych z ryzykiem. Prowadzona polityka emisyjna i operacje na składnikach długu powodowały, że ryzyko związane ze strukturą długu SP nie przekraczało bezpiecznego poziomu.

a) Ryzyko refinansowania

Ryzyko refinansowania długu krajowego od 2004 r. ulegało systematycznemu ograniczaniu, a od 2007 r. względnej stabilizacji. Ograniczanie tego ryzyka było wypadkową:

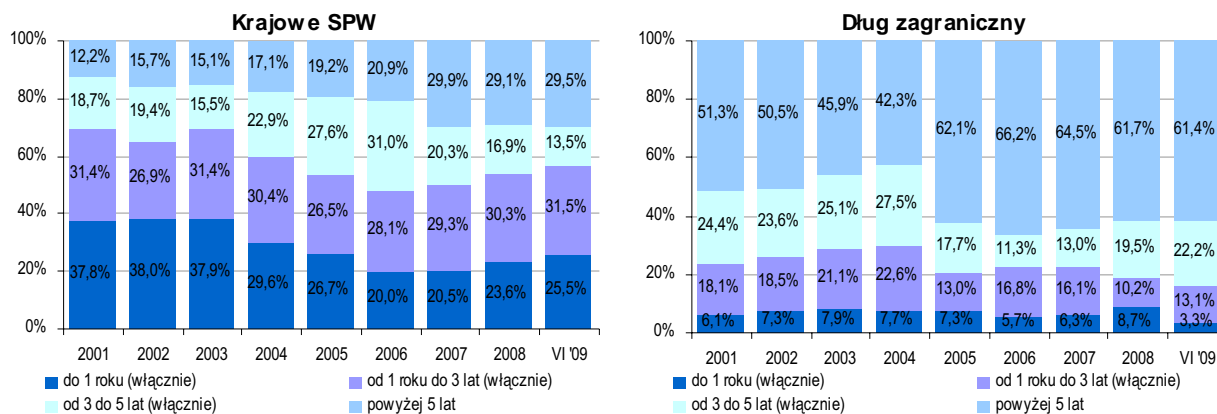
- rosnącej roli obligacji średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych; obligacje o terminach zapadalności od 5 lat stanowiły odpowiednio 58,9% w 2001 r. i 83,4% w 2007 r. ogółu sprzedanych na przetargach obligacji³. Ich udział spadł do 81,5% w 2008 r. i 55,7% w I połowie 2009 r. Sprzedaż obligacji średnio- i długoterminowych zmniejszyła się na rzecz finansowania w bonach skarbowych oraz obligacjach 2-letnich, głównie w wyniku ograniczonego popytu na te instrumenty na rynku pierwotnym. W związku ze światowym kryzysem finansowym i wzrostem awersji do ryzyka nastąpił silny odpływ kapitału zagranicznego oraz z krajowych funduszy inwestycyjnych, co skutkowało dużą podażą obligacji na rynku wtórnym;
- zmian zadłużenia w bonach skarbowych:
 - spadku w latach 2001-2007, zarówno wartości nominalnej z 35,2 mld zł do 22,6 mld zł, jak i udziału w krajowych SPW z 20,0% do 5,9%;
 - wzrostu do 50,4 mld zł w 2008 r. i 60,4 mld zł w I połowie 2009 r. (odpowiednio 12,0% i 13,4% zadłużenia w krajowych SPW). Wzrost zadłużenia w bonach skarbowych wynikał

³ Łącznie z przetargami zamiany i uzupełniającymi.

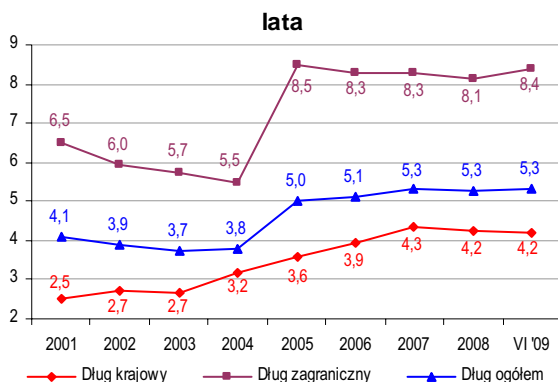
z powrotu do wykorzystywania tych instrumentów do finansowania potrzeb pożyczkowych. Zwrot w kierunku finansowania krótkoterminowego w odpowiedzi na kryzys finansowy oraz zwiększone potrzeby pożyczkowe stał się powszechną praktyką państw OECD, m.in. ze względu na wzrost awersji do ryzyka ze strony inwestorów i spadek krótkoterminowych stóp procentowych⁴;

- dużej skali przetargów zamiany. W 2002 r. odkupiono obligacje o zbliżającym się terminie zapadalności na łączną kwotę 9,6 mld zł w ujęciu nominalnym, w 2008 r. 22,3 mld zł, a w I połowie 2009 r. 21,0 mld zł. Przeważająca część obligacji wydawanych na przetargach zamiany stanowiły obligacje średnio- i długoterminowe (odpowiednio 96,2% i 79,5% w 2008 r. i I połowie 2009 r.).

Wykres 5. Struktura długu SP wg faktycznych terminów wykupu w latach 2001-2009



Wykres 6. Średnia zapadalność długu SP w latach 2001-2009



Ryzyko refinansowania długu zagranicznego jest w porównaniu do długu krajowego istotnie niższe. Uległo ono skokowemu ograniczeniu w 2005 r., kiedy część zobowiązań wobec Klubu Paryskiego została spłacona przed terminem i refinansowana emisjami obligacji o znacznie dłuższej zapadalności. Wzrost średniej zapadalności długu zagranicznego w I połowie 2009 r. wynikał m.in. z zakończenia wykupu długu wobec Klubu Paryskiego oraz zaciągnięcia długoterminowego kredytu w Banku Światowym.

Systematyczny, począwszy od 2003 r., wzrost średniej zapadalności całego długu SP wynikał ze stabilnego wzrostu średniej zapadalności długu krajowego, mającego dominujący udział w dźwignym ogółem oraz znaczącego wydłużenia w 2005 r. średniej zapadalności długu zagranicznego. W I połowie 2009 r. średnia zapadalność długu ogółem była wypadkową niewielkiego wzrostu dla długu zagranicznego oraz nieznacznego spadku dla długu krajowego.

b) Ryzyko kursowe

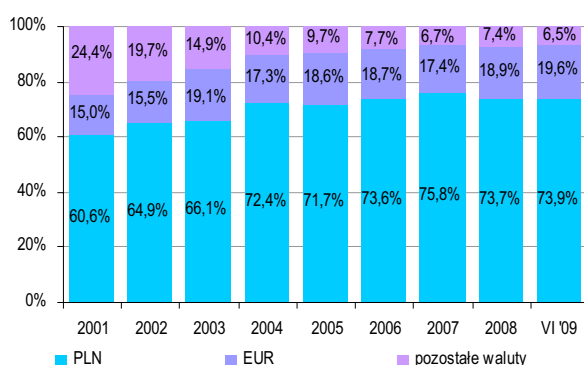
Udział długu nominowanego w walutach obcych w dźwignym SP, za wyjątkiem niewielkiego wzrostu w 2005 r., systematycznie spadał do 23,3% na koniec III kwartału 2008 r., następnie

⁴ W I połowie 2009 r. instrumenty do roku stanowiły w Polsce 43% sprzedaży SPW w walucie krajowej wobec 40% w Wielkiej Brytanii, 52% w Niemczech, 68% we Francji, 77% w Stanach Zjednoczonych i 93% na Węgrzech – zob. aneks 5.

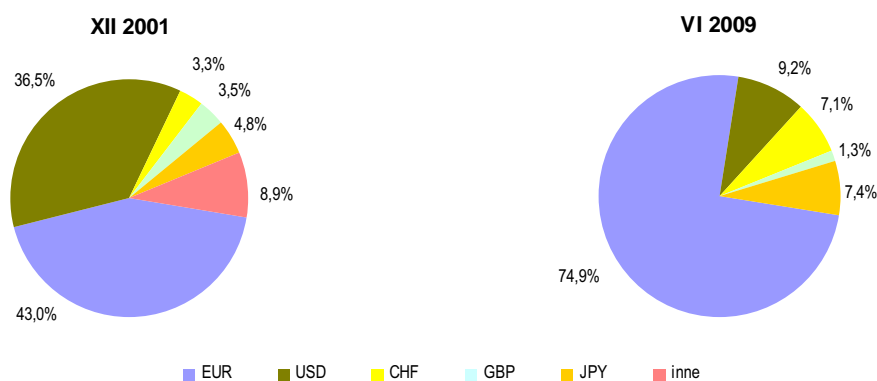
zwiększył się do 26,1% w połowie 2009 r. Ograniczaniu ulegał udział innych niż euro walut obcych. Było to rezultatem:

- przyjęcia w wariantcie bazowym finansowania zagranicznego w wysokości zbliżonej do potrzeb walutowych budżetu państwa, związanych z obsługą i wykupem długu zagranicznego,
- dużej zmienności kursu złotego, w tym znacznej aprecjacji w okresie od końca 2001 r. do połowy 2008 r. (kiedy to kurs euro obniżył się o 5%, a kurs dolara o 47%) oraz gwałtownej deprecjacji w IV kwartale 2008 r. i I kwartale 2009 r. (kiedy to kurs euro wzrósł o 40%, a kurs dolara o 67%);
- elastycznego podejścia do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu w kontekście ograniczeń wynikających z ryzyka kursowego i pozwalającego na przejściowe zwiększenie finansowania zagranicznego, uzasadnionego dążeniem do stabilizacji rynku krajowego, dywersyfikacją źródeł pozyskiwania kapitału oraz wykorzystaniem możliwości zaciągania nisko oprocentowanych kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych (MIF),
- strategicznej roli euro jako przyszłej waluty krajowej (przyjęcie euro oznaczać będzie skokowy spadek ryzyka kursowego).

Wykres 7. Struktura walutowa zadłużenia SP



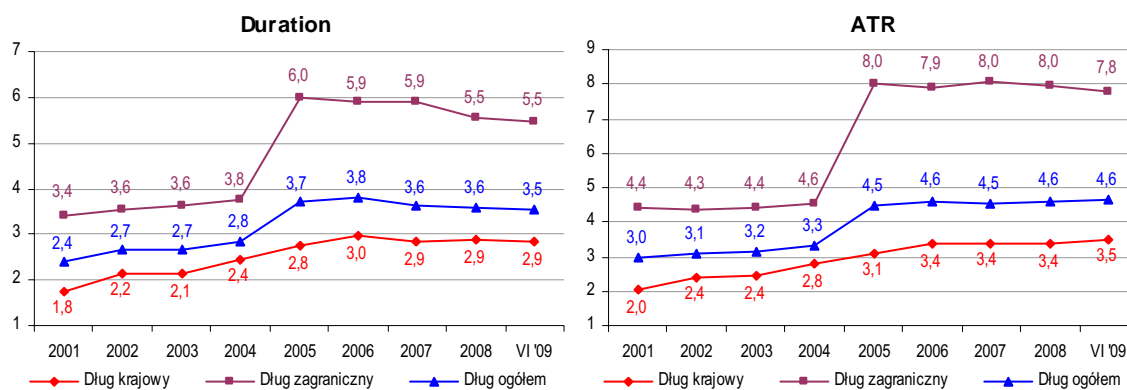
Wykres 8. Struktura walutowa długu zagranicznego SP



c) Ryzyko stopy procentowej

Ze względu na dominujące znaczenie instrumentów o oprocentowaniu stałym w nowo emitowanym długu, ryzyko stopy procentowej długu krajowego i zagranicznego podlegało w ostatnich latach podobnym zmianom jak ryzyko refinansowania.

Wykres 9. Duration i ATR długu SP w latach 2001-2009



Duration długu SP jest jednym z niższych w UE⁵. Podobnie jak w przypadku ryzyka refinansowania, ryzyko stopy procentowej długu w walutach obcych znajduje się na akceptowalnym poziomie.

II.3. Ocena realizacji celu Strategii w 2008 r. i w pierwszej połowie 2009 r.

W 2008 r. i pierwszych trzech kwartałach 2009 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2008-10*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2007 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2009-11*, zaakceptowanej we wrześniu 2008 r. Na skutek kryzysu na rynkach finansowych uwarunkowania makroekonomiczne i rynkowe realizacji strategii znacznie odbiegały od założonych.

Tabela 3 przedstawia ocenę stopnia realizacji celu Strategii wraz z ograniczeniami na ryzyko w 2008 r. i w I połowie 2009 r.

⁵ Szczegółowe dane o średniej zapadalności i duration w państwach UE znajdują się w aneksie 5.

Tabela 3. Ocena stopnia realizacji Strategii w 2008 r. i I połowie 2009 r.

I. Cel Strategii		
Minimalizacja kosztów obsługi długu	Stopień realizacji	Sposób realizacji
	Wysoki	<p>1. Dobór instrumentów</p> <p>Podstawowym rynkiem pozyskiwania środków był rynek krajowy (w 2008 r. wartość nominalna emisji SPW na rynku krajowym wyniosła 134,3 mld zł, a na rynkach zagranicznych 8,3 mld zł, dodatkowo z MIF pozyskano 4,0 mld zł, w I połowie 2009 r. było to odpowiednio 91,6 mld zł wobec 7,7 mld zł i 4,4 mld zł). Głównymi czynnikami branżowymi pod uwagę przy realizacji struktury finansowania były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • sytuacja na światowych rynkach finansowych. Pogłębianie się kryzysu finansowego wpłynęło na wzrost awersji do ryzyka i przepływ kapitałów w stronę inwestycji uznawanych za bezpieczne. Kumulacja zjawisk kryzysowych we wrześniu 2008 r. (w tym upadek banku Lehman Brothers) wpłynęła negatywnie na postrzeganie stabilności finansowej krajów kwalifikowanych jako należące do tzw. <i>emerging markets</i>, w tym Europy Środkowo-Wschodniej. Skutkowało to gwałtownym wycofywaniem kapitału z Polski oraz znaczną deprecjacją złotego od IV kwartału 2008 r. do lutego 2009 r. Od marca 2009 r. stopniowo następowała poprawa sytuacji na światowych rynkach finansowych, której towarzyszył powrót inwestorów do oceny fundamentalnej poszczególnych gospodarek – zjawiska dla Polski korzystnego. Poprawę postrzegania Polski wzmocniła również elastyczna linia kredytowa (FLC) w wysokości ok. 20,5 mld USD udostępniona Polsce przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w maju 2009 r. Czynniki te przełożyły się na napływ inwestorów zagranicznych oraz aprecjację złotego; • sytuacja na rynku krajowym. Wzrost inflacji i podwyżki stóp procentowych NBP w I połowie 2008 r., a następnie związany ze spowolnieniem gospodarczym spadek inflacji i towarzysząca seria obniżek stóp procentowych w II połowie roku i ich kontynuacja w I połowie 2009 r. wpływały na popyt na SPW i ich rentowności. Wysoka awersja do ryzyka i niskie wzajemne zaufanie banków i innych instytucji finansowych miało odzwierciedlenie w znacznym spadku płynności rynku, zwłaszcza w IV kwartale 2008 r. i I połowie 2009 r. Popyt na SPW był bardzo zmienny i koncentrował się głównie w segmencie instrumentów krótkoterminowych, tj. bonów skarbowych i obligacji 2-letnich. W I połowie 2009 r. popyt był głównym czynnikiem wpływającym na przeniesienie ciężaru finansowania ponad 40% potrzeb krajowych na bony skarbowe. Mimo niekorzystnych warunków na rynkach międzynarodowych i znacznego skrócenia zapadalności nowych emisji przez większość państw OECD, dominującymi instrumentami finansowania potrzeb pożyczkowych w 2009 r. były obligacje. Było to wynikiem zarówno popytu ze strony inwestorów krajowych, jak i powrotu inwestorów zagranicznych (wzrost zadłużenia wobec tej grupy o 12,1 mld zł); • rozkład w czasie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, w tym związanych z wykupem dużych serii obligacji. W 2008 r. finansowanie przebiegało zgodnie z planem, potrzeby pożyczkowe netto wyniosły 42,8 mld zł, o 2,4 mld zł mniej niż założone w ustawie budżetowej. W I połowie 2009 r. potrzeby pożyczkowe wyniosły 26,7 mld zł, a deficyt 16,6 mld zł, tj. 89,9% deficytu przyjętego w ustawie budżetowej. W nowelizacji budżetu państwa w lipcu 2009 r. deficyt zwiększono z 18,2 mld zł do 27,2 mld zł; • ograniczone potrzeby walutowe budżetu państwa z jednej, a dążenie do dywersyfikacji rynków z związku z ograniczoną chłonnością rynku krajowego z drugiej strony.

		<p>W zakresie długu zagranicznego najważniejszymi operacjami były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • benchmarkowe emisje na strategicznym rynku euro (10-letnie o wartości 2,0 mld EUR w czerwcu 2008 r. i 5-letnie o wartości 1,0 mld EUR i 0,75 mld EUR odpowiednio w lutym i maju 2009 r.); • ciągnięcia kredytów z MIF (1,2 mld EUR w 2008 r., przede wszystkim z Europejskiego Banku Inwestycyjnego oraz 1,0 mld EUR w I połowie 2009 r., przede wszystkim z Banku Światowego); • utrzymywanie obecności Polski na innych rynkach, szczególnie o niskich poziomach stóp procentowych poprzez emisje obligacji w jenach (30-letnich o wartości 25 mld JPY w czerwcu 2008 r.) oraz frankach szwajcarskich (4-letnie o wartości 225 mln CHF i 9-letnie o wartości 250 mln CHF w kwietniu 2008 r.). <p>Pozyskiwanie środków na rynkach zagranicznych kontynuowane było w III kwartale 2009 r., kiedy to nastąpiła emisja obligacji 10-letnich na rynku amerykańskim na kwotę 3,5 mld USD oraz 5-letnich na rynku szwajcarskim na kwotę 750 mln CHF, jak również zaciągnięcie kredytów w MIF na kwotę ok. 1,6 mld EUR.</p> <p>2. Efektywność rynku SPW</p> <p>Najważniejszymi działaniami służącymi ograniczeniu kosztów były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • kontynuacja polityki emisji płynnych serii obligacji benchmarkowych na rynku krajowym. Próg 5 mld EUR na rynku krajowym przekraczało 10 serii obligacji (w tym 9 o oprocentowaniu stałym). Mimo, że koncentracja emisji stanowiła istotny czynnik mający pozytywny wpływ na płynność na rynku wtórnym obligacji, to wskaźnik płynności w wyniku oddziaływania kryzysu na rynkach finansowych spadł z 185,4% w 2007 r. do 149,3% w 2008 r. i do 108,6% w I połowie 2009 r.; • kontynuacja polityki emisji płynnych serii obligacji benchmarkowych na strategicznym rynku euro, w segmentach dostosowanych do sytuacji rynkowej (10 lat w 2008 r. i 5 lat w 2009 r.); • przetargi zamiany obligacji indeksowanych inflacją oraz o zmiennym oprocentowaniu o odległych terminach zapadalności, przeprowadzone w październiku 2008 r. i w styczniu 2009 r., których celem było wsparcie płynności tego segmentu rynku; • publikowanie podaży na przetargach SPW, począwszy od grudnia 2008 r., przedziałowo w celu zwiększenia elastyczności sprzedaży w zmiennym otoczeniu rynkowym przy zachowaniu przejrzystości rynku SPW; • przygotowanie infrastruktury prawnej dającej możliwość emisji obligacji na rynku krajowym za pośrednictwem tzw. syndykatu (konsorcjum banków); • zmiana ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych z 6 listopada 2008 r., zwalniająca z podatku dochodowego odsetki lub dyskonto od obligacji emitowanych przez SP i oferowanych na rynkach zagranicznych oraz dochody z odpłatnego zbycia tych obligacji uzyskane przez nierezydentów.
--	--	---

II. Ograniczenia celu – mierzalne						
Ograniczenie	Stopień realizacji	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2007	2008	VI 2009
Ryzyko refinansowania	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Elastyczne podejście do finansowania w warunkach dużej zmienności popytu Wzrost roli bonów skarbowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych, ograniczona w porównaniu do lat poprzednich sprzedaż obligacji średnio- i długoterminowych Duża rola przetargów zamiany Utrzymanie, mimo niesprzyjających warunków rynkowych, średniej zapadalności długu krajowego powyżej 4 lat Bezpieczny poziom ryzyka refinansowania długu zagranicznego 	Średnia zapadalność (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	4,33	4,23	4,20
			Udział w SPW krajowych:			
			<ul style="list-style-type: none"> - SPW do 1 roku - bonów skarbowych 	20,5%	23,6%	24,5%
				5,9%	12,0%	13,4%
Ryzyko kursowe	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> Udział długu zagranicznego powyżej określonego w Strategii przedziału 20- 25%, ze względu na znaczącą deprecjację złotego (w jej efekcie przyrost długu SP o 25,3 mld zł w 2008 r. i o 9,8 mld zł w I połowie 2009 r.) Udział euro w długu zagranicznym zgodnie ze Strategią powyżej 70% Wzrost roli długoterminowego finansowania nierynkowego w MIF 	Udział długu zagranicznego w długu SP	24,2%	26,3%	26,1%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	72,1%	71,8%	74,9%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Duration długu krajowego pozostawało w określonym w Strategii przedziale 2,5-4,0 lata. Elastyczna reakcja podaży SPW na zmiany zachodzące na rynku finansowym Ryzyko długu zagranicznego pozostawało na bezpiecznym poziomie i nie stanowiło ograniczenia dla celu minimalizacji kosztów. 	Duration (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	2,85	2,86	2,86
			ATR (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	3,39	3,38	3,49
				8,05	7,96	7,77
				4,53	4,60	4,63

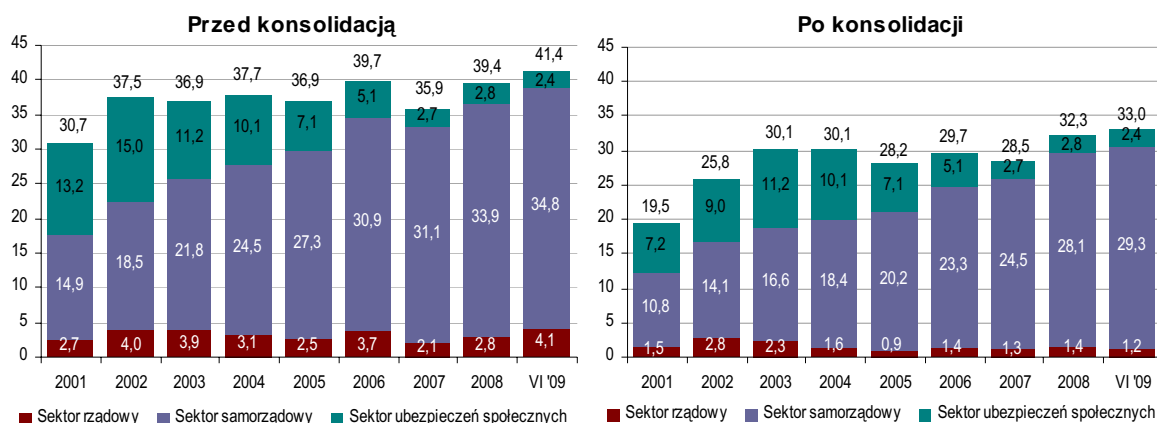
III. Ograniczenia celu – niemierzalne		
Ograniczenie	Stopień realizacji	Sposób realizacji
Ryzyko płynności	Wysoki	<p>Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • przetargi zamiany (służące ograniczeniu ryzyka refinansowania przy wykupie dużych emisji), • oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2008 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 172 mld zł, a w I półroczu 2009 r. odpowiednio 104 mld zł, • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK, obejmujące transakcje warunkowe typu <i>buy-sell-back</i> oraz lokaty międzybankowe. W 2008 r. zawarto transakcje lokacyjne o łącznej wartości 379 mld zł, a w I półroczu 2009 r. odpowiednio 171 mld zł, • oprocentowane lokaty walutowe w NBP. W 2008 r. zawarto lokaty o łącznej wartości 0,7 mld USD i 4,6 mld EUR, a w I półroczu 2009 r. 7,9 mld EUR, • okresowe wykorzystanie środków z Komisji Europejskiej w celu finansowania potrzeb pożyczkowych (na kwotę 4,7 mld zł w IV kwartale 2008 r. i 1,2 mld EUR w I kwartale 2009 r.), • krótkoterminowe pożyczki zaciągane w bankach komercyjnych, wprowadzone w 2008 r. W lipcu 2008 r. podpisano stosowne umowy z bankami komercyjnymi. W 2008 r. zawarto transakcje o wartości 0,2 mld zł, a w I półroczu 2009 r. odpowiednio 0,4 mld zł, • okresowa sprzedaż krótkoterminowych bonów skarbowych w okresach wysokich potrzeb pożyczkowych w związku z wykupami dużych serii obligacji. <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa (średnio 6,5 mld zł w 2008 r. i 6,8 mld zł w I połowie 2009 r. na rachunkach złotych i odpowiednio równoważąc 6,5 mld zł i 3,4 mld zł na rachunkach walutowych) przyczyniał się do bezpiecznej realizacji przepływów budżetowych.</p> <p>W czerwcu 2008 r. wykupiono pierwszą benchmarkową serię obligacji PS0608 o początkowym zadłużeniu 19,4 mld zł, z czego po przetargach zamiany do wykupu zostało 12,3 mld zł. W maju 2009 r. wykupiono kolejny benchmark DS0509 o początkowym zadłużeniu 28,6 mld zł (po przetargach zamiany 9,4 mld zł).</p>
Ryzyko kredytowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> • Lokaty w BGK, zabezpieczone SPW, nie generowały ryzyka kredytowego. • Funkcjonuje system limitów kredytowych dla lokat niezabezpieczonych. • Ryzyko związane z transakcjami na instrumentach pochodnych jest ograniczane poprzez wybór partnerów o wysokiej wiarygodności kredytowej (warunkiem niezbędnym zawarcia transakcji jest posiadanie podpisanej z MF Umowy Ramowej lub Umowy Głównej ISDA) oraz limity nałożone na łączną wartość transakcji zawieranych z poszczególnymi partnerami, służące dywersyfikacji ryzyka kredytowego. Wiarygodność kredytowa potencjalnych partnerów jest na bieżąco monitorowana, w przypadku stwierdzenia istotnego wzrostu ryzyka kredytowego następuje zawieszenie zawierania transakcji z partnerem. Od marca do lipca oraz od końca września do grudnia 2008 r. transakcje na instrumentach pochodnych były zawieszona w związku ze znacznym wzrostem ryzyka systemowego sektora bankowego. • W nowych Umowach Ramowych zawieranych z bankami krajowymi wprowadzono mechanizm tzw. depozytów zabezpieczających, służący ograniczaniu ryzyka.
Ryzyko operacyjne	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> • Zarządzanie długiem skupione w jednej jednostce organizacyjnej MF. • Odpowiednia infrastruktura techniczna do zawierania transakcji rynkowych. • Bezpieczeństwo informacji związanych z zarządzaniem długiem. • Zintegrowana baza danych długu SP. • Nasiliły się problemy kadrowe związane z odchodzeniem wartościowych pracowników przy trudnościach z naborem nowej kadry.
Rozkład kosztów obsługi długu w czasie	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> • Przy emisji nowych serii SPW brany był pod uwagę równomierny rozkład płatności z tytułu ich obsługi. Kupony nowych emisji ustalane były na poziomie zbliżonym do ich rentowności. • Do równomiernego rozkładu kosztów przyczyniały się przetargi zamiany obligacji zapadających w kolejnym roku. • Na zmniejszenie kosztów obsługi w 2008 r. o 3,1 mld zł wpływały transakcje

zawarte na instrumentach pochodnych w 2007 r. W celu ograniczenia wzrostu kosztów obsługi długu w 2009 r. transakcje były kontynuowane w 2008 r., jednak w ograniczonym zakresie z uwagi na wzrost ryzyka kredytowego instytucji bankowych. Od września do października 2008 r. zawarto transakcje o łącznej wartości nominalnej 12 mld zł, w wyniku czego o ok. 0,9 mld zł zmniejszono koszty 2009 r. i zwiększono koszty 2008 r.

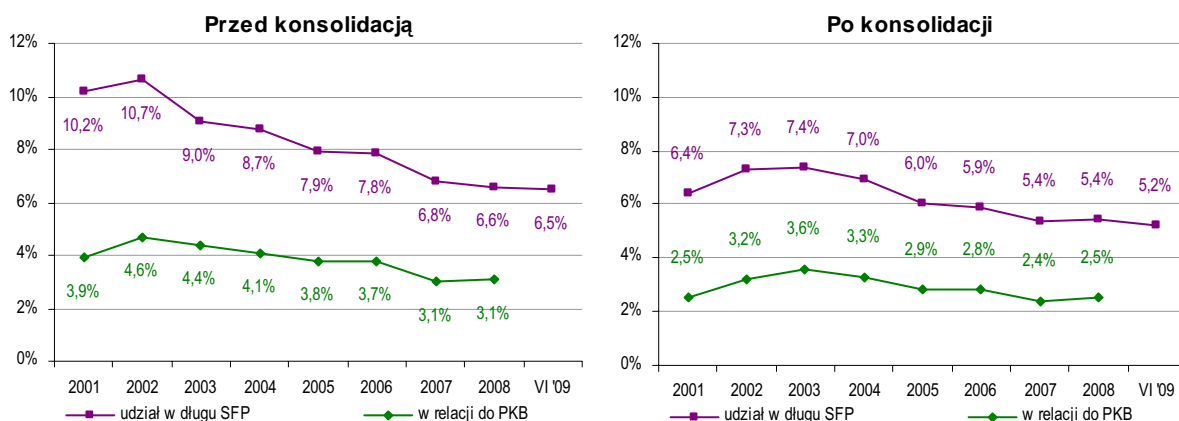
II.4. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2008 r. 6,6% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (5,4% po konsolidacji) wobec 6,8% (5,4%) na koniec 2008 r. (w połowie 2009 r. odpowiednio 6,5% i 5,2%). Największy i rosnący udział w tej części długu miał w ostatnich latach dług sektora samorządowego, w szczególności zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego (JST) i samorządowych samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej (SPZOZ). Znacznemu ograniczeniu uległo zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych. Szczegółowe dane o zadłużeniu jednostek sektora finansów publicznych zostały przedstawione w aneksie 7.

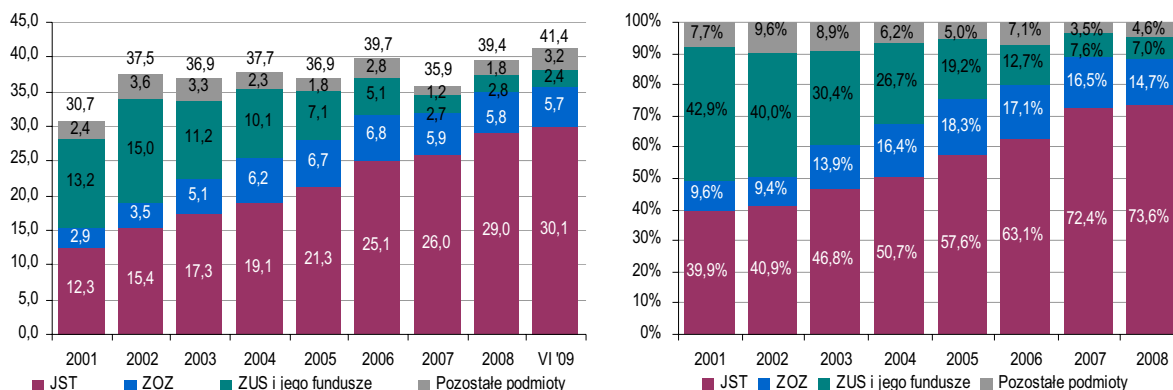
Wykres 10. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory (mld zł)



Wykres 11. Udział zadłużenia innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w długu sektora finansów publicznych i w relacji do PKB



Wykres 12. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP przed konsolidacją (mld zł i struktura)

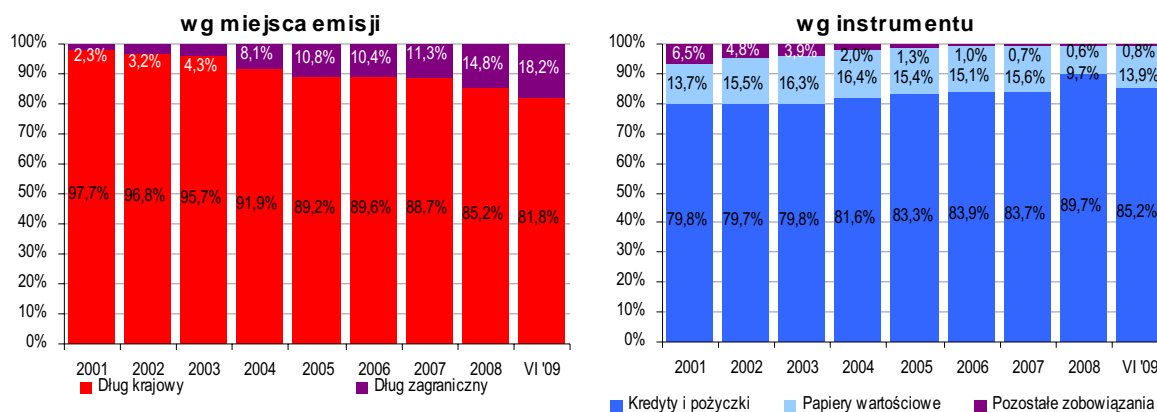


W dalszej części podrozdziału przedmiotem analizy jest zadłużenie innych niż SP jednostek SFP przed konsolidacją.

1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

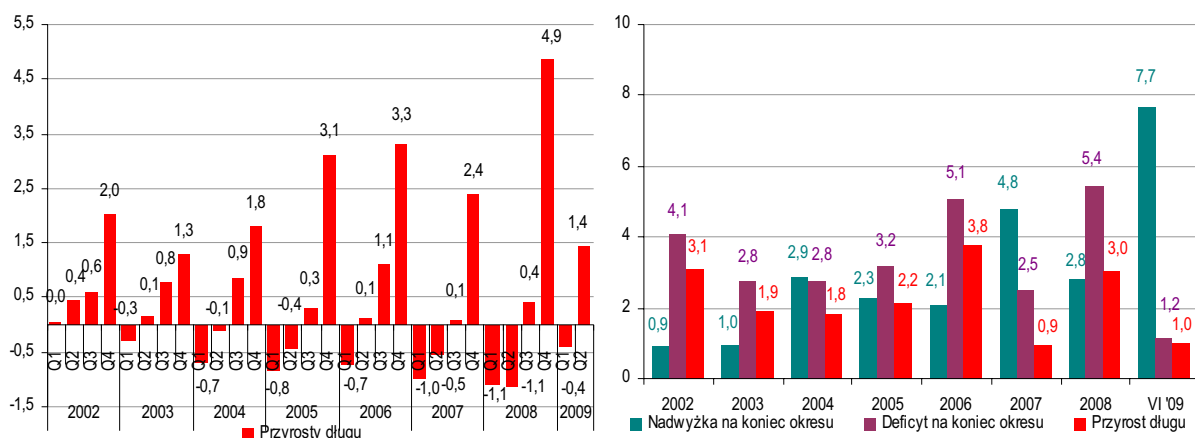
Zadłużenie JST i ich związków w ostatnich latach systematycznie rosło, na koniec 2008 r. wyniosło 29,0 mld zł wobec 26,0 mld zł na koniec 2007 r. (na koniec czerwca 2009 r. 30,1 mld zł). Dominowało zadłużenie krajowe, choć udział zadłużenia zagranicznego stale się zwiększał i na koniec 2008 r. wynosił ok. 14,8% (w połowie 2009 r. 18,2%), przy czym znaczna część wzrostu w 2008 r. (i w połowie 2009 r.) wynikała z osłabienia złotego. W strukturze zobowiązań JST i ich związków największy udział stanowią kredyty i pożyczki.

Wykres 13. Struktura długu jednostek samorządu terytorialnego i ich związków



W 2008 r. łącznie JST i ich związki zanotowały deficyt budżetowy w wysokości 2,6 mld zł wobec nadwyżki w wysokości 2,3 mld zł w 2007 r. (6,5 mld zł nadwyżki w połowie 2009 r.). Na wynik JST w 2008 r.łożyły się: deficyty poszczególnych jednostek w łącznej wysokości 5,4 mld zł oraz nadwyżki w łącznej wysokości 2,8 mld zł (odpowiednio w I połowie 2009 r. 7,7 mld zł i 1,2 mld zł). Dług tych jednostek wzrósł natomiast o 3,0 mld zł (11,7%) (w I połowie 2009 r. o 1,0 mld zł, tj. 3,5%). Brak wyraźnego związku między wynikiem JST a przyrostem długu wynika z agregacji jednostek o różnej sytuacji budżetowej. Utrzymany został trend zaciągania zobowiązań przede wszystkim w ostatnim kwartale roku, co ma związek z silną sezonowością wyników JST.

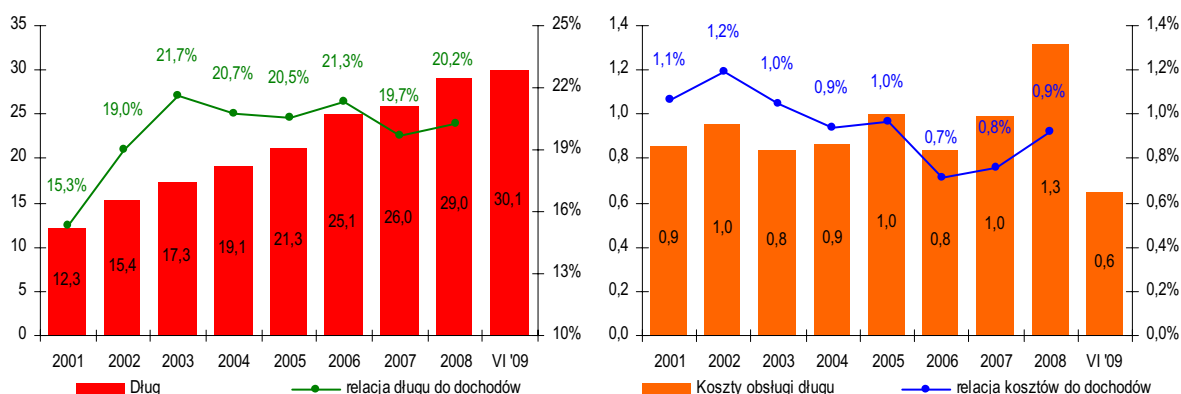
Wykres 14. Wynik jednostek samorządu terytorialnego i ich związków a zmiany w zadłużeniu (mld zł)



Relacja łącznej kwoty długu JST do dochodów tych jednostek (wskaźnik zadłużenia) kształtuje się znacznie poniżej ustawowego limitu 60%. W 2008 r. wyniósł on 20,2% i był wyższy w porównaniu z 2007 r. o 0,5 pp. W 2008 r. tylko w 2 JST (wobec 5 w 2007 r.) wskaźnik zadłużenia przekroczył 60%.

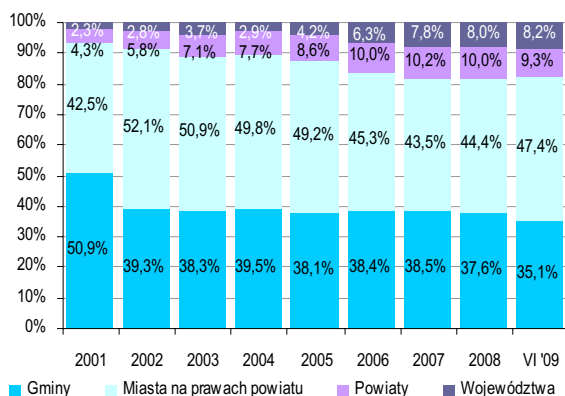
W 2008 r. najwyższy wskaźnik zadłużenia wystąpił w miastach na prawach powiatu (25,8%) a najniższy w powiatach (15,9%). W stosunku do 2007 r. wskaźnik ten zwiększył się w miastach na prawach powiatu oraz województwach, a zmniejszył się w gminach i powiatach. W 2008 r. wydatki na obsługę długu JST i ich związków wyniosły 1,3 mld zł (tj. 0,9% wydatków ogółem) i były wyższe o 32,7% w stosunku do 2007 r.

Wykres 15. Zadłużenie, dług w relacji do dochodów, koszty obsługi długu, koszty obsługi długu w relacji do dochodów dla JST i ich związków



W łącznej kwocie zobowiązań wszystkich JST największą część stanowią zobowiązania miast na prawach powiatu (44,4% w 2008 r. i 47,4% na koniec czerwca 2009 r.). Udział zobowiązań gmin w latach 2002-08 utrzymywał się na stabilnym poziomie ok. 38-39% (na koniec czerwca 2009 r. udział spadł do 35,1%), a udział zobowiązań województw rósł (z ok. 6% do 8%).

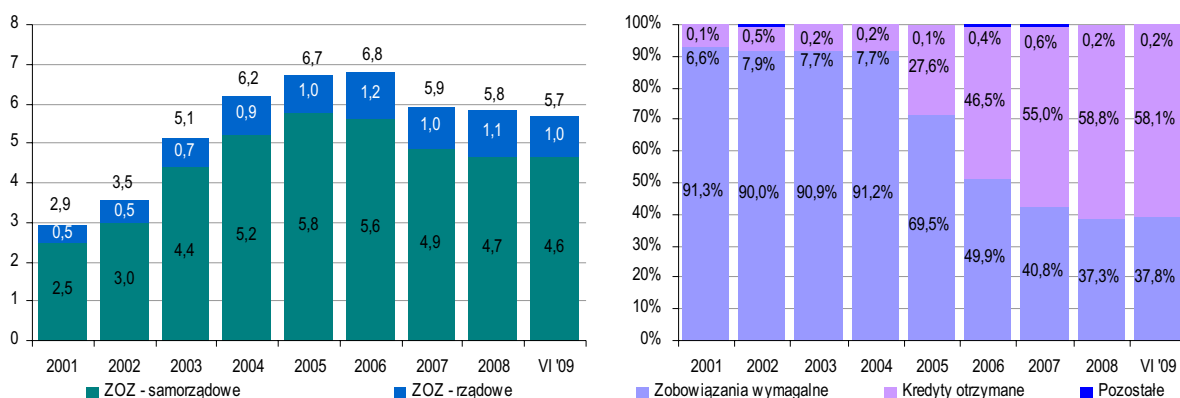
Wykres 16. Struktura zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w podziale na szczeble



2) Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

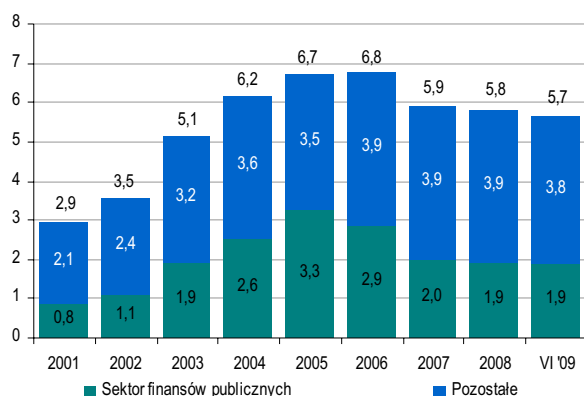
Zadłużenie SPZOZ na koniec 2008 r. wyniosło 5,9 mld zł wobec 5,8 mld zł w 2007 r. (na koniec czerwca 2009 r. 5,7 mld zł). Od 2007 r. w strukturze zadłużenia dominującym składnikiem są kredyty otrzymane. Nadal znaczący, chociaż malejący, udział w zadłużeniu stanowiły zobowiązania wymagalne powstałe w wyniku nieterminowej regulacji zobowiązań. Zmiany w strukturze zadłużenia wynikały z ograniczenia wzrostu zobowiązań przy jednoczesnej realizacji postępowań naprawczych.

Wykres 17. Zadłużenie i struktura przedmiotowa zadłużenia SPZOZ (mld zł)



W latach 2006-07 zmniejszało się zadłużenie SPZOZ wobec sektora finansów publicznych, a następnie uległo stabilizacji na poziomie ok. 2,0 mld zł. Wpływ na to w szczególności miała restrukturyzacja SPZOZ i częściowo umarzone pożyczki z budżetu państwa, udzielane na mocy ustawy z 2004 r. oraz spadek zobowiązań wobec ZUS.

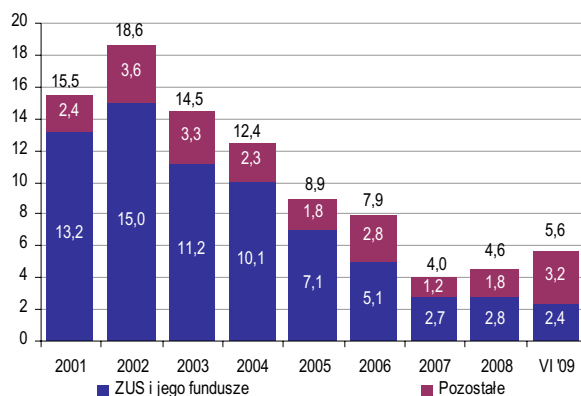
Wykres 18. Zadłużenie SPZOZ w podziale na dług wobec sektora finansów publicznych oraz pozostałych jednostek (mld zł)



3) Zadłużenie pozostałych jednostek

Spośród pozostałych podmiotów największą pozycją w latach 2001-08 było zadłużenie ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy, na które niemal w całości składały się zobowiązania FUS. Zadłużenie FUS od 2003 r. systematycznie malało w wyniku spłaty kredytów w bankach komercyjnych oraz konwersji zobowiązań wymagalnych na obligacje SP. Dług FUS na koniec 2008 r. wyniósł 2,8 mld zł i w całości składał się z zobowiązań wymagalnych (na koniec czerwca 2009 r. 2,4 mld zł).

Wykres 19. Zadłużenie innych niż SP, JST i SPZOZ jednostek sektora finansów publicznych (mld zł)



Zobowiązania wymagalne FUS były głównie rezultatem problemów z terminowym przekazywaniem do OFE należnej części składek na ubezpieczenie emerytalne w latach 1999-2002. Zobowiązania powstałe w tym okresie, wraz z narosłymi odsetkami były od listopada 2003 r. do końca 2008 r. przejmowane przez SP i konwertowane na obligacje skarbowe. Pozostała część zobowiązań wymagalnych FUS wynikała głównie z nienależnie pobranych składek oraz bieżących składek nierozliczonych i nieprzekazanych terminowo do OFE.

Tabela 4. Konwersja długu FUS wobec OFE na SPW (mld zł)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Wartość nominalna przekazanych obligacji (narastająco, stan na koniec okresu)	0,4	1,2	2,5	3,7	5,1	5,9

Zadłużenie innych podmiotów stanowiło znikomą część długu publicznego i kształtowało się głównie pod wpływem zadłużenia agencji rządowych wobec SP (w połowie 2009 r. 3,2 mld zł, tj. 0,5% długu SFP przed konsolidacją).

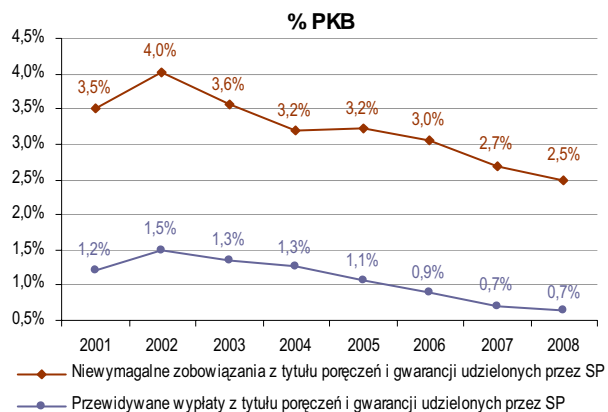
II.5. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych

Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. W ustawie budżetowej na 2008 r. został ustalony limit gwarancji i poręczeń SP na kwotę 15,0 mld zł, z czego wykorzystano zaledwie 0,6 mld zł.

Na koniec 2008 r. ponad 70% potencjalnych niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Potencjalne niewymagalne zobowiązania w ujęciu nominalnym pozostały na poziomie porównywalnym z 2007 r., tj. ok. 31,5 mld zł, a w relacji do PKB obniżyły się o 0,2%. Jednocześnie przewidywane wypłaty z tytułu gwarancji i poręczeń wzrosły o 0,3 mld zł w ujęciu nominalnym i ustabilizowały się w relacji do PKB. Długoterminowy współczynnik ryzyka dla całego portfela nieznacznie wzrósł. Podobnie jak latach ubiegłych, relatywnie większym ryzykiem obciążone były poręczenia i gwarancje krajowe.

W połowie 2009 r. niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń SP wyniosły 36,9 mld zł.

Wykres 20. Niewymagalne zobowiązania oraz przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP



Wartość niewymagalnych zobowiązań JST z tytułu udzielonych poręczeń wzrosła z 3,5 mld zł na koniec 2007 r. do 6,8 mld zł na koniec 2008 r., a następnie spadła do 5,0 mld zł w połowie 2009 r.

III. UWARUNKOWANIA STRATEGII

III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski

Wśród najważniejszych czynników makroekonomicznych wpływających na zmianę nominalnej wartości długu publicznego wymienić należy: wysokość potrzeb pożyczkowych (w tym deficytu sektora finansów publicznych) oraz zmiany kursu złotego. Na zmianę relacji długu do PKB wpływają dodatkowo realne tempo wzrostu PKB oraz zmiany poziomu cen. Główne czynniki wpływające bezpośrednio na koszty obsługi zadłużenia to stopy procentowe i kurs walutowy oraz, w mniejszym stopniu, inflacja. Na koszt finansowania potrzeb pożyczkowych wpływ miała również ocena ratingowa Polski, od marca 2007 r. na poziomie A- u wszystkich trzech głównych agencji ratingowych⁶.

1. Wzrost PKB

Realny wzrost PKB w 2008 r. wyniósł 5,0% w porównaniu do 6,8% w 2007 r. Spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego związane jest z negatywnymi skutkami światowego kryzysu finansowego, które w Polsce przybrały na sile w drugiej połowie 2008 r. Pomimo recesji w większości krajów UE, w Polsce oczekiwany jest wzrost PKB w 2009 r. na poziomie 0,9%. Tak znaczące obniżenie tempa wzrostu będzie wynikiem osłabienia aktywności inwestycyjnej sektora prywatnego oraz spadku eksportu. Wzrost PKB podtrzymywany będzie przez konsumpcję sektora prywatnego, inwestycje publiczne oraz poprawę salda wymiany handlowej z zagranicą (wolniejszy spadek dynamiki eksportu niż importu). Prognozuje się, iż realne tempo wzrostu w 2010 r. będzie tylko nieznacznie wyższe (1,2%) i zwiększy się dopiero w kolejnych latach, wraz z wychodzeniem z recesji głównych partnerów handlowych. Sytuacja gospodarcza w kraju będzie uwarunkowana koniunkturą światową oraz kształtowaniem się polityki fiskalnej w związku z nałożoną na Polskę procedurą nadmiernego deficytu i planami przyjęcia euro.

2. Deficyt fiskalny

W 2008 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł 3,9%, co stanowiło wzrost o 1,9 pkt proc. w stosunku do 2007 r., istotnie przekraczając próg 3%. Wzrost ten był przede wszystkim wynikiem osłabienia aktywności gospodarczej w IV kwartale 2008 r. W dniu 13 maja 2009 r. Komisja Europejska ponownie objęła Polskę procedurą nadmiernego deficytu, a Rada ECOFIN zgodnie z trybem sformułowanym w art. 104 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską – TWE ogłosiła, że w Polsce istnieje nadmierny deficyt i zaleciła zredukowanie jego wysokości poniżej wartości referencyjnej do 2012 r.

Niekorzystne zmiany w otoczeniu makroekonomicznym polskiej gospodarki okazały się silniejsze niż prognozowano, co wpłynęło na pogorszenie bieżącej sytuacji budżetu państwa oraz konieczność nowelizacji ustawy budżetowej na 2009 r., w wyniku której deficyt budżetu państwa uległ zwiększeniu o 9 mld zł do kwoty 27,2 mld zł.

3. Inflacja

W wyniku słabnącej dynamiki popytu krajowego oraz znacznych obniżek cen surowców na rynkach światowych, w IV kwartale 2008 r. nastąpiło osłabienie presji inflacyjnej. Średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2008 r. wyniósł 4,2%, w I połowie 2009 r. roczna inflacja spadła do 3,5%. Wciąż relatywnie wysoka inflacja jest wynikiem m.in. osłabienia złotego w II połowie 2008 r. i początku 2009 r., wzrostu cen żywności w pierwszych miesiącach 2009 r., podwyżek cen energii elektrycznej i paliw oraz wzrostu stawek podatku akcyzowego na wyroby tytoniowe i alkoholowe.

W najbliższej przyszłości oczekiwane jest osłabienie presji inflacyjnej w związku z niską dynamiką wzrostu gospodarczego oraz słabszą presją płacową, aprecjacją złotego i wysoką podażą produktów rolnych. Po przejściowo niskiej dynamice cen w 2010 r. (w wysokości 1%), w kolejnych latach inflacja powinna stopniowo powracać do celu inflacyjnego RPP, tj. 2,5%.

4. Kurs złotego

W 2008 r. złoty osłabił się wobec euro i dolara amerykańskiego o odpowiednio 16,5% i 21,6% (przede wszystkim w IV kwartale), a w pierwszej połowie 2009 r. o dalsze 7%. Deprecjacja złotego była związana przede wszystkim z oddziaływaniem czynników globalnych i

⁶ W przypadku agencji Moody's rating A2, odpowiadający w przybliżeniu A- dla agencji Standard&Poor's oraz Fitch. Ocena kredytowa długu rządowego państw UE znajduje się w aneksie 4.

została wywołana niestabilną sytuacją na światowych rynkach finansowych, skutkującą wzrostem awersji do ryzyka, w tym w odniesieniu do walut gospodarek wschodzących. W okresie lipiec-sierpień 2009 r. miała jednak miejsce silna aprecjacja złotego, w wyniku której w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy 2009 r. złoty umocnił się o 1,7% do euro i 3,2% do dolara.

W latach 2009-2010, w miarę poprawy nastrojów na globalnych rynkach finansowych i powrotu gospodarki światowej na ścieżkę wzrostu, oczekiwane jest stopniowe umocnienie złotego, wspierane przez relatywnie silne fundamenty polskiej gospodarki, w tym znacznie niższy niż w 2008 r. poziom nierównowagi zewnętrznej oraz napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich. W latach 2011-2012 oczekiwana jest dalsza aprecjacja złotego, jego umocnieniu sprzyjać będzie przyśpieszenie wzrostu gospodarczego oraz podwyżki stóp procentowych NBP w ramach cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.

5. Stopy procentowe

Po czterech podwyżkach stóp procentowych NBP w I połowie 2008 r. (do 6,0% w czerwcu), w IV kwartale RPP rozpoczęła łagodzenie polityki pieniężnej. Do tej pory w 2009 r. stopę referencyjną obniżono łącznie do 3,5%.

Oczekuje się, że do końca roku podstawowe stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie. W 2010 r., wobec przewidywanego spadku bieżącej inflacji znacznie poniżej celu inflacyjnego oraz powolnego ożywienia gospodarczego w kraju, rozpoczęcie przez RPP cyklu zacieśniania polityki pieniężnej prognozowane jest w drugiej połowie roku. Skala i tempo podwyżek stóp procentowych NBP w latach 2011-2012 będzie pochodną perspektyw kształtowania się inflacji.

Rentowności SPW zależą w dużej mierze od popytu w poszczególnych segmentach rynku, w tym od zmian poziomu awersji do ryzyka i preferencji płynności głównych grup inwestorów. Istotne znaczenie będzie miał zwłaszcza wzrost wartości aktywów krajowych pozabankowych inwestorów instytucjonalnych (zob. pkt 6) oraz powrót zainteresowania polskim rynkiem ze strony inwestorów zagranicznych⁷. Popyt ze strony tych dwóch grup inwestorów pozwoliłby na ograniczenie roli sektora bankowego w strukturze podmiotowej finansowania potrzeb pożyczkowych, a więc i na odbudowę popytu na instrumenty o dłuższych terminach zapadalności.

Tabela 5. Założenia makroekonomiczne przyjęte w Strategii

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012
Realny wzrost PKB (%)	5,0	0,9	1,2	2,8	3,0
PKB w cenach bieżących (mld zł)	1272,8	1322,3	1350,2	1414,8	1489,3
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	4,2	3,6	1,0	1,8	2,3
Stopa operacji otwartego rynku (%) - średnio w okresie	5,7	3,8	3,5	4,1	4,3
PLN/USD - średnio w okresie	2,4092	3,1938	2,9410	2,8297	2,6773
PLN/USD - na koniec roku	2,9618	2,9955	2,8863	2,7701	2,5926
PLN/EUR - średnio w okresie	3,5166	4,3676	4,0776	3,8526	3,6143
PLN/EUR - na koniec roku	4,1724	4,1906	3,9656	3,7396	3,5000

6. Rozwój bazy inwestorów

Istotnym uwarunkowaniem zarządzania długiem jest poziom rozwoju krajowego rynku finansowego, w tym bazy inwestorów. W warunkach wolnego przepływu kapitału rozwinięty i głęboki rynek krajowy pozwala na amortyzację szoków zewnętrznych i odpływu kapitału zagranicznego.

Kilka ostatnich lat to okres dynamicznego wzrostu wysokości aktywów zarządzanych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych. Głównym czynnikiem była hossa na rynku akcji. Na skutek względnie niskiego poziomu oprocentowania depozytów, następowało odejście od lokat bankowych na rzecz oferujących potencjalnie wyższe stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych i innych produktów finansowych.

Tendencja ta uległa odwróceniu w 2008 r. w wyniku kryzysu na rynkach finansowych.

⁷ Zadłużenie w krajowych SPW wobec inwestorów zagranicznych zmniejszyło się o 18,6 mld zł w 2008 r. i wzrosło o 12,1 mld zł w I połowie 2009 r.

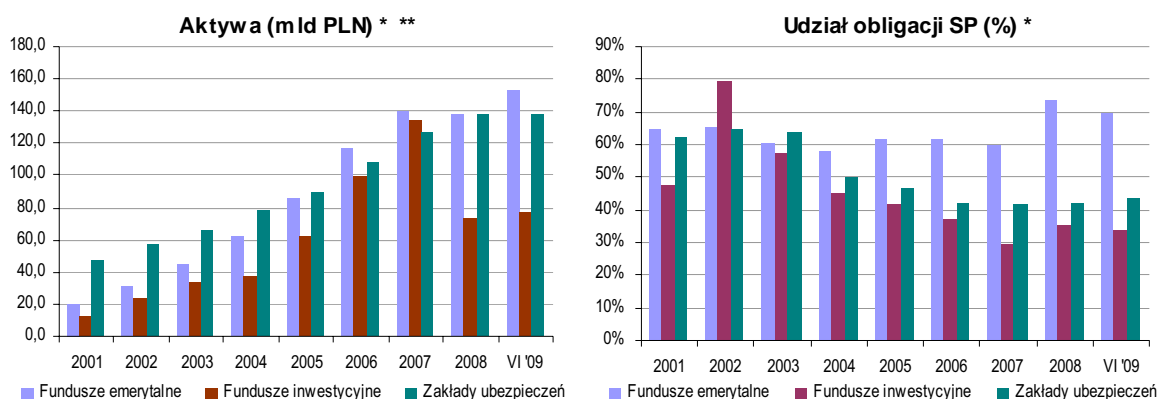
Znacznie obniżyła się wartość aktywów pozabankowych instytucji finansowych. Największe spadki (ze 133,8 mld zł na koniec 2007 r. do 77,2 mld zł w połowie 2009 r.) zanotowały fundusze inwestycyjne, głównie za sprawą załamania na GPW oraz dużej skali umorzeń jednostek. Dodatkową rolę odgrywała rosnąca dochodowość depozytów.

Zwiększenie awersji do ryzyka związane z kryzysem na rynkach finansowych było również jedną z przyczyn ponownego wzrostu zainteresowania SPW ze strony inwestorów detalicznych. Po długim okresie spadku w latach 2002-2007, zadłużenie w obligacjach detalicznych wzrosło z 8,7 mld zł na koniec 2007 r. do 10,3 mld zł w połowie 2009 r. Wzrosło również zadłużenie wobec osób fizycznych w SPW sprzedawanych na przetargach, odpowiednio z 2,4 mld zł do 2,7 mld zł.

Do głównych czynników, które będą decydowały o wartości aktywów pozostających w zarządzaniu pozabankowych instytucji finansowych należą:

- reforma emerytalna z 1999 r. i powstanie otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Aktywa funduszy są regularnie zasilane przez składki przyszłych emerytów;
- dynamiczny rozwój rynku ubezpieczeniowego (wzrost aktywów o ok. 12 mld zł w ciągu ostatnich 2 lat);
- koniunktura na rynku akcji, która jest jednym z czynników determinujących decyzje w zakresie alokacji oszczędności przez gospodarstwa domowe. Trwające od lutego br. ożywienie na GPW w Warszawie może doprowadzić do powrotu zainteresowania lokowaniem oszczędności za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych.

Wykres 21. Aktywa pozabankowych instytucji finansowych i udział obligacji SP w aktywach

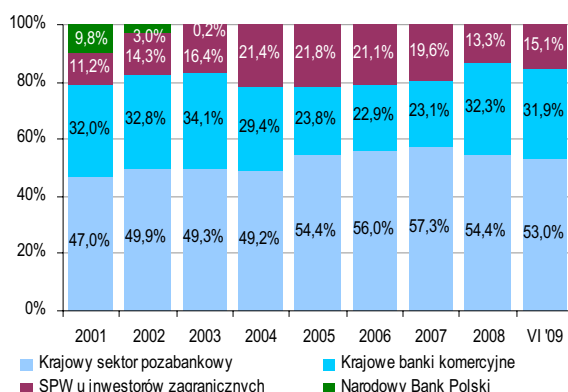


*) w przypadku zakładów ubezpieczeniowych stan na koniec marca 2009 r.

**) W przypadku funduszy emerytalnych i inwestycyjnych prezentowane są aktywa netto (aktywa pomniejszone o zobowiązania).

Od 2005 r. w posiadaniu sektora pozabankowego, znajduje się ponad połowa SPW emitowanych na rynek krajowy. Rozwój krajowego sektora pozabankowego przyczynia się do zwiększania stabilności popytu na SPW oraz, ze względu na długoterminowy charakter inwestycji znacznej części instytucji do niego należących, do zwiększania popytu na instrumenty długoterminowe.

Wykres 22. Zadłużenie krajowe SP – struktura podmiotowa



III.2. Uwarunkowania międzynarodowe

Po załamaniu produkcji przemysłowej i obrotów światowego handlu na przełomie 2008 i 2009 r., gospodarka światowa zaczęła powoli wychodzić z głębokiej recesji, choć w całym 2009 r. prognozowany jest spadek światowego PKB, w tym w trzech głównych gospodarkach, tj. USA, strefie euro i Japonii. W 2010 r. oczekiwany jest wzrost gospodarczy w większości regionów świata, choć jego tempo będzie istotnie niższe od długookresowej średniej.

W 2008 r. wzrost w UE wyniósł 0,9% (0,7% w strefie euro). Wg prognoz Komisji Europejskiej w 2009 r. PKB w UE zmniejszy się o 4,0% (4,0% w strefie euro). W 2010 r. oczekiwane jest nieznacznie dodatnie tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro, a w kolejnych 3 latach przyspieszenie wzrostu do ok. 2%. Wraz z wychodzeniem strefy euro z recesji poprawiać się będzie również koniunktura w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Prognozy obciążone są dużą niepewnością, wynikającą m.in. z konieczności wycofania silnych impulsów ze strony polityki makroekonomicznej, zwłaszcza polityki fiskalnej, wspierających aktywność gospodarczą w latach 2009-2010.

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

- sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których zaciągane będą zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro i dolara amerykańskiego;
- postrzeganie ryzyka kredytowego polskiego rządu i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych,
- znaczny wzrost potrzeb pożyczkowych wielu państw, będący konsekwencją ubytku dochodów budżetowych wynikającego z dekonunktury w gospodarce światowej oraz działań poszczególnych rządów, stymulujących wzrost gospodarczy.

1. Rynek euro (EUR)

W odpowiedzi na pogłębiającą się recesję w strefie euro Europejski Bank Centralny (EBC), od października 2008 r. obniżał podstawową stopę procentową, z poziomu 4,25% do 1% obecnie. Aktualnie stopy procentowe w strefie euro są na najniższym w historii poziomie. Oczekiwania rynkowe wskazują na możliwość wzrostu stóp rynku pieniężnego o ok. 50 pb do połowy 2010 r.

2. Rynek amerykański (USD)

W celu wsparcia rynków finansowych i pobudzenia amerykańskiej gospodarki FED od 2007 r. systematycznie obniżał podstawową stopę FED, do przedziału 0,00-0,25% w grudniu 2008 r. W celu pobudzenia amerykańskiej gospodarki rząd przygotował szeroki pakiet środków o charakterze fiskalnym, które mają ją pobudzić w nadchodzących kwartałach. Oczekiwania rynkowe wskazują na możliwość wzrostu stóp rynku pieniężnego o ponad 60 pb do połowy 2010 r.

3. Rynek japoński (JPY)

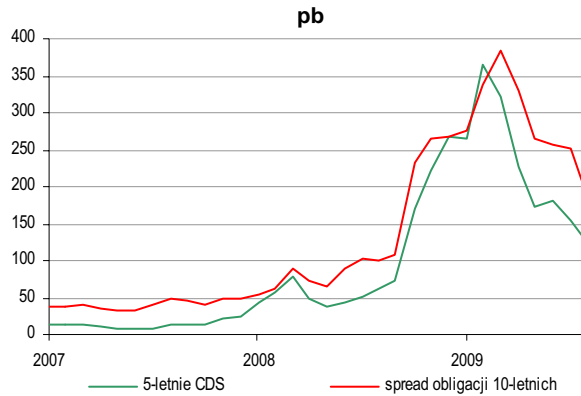
W 2008 r. gospodarka japońska zanotowała spadek produktu krajowego brutto. W celu jej pobudzenia rząd ogłosił w kwietniu 2009 r. pakiet stymulacji gospodarczej o wartości ok. 3% PKB, w rezultacie oczekiwane jest zwiększenie deficytu finansów publicznych oraz długu publicznego (obecnie ok. 170% PKB). Bank centralny utrzymuje od grudnia 2008 r. stopy procentowe na poziomie 0,1% (redukcja z 0,3%). Rynek w najbliższej przyszłości nie spodziewa się ich podniesienia.

4. Marże kredytowe

Jednym ze skutków kryzysu na światowym rynku finansowym, są znaczące zmiany zachowań inwestorów lokujących środki na rynkach instrumentów dłużnych. Niepewność wynikająca z potencjalnych strat oraz ich wpływu na sytuację finansową partnerów transakcji skutkuje znaczącym zmniejszeniem płynności oraz wzrostem awersji do ryzyka. Wyraźny jest odpływ kapitału z rynków mniejszych, które nie są w stanie zapewnić odpowiedniej płynności w kierunku rynków dużych emitentów. Doprowadziło to do znaczącego rozszerzenia spreadów pomiędzy rentownościami obligacji dużych emitentów o wysokiej wiarygodności kredytowej a rentownościami obligacji skarbowych mniejszych emitentów, w szczególności tych które

postrzegane są jako *emerging markets* lub dopiero niedawno przestały być tak kwalifikowane, w tym również Polski. Stopniowa odbudowa zaufania na światowych rynkach finansowych w II połowie 2009 r. pozwoliła na powrót rynków do wyceny różnic w fundamentach gospodarczych poszczególnych krajów. Różnica między rentownością polskich i niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych w euro zmniejszyła się z ponad 300 pb na początku 2009 r. do ok. 170 pb we wrześniu 2009 r.

Wykres 23. 5-letnie stawki CDS dla Polski oraz marże kredytowe (spread) polskich 10-letnich obligacji skarbowych w EUR w stosunku do obligacji niemieckich



IV. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2010-12

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

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

Cel ten jest rozumiany w dwóch aspektach:

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

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

Doświadczenia zarządzania długiem wskazują na znaczenie elastyczności i dywersyfikacji źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych. W sytuacjach zawirowań na rynkach finansowych wskazane jest wykorzystanie instrumentów adekwatnych do sytuacji rynkowej. Tak było w pierwszej połowie 2009 r., gdy znacznie zwiększono emisję bonów skarbowych i w drugiej połowie 2009 r., gdy dokonano dużych emisji na rynkach zagranicznych i zmniejszono zadłużenie w bonach. Możliwość wyboru rynku i waluty pozwala jednocześnie na odpowiedni rozkład zaciągania zobowiązań w czasie i gromadzenie rezerw w sytuacji okresowych zawirowań rynkowych, a w konsekwencji na obniżenie ogólnego kosztu pozyskiwania kapitału.

Podstawowym rynkiem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy. Oferta instrumentów na rynku krajowym będzie kształtowana tak, aby podaże w poszczególnych segmentach krzywej dochodowości nie powodowały nadmiernego wzrostu rentowności. W związku z zakładanym znaczącym wzrostem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w latach 2010-12, wzrasta rola środków pozyskiwanych na rynkach międzynarodowych w ich finansowaniu. Finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu w walutach obcych powinno więc:

- zapewniać dywersyfikację źródeł pozyskiwania środków poprzez dostęp Polski do bazy inwestorów na głównych rynkach finansowych,
- uwzględniać potrzeby pożyczkowe budżetu w walutach obcych, obejmujące spłaty rat kapitałowych i odsetki od długu zagranicznego,
- wzmacniać pozycję Polski na rynku euro, stanowiącym rynek o strategicznym znaczeniu z uwagi na perspektywę pełnej integracji w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej,
- wykorzystywać możliwości, jakie daje dostęp do atrakcyjnego finansowania w międzynarodowych instytucjach finansowych,

- działać stabilizująco na rynek krajowy poprzez zapewnienie bezpieczeństwa finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sytuacji przejściowych zaburzeń na rynku krajowym,
- uwzględniać możliwość zakupu i sprzedaży walut w NBP jako instrumentu zarządzania potrzebami walutowymi budżetu państwa oraz wykorzystania środków pozyskanych na rynkach zagranicznych do finansowania potrzeb pożyczkowych w walucie krajowej, z uwzględnieniem uwarunkowań wynikających z polityki pieniężnej i rachunku finansowego.

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

a) ryzyka refinansowania

- dążenie do zwiększania roli instrumentów średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym, w tempie uzależnionym od popytu ze strony inwestorów,
- dążenie do równomiernego rozkładu płatności z tytułu obsługiwanego i wykupywanego długu krajowego i zagranicznego w kolejnych latach,
- osiągnięcie średniej zapadalności długu krajowego w wysokości co najmniej 4,5 lat w horyzoncie Strategii,
- obecny poziom ryzyka refinansowania długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;

b) ryzyka kursowego

- rozszerzenie przedziału dopuszczalnego udziału długu nominowanego w walutach obcych w długu ogółem w okresie poprzedzającym wstąpienie do strefy euro do 20-30%, związane ze zwiększoną zmiennością kursów walutowych oraz potrzebą utrzymania elastycznego podejścia w zakresie zaciągania zobowiązań,
- możliwość zastosowania instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem kursowym w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu oraz finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa,
- utrzymanie w horyzoncie Strategii efektywnego (tj. uwzględniającego transakcje pochodne) udziału euro, jako przyszłej waluty krajowej, w długu w walutach obcych na poziomie co najmniej 70%;

c) ryzyka stopy procentowej

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

d) ryzyka płynności budżetu państwa

- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami,
- poziom aktywów płynnych będzie wypadkową zapotrzebowania budżetu państwa na środki oraz dążenia do równomiernego rozkładu podaży SPW w ciągu roku z uwzględnieniem uwarunkowań sezonowych oraz aktualnej i przewidywanej sytuacji rynkowej,
- możliwość wykorzystania płynnych środków walutowych w zarządzaniu płynnością złotową,
- dążenie do efektywnego wykorzystania aktywów finansowych SP i innych jednostek sektora w zarządzaniu płynnością budżetu państwa;

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

- zawieranie transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych z podmiotami krajowymi i zagranicznymi o wysokiej wiarygodności kredytowej,

- stosowanie instrumentów ograniczających ryzyko kredytowe oraz rozwiązań pozwalających na jego dywersyfikację przy zawieraniu transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych,
 - dywersyfikację ryzyka kredytowego generowanego przez transakcje niezabezpieczone,
- f) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie
- dążenie do równomiernego rozkładu kosztów obsługi długu w poszczególnych latach, z wykorzystaniem dostępnych instrumentów, przede wszystkim przetargów zamiany i instrumentów pochodnych,
 - ustalanie kuponów obligacji w takiej wysokości, aby były one w okresie sprzedaży zbliżone do rentowności.

V. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM

Za najważniejsze zadania służące realizacji celu Strategii uznano:

1. Zwiększanie płynności rynku SPW,
2. Zwiększanie efektywności rynku SPW,
3. Zwiększanie przejrzystości rynku SPW.

Ze względu na stały rozwój rynku finansowego zadania Strategii mają charakter długoterminowy i obejmują działania realizowane w sposób ciągły. Zadania Strategii są w dużej mierze współzależne, tj. poszczególne działania mogą się przyczyniać jednocześnie do realizacji więcej niż jednego zadania.

Ad 1. Zwiększanie płynności rynku SPW

Zwiększanie płynności rynku SPW oraz poszczególnych emisji przyczynia się do eliminacji premii, jakiej inwestorzy oczekują w przypadku SPW o niedostatecznej płynności, a więc wysokim koszcie wyjścia z inwestycji, jak również do zwiększenia popytu ze strony inwestorów zainteresowanych posiadaniem jedynie płynnych emisji. Oba czynniki wpływają na obniżenie rentowności SPW i, co za tym idzie, minimalizacji kosztów obsługi długu SP. Płynność rynku ma kluczowe znaczenie w kontekście planowanego wejścia Polski do strefy euro, co wymaga konsekwentnych działań dostosowawczych w okresie poprzedzającym przyjęcie euro. W horyzoncie Strategii planowane są następujące działania:

- Kontynuacja emisji dużych serii obligacji (benchmarków) na rynku krajowym, zapewniających im płynność na rynku wtórnym. Planuje się utrzymanie realizowanej od 2003 r. polityki emisji średnio- i długoterminowych obligacji o stałym oprocentowaniu, tak aby wartość pojedynczej emisji osiągnęła równowartość co najmniej 5 mld EUR. Instrumentami służącymi tworzeniu płynnych emisji będzie odpowiednie kształtowanie kalendarza emisji SPW, przetargi zamiany i przetargi uzupełniające. Możliwe jest również stosowanie przetargów odkupu obligacji mniej płynnych.

Wartość 5 mld EUR przyjęto jako referencyjną na obecnym etapie rozwoju krajowego rynku SPW, zapewniającą wystarczającą płynność dużym inwestorom instytucjonalnym i nie stwarzającą nadmiernego ryzyka refinansowania przy wykupie. W połowie 2009 r. zadłużenie w 8 seriach obligacji przekraczało równowartość 5 mld EUR wobec 11 serii w połowie 2008 r. Zmniejszenie liczby serii przekraczających wartość referencyjną wynikało ze znacznego osłabienia złotego w tym okresie: kurs euro wzrósł o 33%.

- Emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro, służących budowaniu polskiej krzywej rentowności. W połowie 2009 r. 3 serie obligacji miały wartość 3 mld EUR lub więcej, z czego jedna przekraczała 5 mld EUR.
- Dostosowanie polityki emisyjnej, w tym przetargów sprzedaży, zamiany i odkupu, do warunków rynkowych, w tym popytu w poszczególnych segmentach rynku SPW.

Ad 2. Zwiększanie efektywności rynku SPW

Zwiększanie efektywności rynku SPW obejmuje działania służące minimalizacji kosztów obsługi w drugim z omawianych w rozdziale IV aspekcie realizacji tego celu. Dotyczy ono zarówno rynku pierwotnego jak i wtórnego. Planowane są następujące działania:

- Dopasowanie harmonogramu emisji na rynku krajowym i zagranicznym do uwarunkowań rynkowych i budżetowych, z uwzględnieniem działań wynikających z realizacji zadania zwiększania przejrzystości rynku SPW;
- Zwiększanie roli uczestników systemu DSPW w zakresie rozwoju rynku SPW oraz operacji związanych z zarządzaniem długiem - w obszarach, gdzie uczestnicy systemu DSPW mogą zapewnić konkurencyjność nie mniejszą niż inni uczestnicy rynku finansowego, zawieranie transakcji i wybór partnera następować będą z uwzględnieniem preferencji wynikających z ich udziału w systemie;
- Usuwanie barier technicznych i prawnych występujących na krajowym i zagranicznym rynku SPW, w szczególności działania mające na celu stworzenie możliwości rozliczania

transakcji zawartych na SPW wyemitowanych na rynek krajowy za pośrednictwem izb rozliczeniowych o zasięgu międzynarodowym (w szczególności Clearstream i Euroclear),

- Bezpośrednie spotkania z inwestorami na rynku krajowym i zagranicznym oraz konsultacje z uczestnikami rynku SPW, służące efektywnej wymianie informacji, w tym w zakresie usuwania skutków kryzysu na rynku finansowym oraz uwzględnieniu w realizacji Strategii potrzeb inwestorów, w tym:
 - regularne spotkania z bankami uczestnikami systemu DSPW,
 - spotkania z podmiotami sektora pozabankowego,
 - spotkania z inwestorami i bankami zagranicznymi,
 - bieżące spotkania i konsultacje telefoniczne z inwestorami;
- Poszerzanie bazy inwestorów, w tym poprzez regularne spotkania z inwestorami zagranicznymi w ramach tzw. *non-deal roadshows* na kluczowych rynkach zagranicznych, służące:
 - budowaniu i podtrzymywaniu relacji z najważniejszymi inwestorami zagranicznymi,
 - oderwaniu procesu konkretnych emisji obligacji zagranicznych od działań promujących te emisje (*roadshows*), co umożliwi przeprowadzenie emisji w najodpowiedniejszym momencie, niezależnie od przygotowania marketingowego,
 - promocję polskich SPW emitowanych zarówno w kraju, jak i zagranicą;
- Aktywny udział w konferencjach i seminariach z udziałem inwestorów;
- Rozszerzanie kanałów komunikacji elektronicznej, w szczególności z inwestorami zagranicznymi.

Ad 3. Zwiększanie przejrzystości rynku SPW

Dążenie do przejrzystości rynku SPW służy ograniczaniu niepewności związanej z jego funkcjonowaniem, pozwala jego uczestnikom uzyskać wiarygodną informację o bieżących cenach rynkowych oraz pomaga formułować przewidywania o kształtowaniu się cen w przyszłości. Przejrzystości rynku służy zarówno przewidywalność polityki emisyjnej, jak i transparentne funkcjonowanie rynku wtórnego. W horyzoncie Strategii planowane są następujące działania:

- Prowadzenie przejrzystej polityki emisyjnej, obejmującej publikację kalendarzy emisji SPW, rocznych, kwartalnych i miesięcznych planów podaży SPW na rynku krajowym i zagranicznym oraz oferty na poszczególnych przetargach SPW;
- Promocja rynku elektronicznego poprzez odpowiednie regulacje w systemie DSPW, z zachowaniem zasad konkurencyjności oraz transparentności, głównie dotyczące obowiązków nałożonych na dealerów i kandydatów w zakresie kwotowania benchmarków, utrzymywania określonych spreadów oraz udziału w fixingu SPW.

VI. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

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

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

VI.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych

1. Ustawa o finansach publicznych

Najważniejszą zmianą legislacyjną, które będzie miała wpływ na zaciąganie zobowiązań przez jednostki sektora finansów publicznych oraz wielkość ich potrzeb pożyczkowych są ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych oraz ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. przepisy wprowadzające ustawę o finansach publicznych, których przepisy w większości wejdą w życie z dniem 1 stycznia 2010 r. W zakresie długu publicznego nowa ustawa wprowadzi następujące zmiany w stosunku do obecnie obowiązującej:

- Zmianę zakresu i organizacji sektora finansów publicznych:
 - powołanie nowych form organizacyjnych, których celem jest zwiększenie efektywności funkcjonowania całego sektora,
 - w związku z dostosowaniem zakresu sektora do metodologii UE, wyłączenie z sektora jednostek badawczo-rozwojowych oraz instytutów naukowych – oznacza to w szczególności, że podobnie jak w metodologii UE, dług JBR nie będzie stanowił długu publicznego w metodologii polskiej;
- zmianę procedur ostrożnościowych i sanacyjnych przy utrzymaniu dotychczasowych progów relacji długu publicznego do PKB, najważniejsze zmiany polegają na:
 - zmianie konsekwencji przekroczenia progu 55% i 60% dla budżetu państwa – w nowej ustawie nałożono obowiązek przyjęcia ustawy budżetowej na kolejny rok nie przewidującej deficytu lub z poziomem różnicy wydatków i dochodów budżetu państwa zapewniającym obniżenie długu SP do PKB;
 - nałożeniu dodatkowych ograniczeń wzrostu wydatków (m. in. na wynagrodzenia w sferze budżetowej, waloryzację rent i emerytur) oraz udzielania nowych kredytów i pożyczek z budżetu państwa przy przekroczeniu przez dług relacji 55% i 60%;
 - wyłączeniu JST z ograniczeń przewidzianych w procedurach ostrożnościowych i sanacyjnych przy pierwszym progu 50%;
- wprowadzenie od 2011 r. zasady zrównoważonego budżetu bieżącego JST oraz od 2014 r. systemu indywidualnych limitów dotyczących zaciągania długu, uzależniających możliwą wysokość zadłużenia poszczególnych jednostek od zdolności do jego spłaty;
- wyodrębnienie w ramach budżetu państwa budżetu środków europejskich. Wynik budżetu środków europejskich nie będzie wliczany do wyniku budżetu państwa, deficyt będzie powiększał potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, a nadwyżka będzie mogła być wykorzystywana w zarządzaniu długiem budżetu państwa;
- wydłużenie horyzontu strategii zarządzania długiem z 3 do 4 lat,
- wprowadzenie Wieloletniego Planu Finansowego Państwa (WPFPP). W projekcie ustawy budżetowej na dany rok budżetowy poziom deficytu nie będzie mógł być większy niż poziom ustalonego deficytu w WPFPP.

2. Reorganizacja w systemie ochrony zdrowia

Regulacją mającą wpływ na zobowiązania JST i samorządowych SPZOZ jest uchwała Rady Ministrów z dnia 27 kwietnia 2009 r. w sprawie ustanowienia programu wieloletniego „Wsparcie jednostek samorządu terytorialnego w działaniach stabilizujących system ochrony zdrowia”,

obejmującego lata 2009-11. Program jest skierowany do JST, które przystąpią do reorganizacji w zakresie systemu ochrony zdrowia w ramach realizacji zadań własnych nieobjętych kontraktami wojewódzkimi. Jego celem jest zwiększenie stabilności ekonomicznej podmiotów udzielających świadczeń zdrowotnych. Reorganizacja polega na likwidacji dotychczas funkcjonującego SPZOZ, przejęciu jego zobowiązań przez JST oraz:

- powołaniu spółki kapitałowej w celu prowadzenia niepublicznego zakładu opieki zdrowotnej lub
- przekazaniu zadań innemu, już funkcjonującemu zakładowi opieki zdrowotnej.

JST przystępujące do programu otrzymają z budżetu państwa dotacje celowe z przeznaczeniem na spłatę przejmowanych przez nie zobowiązań SPZOZ oraz pokrycie innych kosztów związanych z realizacją programu. Na realizację programu w latach 2009-11 przeznaczono środki w wysokości 1,15 mld zł. Zakłada się, iż obejmie on ok. 30-40% samorządowych SPZOZ.

VI.2. Założenia strategii udzielania poręczeń i gwarancji

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

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

- Koncentracja udzielania poręczeń i gwarancji na wspieraniu inwestycji prorozwojowych z zakresu infrastruktury, ochrony środowiska, tworzenia nowych miejsc pracy, rozwoju regionalnego, mieszkalnictwa, kolejnictwa, przede wszystkim realizowanych w oparciu o fundusze z UE (kredyty i obligacje poręczone lub gwarantowane przez SP powinny umożliwić pozyskanie funduszy UE), a także na wsparcie innych zadań inwestycyjnych wynikających z ewentualnych nowych programów wsparcia przewidujących udzielanie poręczeń i gwarancji zgodnie z zasadami UE.
- Relacja przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń SP do PKB nie powinna przekroczyć 1,4%, a relacja potencjalnych zobowiązań SP z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB wysokości 4,5%.
- Ograniczenie roli szczególnie ryzykownych dla SP poręczeń i gwarancji udzielanych na podstawie ustaw specjalnych, tzw. „sektorowych”.

Zgodnie z ustawą o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez SP oraz niektóre osoby prawne, ustawa budżetowa corocznie określa łączną kwotę, do wysokości której mogą być udzielane przez SP poręczenia i gwarancje.

W horyzoncie objętym Strategią zarządzania długiem sektora finansów publicznych nastąpi wzrost potencjalnych zobowiązań z tytułu udzielanych poręczeń i gwarancji SP. Na koniec 2009 r. w relacji do PKB mogą przekroczyć próg 4,5% przyjęty w Strategii udzielania poręczeń i gwarancji. Limit na 2009 r. w przyjętej w lipcu br. nowelizacji ustawy budżetowej został zwiększony z 40 mld zł do 55 mld zł, również w projekcie ustawy budżetowej na 2010 r zapisano limit 55 mld zł. Przewiduje się wykorzystanie ok. 70% kwoty limitu na lata 2009-10. Jednocześnie zakłada się, że nie wzrośnie ryzyko wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji SP.

Wzrost skali wykorzystania instrumentu gwarancji i poręczeń SP będzie wynikał z realizacji programu Rządowego Planu Stabilności i Rozwoju, ogłoszonego w październiku 2008 r. w odpowiedzi na spowolnienie gospodarcze będące efektem światowej dekonjunkcji oraz globalnego kryzysu finansowego służącego wspieraniu inwestycji infrastrukturalnych oraz inicjatyw pobudzających polską gospodarkę. Największy wpływ we wzroście potencjalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SP będą miały poręczenia i gwarancje udzielane następującym podmiotom:

- Bankowi Gospodarstwa Krajowego na:
 - emisję obligacji na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) w celu finansowania budowy dróg ekspresowych i autostrad (w lipcu 2009 r. udzielono gwarancję w

wysokości 750 mln zł na emisję obligacji 3-letnich o nominale 600 mln zł, a we wrześniu 13,0 mld zł na emisję obligacji długoterminowych o nominale 7,25 mld zł);

- emisję obligacji oraz zaciągania kredytów i pożyczek w celu wspierania polskiego eksportu;
- podmiotom realizującym budowę autostrad w trybie koncesyjnym (koncesjonariuszom), gwarancje SP na wypłatę środków z KFD w wysokości koniecznej do spłaty zobowiązań z tytułu kredytów zaciągniętych w krajowych i międzynarodowych instytucjach finansowych oraz wyemitowanych obligacji korporacyjnych;

Ponadto gwarancje i poręczenia SP będą udzielane m.in.:

- Agencji Rozwoju Przemysłu S. A., limit gwarancji i poręczeń SP dla zaciąganych kredytów i emitowanych obligacji przez agencję w celu wspierania przedsięwzięć gospodarczych pobudzających popyt i stymulujących rozwój gospodarczy ustalono w łącznej wysokości 5 mld zł na lata 2009-10 r.;
- PKP Polskim Liniom Kolejowym S. A. na współfinansowanie przedsięwzięć w zakresie infrastruktury kolejowej;
- krajowym instytucjom kredytowym na tworzenie linii kredytowych na finansowanie przedsięwzięć realizowanych przez małe i średnie przedsiębiorstwa oraz jednostki samorządu terytorialnego.

Ponadto wpływ na wykorzystanie limitu poręczeń i gwarancji w latach 2009-10 może mieć również rządowy projekt ustawy o rekapitalizacji niektórych instytucji finansowych, który przewiduje możliwość stosowania instrumentu gwarancji SP. Projekt ustawy jest obecnie przedmiotem prac parlamentarnych.

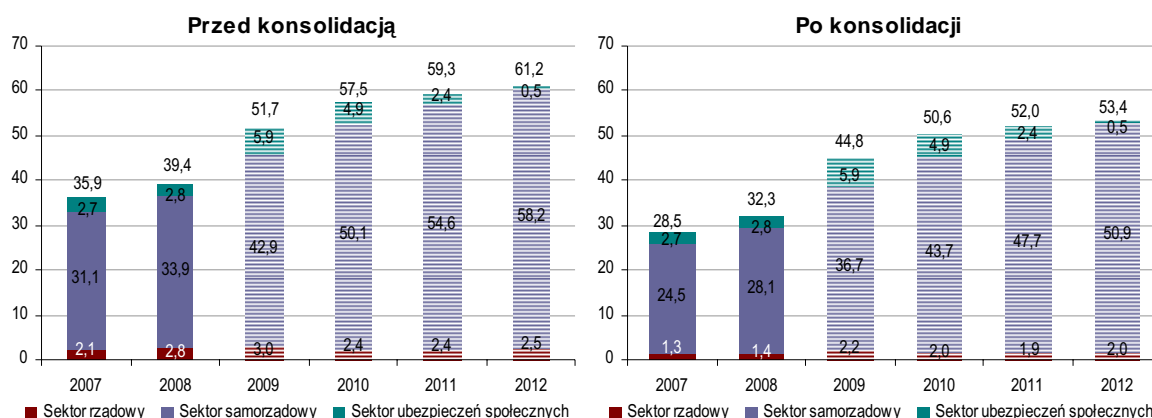
VI.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa

Przy przyjętych założeniach nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP w horyzoncie Strategii wzrośnie z 57,5 mld zł do 61,2 mld zł przed konsolidacją i z 50,6 do 53,4 mld zł po konsolidacji. Wzrost ten będzie wypadkową:

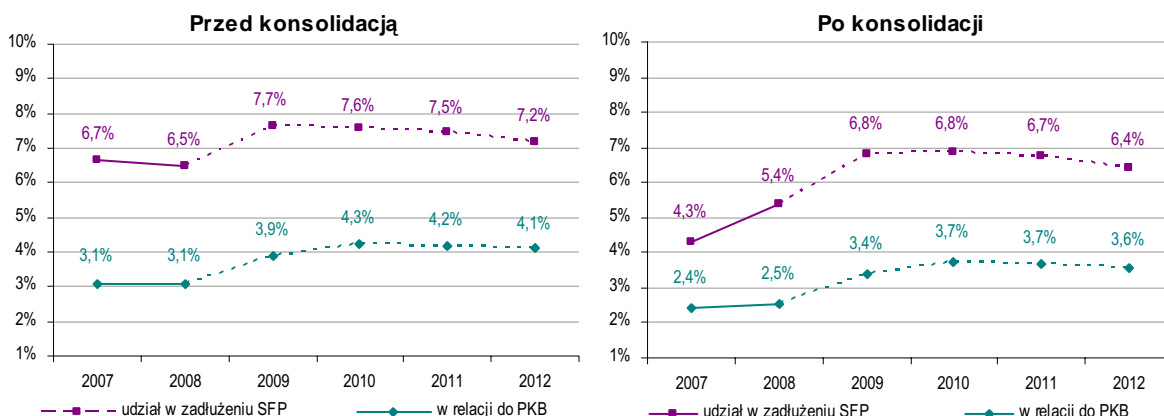
- systematycznego wzrostu długu JST i ich związków,
- stabilizacji zadłużenia SPZOZ,
- przejściowego wzrostu zobowiązań FUS z tytułu kredytów zaciągniętych w bankach komercyjnych oraz spadku poziomu zobowiązań wymagalnych,
- stabilizacji zadłużenia pozostałych jednostek sektora rządowego i samorządowego.

Zadłużenie przed konsolidacją pozostałego sektora w relacji do PKB w horyzoncie Strategii wzrośnie z 3,9% do 4,1%, podobnie zadłużenie po konsolidacji wzrośnie z 3,4% do 3,6%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych przed konsolidacją ukształtuje się na poziomie odpowiednio ok. 7,2% przed konsolidacją i ok. 6,4% po konsolidacji.

Wykres 24. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory (w mld zł)



Wykres 25. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji – relacja do PKB i udział w zadłużeniu SFP



1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

W Strategii założono, że zadłużenie JST oraz ich związków będzie systematycznie rosło i będzie pochodną deficytów oraz nadwyżek poszczególnych jednostek. Potrzeby pożyczkowe JST będą wynikać przede wszystkim z wysokich wydatków przeznaczonych na realizację projektów infrastrukturalnych, współfinansowanych środkami z funduszy unijnych z perspektywy finansowej 2007-13, a w latach 2009-2010 również ze stosunkowo niskich dochodów z uwagi na spowolnienie gospodarcze. Istotną część finansowanych inwestycji wynikać będzie z przygotowań do współorganizowanych przez Polskę mistrzostw Europy w piłce nożnej EURO 2012. Podobnie jak w latach poprzednich, najwięcej długu będą generować miasta na prawach powiatu oraz gminy.

Dominującym instrumentem w finansowaniu potrzeb pożyczkowych JST pozostaną kredyty pozyskiwane z banków komercyjnych na rynku krajowym. Rosnąć będzie zadłużenie z tytułu obligacji komunalnych, w szczególności emitowanych przez duże jednostki. Prawdopodobny jest dalszy wzrost roli zadłużenia zagranicznego, tak z tytułu obligacji emitowanych na rynkach międzynarodowych, jak i kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych.

Zaciąganie zobowiązań przez JST w horyzoncie strategii będzie odbywało się na zasadach określonych w ustawie z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych. Nowe reguły zaciągania zobowiązań mające na celu przeciwdziałanie nadmiernemu zadłużaniu się JST zaczną obowiązywać od 2014 r., przy czym zasada zrównoważonego budżetu bieżącego JST zacznie obowiązywać od 2011 r., co wpłynie na skalę zaciągania nowych zobowiązań.

2) Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

Założono, że zadłużenie SPZOZ przed konsolidacją w horyzoncie Strategii ustabilizuje się. Zadłużenie jednostek samorządowych będzie nadal dominować w strukturze całości zobowiązań SPZOZ.

Zmiany zadłużenia będą wynikiem:

- likwidacji części dotychczas funkcjonujących samorządowych SPZOZ i przejęcie ich zobowiązań przez JST w ramach procesu reorganizacji lokalnego systemu ochrony zdrowia na mocy uchwały Rady Ministrów z dnia 27 kwietnia 2009 r. w sprawie ustanowienia programu wieloletniego „Wsparcie jednostek samorządu terytorialnego w działaniach stabilizujących system ochrony zdrowia”,
- restrukturyzacji istniejącego zadłużenia SPZOZ – na zasadach wspierających uzdrowienie gospodarki finansowej poszczególnych zakładów, z uwzględnieniem interesu wierzycieli, organów założycielskich SPZOZ i SP,
- możliwego wzrostu zobowiązań wymagalnych SPZOZ w efekcie spowolnienia gospodarczego,
- bieżących wyników finansowych poszczególnych jednostek.

W ramach procesu restrukturyzacji istniejącego zadłużenia SPZOZ na mocy ustawy o pomocy publicznej i restrukturyzacji PZOZ, obok umorzeń zobowiązań wymagalnych niektórych jednostek nastąpi również dalsza zamiana zobowiązań wymagalnych na kredyty.

Założono, że dominującym składnikiem zadłużenia pozostaną kredyty, przy przejściowym wzroście zobowiązań wymagalnych.

3) Zadłużenie pozostałych jednostek

Zadłużenie przed konsolidacją pozostałych jednostek sektora finansów publicznych w horyzoncie Strategii będzie wypadkową:

- przejściowego wzrostu zadłużenia pozostałych państwowych osób prawnych, głównie agencji rolnych z tytułu udzielonych pożyczek przez SP na prefinansowanie zadań współfinansowanych z funduszy unijnych,
- przejściowego wzrostu zadłużenia FUS z tytułu zaciągniętych kredytów w bankach komercyjnych,
- spadku zobowiązań wymagalnych FUS, głównie z tytułu nieprzekazanych terminowo składek do OFE,
- stabilizacji zadłużenia państwowych szkół wyższych, państwowych i samorządowych instytucji kultury, PAN i tworzonych przez PAN jednostek organizacyjnych.

W strukturze zadłużenia pozostałych jednostek sektora finansów publicznych dominującym składnikiem będą kredyty.

VII. PRZEWDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji Strategii obejmują prognozy:

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

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

VII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

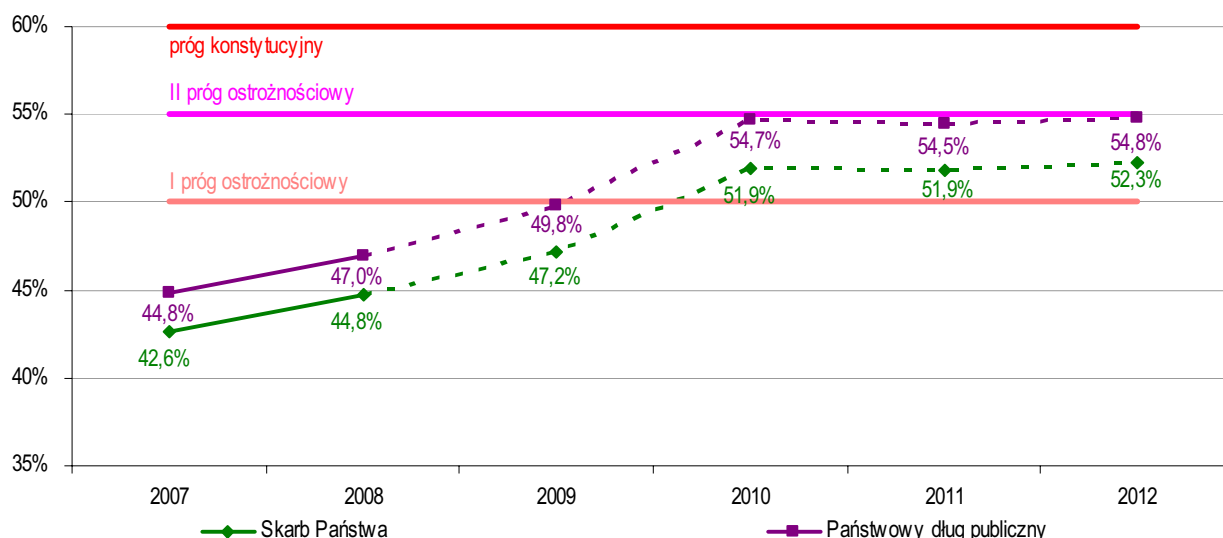
Przy przyjętych założeniach relacja państwowego długu publicznego do PKB będzie rosła, przekraczając próg 50% w 2010 r. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych, przekroczenie progu 50% w 2010 r. oznaczać będzie konieczność przyjęcia w ustawie budżetowej na 2012 r. nie wyższej relacji deficytu budżetowego do dochodów niż przyjęta w budżecie na 2011 r. W latach 2010-12 relacja długu do PKB będzie utrzymywać się blisko progu 55% (54,5%-54,8%). Oznacza to występowanie znacznego ryzyka przekroczenia tego progu i uruchomienia sankcji wynikających z ustawy o finansach publicznych (zob. aneks 6, tabela 5)

Wzrost kosztów obsługi długu SP będzie wynikać przede wszystkim z przyrostu długu, a ich relacja do PKB wzrośnie do 3,0% w 2012 r.

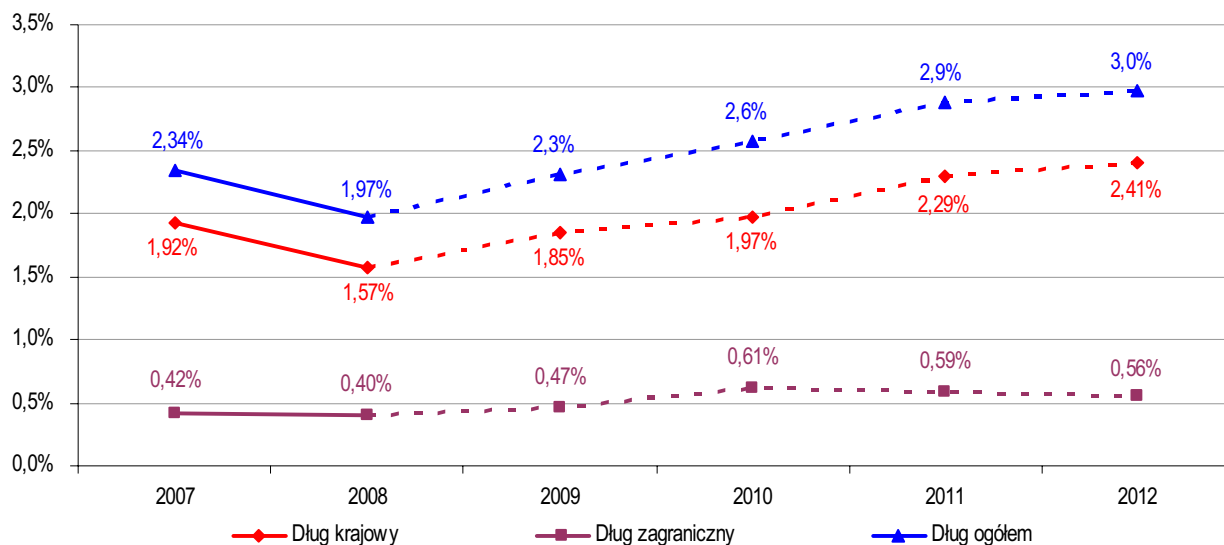
Tabela 6. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP w latach 2009-2012

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012
1. Dług Skarbu Państwa					
a) w mld zł	569,9	623,5	700,4	733,8	779,3
krajowy	420,2	457,7	521,2	553,1	592,1
zagraniczny	149,7	165,9	179,2	180,7	187,2
b) w relacji do PKB	44,8%	47,2%	51,9%	51,9%	52,3%
2. Państwowy dług publiczny					
a) w mld zł	597,8	658,8	739,1	770,8	816,1
b) w relacji do PKB	47,0%	49,8%	54,7%	54,5%	54,8%
3. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)					
a) w mld zł	25,1	30,6	34,9	40,7	44,2
b) w relacji do PKB, w tym:	2,0%	2,3%	2,6%	2,9%	3,0%
- długu krajowego	1,6%	1,9%	2,0%	2,3%	2,4%
- długu zagranicznego	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%

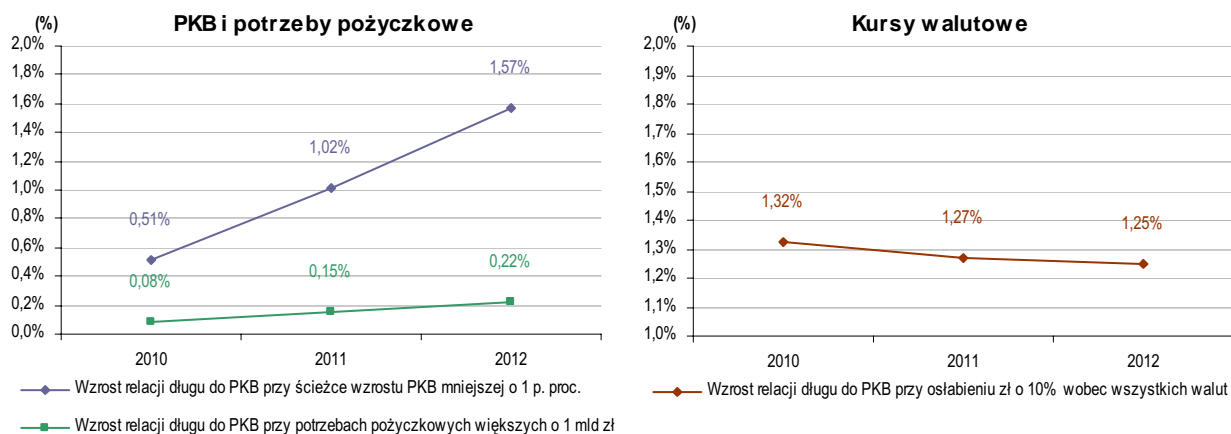
Wykres 26. Relacja długu publicznego do PKB



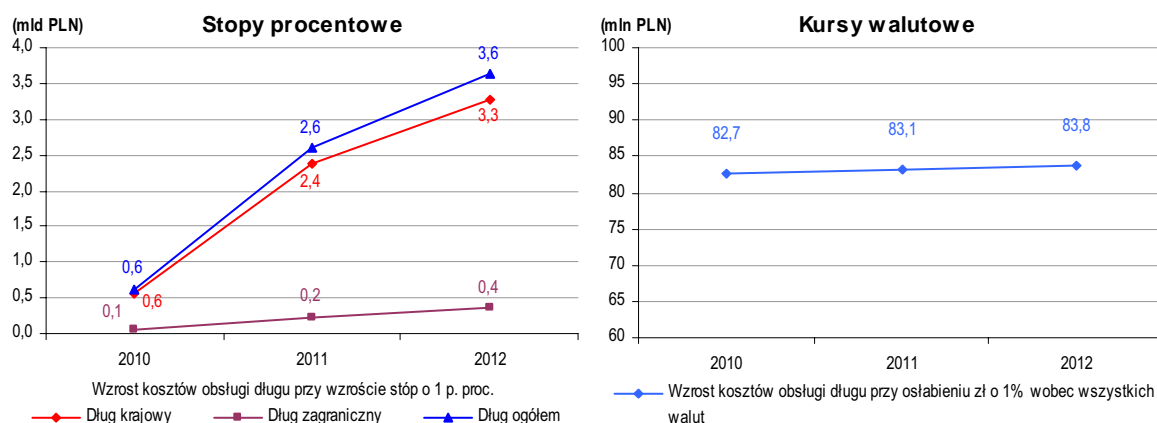
Wykres 27. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB



Wykres 28. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń



Wykres 29. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP do PKB na zmiany założeń



Dług potencjalny (gwarancje i poręczenia)

Przewiduje się, że relacja potencjalnych zobowiązań SP z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB przekroczy 4,5%. Jednocześnie wysokość przewidywanych wypłat z tego tytułu pozostanie na bezpiecznym poziomie, tj. nie przekroczy progu 1,4% PKB zapisanego w Strategii udzielania poręczeń i gwarancji.

Tabela 7. Prognoza niewymagalnych zobowiązań i przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji SFP i SP

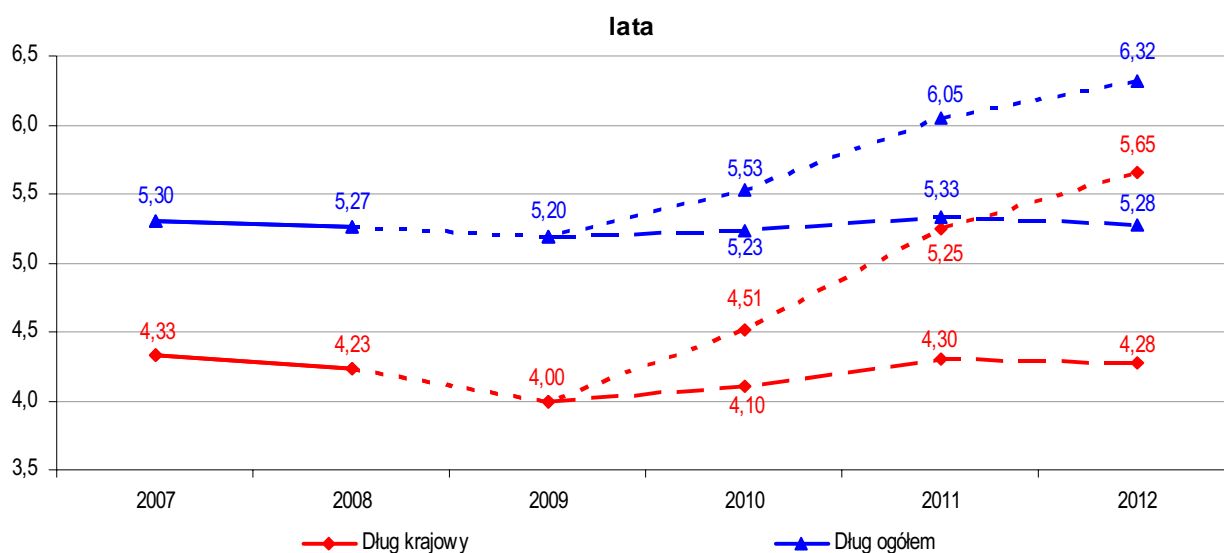
Sektor finansów publicznych		2009	2010	2011	2012
Zobowiązania niewymagalne	w mld zł	80,6	127,7	150,7	167,6
	w % PKB	6,0%	9,3%	10,5%	11,1%
Przewidywalne wypłaty	w mld zł	8,4	9,2	7,7	8,2
	w % PKB	0,6%	0,7%	0,5%	0,5%
Skarb Państwa		2009	2010	2011	2012
Zobowiązania niewymagalne	w mld zł	78,7	125,8	148,7	165,6
	w % PKB	5,9%	9,2%	10,4%	11,0%
Przewidywalne wypłaty	w mld zł	8,2	9,0	7,5	8,0
	w % PKB	0,6%	0,7%	0,5%	0,5%

VII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

Przewiduje się, że w horyzoncie Strategii:

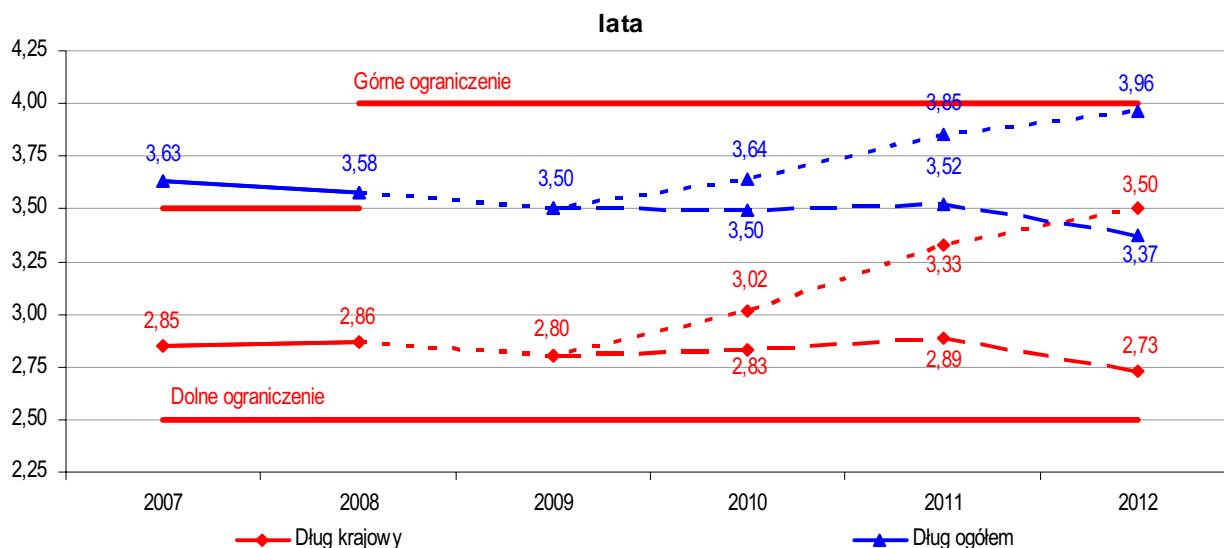
- ograniczeniu ulegnie ryzyko refinansowania - średnia zapadalność rynkowego długu krajowego SP wzrośnie, w zależności od przyjętej strategii finansowania, do ok. 4,3-5,65 roku, a całego długu SP będzie się mieścić w przedziale ok. 5,3–6,3 roku,

Wykres 30. Średnia zapadalność długu SP



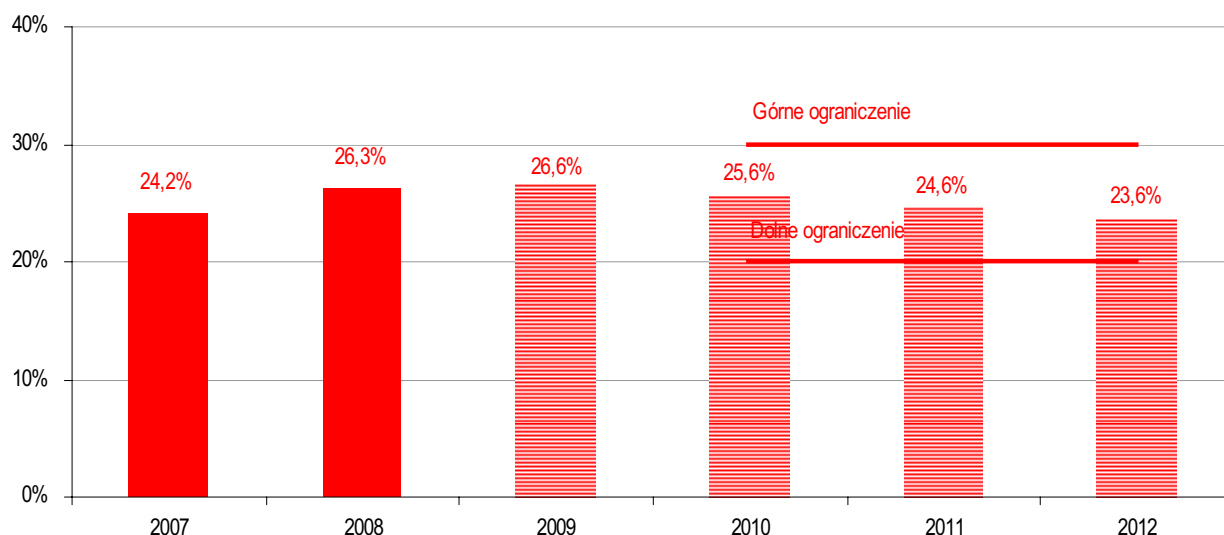
- co najmniej stabilizacji ulegnie ryzyko stopy procentowej, w zależności od przyjętej struktury finansowania możliwe będzie jego ograniczenie - *duration* rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywać w przedziale ok. 2,7-3,5 lat, a długu ogółem w przedziale ok. 3,4 – 4,0 roku,

Wykres 31. Duration długu SP



- średni udział długu zagranicznego wyniesie ok. 25%, przy czym możliwe są odchylenia od scenariusza bazowego w przyjętym w Strategii przedziale 20-30%, związane z elastycznym podejściem do finansowania zagranicznego.

Wykres 32. Udział długu zagranicznego w długu SP



VII.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii

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

- 1) odmiennym od zakładanego scenariuszem sytuacji makroekonomicznej w Polsce, w szczególności wolniejszym wzrostem PKB, wyższymi stopami procentowymi oraz wahaniami kursu walutowego;
- 2) uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
 - wolniejszym tempem wychodzenia głównych gospodarek z recesji oraz kryzysu finansowego,
 - ponownym wycofywaniem kapitału pożyczkowego z rynków wschodzących, spowodowanym awersją inwestorów globalnych do ryzyka;
- 3) ryzykiem przekroczenia w horyzoncie *Strategii* progu 55% relacji długu publicznego do PKB, w związku z:
 - wyższym poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zależnym m.in. od koniunktury w polskiej gospodarce,

- niższym kursem złotego w stosunku do założonego w Strategii,
- znacznym przyrostem zadłużenia innych niż SP podmiotów sektora finansów publicznych,
- podziałem ryzyka między partnera publicznego i prywatnego w umowach partnerstwa publiczno-prywatnego,
- koniecznością wykonania poręczeń lub gwarancji udzielanych przez podmioty sektora finansów publicznych.

Wyzwaniem we wszystkich trzech obszarach będą szczególnie nakłady na inwestycje infrastrukturalne współfinansowane ze środków UE oraz związane z przygotowaniem do współorganizowanego przez Polskę EURO2012.

- 4) niepewnością związaną z harmonogramem wejścia Polski do strefy euro i jej wpływem na kurs walutowy i stopy procentowe.

Aneks 1. Słowniczek pojęć

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

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

gdzie:

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

t – termin zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,

j – termin zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,

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

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

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

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

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

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

I₀ – bieżący wskaźnik indeksacji dla nominalu obligacji inflacyjnych.

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

Benchmark

1. (*emisja*) duża wartościowo emisja SPW, posiadająca płynny rynek wtórny. Rynkowa wycena emisji benchmarkowej stanowi punkt odniesienia dla poziomu stóp procentowych w danym segmencie zapadalności. W *Strategii* przyjęto, że status benchmarku powinny osiągnąć wszystkie nowo emitowane serie obligacji o stałym oprocentowaniu, za wyjątkiem obligacji 2-letnich, służących średnioterminowemu zarządzaniu płynnością. Za minimalną nominalną wartość emisji zapewniającą jej płynność przyjęto równowartość 5 mld EUR na rynku krajowym i 3 mld EUR na rynku euro. Na innych rynkach rozmiar benchmarku zależy głównie od preferencji emitenta związanych z poziomem ryzyka refinansowania oraz od stopnia rozwoju rynku.
2. (*portfel*) docelowa charakterystyka portfela długu publicznego, stanowiąca *portfel odniesienia* dla portfela istniejącego i wyznaczająca kierunek zarządzania długiem publicznym. Na charakterystykę portfela odniesienia składać się mogą udziały poszczególnych walut, sposobów oprocentowania i typów instrumentów, jak również wartości syntetycznych wskaźników, będących najczęściej miarami ryzyka, np. średnia zapadalność czy *duration*.

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

Dług potencjalny – zobowiązania nie będące długiem publicznym, które po zajściu określonego zdarzenia mogą przyczynić się do powstania długu publicznego. Klasycznym przykładem długu potencjalnego są zobowiązania niewymagalne z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych. W przypadku wykonania gwarancji

lub poręczenia zobowiązania z ich tytułu stają się wymagalne i powiększają wydatki podmiotu udzielającego gwarancję, tym samym zwiększając potrzeby pożyczkowe i dług publiczny.

Duration⁸ – miara wrażliwości kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych, a więc miara ryzyka stopy procentowej związanego z długiem publicznym. *Duration* interpretowana jest jako wyrażona w latach średnia długość okresu dostosowania kosztów obsługi długu do zmiany poziomu stop procentowych. Im wyższy jest poziom stóp procentowych oraz większy udział instrumentów krótkoterminowych i o zmiennym oprocentowaniu, tym wyższe ryzyko stopy procentowej i niższa *duration*. *Duration* długu SP w danej walucie liczone jest wg wzoru:

$$Duration = \frac{\sum_{r \in R} \left[r \sum_{s \in S|_r} \frac{CFZ_s}{(1+i_s)^s} \right] + \sum_{s \in S} \frac{sCFS_s}{(1+i_s)^s}}{\sum_{s \in S} \frac{CFZ_s}{(1+i_s)^s} + \sum_{s \in S} \frac{CFS_s}{(1+i_s)^s}}$$

gdzie:

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

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

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

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

$S|_r$ - zbiór wszystkich terminów przepływów dla takich obligacji o oprocentowaniu zmiennym, których najbliższy ustalony termin wykupu wynosi r ,

CFZ_s - wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym i terminie s ,

CFS_s - wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu stałym i terminie s ,

i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s .

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

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

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

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

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

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

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

⁸ W stosunku do poprzedniej Strategii zmianie uległ sposób zapisu wzoru na *duration*, precyzyjniej opisujący algorytm liczenia wartości wskaźnika dla obligacji o oprocentowaniu zmiennym. Sam algorytm obliczeń nie uległ zmianie.

Ryzyko kredytowe - wiąże się z niebezpieczeństwem, że druga strona transakcji nie wywiąże się, w całości lub w części, ze swojego zobowiązania. Ryzyko powstaje w wyniku transakcji, których przedmiotem są należności. Dla zarządzającego długiem tak jest w przypadku stosowania instrumentów pochodnych, w szczególności typu *swap*. Ryzyko kredytowe występuje również w przypadku zarządzania płynnymi aktywami, np. poprzez dokonywanie lokat w bankach i nabywanie papierów wartościowych.

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

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

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

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

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

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

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

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

Spread - różnica występująca pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów dłużnych. W węższym znaczeniu *spread* kredytowy (inaczej marża kredytowa) to różnica pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów o identycznych lub bardzo zbliżonych parametrach, w tym w szczególności terminie zapadalności, wyemitowanych przez różnych emitentów. *Spread* jest często rozumiany jako różnica pomiędzy rentownością instrumentu obciążonego ryzykiem kredytowym i instrumentu uznawanego za wolny od ryzyka kredytowego lub o najniższym ryzyku w danej klasie.

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

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

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

gdzie:

t – termin zapadalności,

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

N_t – wyrażony w złotych nominał płatny w chwili t ,

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

Aneks 2. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE

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

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

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

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

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

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

Model rządowy dobrze sprawdza się w warunkach charakterystycznych dla gospodarek „wschodzących” lub podlegających procesowi transformacji ustrojowej, w których stopień rozwoju krajowego rynku finansowego jest niski, choć nie tylko tam jest stosowany⁹. Jest to związane z dużymi możliwościami oddziaływania rządu na tworzenie odpowiedniej infrastruktury prawnej oraz instytucjonalnej, koniecznej dla funkcjonowania efektywnego rynku finansowego. Jednak w warunkach rozwiniętej, stabilnej gospodarki coraz bardziej widoczne stają się wady takiego rozwiązania:

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

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

⁹ Model rządowy funkcjonuje w takich krajach jak Hiszpania czy Włochy.

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

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

W chwili obecnej na 27 państw UE w 14 stosowany jest model agencyjny (odpowiednio w 10 z 16 państw strefy euro).

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

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

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

	2007			2008		
	deficyt/nadwyżka %PKB	dług %PKB	stopa 10-letnia (%)	deficyt/nadwyżka % PKB	dług % PKB	stopa 10-letnia (%)
Włochy	-1,5	103,5	4,54	-2,7	105,8	4,47
Grecja	-3,6	94,8	4,53	-5,0	97,6	5,07
Belgia	-0,2	84,0	4,41	-1,2	89,6	3,87
Węgry	-4,9	65,8	6,93	-3,4	73,0	8,31
Francja	-2,7	63,8	4,35	-3,4	68,1	3,54
Portugalia	-2,6	63,5	4,47	-2,6	66,4	4,00
Niemcy	-0,2	65,1	4,21	-0,1	65,9	3,05
Malta	-2,2	62,1	4,81	-4,7	64,1	4,17
Austria	-0,5	59,4	4,34	-0,4	62,5	3,74
Holandia	0,3	45,6	4,34	1,0	58,2	3,65
Wielka Brytania	-2,7	44,2	4,70	55,5	52,0	3,37
Cypr	3,4	59,4	4,60	0,9	49,1	4,60
Polska	-1,9	44,9	5,86	-3,9	47,1	5,70
Irlandia	0,2	25,0	4,45	-7,1	43,2	4,57
Hiszpania	2,2	36,2	4,35	-3,8	39,5	3,86
Szwecja	3,8	40,5	4,31	2,5	38,0	2,67
Finlandia	5,2	35,1	4,34	4,2	33,4	3,72
Dania	4,5	26,8	4,33	3,6	33,3	3,50
Czechy	-0,6	28,9	4,65	-1,5	29,8	4,30
Słowacja	-1,9	29,4	4,61	-2,2	27,6	4,72
Słowenia	0,5	23,4	4,55	-0,9	22,8	4,56
Litwa	-1,0	9,0	4,94	-3,2	15,6	9,00
Łotwa	-0,4	17,0	5,10	-4,0	19,5	9,03
Luksemburg	3,6	6,9	4,68	2,6	14,7	4,17
Bułgaria	0,1	14,1	5,08	1,5	14,1	7,76
Rumunia	-2,5	12,7	6,93	-5,4	13,6	8,38
Estonia	2,7	3,5	6,81	-3,0	4,8	8,48
UE 27	-0,8	58,7	-	-2,3	61,5	-
Strefa euro	-0,6	66,2	-	-1,9	69,6	-

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

²⁾ Dane dot. wyniku deficytu i długu dla Polski – dane MF, pozostałe dane na podstawie Eurostat Euro-indicators news release 56/2009 z 22 kwietnia 2009 r.

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

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

stan na 11 września 2009 r.

	Moody's	Standard&Poor's	Fitch
Austria	Aaa	AAA	AAA
Belgia	Aa1	AA+	AA+
Bułgaria	Baa3	BBB	BBB-
Cypr	Aa3	A+	AA-
Czechy	A1	A	A+
Dania	Aaa	AAA	AAA
Estonia	A1	A-	BBB+
Finlandia	Aaa	AAA	AAA
Francja	Aaa	AAA	AAA
Grecja	A1	A-	A
Hiszpania	Aaa	AA+	AAA
Holandia	Aaa	AAA	AAA
Irlandia	Aa1	AA	AA+
Litwa	A3	BBB	BBB
Łotwa	Baa3	BB+	BB+
Luksemburg	Aaa	AAA	AAA
Malta	A1	A	A+
Niemcy	Aaa	AAA	AAA
Polska	A2	A-	A-
Portugalia	Aa2	A+	AA
Rumunia	Baa3	BB+	BB+
Słowacja	A1	A+	A+
Słowenia	Aa2	AA	AA
Szwecja	Aaa	AAA	AAA
Węgry	Baa1	BBB-	BBB
Wielka Brytania	Aaa	AAA	AAA
Włochy	Aa2	A+	AA-

Źródło: International Financing Review, 12 września 2009 r.

Aneks 5. Ryzyko refinansowania i stopy procentowej wybranych państw UE

Tabela 3. Średnia zapadalność i duration długu wybranych państw UE w 2008 r.

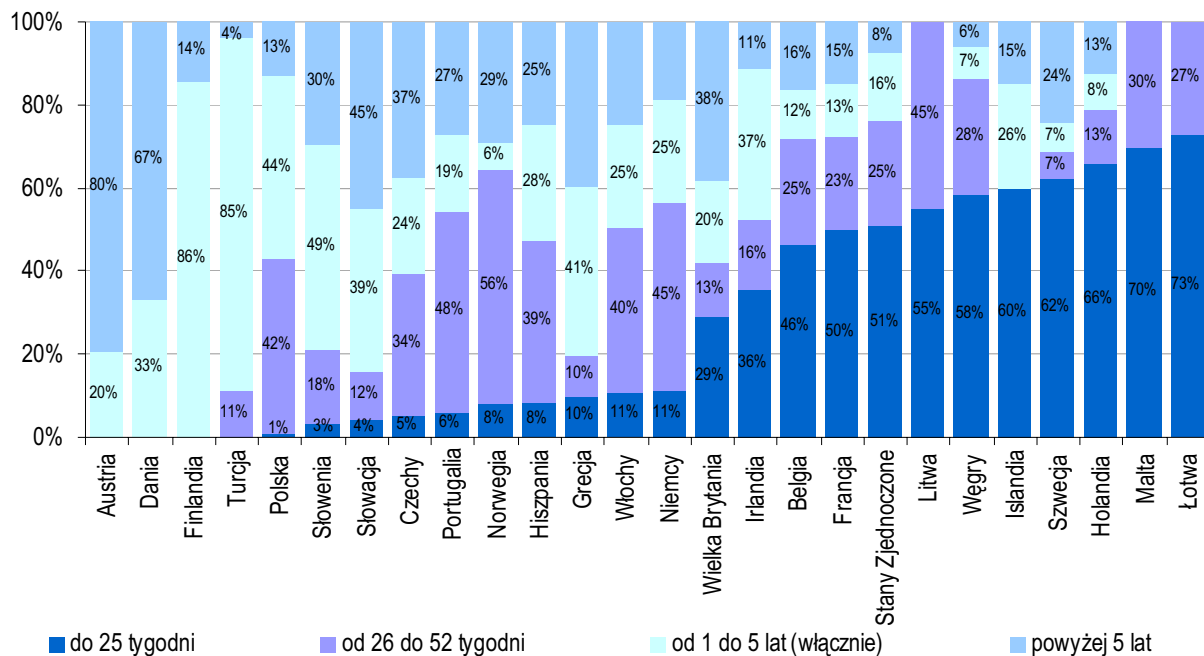
	ATM			Duration		
	Razem	Krajowy	Zagraniczny	Razem	Krajowy	Zagraniczny
Austria	8,30	8,60	2,10	6,00	6,10	1,90
Belgia	6,10	6,20	0,40	4,4**	4,5**	0,1**
Czechy	6,60	*	*	4,3**	*	*
Dania	24,58	10,99	1,82	14,75	7,30	-0,65
Estonia	*	*	*	*	*	*
Finlandia	3,90	3,90	0,00	2,90	2,90	0,00
Francja	6,80	6,80	*	5,3**	5,3**	*
Grecja	8,40	*	*	*	5,30	*
Hiszpania	6,60	6,60	*	4,80	4,80	*
Holandia	6,60	6,60	*	*	*	*
Irlandia	6,19	*	*	6,07	*	*
Luksemburg	6,35	6,35	*	*	*	*
Niemcy	6,6	6,70	1,40	4,9**	4,9**	1,4**
Polska	5,27	4,23	8,11	3,58	2,86	5,55
Portugalia	6,19	*	*	3,88	*	*
Słowacja	4,73	3,83	7,61	3,05	3,23	6,29
Słowenia	*	*	*	*	*	*
Szwecja	4,80	5,70	0,13	*	*	*
Węgry	4,82	3,89	6,36	3,01	2,61	3,68
Wielka Brytania	*	14,50	*	*	9,00	*
Włochy	6,8	6,60	11,00	4,50	4,50	5,30

*) Brak danych.

**) Modyfikowane duration.

Źródło: OECD's Statistical Data Warehouse, www.oecd.int.

Wykres 1. Sprzedaż SPW na rynku krajowym w Polsce i wybranych krajach pod względem zapadalności w 2009 r.*



*) w formie przetargów i syndykatu od 1 stycznia do 22 września 2009 r.

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

Tabela 4. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

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

Tabela 5. Limity określone w obowiązującej oraz nowej ustawie o finansach publicznych dotyczące zaciągania długu publicznego

Obowiązująca ustawa o finansach publicznych	Nowa ustawa o finansach publicznych
I. Procedury dotyczące limitów na relację państwowego długu publicznego do PKB	
1) jeśli relacja w roku x jest większa od 50%, a nie większa od 55% PKB:	
<p>a) relacja deficytu budżetu państwa do jego dochodów w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 nie może być wyższa niż w roku x+1;</p> <p>a) relacja deficytu budżetu państwa do jego dochodów uchwalona na rok x+2 stanowi górne ograniczenie dla relacji deficytu do dochodów w uchwalanych na rok x+2 budżetach JST;</p>	
2) jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60% PKB:	
<p>a) poziom deficytu budżetu państwa w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 musi zapewniać spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x;</p> <p>b) górne ograniczenie relacji deficytu każdej JST do jej dochodów na rok x+2 obliczane jest przez pomnożenie relacji deficytu do dochodów budżetu państwa uchwalonej na rok x+2 przez współczynnik R; $R = (0,6 - PDP/PKB) : 0,05$ gdzie: PKB - produkt krajowy brutto, PDP - państwowy dług publiczny oznaczają wielkości ogłoszone za poprzedni rok budżetowy (rok x);</p>	<p>a) przyjmuje się brak deficytu lub poziom różnicy dochodów i wydatków budżetu państwa w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 zapewniający spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x;</p> <p>b) deficyt budżetowy JST pomniejszony o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych oraz wolne środki w uchwale budżetowej na rok x+2 może wynikać jedynie z wydatków związanych z realizacją zadań współfinansowanych ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA;</p> <p>c) w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej, ➤ waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w roku budżetowym x+1, ➤ wprowadzony jest zakaz udzielania nowych pożyczek i kredytów z budżetu państwa, ➤ wzrost wydatków Kancelarii Sejmu, Kancelarii Senatu, Kancelarii Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Trybunału Konstytucyjnego, Najwyższej Izby Kontroli, Sądu Najwyższego, Naczelnego Sądu Administracyjnego, Krajowej Rady Sądownictwa, sądownictwa powszechnego oraz wojewódzkich sądów administracyjnych, Rzecznika Praw Obywatelskich, Rzecznika Praw Dziecka, Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji, Generalnego Inspektora Ochrony Danych Osobowych, Instytutu Pamięci Narodowej – Komisji Ścigania Zbrodni przeciwko Narodowi Polskiemu, Krajowego Biura Wyborczego, Państwowej Inspekcji Pracy nie może być wyższy niż w administracji rządowej;

Obowiązująca ustawa o finansach publicznych	Nowa ustawa o finansach publicznych
	d) Rada Ministrów przeprowadza przegląd: <ul style="list-style-type: none"> ➤ wydatków budżetu państwa finansowanych środkami pochodzącymi z kredytów zagranicznych, ➤ programów wieloletnich;
e) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB;	
3) jeśli relacja w roku x jest równa lub większa od 60% PKB: <ul style="list-style-type: none"> b) uchwalane na rok x+2 budżety JST muszą być przynajmniej zrównoważone; c) wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych; d) Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu ograniczenie relacji państwowego długu publicznego do PKB do poziomu poniżej 60%; 	a) obowiązują procedury przewidziane w pkt. a, c i d dla relacji większej od 55%, a nie większej od 60% PKB;
II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST	
a) JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na: <ul style="list-style-type: none"> ➤ spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów, ➤ pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST, ➤ finansowanie planowanego deficytu budżetu JST; 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ wyprzedzające finansowanie zadań finansowych ze środków pochodzących z budżetu EU;
b) Zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe na pokrycie deficytu przejściowego budżetu JST podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane;	
c) JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym: <ul style="list-style-type: none"> ➤ dyskonto od emitowanych przez JST papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej, ➤ kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna; 	
d) Relacja łącznych kwot z tytułu: <ul style="list-style-type: none"> ➤ spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek, ➤ wykupów papierów wartościowych emitowanych przez JST wraz z należnymi odsetkami i dyskontem od papierów wartościowych, ➤ potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń oraz gwarancji, do planowanych dochodów budżetu JST nie może przekroczyć: <i>(obowiązuje do 31 grudnia 2013 r.)</i>	<i>(obowiązuje od 1 stycznia 2014 r.)</i>
<ul style="list-style-type: none"> ➤ w danym roku budżetowym 15%, a gdy relacja państwowego długu publicznego do PKB przekroczy 55% to 12%; 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ w danym roku budżetowym oraz w jakimkolwiek roku następującym po roku budżetowym średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich trzech lat relacji jej dochodów bieżących powiększonych o wpływy uzyskane ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące, do dochodów ogółem budżetu JST;
e) Relacje łącznej kwoty długu JST na koniec roku budżetowego do wykonanych dochodów ogółem oraz na koniec kwartału danego roku budżetowego do planowanych dochodów nie mogą przekroczyć 60%;	e) Planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych i wolne środki;

Obowiązująca ustawa o finansach publicznych	Nowa ustawa o finansach publicznych
f) Ograniczeń dotyczących kwoty długu JST nie stosuje się do emitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek zaciąganych w związku ze środkami określonymi w umowie zawartej z podmiotem dysponującym funduszami strukturalnymi lub Funduszem Spójności UE;	f) Wykonane wydatki bieżące mogą być wyższe niż wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych i wolne środki jedynie o kwotę związaną z realizacją zadań bieżących ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA w przypadku, gdy środki te nie zostały przekazane w danym roku budżetowym;

Tabela 6. Podstawowe różnice dotyczące długu publicznego – definicja polska (obowiązująca i zapisana w projekcie nowej ustawy) a unijna

OBYWIAZUJĄCE POLSKIE REGULACJE	NOWE POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny		dług sektora <i>general government</i>
1) zakres sektora finansów publicznych		
➤ ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych;		➤ zakres sektora <i>general government</i> został zdefiniowany w ESA95 ²⁾ ; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>		
a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego		
➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;		▪ Krajowy Fundusz Drogowy jest zaliczany do sektora <i>general government</i> ;
b) jednostki badawczo-rozwojowe oraz instytuty naukowe		
➤ są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych, za wyjątkiem instytutów naukowych PAN;	➤ nie są zaliczane do sektora <i>general government</i> ;
2) tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego		
➤ papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi);		➤ papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych;
➤ kredyty i pożyczki (w tym papiery wartościowe, których zbywalność jest ograniczona);		➤ pożyczki;
➤ przyjęte depozyty;		➤ gotówka i depozyty;
➤ zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone);		
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>		
➤ zobowiązania wymagalne;		- ³⁾
3) dług potencjalny		
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>		
➤ nie jest uwzględniany. Od 1.01.2006 r. zgodnie z ustawą z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych podstawową kategorią, do której odnoszą się limity zadłużenia jest dług publiczny bez przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji. Nowa ustawa nie wprowadza zmian w zakresie długu potencjalnego;		➤ ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami;
		➤ po spełnieniu określonych kryteriów (zgodnie z zasadami ESA'95) dług potencjalny może stać się

OBOWIĄZUJĄCE POLSKIE REGULACJE	NOWE POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny		dług sektora <i>general government</i>
		długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejęcia długu);

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

Aneks 7. Dług publiczny w Polsce – aneks statystyczny

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2001-VI 2009

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	VI 2009
1. Dług Skarbu Państwa									
a) w mld zł	283,9	327,9	378,9	402,9	440,2	478,5	501,5	569,9	608,1
krajowy *	185,0	219,3	251,2	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2	449,2
zagraniczny *	98,9	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	121,1	149,7	159,0
b) w relacji do PKB	36,4%	40,6%	44,9%	43,6%	44,8%	45,1%	42,9%	44,8%	-
2. Państwowy dług publiczny									
a) w mld zł	302,1	352,4	408,3	431,4	466,6	506,3	527,4	597,8	635,6
b) w relacji do PKB	38,8%	43,6%	48,4%	46,7%	47,5%	47,8%	45,2%	47,0%	-
3. Dług sektora general government (wg metodologii UE)									
a) w mld zł	293,0	342,1	397,9	422,3	462,7	505,1	527,6	598,4	637,3
b) w relacji do PKB	37,6%	42,3%	47,2%	45,7%	47,1%	47,6%	45,2%	47,0%	-

*) wg kryterium miejsca emisji

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2001-VI 2009

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	VI 2009
1. Produkt krajowy brutto									
w mld zł	779,6	808,6	843,2	924,5	983,3	1 060,2	1 167,8	1272,8	-
2. Kursy walutowe (na koniec okresu)									
a) EUR	3,5219	4,0202	4,7170	4,0790	3,8598	3,8312	3,5820	4,1724	4,4696
b) USD	3,9863	3,8388	3,7405	2,9904	3,2613	2,9105	2,4350	2,9618	3,1733

Tabela 9. Liczba zadłużonych JST z uwzględnieniem relacji długu do dochodów w okresie 2007-08

	Grupa jednostek	Liczba JST ogółem	Liczba zadłużonych JST					
			Wskaźnik dług/dochody					
			ogółem	i<10%	10%<i<30%	30%<i<50%	50%<i<60%	i>60%
XII 2007	Gminy	2 413	2 285	749	1 206	299	26	5
	Miasta na prawach powiatu	65	65	6	37	20	2	0
	Powiaty	314	304	99	153	47	5	0
	Województwa	16	16	2	10	3	1	0
	Ogółem	2 808	2 670	856	1 406	369	34	5
XII 2008	Gminy	2 413	2 273	832	1 109	306	24	2
	Miasta na prawach powiatu	65	65	8	36	20	1	0
	Powiaty	314	306	110	152	40	4	0
	Województwa	16	16	8	3	5	0	0
	Ogółem	2808	2660	958	1300	371	29	2

Tabela 10. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją *

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2007		2008				2009			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2007 - XII 2008		XII	Struktura	Zmiana XII 2008 - VI 2009		VI	Struktura
		mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
PRZED KONSOLIDACJĄ		537 432,3	100,0%	71 936,1	13,4%	609 368,3	100,0%	40 125,5	6,6%	649 493,8	100,0%
1.	Zadłużenie sektora rządowego	503 599,6	93,7%	69 096,6	13,7%	572 696,2	94,0%	39 535,6	6,9%	612 231,8	94,3%
1.1.	Dług Skarbu Państwa	501 531,0	93,3%	68 414,9	13,6%	569 945,9	93,5%	38 179,2	6,7%	608 125,2	93,6%
1.2.	Narodowy Fundusz Zdrowia	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
1.3.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,7	0,0%	-0,7	-100,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
1.4.	Państwowe szkoły wyższe	279,4	0,1%	40,1	14,4%	319,5	0,1%	-63,8	-20,0%	255,7	0,0%
1.5.	Jednostki badawczo-rozwojowe	314,4	0,1%	38,3	12,2%	352,6	0,1%	71,7	20,3%	424,3	0,1%
1.6.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1 048,6	0,2%	83,2	7,9%	1 131,8	0,2%	-110,7	-9,8%	1 021,1	0,2%
1.7.	Państwowe instytucje kultury	60,4	0,0%	-21,2	-35,1%	39,2	0,0%	-9,6	-24,4%	29,7	0,0%
1.8.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	8,9	0,0%	0,5	6,0%	9,4	0,0%	1,1	11,9%	10,5	0,0%
1.9.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	356,4	0,1%	541,4	151,9%	897,7	0,1%	1 467,6	163,5%	2 365,4	0,4%
2.	Zadłużenie sektora samorządowego	31 087,8	5,8%	2 809,7	9,0%	33 897,5	5,6%	941,0	2,8%	34 838,4	5,4%
2.1.	Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego i ich związków	25 988,6	4,8%	3 040,6	11,7%	29 029,1	4,8%	1 029,2	3,5%	30 058,4	4,6%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	147,2	0,0%	-17,5	-11,9%	129,7	0,0%	-35,7	-27,5%	94,0	0,0%
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	4 871,8	0,9%	-194,9	-4,0%	4 676,9	0,8%	-30,7	-0,7%	4 646,2	0,7%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	63,3	0,0%	-18,2	-28,7%	45,1	0,0%	-16,9	-37,5%	28,2	0,0%
2.5.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	16,8	0,0%	-0,2	-1,4%	16,6	0,0%	-5,0	-30,0%	11,6	0,0%
3.	Zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych	2 744,9	0,5%	29,8	1,1%	2 774,7	0,5%	-351,1	-12,7%	2 423,6	0,4%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
3.2.	Dług funduszy zarządzanych przez ZUS	2 744,9	0,5%	29,8	1,1%	2 774,7	0,5%	-351,1	-12,7%	2 423,5	0,4%
3.3.	Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%

*) dane wstępne według stanu na 11 września 2009 r.

Tabela 11. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji *

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2007		2008				2009			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2007 - XII 2008		XII	Struktura	Zmiana XII 2008 - VI 2009		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
PO KONSOLIDACJI		527 441,8	100,0%	70 322,6	13,3%	597 764,4	100,0%	37 849,5	6,3%	635 613,9	100,0%
1.	Zadłużenie sektora rządowego	500 213,8	94,8%	66 669,2	13,3%	566 883,0	94,8%	37 012,4	6,5%	603 895,4	95,0%
1.1.	Dług Skarbu Państwa	498 962,5	94,6%	66 499,1	13,3%	565 461,6	94,6%	37 191,9	6,6%	602 653,5	94,8%
1.2.	Narodowy Fundusz Zdrowia	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
1.3.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,4	0,0%	-0,4	-100,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
1.4.	Państwowe szkoły wyższe	246,9	0,0%	51,2	20,7%	298,2	0,0%	-53,6	-18,0%	244,5	0,0%
1.5.	Jednostki badawczo-rozwojowe	203,7	0,0%	38,4	18,9%	242,1	0,0%	-13,9	-5,7%	228,2	0,0%
1.6.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	734,1	0,1%	41,4	5,6%	775,5	0,1%	-34,7	-4,5%	740,8	0,1%
1.7.	Państwowe instytucje kultury	52,9	0,0%	-32,6	-61,7%	20,3	0,0%	-4,7	-23,0%	15,6	0,0%
1.8.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	4,8	0,0%	0,6	13,5%	5,5	0,0%	-1,7	-30,9%	3,8	0,0%
1.9.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	8,5	0,0%	71,5	845,1%	79,9	0,0%	-71,0	-88,8%	8,9	0,0%
2.	Zadłużenie sektora samorządowego	24 483,1	4,6%	3 623,7	14,8%	28 106,8	4,7%	1 188,3	4,2%	29 295,0	4,6%
2.1.	Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego i ich związków	21 203,3	4,0%	3 763,4	17,7%	24 966,7	4,2%	1 249,6	5,0%	26 216,3	4,1%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	14,4	0,0%	0,0	0,3%	14,5	0,0%	-14,5	-100,0%	0,0	0,0%
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	3 202,8	0,6%	-115,3	-3,6%	3 087,5	0,5%	-36,6	-1,2%	3 050,9	0,5%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	48,2	0,0%	-23,7	-49,2%	24,5	0,0%	-7,8	-32,0%	16,6	0,0%
2.5.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	14,4	0,0%	-0,8	-5,3%	13,6	0,0%	-2,5	-18,4%	11,1	0,0%
3.	Zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych	2 744,9	0,5%	29,8	1,1%	2 774,7	0,5%	-351,1	-12,7%	2 423,6	0,4%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
3.2.	Dług funduszy zarządzanych przez ZUS	2 744,9	0,5%	29,8	1,1%	2 774,7	0,5%	-351,1	-12,7%	2 423,5	0,4%
3.3.	Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%

*) dane wstępne według stanu na 11 września 2009 r.

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

	XII 2007	XII 2008	VI 2009	struktura VI 2009 w %	zmiana XII 2008 - XII 2007		zmiana VI 2009 - XII 2008	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	501 531,0	569 945,9	608 125,2	100,0%	68 414,9	13,6%	38 179,2	6,7%
I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	380 409,2	420 202,1	449 174,6	73,9%	39 792,9	10,5%	28 972,5	6,9%
1. Dług z tytułu SPW 1)	380 169,0	419 422,7	448 903,8	73,8%	39 253,7	10,3%	29 481,1	7,0%
1.1. Rynkowe SPW	373 454,6	411 218,7	439 666,6	72,3%	37 764,1	10,1%	28 447,9	6,9%
bony skarbowe	22 586,2	50 403,4	60 364,5	9,9%	27 817,2	123,2%	9 961,1	19,8%
obligacje rynkowe	350 868,4	360 815,2	379 302,1	62,4%	9 946,8	2,8%	18 486,8	5,1%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu stałym	289 325,8	294 952,3	315 141,5	51,8%	5 626,4	1,9%	20 189,3	6,8%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	38 289,3	24 816,1	42 857,8	7,0%	-13 473,2	-35,2%	18 041,7	72,7%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	105 338,3	105 910,4	118 829,1	19,5%	572,1	0,5%	12 918,7	12,2%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	1 404,9	1 110,7	1 022,1	0,2%	-294,2	-20,9%	-88,6	-8,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	122 351,0	135 880,8	123 175,3	20,3%	13 529,8	11,1%	-12 705,5	-9,4%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	18 374,0	23 278,8	26 623,2	4,4%	4 904,8	26,7%	3 344,4	14,4%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	1 000,0	1 387,2	1 387,2	0,2%	387,2	38,7%	0,0	0,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane 2)	2 568,3	2 568,3	1 246,8	0,2%	0,0	0,0%	-1 321,5	-51,5%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu zmiennym	53 347,2	55 073,0	53 283,7	8,8%	1 725,8	3,2%	-1 789,3	-3,2%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	2 349,2	1 307,1	1 299,4	0,2%	-1 042,1	-44,4%	-7,7	-0,6%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	19 670,4	19 670,4	19 670,4	3,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	18 453,8	22 081,6	21 781,6	3,6%	3 627,8	19,7%	-300,0	-1,4%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	12 123,9	11 264,0	9 782,4	1,6%	-859,9	-7,1%	-1 481,6	-13,2%
obligacje typu private placement	750,0	750,0	750,0	0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje rynkowe indeksowane 3)	8 195,3	10 789,9	10 876,8	1,8%	2 594,6	31,7%	86,9	0,8%
obligacje 12-letnie indeksowane	8 195,3	10 337,0	10 410,6	1,7%	2 141,6	26,1%	73,6	0,7%
obligacje 15-letnie indeksowane	0,0	453,0	466,2	0,1%	453,0	-	13,2	2,9%
1.2. Obligacje oszczędnościowe	6 318,5	7 897,5	8 977,3	1,5%	1 579,0	25,0%	1 079,8	13,7%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	5 234,0	5 483,6	6 016,9	1,0%	249,7	4,8%	533,3	9,7%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	552,3	1 131,4	1 306,9	0,2%	579,1	104,8%	175,5	15,5%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	532,2	1 282,5	1 653,5	0,3%	750,2	141,0%	371,0	28,9%
1.3. Nierynkowe SPW	395,9	306,6	259,9	0,0%	-89,3	-22,6%	-46,7	-15,2%
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	395,9	306,6	259,9	0,0%	-89,3	-22,6%	-46,7	-15,2%
2. Pozostałe zadłużenie krajowe SP	240,2	779,4	270,8	0,0%	539,2	224,5%	-508,5	-65,3%
przedpłaty na samochody 4)	3,1	3,2	3,2	0,0%	0,1	2,0%	0,0	0,1%
zobowiązania wymagalne 4) 5)	129,5	725,9	235,6	0,0%	596,4	460,5%	-490,4	-67,6%
zobowiązania z tytułu rekompensat 6)	107,6	50,2	32,1	0,0%	-57,3	-53,3%	-18,2	-36,2%
II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa	121 121,8	149 743,8	158 950,5	26,1%	28 622,0	23,6%	9 206,7	6,1%
1. Dług z tytułu SPW	92 253,9	121 156,2	127 305,7	20,9%	28 902,3	31,3%	6 149,5	5,1%
obligacje typu Brady	1 319,0	1 008,5	1 080,5	0,2%	-310,5	-23,5%	72,0	7,1%
obligacje zagraniczne	90 934,9	120 147,7	126 225,2	20,8%	29 212,8	32,1%	6 077,5	5,1%
2. Dług z tytułu kredytów	28 867,9	28 587,6	31 644,8	5,2%	-280,3	-1,0%	3 057,2	10,7%
Klub Paryski	10 526,1	3 172,6	385,4	0,1%	-7 353,6	-69,9%	-2 787,1	-87,9%
Międzynarodowe Instytucje Finansowe	18 153,4	24 996,8	30 845,0	5,1%	6 843,4	37,7%	5 848,2	23,4%
w tym: Europejski Bank Inwestycyjny	13 042,5	19 265,5	20 523,4	3,4%	6 223,1	47,7%	1 257,8	6,5%
pozostałe	188,4	418,2	414,4	0,1%	229,8	122,0%	-3,9	-0,9%

1) skarbowe papiery wartościowe wg pierwotnego terminu zapadalności;

2) w dniach 30 września oraz 29 grudnia 1999 r. nastąpiła zamiana: obligacji konwersyjnej, obligacji w USD na wykup obligacji Brady '97 i '98, zobowiązań długoterminowych wobec NBP oraz obligacji na wdrożenie umowy z Klubem Londyńskim na obligacje rynkowe o terminach wykupu: 29 kwietnia 2002 r. (KO0402), 22 grudnia 2002 r. (TK1202), 22 kwietnia 2003 r. (CK0403), 22 lipca 2004 r. (PK0704) oraz 22 sierpnia 2009 r. (DK0809);

3) zadłużenie prezentowane jest według zindeksowanej wartości nominalnej;

4) dane aktualizowane kwartalnie;

5) pozycja obejmuje zobowiązania wymagalne jednostek budżetowych, zakładów budżetowych, gospodarstw pomocniczych i państwowych funduszy celowych nie posiadających osobowości prawnej;

6) zobowiązania z tytułu niepodwyższania plac w sferze budżetowej;

ZADŁUŻENIE KRAJOWE SKARBU PAŃSTWA wg kryterium miejsca emisji w układzie podmiotowym (wg nominału, w mln zł) 1)

	XII 2007	XII 2008	VI 2009	struktura VI 2009	zmiana		zmiana	
					XII 2008 - XII 2007		VI 2009 - XII 2008	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	380 409,2	420 202,1	449 174,6	100,0%	39 792,9	10,5%	28 972,5	6,9%
KRAJOWY SEKTOR BANKOWY	87 862,1	135 603,6	143 254,3	31,9%	47 741,5	54,3%	7 650,7	5,6%
Dług z tytułu SPW	87 862,1	135 603,6	143 254,3	31,9%	47 741,5	54,3%	7 650,7	5,6%
- w tym: SPW na rachunku MF *	0,0	0,0	804,0	0,2%	0,0	-	804,0	-
Rynkowe SPW	87 466,2	135 297,0	142 994,4	31,8%	47 830,8	54,7%	7 697,3	5,7%
bony skarbowe	11 468,2	38 098,3	43 585,3	9,7%	26 630,2	232,2%	5 487,0	14,4%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	9 088,3	7 474,7	11 742,3	2,6%	-1 613,6	-17,8%	4 267,5	57,1%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	512,0	5,4	3,9	0,0%	-506,5	-98,9%	-1,6	-29,0%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	0,0	0,0	0,0	-	0,0%	-	0,0	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	23 498,9	31 024,0	36 045,9	8,0%	7 525,1	32,0%	5 022,0	16,2%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	4,1	11,2	70,3	0,0%	7,1	173,6%	59,1	527,0%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	9 911,4	11 588,2	12 538,9	2,8%	1 676,8	16,9%	950,6	8,2%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	4 977,8	10 733,7	10 306,2	2,3%	5 755,9	115,6%	-427,5	-4,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	3 219,2	2 968,3	2 544,2	0,6%	-250,9	-7,8%	-424,1	-14,3%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	22 255,0	31 554,4	23 524,2	5,2%	9 299,3	41,8%	-8 030,2	-25,4%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	189,0	243,6	468,7	0,1%	54,6	28,9%	225,2	92,4%
obligacje typu private placement	15,0	15,0	15,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 12-letnie indeksowane	633,7	862,1	695,8	0,2%	228,3	36,0%	-166,2	-19,3%
obligacje 15-letnie indeksowane	0,0	15,0	15,0	0,0%	15,0	-	0,4	2,9%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	1 633,7	617,5	1 181,9	0,3%	-1 016,2	-62,2%	564,4	91,4%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	60,0	85,6	256,3	0,1%	256,3	42,6%	170,7	199,6%
Nierynkowe SPW	395,9	306,6	259,9	0,1%	-89,3	-22,6%	-46,7	-15,2%
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	395,9	306,6	259,9	0,1%	-89,3	-22,6%	-46,7	-15,2%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-100,0%
zobowiązania wymagalne	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-100,0%
KRAJOWY SEKTOR POZABANKOWY	218 063,5	228 723,3	237 939,2	53,0%	10 659,9	4,9%	9 215,9	4,0%
Dług z tytułu SPW	217 823,2	227 944,0	237 668,4	52,9%	10 120,7	4,6%	9 724,5	4,3%
Rynkowe SPW	211 510,2	220 062,1	228 712,1	50,9%	8 551,8	4,0%	8 650,0	3,9%
bony skarbowe	11 101,8	11 685,3	11 806,3	2,6%	583,5	5,3%	121,1	1,0%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	27 337,5	15 437,0	27 221,3	6,1%	-11 900,5	-43,5%	11 784,2	76,3%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	1 832,1	1 299,8	1 293,4	0,3%	-532,3	-29,1%	-6,4	-0,5%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-	0,0	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	59 448,1	59 483,3	61 668,3	13,7%	35,1	0,1%	2 185,0	3,7%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	1 396,2	1 095,2	948,0	0,2%	-301,0	-21,6%	-147,3	-13,4%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	8 921,3	7 352,5	6 401,4	1,4%	-1 568,8	-17,6%	-951,1	-12,9%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	13 436,8	11 303,3	11 419,6	2,5%	-2 133,4	-15,9%	116,3	1,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	8 693,8	8 084,3	7 027,2	1,6%	-609,4	-7,0%	-1 057,1	-13,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	63 366,8	77 980,4	72 539,3	16,1%	14 613,6	23,1%	-5 441,1	-7,0%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym - skonwertowane	2 379,3	2 324,7	778,0	0,2%	-54,6	-2,3%	-1 546,6	-66,5%
obligacje typu private placement	735,0	735,0	735,0	0,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje 12-letnie indeksowane	3 825,8	6 102,9	6 792,4	1,5%	2 277,1	59,5%	689,5	11,3%
obligacje 15-letnie indeksowane	0,0	416,4	428,5	0,1%	416,4	-	12,2	2,9%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	8 475,9	15 653,8	18 645,6	4,2%	7 177,9	84,7%	2 991,9	19,1%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	560,0	1 108,2	1 007,8	0,2%	548,2	97,9%	-100,4	-9,1%
Obligacje oszczędnościowe	6 313,0	7 881,9	8 956,3	2,0%	1 568,9	24,9%	1 074,4	13,6%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	5 229,5	5 470,3	6 004,9	1,3%	240,9	4,6%	534,5	9,8%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	551,6	1 129,6	1 298,7	0,3%	578,0	104,8%	169,1	15,0%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	532,0	1 282,0	1 652,8	0,4%	750,0	141,0%	370,8	28,9%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	240,2	779,4	270,8	0,1%	539,2	224,4%	-508,5	-65,3%
przedpłaty na samochody	3,1	3,2	3,2	0,0%	0,1	2,0%	0,0	0,1%
zobowiązania wymagalne	129,5	725,9	235,6	0,1%	596,4	460,5%	-490,4	-67,6%
zobowiązania z tytułu rekompensat	107,6	50,2	32,1	0,0%	-57,3	-53,3%	-18,2	-36,2%
SPW W PORTFELU INWESTORÓW ZAGRANICZNYCH	74 483,7	55 875,1	67 981,1	15,1%	-18 608,5	-25,0%	12 105,9	21,7%
Dług z tytułu SPW	74 483,7	55 875,1	67 981,1	15,1%	-18 608,5	-25,0%	12 105,9	21,7%
Rynkowe SPW	74 478,1	55 859,6	67 960,2	15,1%	-18 618,6	-25,0%	12 100,6	21,7%
bony skarbowe	16,3	619,9	4 972,9	1,1%	603,5	3700,4%	4 353,0	702,3%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	1 863,4	1 904,3	3 894,3	0,9%	40,9	2,2%	1 990,0	104,5%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	5,2	1,9	2,1	0,0%	-3,3	-63,1%	0,2	12,9%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-	0,0	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	22 391,3	15 403,2	21 114,9	4,7%	-6 988,2	-31,2%	5 711,7	37,1%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	4,6	4,3	3,8	0,0%	-0,4	-7,7%	-0,5	-10,7%
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	837,7	729,6	730,1	0,2%	-108,1	-12,9%	0,5	0,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	39,2	44,6	55,8	0,0%	5,4	13,8%	11,3	25,2%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	211,0	211,3	211,0	0,0%	0,4	0,2%	-0,3	-0,2%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	36 729,1	26 346,0	27 111,8	6,0%	-10 383,1	-28,3%	765,8	2,9%
obligacje typu private placement	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
obligacje 12-letnie indeksowane	3 735,9	3 372,0	2 922,3	0,7%	-363,9	-9,7%	-449,7	-13,3%
obligacje 15-letnie indeksowane	0,0	21,6	22,2	0,0%	21,6	-	0,6	2,9%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	8 264,5	7 007,5	6 795,7	1,5%	-1 257,0	-15,2%	-211,8	-3,0%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	380,0	193,5	123,1	0,0%	-186,6	-49,1%	-70,3	-36,3%
Obligacje oszczędnościowe	5,5	15,6	20,9	0,0%	10,1	182,5%	5,4	34,5%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	4,5	13,3	12,1	0,0%	8,8	193,2%	-1,2	-9,3%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	0,7	1,8	8,2	0,0%	1,0	144,3%	6,4	360,6%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	0,3	0,5	0,7	0,0%	0,3	99,6%	0,2	42,6%

* wartość nominalna SPW znajdujących się na koncie rachunku MF w związku z zabezpieczeniem środków lokowanych przez MF w bankach komercyjnych.

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