

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2012-15

Ministerstwo Finansów
Warszawa, grudzień 2011 r.

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM
sektora finansów publicznych
w latach 2012-15

I. WPROWADZENIE	4
II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO	6
II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi	6
II.2. Struktura długu Skarbu Państwa	8
II.3. Ocena realizacji celu Strategii w 2010 r. i w pierwszej połowie 2011 r.	11
II.4. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych	16
II.5. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych	21
III. UWARUNKOWANIA STRATEGII	23
III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski	23
III.2. Krajowy rynek skarbowych papierów wartościowych	23
III.3. Uwarunkowania międzynarodowe	26
IV. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2012-15	23
V. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE CZTEROLETNIM	32
VI. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	34
VI.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych	34
VI.2. Założenia strategii udzielania poręczeń i gwarancji	35
VI.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	36
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	42
Aneks 1. Słowniczek pojęć	43
Aneks 2. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE	47
Aneks 3. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE	50
Aneks 4. Deficyt i dług publiczny oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE	52
Aneks 5. Średnia zapadalność i duration długu wybranych państw UE w 2010 r.	53
Aneks 6. Ocena kredytowa długu rządowego państw UE	54
Aneks 7. Dług publiczny w Polsce – aneks statystyczny	56

I. WPROWADZENIE

Zgodnie z art. 75 ustawy z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych Minister Finansów zobowiązany jest do opracowania co roku czteroletniej 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 2012-15 zawiera prognozy wielkości długu publicznego oparte na założeniach polityki fiskalnej przyjętych w projekcie ustawy budżetowej na 2012 r., natomiast w zakresie celów i zadań odnosi się do zarządzania długiem publicznym w węższym znaczeniu.

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

Wyszczególnienie	2010 (wykonanie)	2011	2012	2013	2014	2015
1. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	747,9	812,3	832,5	846,9	864,8	902,2
b) w relacji do PKB	52,8%	53,7%	52,4%	50,3%	48,3%	47,4%
3. Dług sektora <i>general government</i>						
a) w mld zł	776,8	857,2	890,0	905,2	921,0	956,9
b) w relacji do PKB	54,9%	56,7%	56,0%	53,7%	51,4%	50,2%
2. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa						
a) w mld zł	34,1	38,4	43,0	42,7	42,7	42,6
b) w relacji do PKB	2,4%	2,5%	2,7%	2,5%	2,4%	2,2%

Zgodnie z ustawą o finansach publicznych, przekroczenie przez relację państwowego długu publicznego do PKB progu 50% w 2010 r. oznacza konieczność przyjęcia w ustawie budżetowej na 2012 r. relacji deficytu budżetowego do dochodów nie wyższej niż założona w budżecie na 2011 r. Relację tę w ustawie na 2011 r. ustalono na poziomie 14,7%, natomiast relacja założona w projekcie ustawy budżetowej na 2012 r. wynosi 11,9%. Ograniczenie to będzie oddziaływać na budżety kolejnych lat.

W 2011 r. przewidywany jest wzrost relacji długu do PKB z 52,8% na koniec 2010 r. do 53,7%, czego przyczyną jest znaczące osłabienie złotego w reakcji na kryzys zadłużeniowy w strefie euro. Przy przyjętych założeniach, w latach 2012-15 relacja długu do PKB będzie się zmniejszać i obniży się poniżej progu 50% w 2014 r. Zmniejszać się również będzie relacja długu sektora *general government* do PKB, która w horyzoncie Strategii osiągnie poziom 50,2%. W horyzoncie Strategii nie wystąpi zagrożenie przekroczenia przez tę relację progu 60% przewidzianego w Traktacie z Maastricht.

W horyzoncie Strategii przewiduje się wzrost relacji kosztów obsługi długu SP do PKB z 2,5% w 2011 r. do 2,7% w 2012 r., a następnie jej sukcesywne obniżenie do 2,2% w 2015 r.

Niniejsza Strategia stanowi 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 2012-2015 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 i przy ograniczeniach wynikających z przyjętych poziomów ryzyka oraz możliwego wpływu na politykę pieniężną;
- głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy; udział długu w walutach obcych utrzymywany będzie w przedziale 20-30% z możliwością przejściowych odchyłeń od tego przedziału w przypadku znaczących zmian kursów walutowych;
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro oraz dolara amerykańskiego;
- utrzymano dążenie do zwiększania średniej zapadalności długu krajowego, natomiast jego *duration*, które osiągnęło już poziom akceptowalny z punktu widzenia ryzyka stopy procentowej, utrzymywane będzie w przedziale 2,5-4,0 lat;
- w przypadku długu zagranicznego obecny poziom zarówno ryzyka refinansowania, jak i ryzyka stopy procentowej, nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów obsługi.

Istotną zmianą systemową, która ma wpływ na zarządzanie długiem i płynnością sektora finansów publicznych w horyzoncie Strategii jest nowelizacja ustawy o finansach publicznych, która począwszy od maja 2011 r. nałożyła na państwowe fundusze celowe, agencje wykonawcze oraz niektóre inne jednostki sektora finansów publicznych obowiązek lokowania wolnych środków na rachunku Ministra Finansów. W wyniku wprowadzenia nowego systemu zarządzania płynnością możliwe jest zmniejszenie potrzeb pożyczkowych o wykorzystane wolne środki jednostek sektora finansów publicznych, jak również obniżenie poziomu państwowego długu publicznego o ponad 20 mld zł, przy zachowaniu samodzielności jednostek w dysponowaniu środkami niezbędnymi na realizację ich zadań.

Układ Strategii nie uległ istotnym zmianom. W związku z rosnącą rolą inwestorów zagranicznych na rynku krajowym, w rozdziale 3, poświęconym uwarunkowaniom Strategii, wyodrębniono osobny podrozdział, w którym omówione zostały najważniejsze grupy inwestorów na rynku krajowym. Strategia zawiera siedem aneksów stanowiących informacje uzupełniające główny tekst, w tym słowniczek pojęć.

II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO

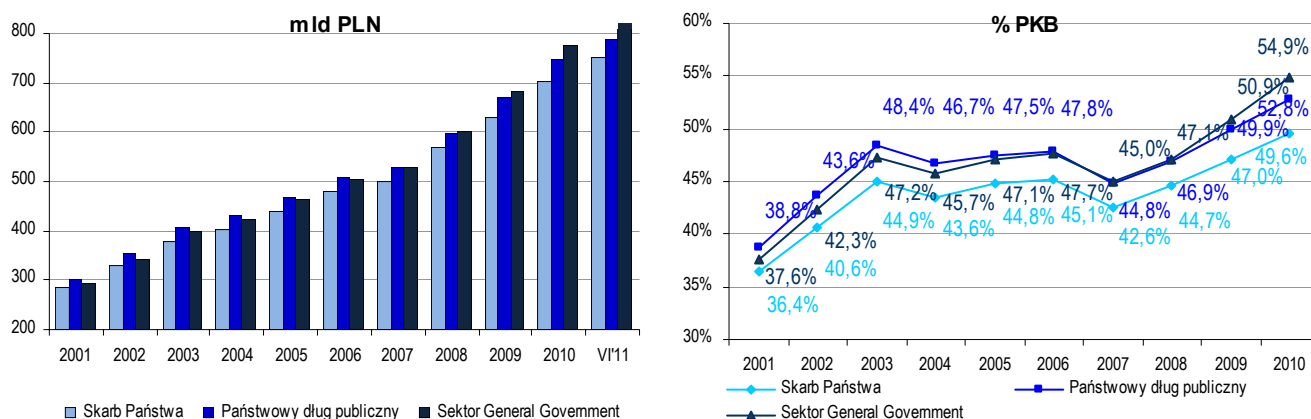
Zarządzanie długiem polega na kształtowaniu jego struktury tak, by z istnieniem długu publicznego wiązały się jak najmniejsze koszty w długim horyzoncie czasowym przy akceptowalnym poziomie ryzyka.

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.

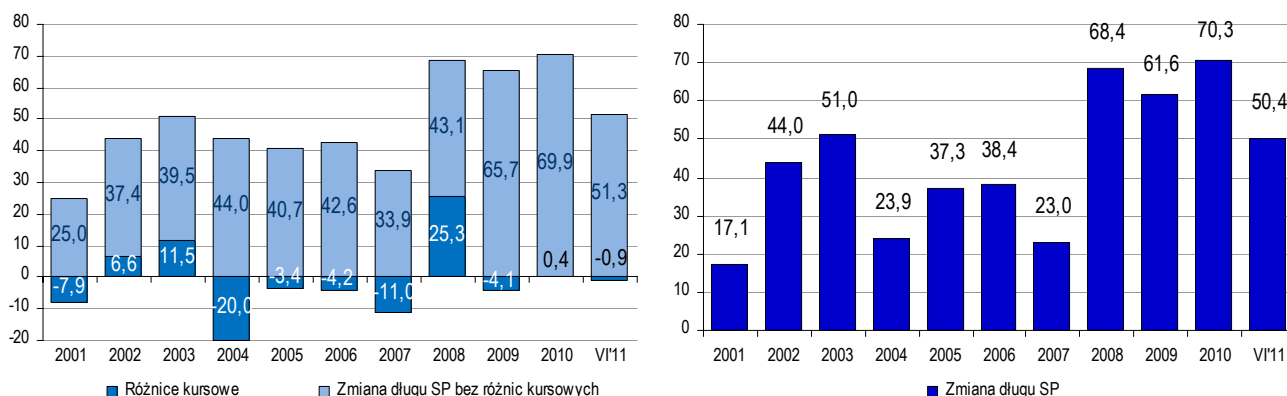
II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi

Zmiany wielkości długu publicznego w latach 2001-11 wynikały głównie ze zmian długu SP. Wzrost w ujęciu nominalnym był wypadkową stosunkowo wysokich potrzeb pożyczkowych, wpływów z prywatyzacji oraz zmian kursu złotego, a w 2011 r. również konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych. Jednocześnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego i poprawa sytuacji finansów publicznych w latach 2004-07 wpłynęły na stabilizację relacji długu publicznego do PKB na średnim poziomie ok. 47%, tj. poniżej pierwszego progu przewidzianego w ustawie o finansach publicznych. Znaczne umocnienie złotego w 2007 r. spowodowało nawet przejściowy spadek relacji poniżej 45% PKB. W latach 2008-10 nastąpił ponowny wzrost relacji długu publicznego do PKB, głównie w wyniku silnego wzrostu potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych oraz obniżenia tempa wzrostu gospodarczego. W 2010 r. i w pierwszej połowie 2011 r. dług publiczny wzrósł odpowiednio o 78,0 mld zł oraz 40,0 mld zł (w tym dług SP wzrósł o 70,3 mld zł i 50,4 mld zł).

Wykres 1. Wielkość długu publicznego w latach 2001-2010¹



Wykres 2. Wpływ zmian kursu złotego na wielkość długu SP w latach 2001-2011 (mld zł)



Relacja długu publicznego do PKB wg metodologii UE, wynosząca na koniec 2010 r. 54,9%, jest niższa w porównaniu z wielkością tej relacji dla całej UE (80,1%) i dla strefy euro (85,3%)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 (KFD) do

Tabela 2. Różnice w wielkości długu publicznego wg metodologii polskiej i UE (% PKB)

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Państwowy dług publiczny	38,8	43,6	48,4	46,7	47,5	47,8	44,8	46,9	49,9	52,8
1) Dostosowania zakresu sektora w tym:	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,5	0,6	1,4	2,3
fundusze umiejscowione w BGK (w tym KFD)	-	-	-	-	0,1	0,4	0,4	0,5	1,1	1,8
KFD - nabycie aktywów infrastrukturalnych*	-	-	-	-	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,6
Agencja Rynku Rolnego**	0,0	-0,2	-0,1	-	-	-	-	-	-	-
2) Różnice dotyczące tytułów dłużnych w tym:	-1,1	-1,2	-1,2	-1,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
zobowiązania wymagalne	-1,2	-1,3	-1,2	-1,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,7	45,0	47,1	50,9	54,9

*) Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć budowy autostrad, dane z zakresu zadłużenia sektora general government uwzględniają zobowiązania strony rządowej z tytułu budowy dwóch etapów autostrady A1 oraz odcinka II autostrady A2.

***) W związku ze zmianą struktury źródeł finansowania ARR, w 2004 r. została ona zaliczona do sektora general government.

Tabela 3. Czynniki wpływające na zmianę relacji długu SP do PKB (%)

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Relacja długu SP do PKB	36,4	40,6	44,9	43,6	44,8	45,1	42,6	44,7	47,0	49,6
Zmiana relacji długu SP do PKB	0,6	4,1	4,4	-1,4	1,2	0,4	-2,5	2,2	2,3	2,6
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, w tym:	3,5	5,0	4,4	4,8	4,2	4,1	2,8	3,4	4,3	4,6
1.1. saldo pierwotne budżetu państwa	1,5	1,9	1,5	2,0	0,3	-0,3	-1,0	-0,1	-0,6	0,7
1.2. koszty obsługi długu SP	2,7	3,0	2,9	2,5	2,5	2,6	2,3	2,0	2,4	2,4
1.3. wynik budżetu środków europejskich	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,7
1.4. koszty reformy emerytalnej *	0,0	0,0	0,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,6	1,6	1,6
1.5. przychody netto z prywatyzacji	-0,8	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,6
1.6. pozostałe potrzeby pożyczkowe **	0,2	0,3	0,4	0,0	0,3	0,4	0,2	0,0	1,0	-0,2
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	0,3	0,4
2.1. różnice kursowe	-1,0	0,8	1,4	-2,2	-0,3	-0,4	-0,9	2,0	-0,3	0,0
2.2. pozostałe czynniki ***	0,2	-0,1	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,6	0,3
3. Zmiany pozostałego długu SP	-0,5	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
4. Nominalny wzrost PKB	-1,6	-1,3	-1,7	-4,0	-2,6	-3,2	-4,5	-3,3	-2,4	-2,4

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

**) Saldo udzielonych pożyczek oraz prefinansowania.

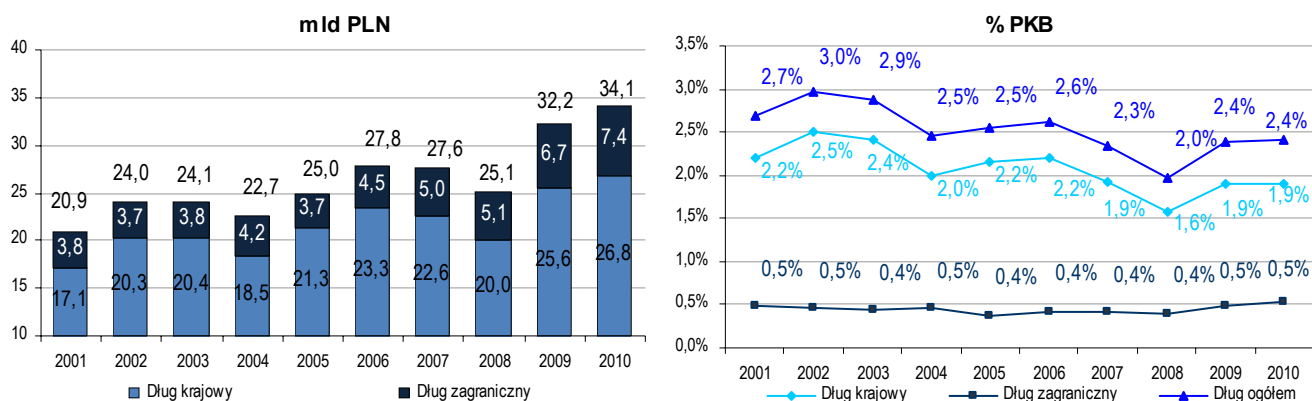
***) Zmiana długu z tytułu: zmiany stanu środków na rachunku budżetu państwa, dyskonta od SPW, kapitalizacji i indeksacji SPW, ciągnięć pozakałowych, umorzenia długu, konwersji długu FUS wobec OFE na SPW.

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.

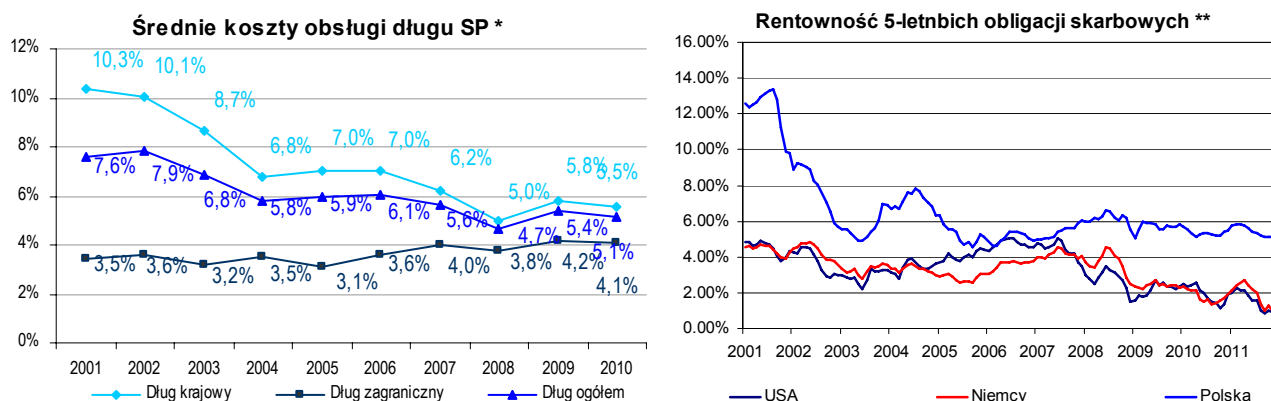
sektora publicznego jedynie w metodologii UE. Różnice między metodologią polską a UE zostały omówione w aneksie 2, a zestawienie deficytu i długu państw UE znajduje się w aneksie 4.

Wykres 3. Koszty obsługi długu SP w latach 2001-2010



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 większym z ograniczonego udziału długu zagranicznego w długu SP.

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.

**) W walucie krajowej.

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 jednoczesnym spadku nominalnego poziomu kosztów. W 2009 r. relacja ta wzrosła przede wszystkim z powodu istotnego przyrostu długu oraz niższego wzrostu PKB, a w 2010 r. nastąpiła jej stabilizacja.

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 elastyczna 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:

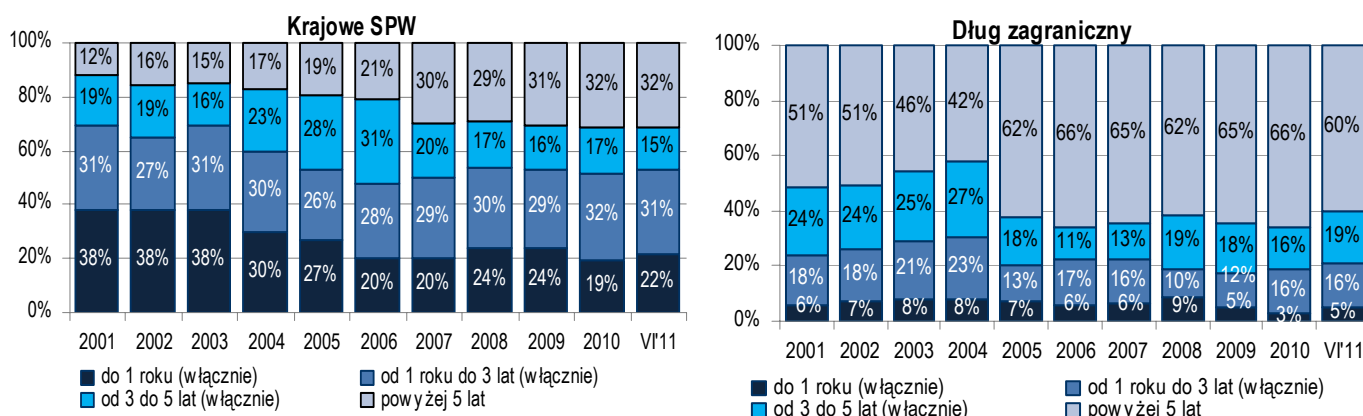
- roli obligacji średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych. Obligacje o terminach zapadalności od 5 lat stanowiły odpowiednio 24,4% w 2001 r. i 65,1% w 2007 r. ogółu sprzedanych na przetargach SPW³. Ich udział w 2008 r. i 2009 r. zmniejszył się odpowiednio do 39,6% i 33,2% głównie na skutek ograniczonego popytu na te instrumenty

³ Bony i obligacje łącznie z przetargami uzupełniającymi i zamiany.

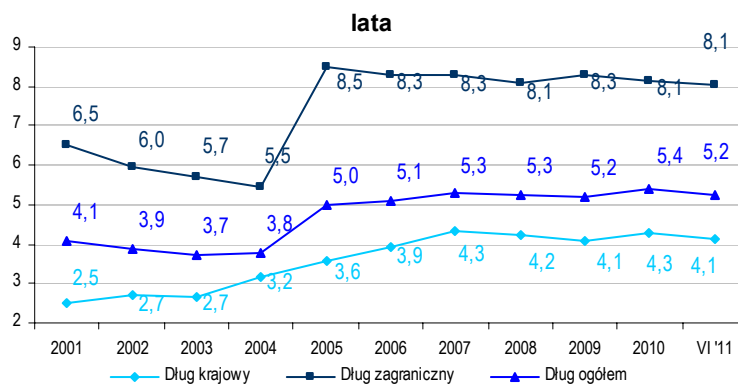
w wyniku kryzysu finansowego, a następnie wzrósł w 2010 r. do 45,6%. W I połowie 2011 r. udział wyniósł 31,0%, co było wynikiem niekorzystnej sytuacji rynkowej;

- zmian zadłużenia w bonach skarbowych. W latach 2001-2007 wartość nominalna zadłużenia w bonach skarbowych spadła z 35,2 mld zł do 22,6 mld zł, a udział bonów w krajowych SPW spadł z 20,0% do 5,9%. Po wzroście w latach 2008-2009 (maksymalnie do 64,3 mld zł, tj. do 14,3% zadłużenia w krajowych SPW w lipcu 2009 r.), zadłużenie w bonach spadło na koniec czerwca 2011 r. do 28,0 mld zł, co stanowiło 5,2% zadłużenia w krajowych SPW;
- dużej skali przetargów zamiany. W 2010 r. odkupiono obligacje o zbliżającym się terminie zapadalności na łączną kwotę 32,6 mld zł, a w I półroczu 2011 r. 19,8 mld zł. Przeważającą część obligacji wydawanych na przetargach zamiany stanowiły obligacje średnio- i długoterminowe (97,4% w 2010 r., 60,9% w I poł. 2011 r.).

Wykres 5. Struktura długu SP wg faktycznych terminów wykupu w latach 2001-2011



Wykres 6. Średnia zapadalność długu SP w latach 2001-2011



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. Od tego czasu średnia zapadalność długu zagranicznego pozostawała na stosunkowo stabilnym poziomie, powyżej 8 lat, co wynika z przewagi obligacji długoterminowych w emisjach na rynkach międzynarodowych, jak również długich terminów wykupu kredytów zaciąganych w międzynarodowych instytucjach finansowych.

Systematyczny, począwszy od 2004 r. do 2007 r., wzrost średniej zapadalności całego długu SP wynikał ze stabilnego wzrostu średniej zapadalności długu krajowego, mającego dominujący udział w długi ogółem oraz znaczącego wydłużenia w 2005 r. średniej zapadalności długu zagranicznego. W kolejnych latach średnia zapadalność utrzymywała się na stabilnym poziomie⁴.

⁴ Szczegółowe dane o średniej zapadalności i *duration* w państwach UE znajdują się w aneksie 5.

b) Ryzyko kursowe

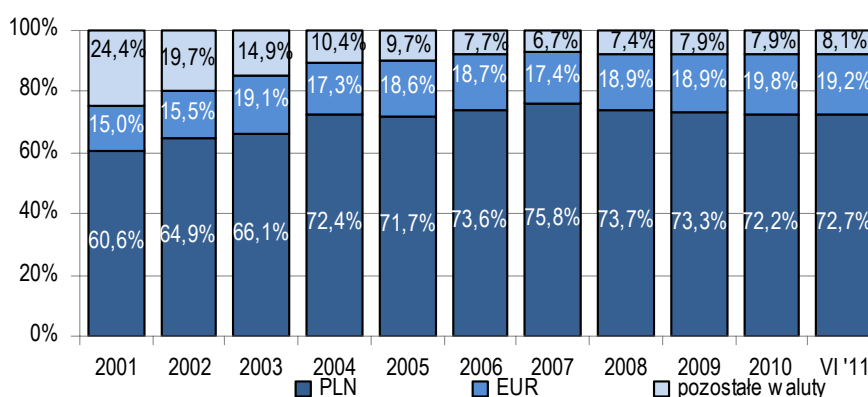
Udział długu nominowanego w walutach obcych w długi SP, za wyjątkiem niewielkiego wzrostu w 2005 r., systematycznie spadał do 23,3% na koniec III kwartału 2008 r., następnie zwiększył się do 27,6% na koniec 2010 r., a na koniec czerwca 2011 r. wyniósł 27,3%.

Ograniczaniu ulegał udział innych niż euro walut obcych. Od połowy 2006 r. udział długu w euro utrzymywał się w przedziale ok. 70%-75%. W połowie 2011 r. udział euro w długi zagranicznym ogółem wyniósł 70,5%.

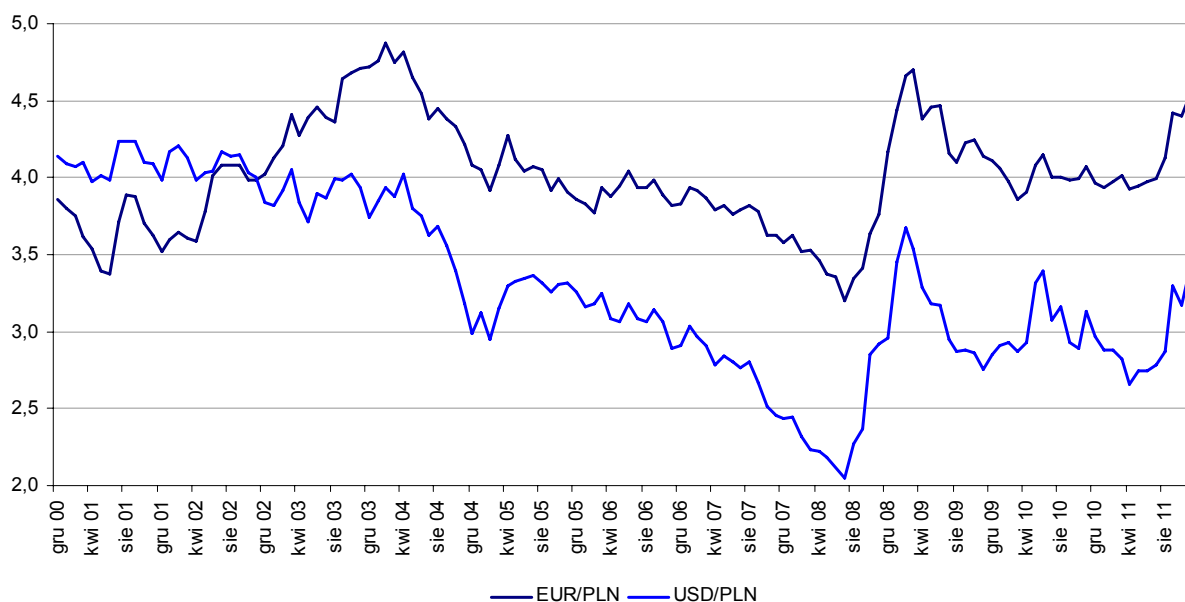
Zwiększenie roli długu w walutach obcych w latach 2008-2010 było rezultatem:

- 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),
- dużej zmienności kursu złotego, np. w IV kwartale 2008 r. i I kwartale 2009 r. kurs euro wzrósł o 40%, a kurs dolara o 67%.

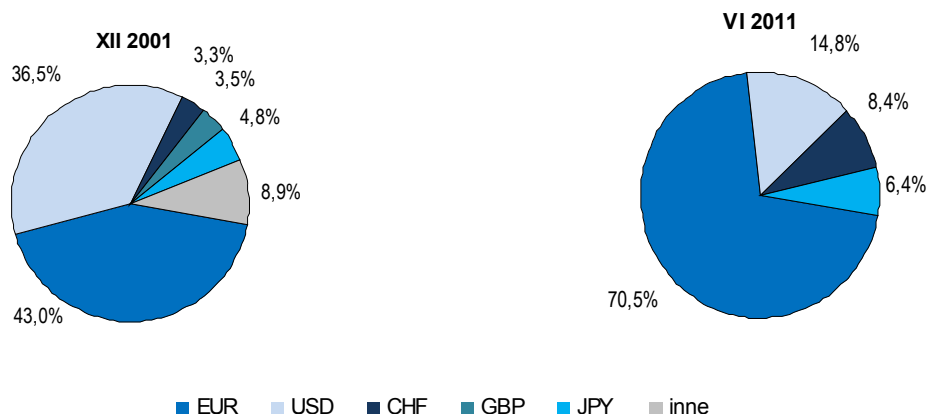
Wykres 7. Struktura walutowa zadłużenia SP



Wykres 8. Kurs euro i dolara w latach 2001-2011



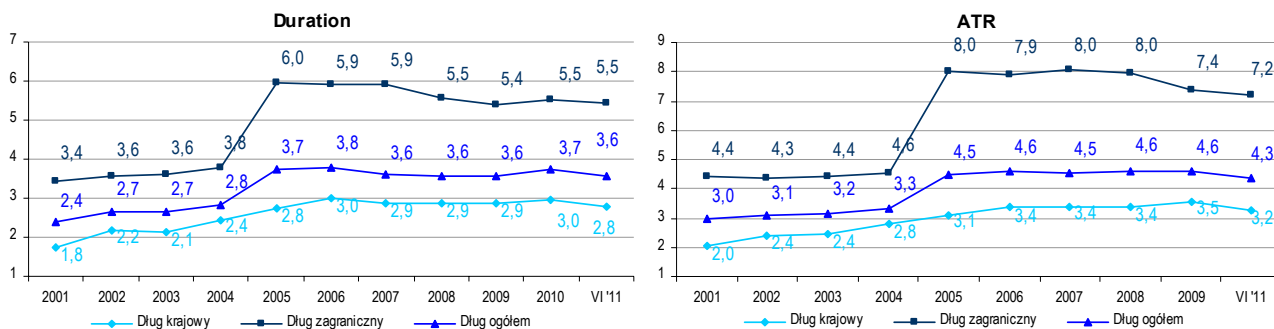
Wykres 9. Struktura walutowa długu zagranicznego SP



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 10. Duration i ATR długu SP w latach 2001-2011



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 2010 r. i w pierwszej połowie 2011 r.

W 2010 r. i w I połowie 2011 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010-12*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2009 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011-14*, zaakceptowanej we wrześniu 2010 r.

Tabela 4 przedstawia ocenę stopnia realizacji celu Strategii wraz z ograniczeniami na ryzyko w 2010 r. i w I połowie 2011 r.

Tabela 4. Ocena stopnia realizacji Strategii w 2010 r. i w I połowie 2011 r.

I. Cel Strategii		
	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Minimalizacja kosztów obsługi długu	Wysoki	<p>1. Dobór instrumentów</p> <p>Podstawowym rynkiem pozyskiwania środków był rynek krajowy. W 2010 r. wartość nominalna emisji SPW na rynku krajowym wyniosła 165,4 mld zł, a na rynkach zagranicznych pozyskano 34,8 mld zł (w tym z MIF 7,2 mld zł), w I połowie 2011 r. było to odpowiednio 80,4 mld zł i 16,6 mld zł (w tym 4,0 mld zł z MIF). Głównymi czynnikami branymi pod uwagę przy realizacji struktury finansowania były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • sytuacja na światowych rynkach finansowych. W omawianym okresie wpływ na zachowania inwestorów miały obawy o kondycję fiskalną niektórych krajów strefy euro, w szczególności Grecji, Irlandii, Portugalii, Hiszpanii i Włoch. Nasilające się ryzyko niewypłacalności w tych krajach powodowało zwiększenie globalnej awersji do ryzyka, czego efektem była deprecjacja euro wobec dolara, spadki indeksów giełdowych na całym świecie oraz wzrost rentowności papierów skarbowych większości państw. Dodatkowo na nastroje na rynku niekorzystnie wpłynęły obawy o kondycję gospodarki amerykańskiej oraz konsekwencje rosnącego zadłużenia rządowego USA, czego kulminacją było obniżenie przez agencję S&P ratingu USA o jeden poziom do AA+ w sierpniu 2011 r. Jedynie przejściową poprawę sentymentu przyniósł październikowy szczyt UE, na którym osiągnięto porozumienie z bankami w sprawie restrukturyzacji długu Grecji (dobrowolna 50% strata obniżająca dług Grecji o ok. 100 mld EUR), zdecydowano o zwiększeniu zdolności pożyczkowych EFSF (do 1 bn EUR) oraz dokapitalizowaniu banków (106 mld EUR); • sytuacja na rynku krajowym. W 2010 r. występowały znaczne wahania rentowności na całej krzywej dochodowości, będące wypadkową negatywnych informacji zewnętrznych i pozytywnych krajowych. Wzrost zaangażowania nierezydentów w krajowe SPW wyniósł w 2010 r. 46,4 mld zł, a jego głównymi przyczynami była pozytywna ocena fundamentów makroekonomicznych i sytuacji fiskalnej Polski na tle innych państw UE, wyższy poziom stóp procentowych w stosunku do emitentów o podobnej wycenie ryzyka kredytowego, oczekiwania na aprecjację złotego oraz polityka taniego pieniądza realizowana przez EBC i FED. W 2010 r. popyt na SPW nadal koncentrował się głównie w segmencie do 2 lat, choć popyt na SPW o dłuższych terminach zapadalności był wyraźnie wyższy niż w 2009 r. W I kwartale 2011 r. osłabienie na krajowym rynku długu było głównie efektem oczekiwań inwestorów co do skali i tempa zaostrzania polityki monetarnej (wzrosty rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości) oraz obaw o dużą podaż długu na rynku krajowym i zmian na rynkach bazowych (wzrosty na długim końcu krzywej). W II kwartale rentowności SPW spadły, a umocnieniu na rynku długu sprzyjało zmniejszenie oczekiwań na kolejne podwyżki stóp procentowych, ograniczenie podaży SPW oraz duży popyt inwestorów zagranicznych. Kolejna fala wzrostu awersji do ryzyka, spowodowana pogłębianiem się kryzysu zadłużenia w strefie euro skutkowałą wzrostem rentowności SPW w połowie IV kw. 2011 r.; • rozkład w czasie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, w tym związanych z wykupem dużych serii obligacji; • obniżanie potrzeb pożyczkowych począwszy od II kwartału 2011 r., na które mają wpływ, wprowadzone w maju 2011 r.: konsolidacja płynności sektora finansów publicznych (lokowanie wolnych środków jednostek sektora na rachunkach Ministra Finansów) oraz reforma systemu emerytalnego obniżająca składki przekazywane do OFE; • elastyczne zarządzanie długiem, w tym podejście do wyboru terminów emisji i instrumentów oraz dążenie do dywersyfikacji rynków i walut w

		<p>związku z ograniczeniami chłonności rynku krajowego, obejmujące następujące działania: częściowe prefinansowanie potrzeb pożyczkowych 2010 r. i 2011 r. pod koniec lat poprzedzających i zgromadzenie wyższych środków na początek odpowiednio 2010 r. i 2011 r., szybkie pozyskiwanie dalszych środków z rynku krajowego i zagranicznych (potrzeby pożyczkowe brutto 2011 r. zostały w całości sfinansowane do końca października 2011 r.), dopasowanie wielkości i struktury oferty do panującej sytuacji rynkowej.</p> <p>W zakresie długu zagranicznego najważniejszymi operacjami były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • regularne emisje na rynku euro (15-letnie o wartości 3,0 mld EUR w styczniu 2010 r., 7-letnie o wartości 1,25 mld EUR w marcu 2010 r., 10-letnie o wartości 1,0 mld EUR we wrześniu 2010 r., a następnie ponowne otwarcie tej emisji o wartości 1,0 mld zł w styczniu 2011 r. i 15-letnie o wartości 460,0 mln EUR w czerwcu 2011 r.); • utrzymywanie obecności Polski na pozostałych głównych rynkach, w tym w dolarach amerykańskich (obligacje 5-letnie o wartości 1,5 mld USD w lipcu 2010 r., 10-letnie o wartości 1,0 mld USD w kwietniu 2011 r., ponowne otwarcie emisji o wartości 1,0 mld USD w czerwcu 2011 r. i emisja obligacji 10-letnich o wartości 2,0 mld USD w listopadzie 2011 r.), frankach szwajcarskich (dwie emisje 4-letnie o łącznej wartości 625,0 mln CHF w marcu i lipcu 2010 r. oraz 5-letnie o wartości 350,0 mln CHF w lutym 2011 r.) i jenach japońskich (obligacje 15-letnie o wartości 18,0 mld JPY w styczniu 2011 r. oraz 4-letnie o wartości 25,0 mld JPY w lipcu 2011 r.); • ciągnięcia kredytów z MIF (łącznie w 2010 r. i I połowie 2011 r. 2,8 mld EUR, w tym z Banku Światowego 1,0 mld EUR i z EBI 1,8 mld). <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. W połowie 2011 r. 11 emisji (w tym jedna o oprocentowaniu zmiennym) obligacji średnio- i długoterminowych miało wartość przekraczającą równowartość 5 mld EUR. Na koniec czerwca 2011 r. emisje benchmarkowe stanowiły 91% wartości nominalnej zadłużenia obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu. Koncentracja emisji stanowiła istotny czynnik mający pozytywny wpływ na płynność na rynku wtórnym obligacji. Średni wskaźnik płynności⁵ po spadku w wyniku kryzysu na rynkach finansowych w 2009 r. do poziomu 111,2% wzrósł do 154,7% w 2010 r. i do 197,5% w I półroczu 2011 r.; • kontynuacja polityki emisji płynnych serii obligacji (regularne emisje o wartości zapewniającej płynność danej emisji) na strategicznym rynku euro; • dostosowanie poziomu i struktury podaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej oraz wpływanie na tę sytuację poprzez działania związane z zarządzaniem długiem i polityką informacyjną.
--	--	--

⁵ Wskaźnik płynności – iloraz miesięcznej wartości transakcji zawartych na obligacjach do zadłużenia na koniec miesiąca.

II. Ograniczenia celu – mierzalne						
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2009	2010	VI 2011
Ryzyko refinansowania	Zadowalający	<ul style="list-style-type: none"> Ograniczenie emisji bonów skarbowych Wzrost w 2010 r. sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych (45,6% ogółu SPW sprzedanych na przetargach), a następnie spadek w I półroczu 2011 r. (31,0%) ze względu na niekorzystne uwarunkowania rynkowe Duża rola przetargów zamiany Wzrost w 2010 r., mimo trudnych warunków rynkowych, średniej zapadalności długu krajowego Bezpieczny poziom ryzyka refinansowania długu zagranicznego 	Średnia zapadalność (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	4,08	4,30	4,12
			Udział w SPW krajowych:			
			<ul style="list-style-type: none"> - SPW do 1 roku - bonów skarbowych 	23,9%	19,0%	22,0%
				10,3%	5,5%	5,2%
Ryzyko kursowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Udział długu zagranicznego zgodnie ze Strategią w przedziale 20-30% Udział euro w długu zagranicznym zgodnie ze Strategią powyżej 70% Kontynuacja długoterminowego finansowania nierynkowego w MIF 	Udział długu zagranicznego w długu SP	26,7%	27,8%	27,3%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	70,6%	71,5%	70,5%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Duration długu krajowego pozostawało w określonym w Strategii przedziale 2,5-4,0 lata. 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 	2,88	2,97	2,79
			ATR (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	3,53	3,48	3,23
				7,37	7,19	7,18
				4,57	4,52	4,34

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 ograniczaniu ryzyka refinansowania przy wykupie dużych emisji), • oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2010 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 172,9 mld zł, a w I półroczu 2011 r. 73,7 mld zł, • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK, obejmujące transakcje warunkowe typu <i>buy-sell-back</i> oraz lokaty międzybankowe. W 2010 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 543,3 mld zł, a w I półroczu 2011 r. 380,7 mld zł; • transakcje rynkowej wymiany walut typu FX swap pozwalające na okresowe wykorzystanie posiadanych walut w celu pozyskania środków złotych. W przeprowadzonych transakcjach zamieniono równowartość ok. 4,4 mld EUR w 2010 r. oraz 0,4 mld EUR w 2011 r. na środki złotowe z jednoczesnym przyrzeczeniem wykonania transakcji odwrotnych po z góry określonym kursie wymiany. Transakcje wpłynęły na zmniejszenie stanu środków walutowych oraz zwiększenie stanu środków złotych; • utrzymywanie środków na oprocentowanych rachunkach w NBP oraz w formie oprocentowanych lokat walutowych – średni stan w 2010 r. wyniósł 1,8 mld EUR, a w I półroczu 2011 r. 1,3 mld EUR; • oprocentowane lokaty walutowe w BGK - w 2010 r. zawarto lokaty na kwotę 1,9 mld EUR, a w I półroczu 2011 r. 12,3 mld EUR; • transakcje depozytowe w EUR z agencjami zarządzania długiem, zwiększające efektywność lokowania okresowo wolnych środków oraz stwarzające możliwość pozyskania krótkookresowych środków na atrakcyjnych warunkach; • odkup bonów skarbowych na przetargach służący ograniczeniu ryzyka refinansowania (w 2010 r. odkupiono łącznie bony o wartości 6,2 mld zł, a w I półroczu 2011 r. o wartości 1,2 mld zł); • wprowadzenie w 2011 r. w porozumieniu z NBP regularnej sprzedaży części środków walutowych z funduszy unijnych bezpośrednio na rynku walutowym; • rozpoczęcie w maju 2011 r., zgodnie ze znowelizowaną ustawą o finansach publicznych, lokowania wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych na rachunkach Ministra Finansów w BGK. Na koniec czerwca zgromadzono środki w wysokości 22,8 mld zł. <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2010 r. (średnio 8,7 mld zł na rachunkach złotych i równowartość 1,8 mld EUR na rachunkach walutowych) i w I połowie 2011 r. (odpowiednio 9,8 mld zł i 1,4 mld EUR) zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.</p> <p>W marcu 2010 r. wykupiony został benchmark PS0310 o początkowym zadłużeniu 29,6 mld zł (po przetargach zamiany 11,8 mld zł), w listopadzie 2010 r. benchmark DS1110 o początkowym zadłużeniu 27,9 mld zł (po przetargach zamiany 10,9 mld zł), a w maju 2011 r. benchmark PS0511 o początkowym zadłużeniu 23,6 mld zł (po przetargach zamiany 11,5 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). • W październiku 2010 r. wdrożony został system zabezpieczeń transakcji na instrumentach pochodnych w postaci blokady papierów skarbowych w KDPW. Systemem tym objęte są banki krajowe, które mają podpisaną Umowę Ramową powiązaną z umową zabezpieczającą. Transakcje zabezpieczone nie generują ryzyka kredytowego. • Ryzyko kredytowe transakcji niezabezpieczonych dywersyfikowane jest poprzez limity nałożone na łączną wartość transakcji zawieranych z poszczególnymi partnerami. Wiarygodność kredytowa potencjalnych partnerów

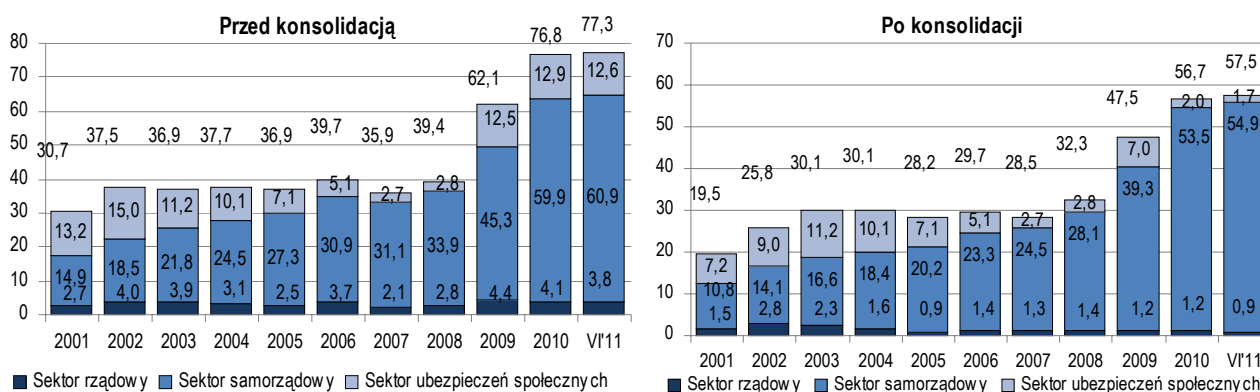
Ryzyko operacyjne	Zadawalający	<p>jest na bieżąco monitorowana.</p> <ul style="list-style-type: none"> Zarządzanie długiem skupione w jednej jednostce organizacyjnej MF. Odpowiednia infrastruktura techniczna do zawierania transakcji rynkowych. Bezpieczeństwo informacji związanych z zarządzaniem długiem. Zintegrowana baza danych długu SP.
Rozkład kosztów obsługi długu w czasie	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> Na poziom kosztów obsługi w 2010 r. miały wpływ transakcje swap zawarte w 2009 r. (zmniejszenie w 2009 r. i zwiększenie w 2010 r. kosztów o 0,3 mld zł) oraz w 2010 r. (zwiększenie w 2010 r. i zmniejszenie w 2011 r. kosztów o 0,7 mld zł). Celem transakcji zawartych w 2010 r. było kształtowanie kosztów obsługi długu na poziomie zgodnym z limitami z ustawy budżetowej przy jednoczesnym obniżeniu kosztów w roku następnym. 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 oraz przetargi odkupu bonów skarbowych.

*) Wg skali: wysoki, zadowalający, umiarkowany, niski.

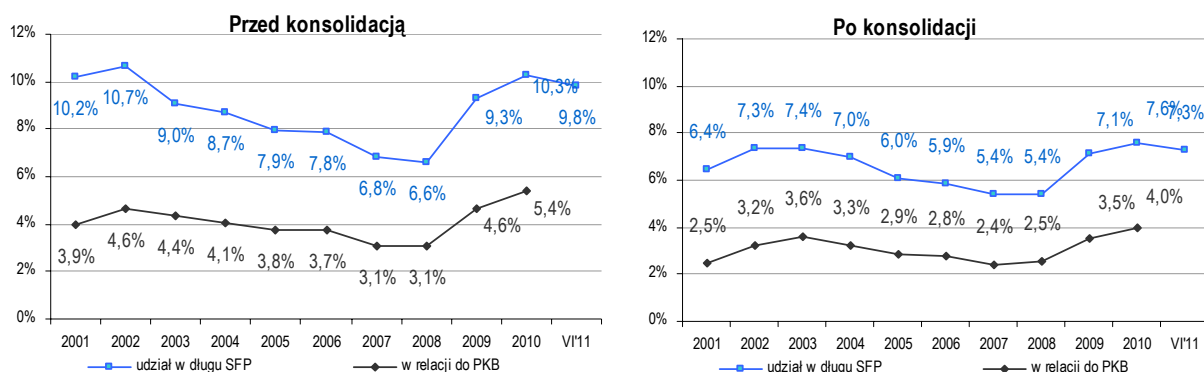
II.4. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2010 r. 10,3% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (7,6% po konsolidacji) wobec 9,3% (7,1%) na koniec 2009 r. W pierwszej połowie 2011 r. wielkości te kształtowały się odpowiednio na poziomie 9,8% oraz 7,3%. Największy udział w tej części długu miał dług sektora samorządowego, w szczególności zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego (JST). Udział zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych systematycznie spadał do 2008 r., po czym w 2009 r. nastąpił jego wzrost, a w 2010 r. ponowny spadek. Różnica pomiędzy saldem zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych w 2010 r. przed i po konsolidacji wynika z faktu, iż przejściowe niedobory środków finansowych w FUS były od 2009 r. finansowane pożyczkami z budżetu państwa.

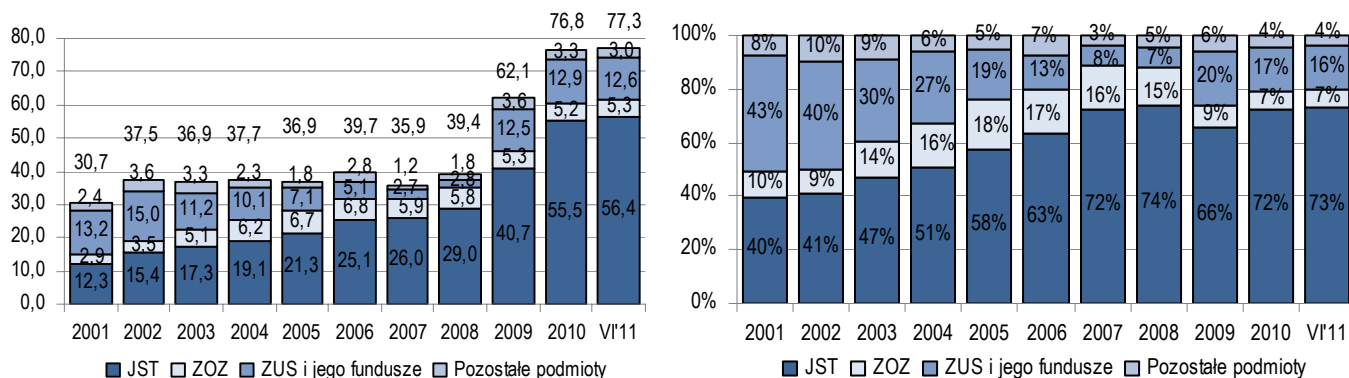
Wykres 11. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory (mld zł)



Wykres 12. Udział zadłużenia innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w długu sektora finansów publicznych i w relacji do PKB



Wykres 13. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP przed konsolidacją (mld zł i struktura)

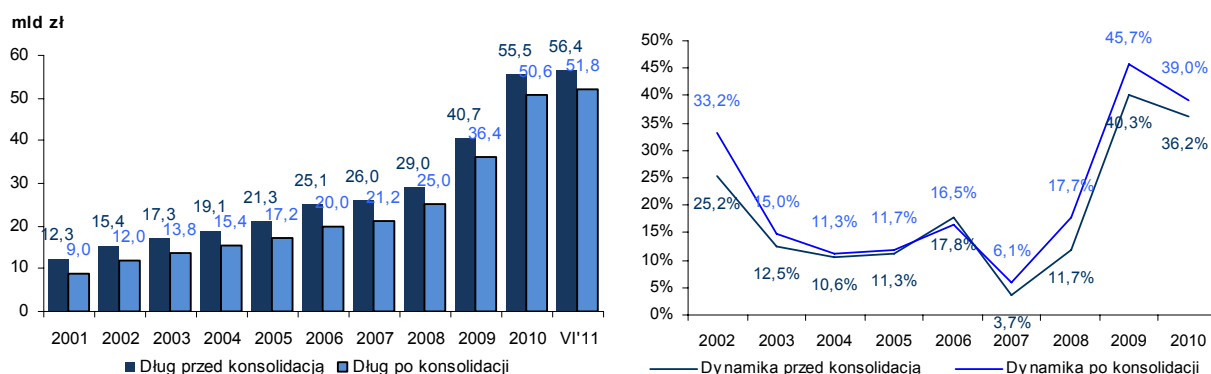


W dalszej części podrozdziału przedmiotem analizy jest zadłużenie innych niż SP jednostek SFP przed konsolidacją.

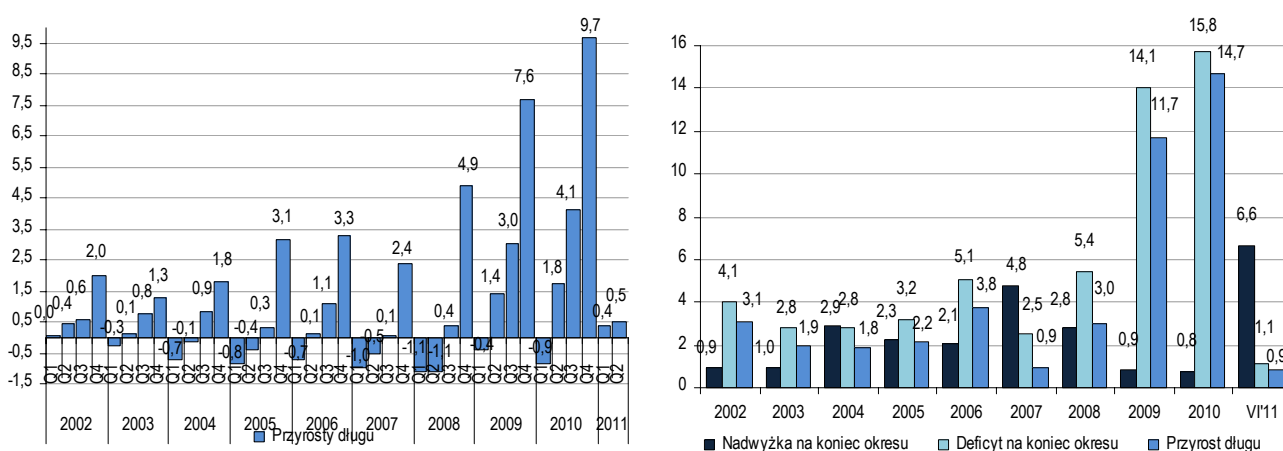
1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

Zadłużenie JST i ich związków systematycznie rosło, na koniec 2010 r. wyniosło 55,5 mld zł a w połowie 2011 r. 56,4 mld zł wobec 40,7 mld zł na koniec 2009 r. Roczna dynamika zadłużenia uległa znacznemu zwiększeniu w 2009 r. (wzrost o 40,3% przed konsolidacją i 45,7% po konsolidacji) i utrzymała się na wysokim poziomie w 2010 r. (odpowiednio 36,1% i 39,1%). Zadłużenie JST i ich związków od końca 2008 r. do połowy 2011 r. wzrosło łącznie o 94,1% przed konsolidacją i 107,7% po konsolidacji.

Wykres 14. Dług JST i ich związków przed i po konsolidacji oraz roczna dynamika długu



Wykres 15. Wynik jednostek samorządu terytorialnego i ich związków a zmiany w zadłużeniu (mld zł)



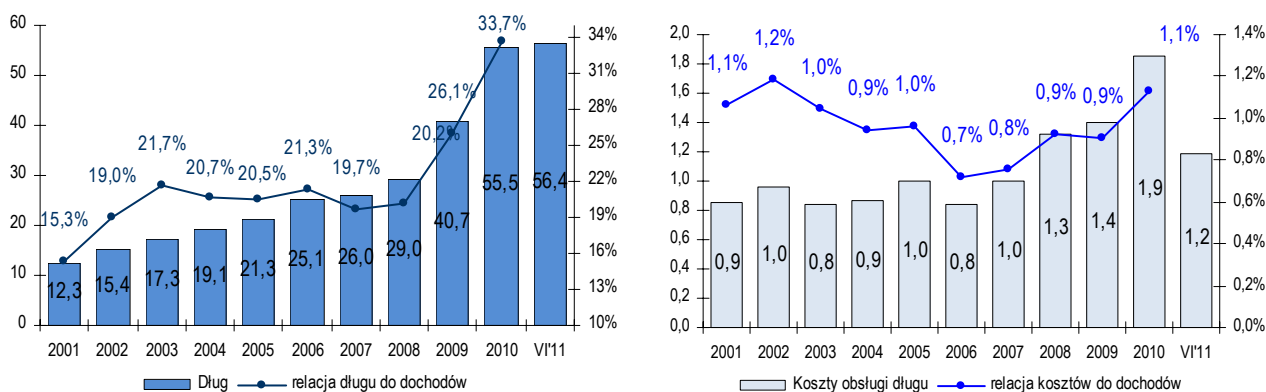
W 2010 r. łącznie JST i ich związki zanotowały deficyt budżetowy w wysokości 15 mld zł wobec 13,2 mld zł w 2009 r. Na wynik JST w 2010 r. złożyły się: deficyty poszczególnych jednostek w łącznej wysokości 15,8 mld zł oraz nadwyżki w łącznej wysokości 0,8 mld zł. Dług JST i ich związków w 2010 r. wzrósł natomiast o 14,7 mld zł. Brak wyraźnego związku między

wynikiem JST a przyrostem długu w niektórych latach wynika z agregacji jednostek o różnej sytuacji budżetowej.

JST zaciągały zobowiązania przede wszystkim w ostatnim kwartale roku, co ma związek z silną sezonowością ich wyników, choć w latach 2009-2010 r. istotny przyrost długu miał również miejsce w II i III kwartale roku. W I połowie 2011 r. dług JST wzrósł o 0,9 mld zł (taki sam przyrost długu odnotowano w I połowie 2010 r.) przy nadwyżce 5,5 mld zł wobec nadwyżki w wysokości 4,1 mld zł w I połowie 2010 r.

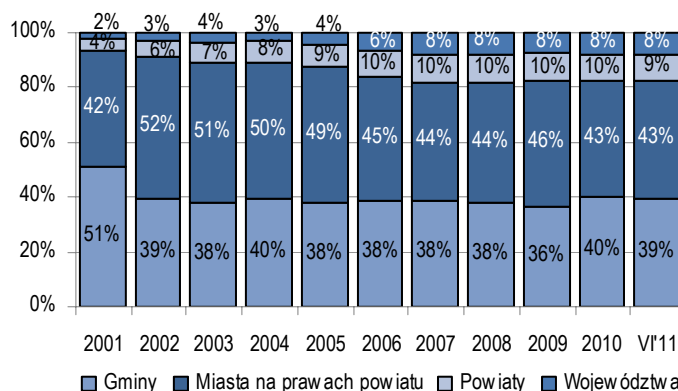
Relacja łącznej kwoty długu JST do dochodów tych jednostek (wskaźnik zadłużenia) kształtuje się znacznie poniżej ustawowego limitu 60%, choć 2010 r. był kolejnym rokiem jego istotnego wzrostu, do 33,7% tj. o 7,6 p. proc. w porównaniu z 2009 r. W 2010 r. najwyższy średni wskaźnik zadłużenia wystąpił w miastach na prawach powiatu (43,5%) a najniższy w powiatach (24,2%). W 2010 r. wydatki na obsługę długu JST i ich związków wyniosły 1,9 mld zł (tj. 1,0% wydatków ogółem) i były wyższe o 31,6% w stosunku do 2009 r.

Wykres 16. Zadłużenie i koszty obsługi długu oraz ich relacja do dochodów dla JST i ich związków



W łącznej kwocie zobowiązań wszystkich JST największą część stanowią zobowiązania miast na prawach powiatu (42,5% w 2010 r. oraz 43,4% w połowie 2011 r.). Udział zobowiązań gmin w latach 2002-11 utrzymywał się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 36-40% (na koniec 2010 r. udział wzrósł do 39,8%, po czym na koniec czerwca 2011 r. nieznacznie obniżył się do poziomu 39,4%), a udział zobowiązań województw i powiatów systematycznie wzrastał (odpowiednio z 2,8% do 7,9% i z 5,8% do 9,4%).

Wykres 17. Struktura zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w podziale na szczeble



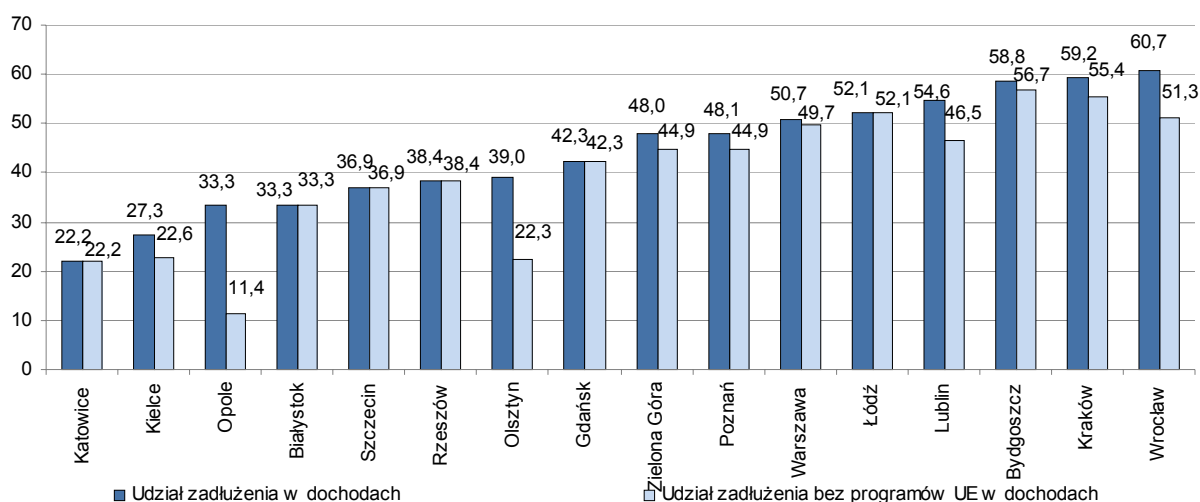
W 2010 r. w 70 JST (wobec 17 w 2009 r.) wskaźnik zadłużenia przekroczył 60%. Największy wzrost liczby jednostek o wskaźniku zadłużenia powyżej 60% nastąpił w grupie gmin (54 jednostki). Poziom ten został przekroczony również w dwóch miastach na prawach powiatu – w Toruniu i Wrocławiu, gdzie relacja zadłużenia do dochodów wyniosła odpowiednio 64,8% oraz 60,7%. Natomiast relacja zobowiązań pomniejszych o zobowiązania na realizację programów i projektów z udziałem środków z UE do dochodów, będąca limitem określonym w ustawie o finansach publicznych, przekroczona została w 17 jednostkach (gminach) wobec 7 jednostek (również gmin) w 2009 r.

Tabela 5. Liczba zadłużonych JST z uwzględnieniem relacji długu do dochodów w okresie 2009 - 2010

	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 2009	Gminy	2 413	2 272	579	1 111	504	64	14 (7)*
	Miasta na prawach powiatu	65	65	3	26	30	4	2 (0)
	Powiaty	314	311	72	171	64	3	1 (0)
	Województwa	16	15	6	8	1	0	0
	Ogółem	2 808	2 663	660	1 316	599	71	17 (7)
XII 2010	Gminy	2 414	2 351	280	951	869	183	68 (17)
	Miasta na prawach powiatu	65	65	3	16	36	8	2 (0)
	Powiaty	314	311	47	163	90	11	0
	Województwa	16	16	3	4	8	1	0
	Ogółem	2 809	2 743	333	1134	1003	203	70 (17)

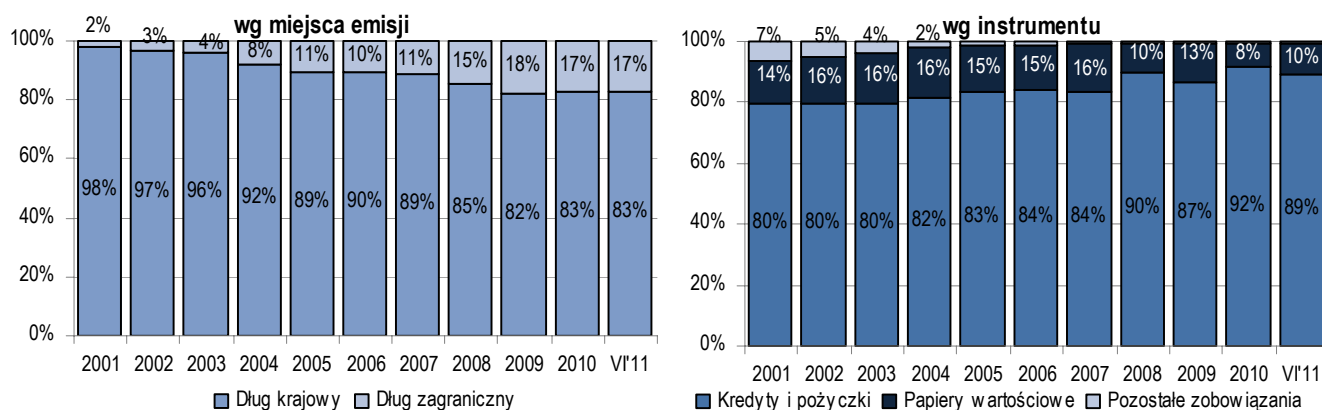
* Wartości w nawiasach przedstawiają liczbę jednostek, w których relacja zadłużenia do dochodów przekroczyła 60% również po wyeliminowaniu zobowiązań na realizację programów i projektów z udziałem środków z UE.

Wykres 18. Udział zadłużenia w dochodach miast wojewódzkich w 2010 r.



Dominowało zadłużenie krajowe, choć udział zadłużenia zagranicznego stale się zwiększał i na koniec czerwca 2011 r. wynosił ok. 17,2%. W strukturze zobowiązań JST i ich związków największy udział stanowiły kredyty i pożyczki.

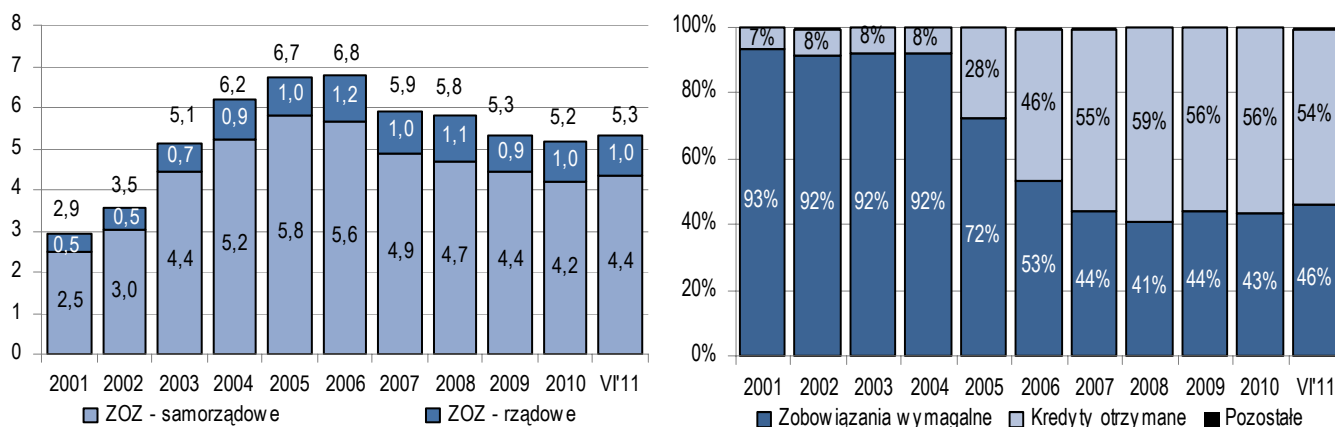
Wykres 19. Struktura długu jednostek samorządu terytorialnego i ich związków



2) Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

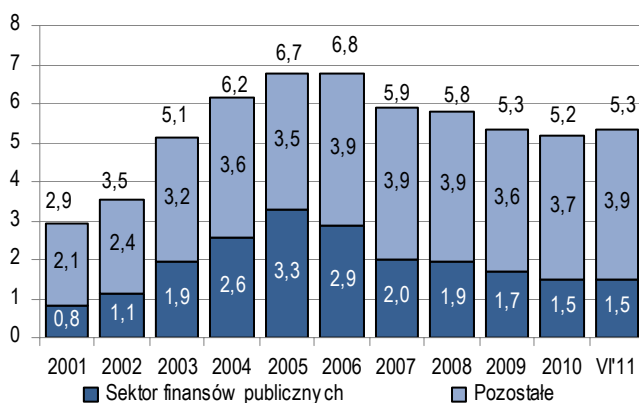
Zadłużenie SPZOZ na koniec 2010 r. wyniosło 5,2 mld zł, a na koniec czerwca 2011 r. 5,3 mld zł wobec 5,3 mld zł w 2009 r. Od 2007 r. w strukturze zadłużenia dominującym składnikiem są kredyty otrzymane. Nadal znaczący udział w zadłużeniu stanowią zobowiązania wymagalne powstałe w wyniku nieterminowej regulacji zobowiązań. Zmiany w strukturze zadłużenia w latach 2005-2008 wynikały z ograniczenia wzrostu zobowiązań wymagalnych przy jednoczesnej realizacji postępowań naprawczych.

Wykres 20. Zadłużenie i struktura przedmiotowa zadłużenia SPZOZ (mld zł)



W latach 2007-10 zmniejszało się zadłużenie SPZOZ wobec sektora finansów publicznych, na koniec 2010 r. wyniosło ono ok. 1,5 mld zł. i utrzymywało się na tym poziomie na koniec czerwca 2011 r. Wpływ na to w szczególności miała restrukturyzacja SPZOZ i częściowo umarżane pożyczki z budżetu państwa, udzielane na mocy ustawy z 2005 r., oraz spadek zobowiązań wobec ZUS.

Wykres 21. Zadłużenie SPZOZ w podziale na dług wobec sektora finansów publicznych oraz pozostałych jednostek (mld zł)



3) Zadłużenie pozostałych jednostek

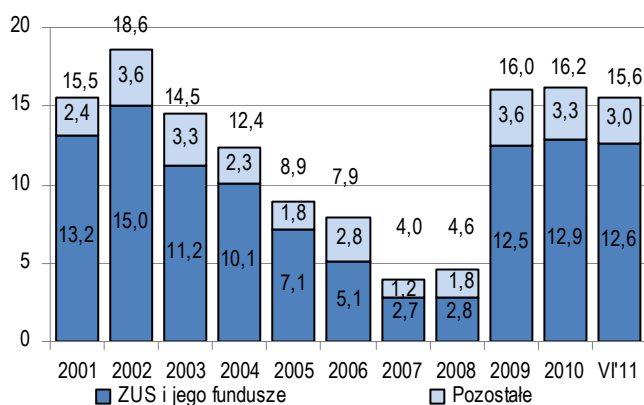
Spośród pozostałych podmiotów największą pozycją w latach 2001-10 stanowiło zadłużenie ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy, na które niemal w całości składały się zobowiązania FUS. W latach 2003-2008 zadłużenie FUS systematycznie malało w wyniku spłaty kredytów w bankach komercyjnych oraz konwersji zobowiązań wymagalnych na obligacje SP. W 2009 r. nastąpił znaczący wzrost zadłużenia FUS (do 12,5 mld zł). Na koniec 2010 r. dług FUS wyniósł 12,9 mld zł. (odpowiednio 12,6 mld na koniec czerwca 2011 r.). Wzrost zadłużenia FUS był efektem znaczącej nierównowagi funduszu będącej wynikiem niskiej dynamiki dochodów związanej z obniżeniem w latach 2007-2008 składki rentowej i spowolnieniem gospodarczym oraz istotnego wzrostu wydatków związanych ze świadczeniami rentowymi i emerytalnymi.

W 2010 r. w porównaniu do 2009 r. zmianie uległa struktura zadłużenia FUS. Składały się na nie pożyczki z budżetu państwa w wysokości 10,9 mld zł (wobec 5,5 mld zł w 2009 r.) oraz zobowiązania wymagalne w wysokości 2,0 mld zł (wobec 3,0 mld zł w 2009 r.). W I połowie 2011 r. zadłużenie wobec budżetu państwa nie zmieniło się, natomiast zobowiązania

wymagalne uległy obniżeniu do 1,6 mld zł. Zarówno na koniec 2010 r., jak i na połowę 2011 r. FUS nie posiadał zobowiązań wobec banków komercyjnych.

Zadłużenie innych podmiotów stanowiło znikomą część długu publicznego (0,4% długu SFP przed konsolidacją, zarówno w na koniec 2010 r. jak i w połowie 2011 r.) i było wynikiem głównie zadłużenia agencji rządowych wobec SP.

Wykres 22. Zadłużenie innych niż SP, JST i SPZOZ jednostek sektora finansów publicznych (mld zł)



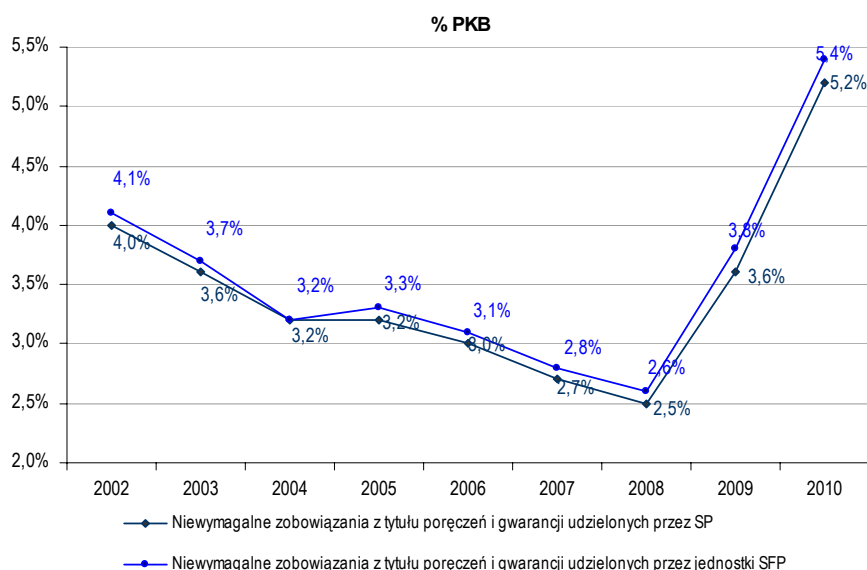
II.5. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych

Potencjalne (niewymagalne) zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych w ujęciu nominalnym na koniec I półrocza 2011 r. wyniosły 83,1 mld zł, wobec 76,0 mld zł, tj. 5,4% PKB w 2010 r. oraz 50,9 mld zł, tj. 3,8% PKB w 2009 r.

Dominujący udział w potencjalnych (niewymagalnych) zobowiązaniach z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych miały niewymagalne zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2011 r. wynosiły one 80,1 mld zł wobec 73,2 mld zł, tj. 5,2% PKB w 2010 r. oraz 48,9 mld zł, tj. 3,6 % PKB w 2009 r.

Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. Na koniec 2010 r. ponad 90% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Długoterminowy współczynnik ryzyka dla portfela poręczeń i gwarancji SP spadł z ok. 8,1% na koniec 2010 r. do ok. 6,2% na koniec I półrocza 2011 r. Wzrost potencjalnych zobowiązań SP przede wszystkim był wynikiem dużego wolumenu gwarancji udzielonych na wsparcie rozwoju infrastruktury.

Wykres 23. Niewymagalne zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SFP i SP



Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP wg stanu na koniec czerwca 2011 r. wynikały z:

- gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego	50,6 mld zł
w tym na wsparcie Krajowego Funduszu Drogowego	47,9 mld zł
- gwarancji wypłat z Krajowego Funduszu Drogowego dla Gdańsk Transport Company S.A	8,5 mld zł
- gwarancji wypłat z Krajowego Funduszu Drogowego dla Autostrady Wielkopolskiej II S.A.	7,4 mld zł
- gwarancji udzielonych za Polskie Koleje Państwowe S.A.	4,3 mld zł
- gwarancji udzielonej za Autostradę Wielkopolską S.A.	3,2 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A.	2,2 mld zł

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 na poziomie A- u agencji Standard&Poor's i Fitch oraz A2 u agencji Moody's⁶.

Ocena sytuacji makroekonomicznej i kierunków polityki fiskalnej przedstawiona została w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na 2012 r. Tabela 6 przedstawia założenia makroekonomiczne Strategii.

Tabela 6. Założenia makroekonomiczne przyjęte w Strategii

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Realny wzrost PKB (%)	3,9	4,0	2,5	3,4	3,8	3,9
PKB w cenach bieżących (mld zł)	1 415,4	1 512,3	1 589,6	1 684,2	1 790,6	1 904,7
Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa (mld zł)	65,4	32,6	46,2	28,8	31,5	33,4
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	2,6	4,1	2,8	2,5	2,5	2,5
PLN/USD - na koniec roku	2,96	3,22	2,96	2,82	2,67	2,59
PLN/EUR - na koniec roku	3,96	4,35	4,00	3,80	3,60	3,50

III.2. Krajowy rynek skarbowych papierów wartościowych

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

1. Rozwój bazy inwestorów krajowych

Ostatnia dekada to okres dynamicznego wzrostu wysokości aktywów zarządzanych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych. 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 przejściowemu odwróceniu w 2008 r. w wyniku kryzysu na rynkach finansowych. Spadek aktywów nastąpił głównie w grupie funduszy inwestycyjnych i wynikał zarówno z umarzania jednostek uczestnictwa w związku z odpływem klientów, jak i spadku cen aktywów finansowych, przede wszystkim akcji. Aktywa funduszy emerytalnych i towarzystw ubezpieczeniowych po okresie stabilizacji w 2009 r. powróciły do tendencji rosnącej.

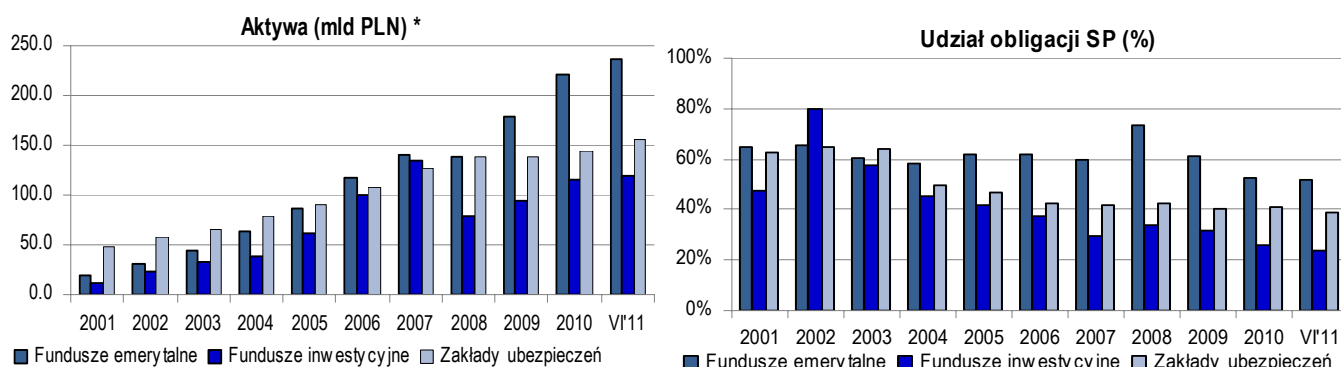
Do głównych czynników, które w dalszym ciągu będą decydowały o wartości aktywów pozostających w zarządzaniu pozabankowych instytucji finansowych należą:

- reforma emerytalna z 1999 r. i powstanie otwartych funduszy emerytalnych (OFE) których aktywa są regularnie zasilane przez składki przyszłych emerytów. Oczekuje się, że rola OFE jako nabywcy SPW będzie w kolejnych latach stopniowo malała w związku ze zmniejszeniem od 1 maja 2011 r. składki do OFE z obecnych 7,3% początkowo do 2,3% a docelowo – od 2017 r. – do 3,5% podstawy składki emerytalnej, jak również stopniowym zwiększaniem limitu inwestycji w akcje. Wpływ tej zmiany na rynek długu powinien być w przybliżeniu neutralny, ponieważ spadkowi popytu ze strony OFE towarzyszyć będzie spadek podaży nowego długu związany ze zmniejszeniem przekazywanej z budżetu państwa do ZUS kwoty refundacji składki do OFE;

⁶ Ostatnia zmiana ratingu miała miejsce w marcu 2007 r. i polegała na podwyższeniu oceny przez agencję Standard&Poor's z BBB+ do A-. 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 6.

- rozwój rynku ubezpieczeniowego i funduszy inwestycyjnych;
- koniunktura na rynku akcji, która jest jednym z czynników determinujących decyzje w zakresie alokacji oszczędności przez gospodarstwa domowe.

Wykres 24. Aktywa pozabankowych instytucji finansowych i udział obligacji SP w aktywach

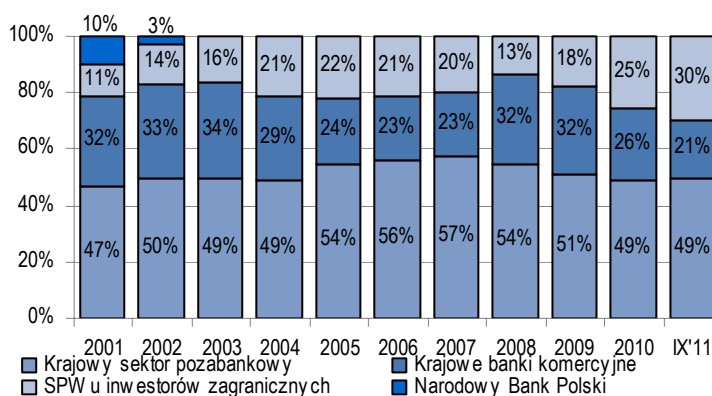


*) W przypadku funduszy emerytalnych i inwestycyjnych prezentowane są aktywa netto (aktywa pomniejszone o zobowiązania).

Od 2005 do 2009 r. w posiadaniu krajowego sektora pozabankowego, znajdowała się ponad połowa SPW emitowanych na rynek krajowy. Zmniejszenie udziału sektora pozabankowego w zadłużeniu krajowym w 2010 r. związane było z rekordowym napływem na krajowy rynek SPW inwestorów zagranicznych, którzy w całości sfinansowali krajowe potrzeby pożyczkowe netto budżetu.

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. Popyt na SPW ze strony sektora bankowego może być traktowany jako czynnik rezydualny, rola banków zwykle zmniejsza się w okresach dynamicznego rozwoju gospodarki, jednocześnie banki, podobnie jak to miało miejsce w 2008 r., absorbują podaż SPW w przypadku zjawisk kryzysowych, czemu sprzyja strukturalna nadpłynność sektora bankowego⁷.

Wykres 25. Zadłużenie krajowe SP – struktura podmiotowa



2. Rola inwestorów zagranicznych

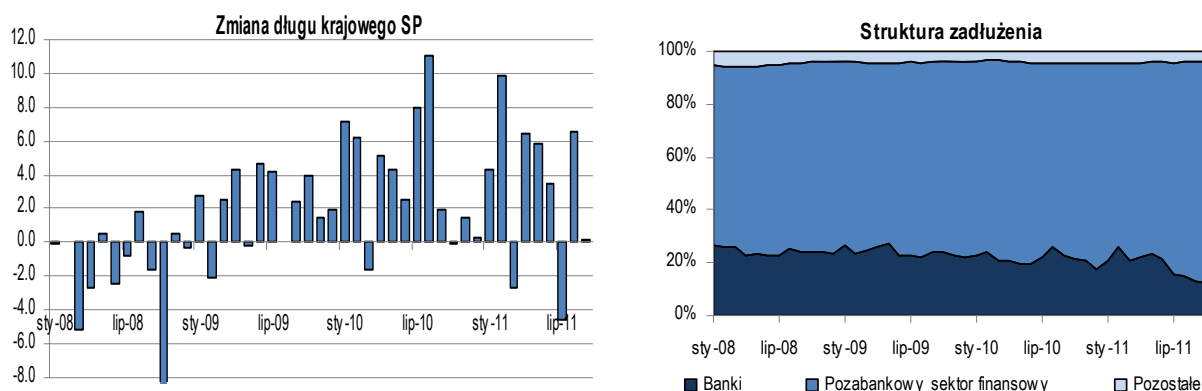
Znaczącą rolę w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym odgrywają inwestorzy zagraniczni. Popyt z ich strony charakteryzuje się dużą zmiennością, silnie uzależnioną od sytuacji międzynarodowej.

Po znaczącym odpływie inwestorów zagranicznych z rynku SPW w 2008 r. ich udział w długu krajowym obniżył się z ok. 20% do ok. 13%. Był to efekt kryzysu finansowego (zapoczątkowanego upadkiem Lehman Brothers) i obaw o globalny wzrost gospodarczy, co spowodowało silny wzrost awersji do ryzyka i wyprzedaż aktywów z rynków „wschodzących”, w

⁷ W ocenie Rady Polityki Pieniężnej przedstawionej w „Założeniach polityki pieniężnej na rok 2011” (Warszawa, wrzesień 2010 r.) 2011 r. będzie kolejnym rokiem wzrostu nadpłynności w krajowym sektorze bankowym, a jej poziom może przekroczyć 100 mld zł średnio w ciągu roku. Głównym czynnikiem zwiększającym płynność sektora będzie napływ środków z UE.

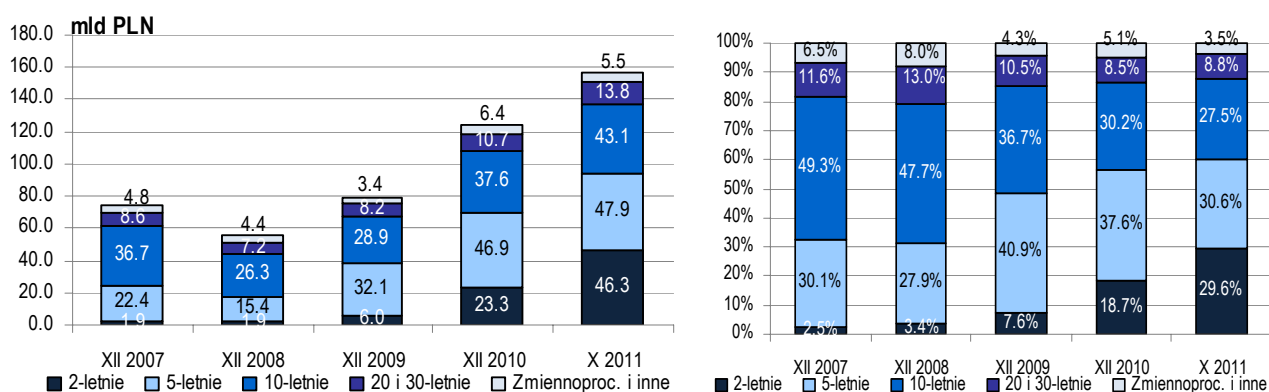
tym z krajów regionu. Rok 2009 przyniósł wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych inwestycjami w SPW, głównie w wyniku poprawy nastrojów na rynkach finansowych i relatywnie dobrej sytuacji ekonomicznej Polski (wzrost 1,6% w 2009 r.). W rezultacie zaangażowanie tej grupy inwestorów w krajowe SPW zwiększyło się w całym roku o 25,9 mld zł, do poziomu ok. 18% długu krajowego w SPW. Tendencja ta była kontynuowana również w 2010 r. (napływ 46,4 mld zł) i 2011 r. (30 mld zł w okresie styczeń–październik), co było wynikiem pozytywnego postrzegania Polski przez inwestorów zagranicznych na tle innych krajów europejskich. Tym samym zaangażowanie nierezydentów na krajowym rynku długu osiągnęło rekordowy poziom, zarówno w wielkościach absolutnych (158,3 mld zł na koniec października 2011 r.), jak i pod względem udziału w długi krajowym (ok. 30%).

Wykres 26. Zmiany zadłużenia krajowego SP wobec inwestorów zagranicznych oraz struktura podmiotowa tego zadłużenia w okresie I 2008- IX 2011



W strukturze zadłużenia z tytułu SPW wobec nierezydentów dominują obligacje skarbowe, w okresie od grudnia 2007 r. do października 2011 r. stanowiły one 93-100% zadłużenia. W tym okresie zaangażowanie inwestorów zagranicznych w obligacjach zwiększyło się ponad dwukrotnie, do 156,6 mld zł. Najbardziej stabilną grupą nabywców, a zarazem posiadającą największy portfel obligacji był pozabankowy sektor finansowy, który począwszy od czerwca 2009 r. sukcesywnie zwiększał swoje zaangażowanie w obligacje skarbowe (przyrost portfela obligacji od czerwca 2009 r. do października 2011 r. o 89,4 mld zł).

Wykres 27. Struktura portfeli obligacji skarbowych u nierezydentów.



Wzrostowi zadłużenia wobec inwestorów zagranicznych towarzyszyła modyfikacja struktury rodzajowej portfela obligacji skarbowych w posiadaniu nierezydentów. Stabilnej dynamice wzrostu portfela obligacji długoterminowych towarzyszył dynamiczny przyrost portfela obligacji 2-letnich, zwłaszcza od 2010 r. Towarzyszyła temu analogiczna zmiana struktury portfela obligacji w posiadaniu nierezydentów z pozabankowego sektora finansowego. W 2010 r. zadłużenie wobec nierezydentów wzrosło o 288% w obligacjach 2-letnich i o 30% w obligacjach 10-letnich, w 2011 r. (do końca października) odpowiednio o 99% i 15%.

Postrzeganie Polski przez inwestorów zagranicznych będzie miało silny wpływ na warunki finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w horyzoncie Strategii. Napływ inwestorów zagranicznych w okresie 2009-11 miał wpływ na spadek rentowności SPW na całej krzywej dochodowości.

Kapitał zagraniczny powinien w dalszym ciągu napływać do Polski, a ryzyko wycofania się z Polski znacznej części tego kapitału powinno pozostać ograniczone, gdy utrzymywać się będą dotychczasowe główne czynniki sprzyjające decyzjom podmiotów zagranicznych o inwestowaniu w polskie SPW:

- występować będzie dysparytet stóp procentowych,
- utrzymana zostanie ocena ryzyka inwestycyjnego w Polsce lub jego poprawa,
- funkcjonować będzie w Polsce duży i płynny rynek finansowy, szczególnie rynek papierów skarbowych i jego odpowiednia infrastruktura.

Niemniej należy być przygotowanym na krótkoterminowe silniejsze przepływy kapitału zagranicznego nie związane z wymienionymi czynnikami. Skutki takich przepływów powinny być amortyzowane przez sam rynek (nadpłynność na rynku międzybankowym oraz ograniczona podaż krótkoterminowych SPW powoduje, że rynek jest w stanie wchłonąć znaczące pule takich papierów) lub przez wprowadzone instrumenty oddziaływania na rynek.

W związku ze swobodnym przepływem kapitału zagranicznego inwestycje nierezydentów w krajowe SPW, tak jak pozyskiwanie środków na rynkach międzynarodowych, są źródłem ryzyka kursowego dla długu SP. Czynnikiem ten ma więc wpływ na elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku i waluty, w tym na przejściowe zwiększanie emisji w walutach obcych.

III.3. Uwarunkowania międzynarodowe

Bieżące prognozy dotyczące kondycji gospodarki światowej wskazują, że rok 2011 będzie okresem niższego tempa wzrostu globalnego PKB w porównaniu do bardzo dobrych wyników w 2010 r. Zgodnie z opublikowaną jesienią br. prognozą KE w 2011 r. tempo wzrostu PKB w strefie euro zwolni do 1,5%, w tym największej gospodarki – Niemiec, do 2,9% w porównaniu z odpowiednio 1,9% i 3,7% w 2010 r. Wzrost PKB w USA w 2011 r., według ostatnich szacunków KE wyniesie 1,6% wobec 3,0% w 2010 r. Dla polskiej gospodarki kluczowym czynnikiem determinującym ścieżkę popytu zewnętrznego będzie sytuacja na rynkach eksportowych.

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. Mimo podjęcia przez część państw działań zmierzających do obniżenia potrzeb pożyczkowych (spowodowanych obawami o sytuację fiskalną m.in. Grecji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii a także Włoch), efekty w zakresie mniejszej podaży SPW będą widoczne bardziej w dłuższym horyzoncie niż w krótkiej perspektywie,
- wpływ, jaki na rynki finansowe mieć będą obawy o przyszłość strefy euro, w związku z zagrożeniem utraty dostępu do finansowania rynkowego kolejnych państw strefy euro oraz ostatecznym kształtem rozwiązań instytucjonalnych mających jej przeciwdziałać.

1. Rynek euro (EUR)

Mimo poważnych kłopotów z finansami publicznymi kilku państw strefy euro, Europejski Bank Centralny (po raz pierwszy od 2009 r.) w kwietniu i lipcu br. podniósł stopy procentowe o 25 pb, a następnie z uwagi na zwiększone ryzyko pogorszenia koniunktury w gospodarce europejskiej obniżył je o 25 pb, w efekcie od listopada stopa podstawowa wynosi 1,25%. Rynek przewiduje niewielki spadek stóp w najbliższej przyszłości (w odniesieniu do stopy 6-miesięcznej o ok. 20 pb w ciągu pół roku).

Zakłócenia w funkcjonowaniu rynku euro związane z kryzysem zadłużeniowym mogą utrudniać dokonywanie na tym rynku emisji benchmarkowych.

2. Rynek amerykański (USD)

Według danych Komisji Europejskiej deficyt budżetu USA w 2009 i 2010 r. wyniósł odpowiednio 11,5% oraz 10,6% PKB i był w tych latach największym od czasów II wojny światowej. Pomimo zawartego porozumienia pomiędzy demokratami i republikanami co do zwiększenia dozwolonego limitu długu publicznego (w 2010 r. dług wyniósł 95,2% PKB), agencja Standard & Poor's w sierpniu 2011 r. obniżyła rating USA z poziomu AAA do AA+ (z perspektywą negatywną). FED od grudnia 2008 r. utrzymuje podstawową stopę funduszy federalnych w przedziale od 0,00 do 0,25% i planuje ich pozostawienie na poziomie bliskim zera przynajmniej do połowy 2013 r., ponadto wyraził gotowość użycia dostępnych narzędzi w celu wsparcia wzrostu gospodarczego. Rynek nie spodziewa się wzrostu stóp w najbliższej przyszłości.

3. Rynek japoński (JPY)

Japonia ma jeden z największych w relacji do PKB poziomów długu publicznego spośród krajów uprzemysłowionych. Według wyliczeń KE z jesieni br. sięgnął on w 2010 r. 197,6% PKB. Zadłużenie to jest skutkiem ogromnych wydatków na pobudzenie gospodarki w latach 90. ubiegłego wieku, jak również pakietów stymulujących mających zwalczyć recesję z 2008 r. Bank centralny utrzymuje od grudnia 2008 r. stopy procentowe na poziomie 0- 0,1%, dążąc do pobudzenia gospodarki, ponadto podtrzymuje swój fundusz odkupu aktywów na poziomie 20 bln jenów. W sierpniu agencja Moody's obniżyła rating Japonii, uzasadniając swoją decyzję wzrostem zadłużenia kraju i częstymi zmianami w administracji rządowej, które uniemożliwiają wdrażanie długoterminowych strategii gospodarczych. Rynek nie przewiduje wzrostu stóp w najbliższej przyszłości.

4. Rynek szwajcarski (CHF)

Dług publiczny Szwajcarii nie przekracza 40% PKB a wzrost gospodarczy w 2010 r. wyniósł 2,7%, natomiast w latach 2011-2012 KE prognozuje go na poziomie poniżej 2%. Na skutek zawirowań na rynkach finansowych szwajcarski frank stał się jedną z nielicznych walut, w którą wciąż można bezpiecznie lokować oszczędności, co przełożyło się na gwałtowny wzrost jego wartości. Umacniający się w szybkim tempie frank (z ok. 1,5 franka za euro na początku 2010 r. do nieco ponad 1 na początku sierpnia 2011 br.) zmusił na początku września br. Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) do interwencji. Bank ustalił minimalny kurs wymiany franka na poziomie 1,2 za euro i zobowiązał się, że będzie tego celu bronił z "najwyższą determinacją" i jest gotowy kupować waluty zagraniczne w nieograniczonych ilościach. W jego ocenie przewartościowanie franka stanowi poważne zagrożenie dla szwajcarskiej gospodarki. W reakcji na decyzję SNB frank mocno się osłabił. Rynek nie przewiduje wzrostu stóp w najbliższej przyszłości.

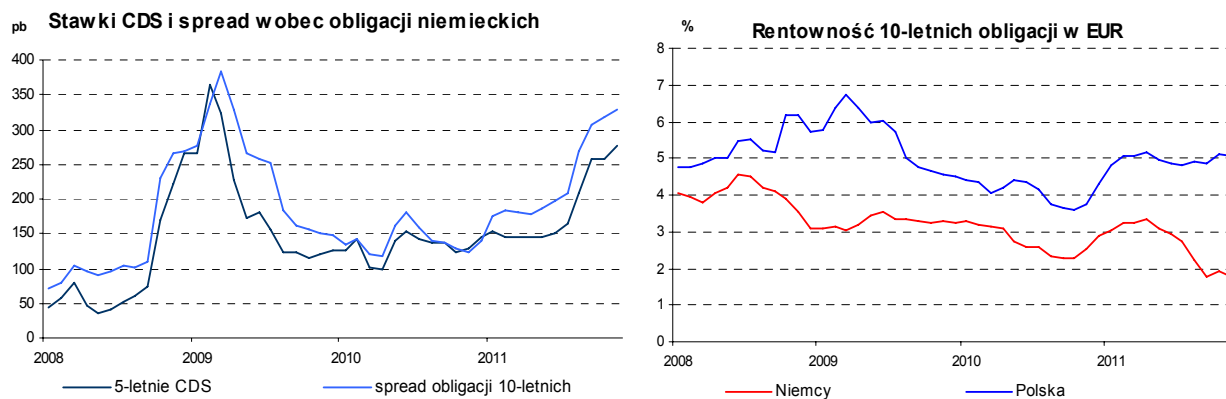
5. Marże kredytowe

Jednym ze skutków kryzysu na światowym rynku finansowym były 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. Na przełomie 2008 i 2009 r. wyraźny był 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 którzy postrzegani są jako *emerging markets* lub dopiero niedawno przestali być tak kwalifikowani, w tym również Polski.

Stopniowa odbudowa zaufania na światowych rynkach finansowych od II połowy 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. 140 pb pod koniec 2010 r., po czym ponownie wzrosła na koniec listopada 2011 r. do ponad 320 pb. Uwzględniając spadek stóp procentowych na rynkach bazowych, koszt finansowania rynkowego w euro obniżył się w stosunku do poziomu sprzed kryzysu. W tym samym czasie w związku z kryzysem w Grecji, Irlandii i Portugalii a ostatnio także obawami o kondycję fiskalną innych państw, w tym Włoch rosła rynkowa wycena ryzyka kredytowego znacznej części państw UE, w tym strefy euro, co

znalazło również odzwierciedlenie w obniżce ratingów części państw⁸. W listopadzie 2011 r. rynkowa ocena wiarygodności kredytowej Polski mierzona stawkami CDS zbliżona była do poziomu Słowacji, bliższa poziomowi Francji niż Hiszpanii czy Włoch.

Wykres 28. 5-letnie stawki CDS dla Polski oraz rentowności polskich i niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych w EUR



⁸ Ocena ryzyka kredytowego państw UE, w tym ratingów kredytowych i kwotowań CDS, zamieszczona została w aneksie 6.

IV. CEL STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2012-15

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.

Podjęcie 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 popytu, 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. 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 wysokim poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w latach 2012-15, wciąż duża będzie 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,
- utrzymywać pozycję Polski na rynku euro oraz budować pozycję na rynku USD jako uzupełniającego rynku finansowania,
- 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,
- absorpcję znaczącej części popytu inwestorów zagranicznych na polskie SPW, będącej alternatywą dla zwiększania zadłużenia wobec inwestorów zagranicznych na rynku krajowym,
- uwzględniać możliwość sprzedaży walut na rynku walutowym i 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, o ile będzie to możliwe z punktu widzenia popytu i poziomu rentowności w poszczególnych segmentach krzywej dochodowości,
- obecny poziom ryzyka refinansowania długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;

b) ryzyka kursowego

- utrzymanie przedziału 20-30% dopuszczalnego udziału długu nominowanego w walutach obcych w długu ogółem, z możliwością przejściowych odchyłeń od tego przedziału w przypadku znaczących zmian kursów walutowych lub istotnych zawirowań na rynku krajowym,
- 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 w długu w walutach obcych na poziomie co najmniej 70%, z możliwością przejściowych odchyłeń od tego poziomu w przypadku ograniczonego dostępu do rynku euro lub niekorzystnej sytuacji na rynku instrumentów pochodnych;

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,
- wykorzystywanie wolnych środków niektórych jednostek sektora finansów publicznych, w tym państwowych funduszy celowych, w zarządzaniu płynnością budżetu państwa,
- 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;
- 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 CZTEROLETNIM

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, minimalizację kosztów obsługi długu SP. 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.

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 horyzoncie Strategii możliwe będzie zwiększenie jednostkowej wartości obligacji benchmarkowych powyżej 30 mld zł. W połowie 2011 r. zadłużenie w 11 seriach obligacji (w tym 10 o oprocentowaniu stałym) przekraczało równowartość 5 mld EUR.

- Emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro i dolara amerykańskiego. W połowie 2011 r. 4 serie obligacji miały wartość 3 mld EUR lub więcej, z czego jedna przekraczała 5 mld EUR, a jedna obligacja w dolarach amerykańskich przekraczała wartość 3 mld USD.
- Monitorowanie oraz odpowiednie modyfikowanie wprowadzonych w październiku 2011 r. nowych zasad oceny aktywności Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW), które promują kreowanie możliwie najlepszych warunków do zawierania transakcji na SPW na rynku wtórnym. Wprowadzona ocena jakości kwotowania SPW na rynku elektronicznym powoduje zmniejszanie się spreadu pomiędzy ofertami kupna i sprzedaży podawanymi przez uczestników rynku, jednocześnie zwiększając możliwości zawierania transakcji o relatywnie dużych wartościach nominalnych.
- 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,;
- Bezpośrednie spotkania z inwestorami na rynku krajowym i zagranicznym oraz konsultacje z uczestnikami rynku SPW, służące efektywnej wymianie informacji 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 z inwestorami krajowymi i 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 obligacji, utrzymywania określonych spreadów oraz udziału w fixingu SPW.

VI. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

Zgodnie z art. 74 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych Minister Finansów sprawuje kontrolę nad sektorem finansów publicznych w zakresie przestrzegania zasady stanowiącej, iż państwowy dług publiczny nie może przekroczyć 60% wartości rocznego PKB.

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

VI.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych

Najważniejszą zmianą legislacyjną, która ma wpływ na gospodarkę finansową jednostek sektora finansów publicznych jest zmiana ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw, która weszła w życie z dniem 1 stycznia 2011 r. W zakresie oddziaływania na dług publiczny wprowadzone zostały następujące zmiany:

- wzmocnienie systemu zarządzania płynnością budżetu państwa polegające na:
 - obowiązku lokowania wolnych środków państwowych funduszy celowych, agencji wykonawczych oraz niektórych innych jednostek sektora finansów publicznych na rachunku Ministra Finansów,
 - możliwości lokowania przez jednostki samorządu terytorialnego oraz inne jednostki sektora finansów publicznych wolnych środków w formie depozytu prowadzonego przez Ministra Finansów;

Działania te stanowią zmianę systemową, prowadzącą do zwiększenia efektywności zarządzania aktywami sektora. Ich wynikiem jest zmniejszenie potrzeb pożyczkowych o wykorzystane wolne środki jednostek sektora finansów publicznych, jak również obniżenie poziomu państwowego długu publicznego i kosztów obsługi długu SP, przy zachowaniu samodzielności jednostek w dysponowaniu środkami niezbędnymi na realizację ich zadań. Zakładanym wpływem wejścia w życie nowelizacji ustawy o finansach publicznych jest obniżenie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w latach 2011-2012 o ponad 20 mld zł;

- wprowadzenie wydatkowej reguły dyscyplinującej, ograniczającej tempo wzrostu wydatków dyskrejonalnych i nowych wydatków sztywnych, które obejmują także dotychczasowe wydatki sztywne, jeśli determinujący je akt prawny zostanie zmodyfikowany; zgodnie z regułą projekty ustaw pociągające za sobą wzrost wydatków wymagają uwzględnienia go w ogólnej puli wydatków dyskrejonalnych i nowych wydatków sztywnych, która nie może rosnąć o więcej niż 1% realnie w skali roku; wydatkowa reguła dyscyplinująca obowiązuje w okresie obowiązywania procedury nadmiernego deficytu;
- wprowadzenie nowych zasad kształtowania dochodów i wydatków sektora finansów publicznych w sytuacji, gdy Polska podlega procedurze nadmiernego deficytu; zgodnie z nimi, Rada Ministrów nie może w tym okresie przyjmować projektów ustaw, których skutkiem może być spadek dochodów lub wzrost wydatków jednostek sektora finansów publicznych, które nie zostały objęte wydatkową regułą dyscyplinującą w stosunku do wielkości wynikających z obowiązujących przepisów,
- przyjmowane przez Radę Ministrów projekty ustaw, których skutkiem finansowym może być zmiana poziomu wydatków jednostek sektora finansów publicznych w stosunku do wielkości wynikających z obowiązujących przepisów, mają zawierać maksymalne limity tych wydatków na okres 10 lat budżetowych wykonywania ustawy, oddzielnie dla każdego roku,
- wzmocnienie procedur ostrożnościowych, gdy relacja państwowego długu publicznego do produktu krajowego brutto przekracza 55%, polegające m.in. na:
 - dokonaniu przez Radę Ministrów przeglądu obowiązujących przepisów w celu przedstawienia propozycji dodatkowych rozwiązań prawnych, mających wpływ na

poziom dochodów budżetu państwa, w tym dotyczących stosowania stawek podatku od towarów i usług,

- wprowadzeniu dodatkowego mechanizmu zabezpieczenia finansów publicznych w przypadku przekroczenia przez relację długu do PKB 55% polegającego na podwyższeniu stawek VAT na kolejne 3 lata,
- ograniczeniu możliwości zaciągania zobowiązań przez organy administracji rządowej na przygotowanie nowych inwestycji wyłącznie do przypadku, gdy mają zapewnione finansowanie z udziałem środków europejskich na poziomie nie mniejszym niż 50% całości kosztów.

Zgodnie z ustawą z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych od dnia 1 stycznia 2011 r. obowiązują zasady zrównoważonego budżetu bieżącego JST, a od 2014 r. zacznie obowiązywać system indywidualnych limitów dotyczących zaciągania długu, uzależniających możliwą wysokość zadłużenia poszczególnych jednostek od zdolności do jego spłaty⁹.

W celu ograniczenia deficytu i przyrostu zadłużenia JST przygotowana jest obecnie nowa reguła wydatkowa dla podsektora samorządowego, która stanowić będzie dodatkowy element stabilizujący finanse publiczne w obszarze samorządów.

Zgodnie z Ustawą z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych od początku maja 2011 r. nastąpiło zmniejszenie składki przekazywanej przez ZUS do OFE z 7,3% początkowo do 2,3%, a docelowo od 2017 r. do 3,5% podstawy składki emerytalnej. Pozostała część dotychczasowej składki jest ewidencjonowana w ZUS na specjalnych indywidualnych subkontach i przekazywana do wydzielonego funduszu zarządzanego przez ZUS w celu sfinansowania bieżących wypłat. Łączny spadek potrzeb pożyczkowych z tytułu wprowadzonych zmian ma wynieść w latach 2011-2020 ok. 195 mld zł, tj. ok. 7,7% PKB w 2020 r.

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 Skarbu Państwa przy jednoczesnym zachowaniu korzyści z ich stosowania jako instrumentu polityki gospodarczej państwa, należy utrzymać następujące zasady:

- koncentracja udzielania poręczeń i gwarancji na wspieraniu inwestycji prorozwojowych z zakresu infrastruktury, ochrony środowiska, tworzenia nowych miejsc pracy oraz rozwoju regionalnego, 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;
- poręczenia i gwarancje mogą być również wykorzystane dla działań, które mogą być potencjalnie podjęte w przypadku ewentualnego pogorszenia warunków działania polskiego systemu finansowego w obliczu globalnego kryzysu finansowego i gospodarczego,
- ograniczenie roli szczególnie ryzykownych dla SP poręczeń i gwarancji udzielanych na podstawie ustaw specjalnych, tzw. „sektorowych”.

Wartość udzielanych w danym roku nowych poręczeń i gwarancji ograniczana jest poprzez ustawę budżetową. Zgodnie z art. 31 *ustawy z dnia 8 maja 1997 r. o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne*, ustawa budżetowa corocznie określa łączną kwotę, do wysokości której mogą

⁹ Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST omówione zostały w aneksie 2.

być udzielane przez Skarb Państwa poręczenia i gwarancje. Limit na 2012 r. w projekcie ustawy budżetowej został ustalony na poziomie 200 mld zł.

Skala wykorzystania instrumentu gwarancji i poręczeń SP będzie wynikała przede wszystkim z kontynuacji inwestycji infrastrukturalnych, jak i z działań, które mogą być potencjalnie podjęte w przypadku ewentualnego pogorszenia warunków działania polskiego systemu finansowego w obliczu globalnego kryzysu finansowego i gospodarczego. Istotny wpływ we wzroście potencjalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SP będą miały poręczenia i gwarancje udzielane następującym podmiotom:

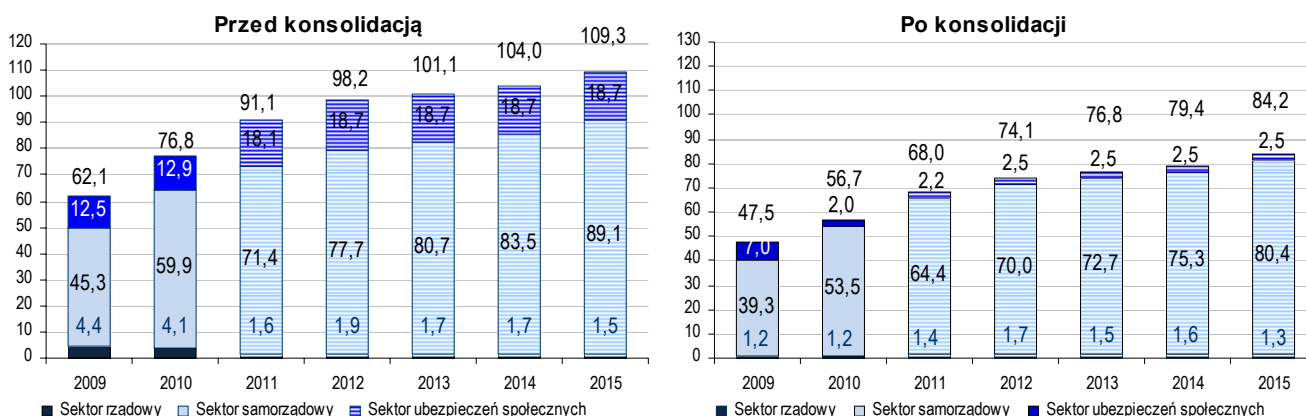
- Bankowi Gospodarstwa Krajowego na emisję obligacji oraz spłatę kredytów zaciąganych na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) w celu współfinansowania budowy infrastruktury drogowej;
- PKP Polskim Liniom Kolejowym S.A. na spłatę kredytów zaciąganych w celu współfinansowania modernizacji infrastruktury kolejowej.

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

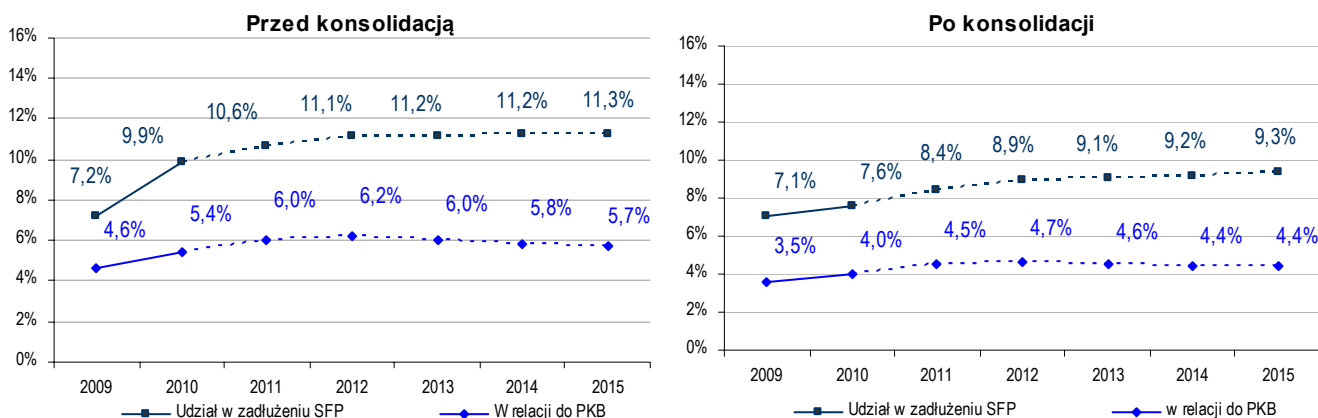
Przy przyjętych założeniach nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP w horyzoncie Strategii wzrośnie z 91,1 mld zł do 109,3 mld zł przed konsolidacją i z 68,0 mld zł do 84,2 mld zł po konsolidacji. Wzrost ten będzie wypadkową:

- wzrostu długu JST i ich związków,
- stabilizacji zadłużenia SPZOZ,
- stopniowej poprawy wyniku FUS,
- stabilizacji zadłużenia pozostałych jednostek sektora rządowego i samorządowego.

Wykres 29. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory (w mld zł)



Wykres 30. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji – relacja do PKB i udział w zadłużeniu SFP



Zadłużenie przed konsolidacją pozostałego sektora w relacji do PKB w horyzoncie Strategii będzie kształtować się na poziomie ok. 5,9%, z kolei zadłużenie po konsolidacji na poziomie ok. 4,5%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych przed konsolidacją będzie kształtować się na poziomie ok. 11,2%, z kolei po konsolidacji na poziomie ok. 9,1%.

1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

W Strategii założono, że zadłużenie JST oraz ich związków będzie rosło, jednak tempo przyrostu będzie malało i będzie pochodną malejącego łącznego deficytu tej grupy jednostek. Potrzeby pożyczkowe JST będą wynikać z wydatków inwestycyjnych, przede wszystkim przeznaczonych na realizację projektów infrastrukturalnych, w tym współfinansowanych środkami z funduszy UE. 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. Przewiduje się dalszy wzrost roli zadłużenia zagranicznego, tak z tytułu obligacji emitowanych na rynkach międzynarodowych, jak i kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych.

Obowiązująca od początku 2011 r. reguła zrównoważonego budżetu bieżącego JST będzie miała wpływ na skalę zaciągania nowych zobowiązań. Zaciąganie zobowiązań przez JST do 2013 r. będzie odbywało się na zasadach określonych w ustawie z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych. Reguły zaciągania zobowiązań zdefiniowane w ustawie z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych mające na celu przeciwdziałanie nadmiernemu zadłużaniu się JST zaczną obowiązywać od 2014 r. Na ograniczanie przyrostu długu JST wpływać mogą również dodatkowe ograniczenia w zakresie deficytu, nad którymi trwają obecnie prace.

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:

- restrukturyzacji istniejącego zadłużenia SPZOZ – na zasadach wspierających uzdrowienie gospodarki finansowej poszczególnych zakładów, z uwzględnieniem interesu organów założycielskich SPZOZ, SP i wierzycieli,
- bieżących wyników finansowych poszczególnych jednostek.

Dominującym składnikiem zadłużenia pozostaną kredyty.

3) Zadłużenie pozostałych jednostek

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

- stopniowej poprawy wyniku FUS,
- zmian zadłużenia pozostałych państwowych osób prawnych,
- stabilizacji zadłużenia pozostałych jednostek.

W strukturze zadłużenia pozostałych jednostek sektora finansów publicznych dominującym składnikiem będą kredyty i pożyczki, w tym pożyczki udzielone z budżetu państwa na rzecz FUS. Oczekuje się, że zadłużenie po konsolidacji FUS będzie istotnie niższe niż przed konsolidacją w związku z wykorzystywaniem pożyczek z budżetu państwa jako instrumentu finansowania.

VII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji Strategii obejmują prognozy:

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

Są one 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

W 2011 r. przewidywany jest wzrost relacji długu do PKB z 52,8% na koniec 2010 r. do 53,7%, czego przyczyną jest znaczące osłabienie złotego w reakcji na kryzys zadłużeniowy w strefie euro. Przy przyjętych założeniach, w latach 2012-15 relacja długu do PKB będzie się zmniejszać i obniży się poniżej progu 50% w 2014 r. Zmniejszać się również będzie relacja długu sektora *general government* do PKB, która w horyzoncie Strategii osiągnie poziom 50,2%. W horyzoncie Strategii nie wystąpi zagrożenie przekroczenia przez tę relację progu 60% przewidzianego w Traktacie z Maastricht.

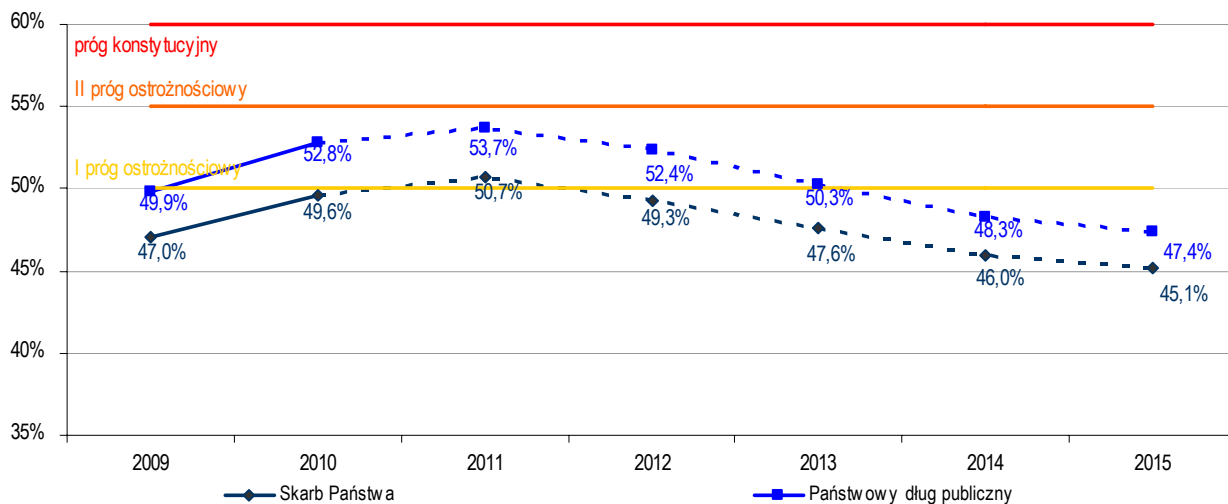
Utrzymywanie się relacji państwowego długu publicznego do PKB powyżej progu 50% do 2014 r. będzie oznaczać, zgodnie z ustawą o finansach publicznych, konieczność przyjęcia w kolejnych ustawach budżetowych nie wyższej relacji deficytu budżetowego do dochodów niż przyjęte w latach poprzedzających. Z uwagi na znaczny udział długu w walutach obcych w długi SP duże znaczenie dla kształtowania się relacji będzie miał poziom kursu złotego na koniec poszczególnych lat.

Wzrost kosztów obsługi długu SP będzie wynikać przede wszystkim z przyrostu długu, a ich relacja do PKB wzrośnie do 2,7% w 2012 r., a następnie będzie się sukcesywnie obniżać do 2,2% w 2015 r.

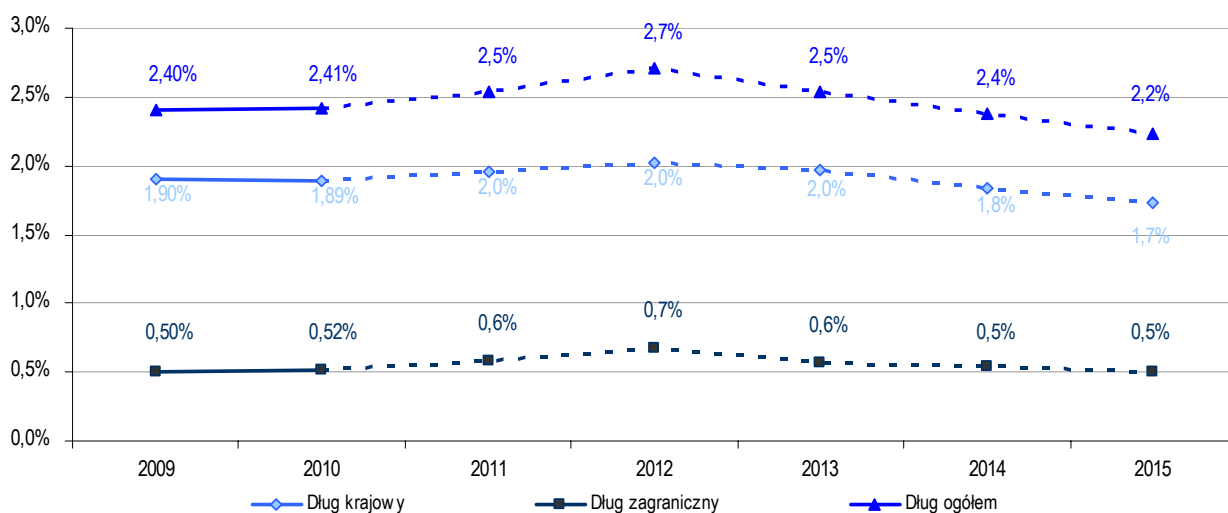
Tabela 7. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1. Dług Skarbu Państwa						
a) w mld zł	701,9	767,0	782,9	801,3	822,9	859,9
krajowy	507,0	526,7	550,8	570,2	589,0	613,5
zagraniczny	194,8	240,3	232,1	231,1	233,9	246,4
b) w relacji do PKB	49,6%	50,7%	49,3%	47,6%	46,0%	45,1%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	747,9	812,3	832,5	846,9	864,8	902,2
b) w relacji do PKB	52,8%	53,7%	52,4%	50,3%	48,3%	47,4%
3. Dług sektora <i>general government</i>						
a) w mld zł	776,8	857,2	890,0	905,2	921,0	956,9
b) w relacji do PKB	54,9%	56,7%	56,0%	53,7%	51,4%	50,2%
4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)						
a) w mld zł	34,1	38,4	43,0	42,7	42,7	42,6
b) w relacji do PKB, w tym:	2,4%	2,5%	2,7%	2,5%	2,4%	2,2%
- długu krajowego	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	1,8%	1,7%
- długu zagranicznego	0,5%	0,6%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%

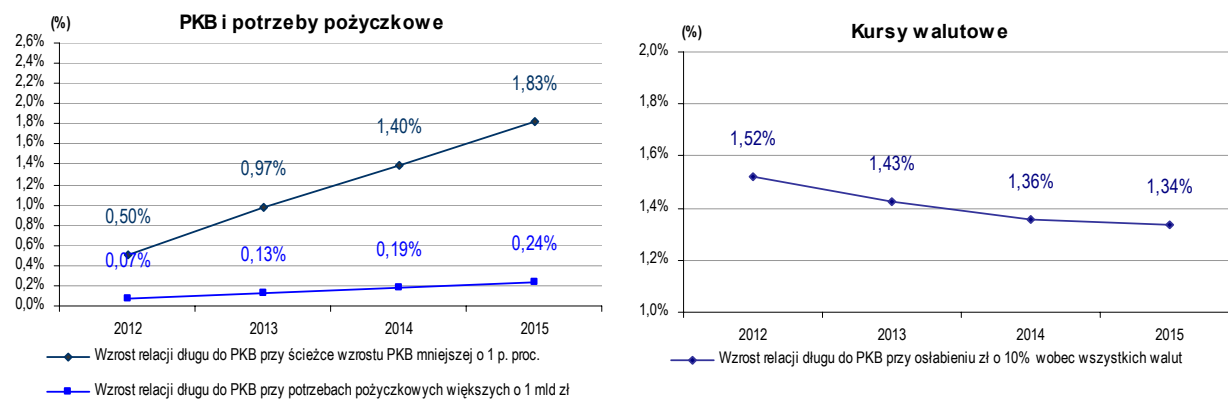
Wykres 31. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 32. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

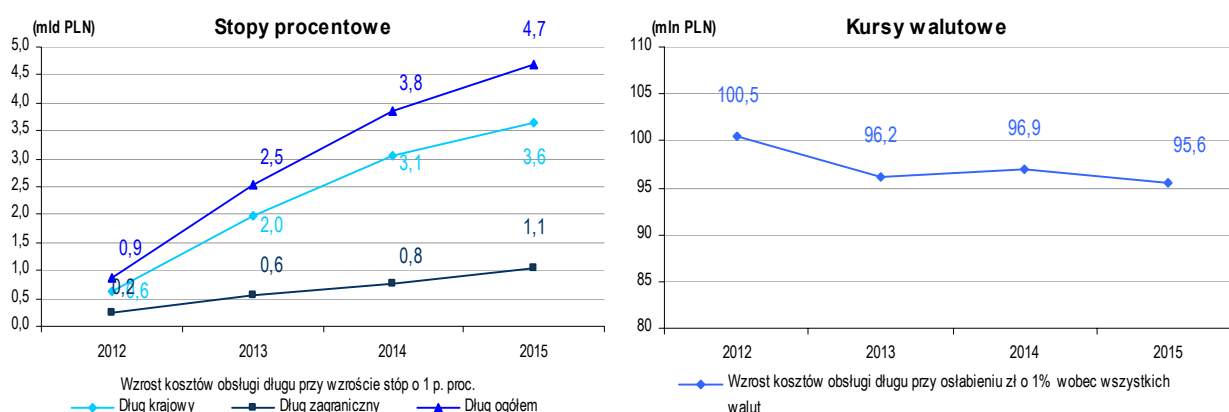


Wykres 33. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń *



*) Przy założeniu zmiany sścieżek od 2012 roku.

Wykres 34. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń



Dług potencjalny (gwarancje i poręczenia)

Przewiduje się, że relacja niewymagalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych do PKB wyniesie w 2011 r. ok. 6,4 %, w tym udzielonych przez SP ok. 6,2%, a w 2012 r. może ulec zwiększeniu, odpowiednio do 8,3% i 8,0%. W dalszych latach przewidywany jest jednak spadek tej relacji.

Prognoza niewymagalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SFP i SP

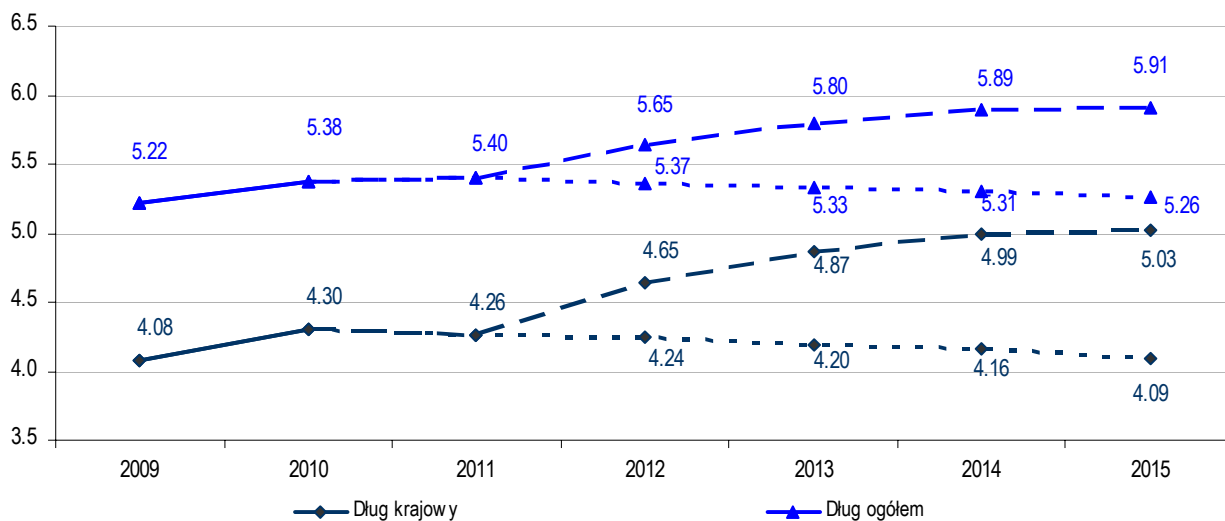
Sektor finansów publicznych	2011	2012	2013	2014	2015
w mld zł	96,9	131,8	131,1	122,7	124,6
w % PKB	6,4%	8,3%	7,8%	6,9%	6,5%
Skarb Państwa	2011	2012	2013	2014	2015
w mld zł	93,5	127,6	126,0	116,5	117,0
w % PKB	6,2%	8,0%	7,5%	6,5%	6,1%

VII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

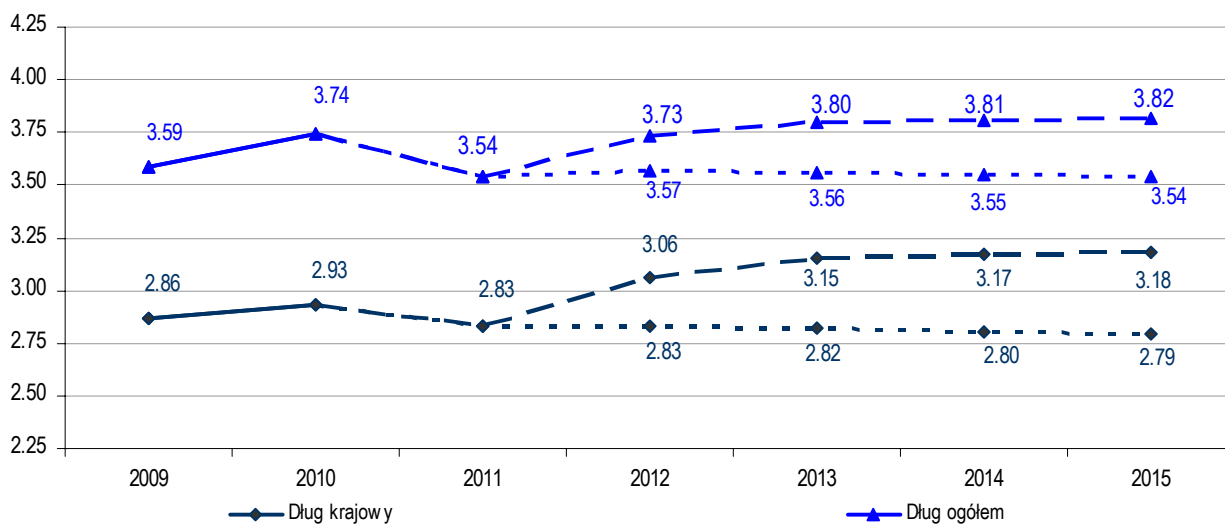
Przewiduje się, że w horyzoncie Strategii:

- w zależności od przyjętej strategii finansowania, ryzyko refinansowania utrzymywać się będzie na poziomie zbliżonym do występującego na koniec 2010 r. lub też ulegnie większemu ograniczeniu, średnia zapadalność rynkowego długu krajowego SP będzie się utrzymywała w przedziale ok. 4,1-5,0 roku wobec ok. 4,3 na koniec 2011 r., a całego długu SP będzie się mieścić w przedziale ok. 5,3–5,9 roku,
- ryzyko stopy procentowej pozostawać będzie w założonym w Strategii przedziale, w zależności od przyjętej struktury finansowania *duration* rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywać w przedziale ok. 2,8-3,2 roku wobec ok. 2,8 w grudniu 2011 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,5 – 3,8 roku,
- średni udział długu zagranicznego wyniesie ok. 30%, przy czym możliwe są odchylenia od scenariusza bazowego w przyjętym w Strategii przedziale 20-30%, związane z elastycznym podejściem do finansowania zagranicznego i wahaniami kursu złotego.

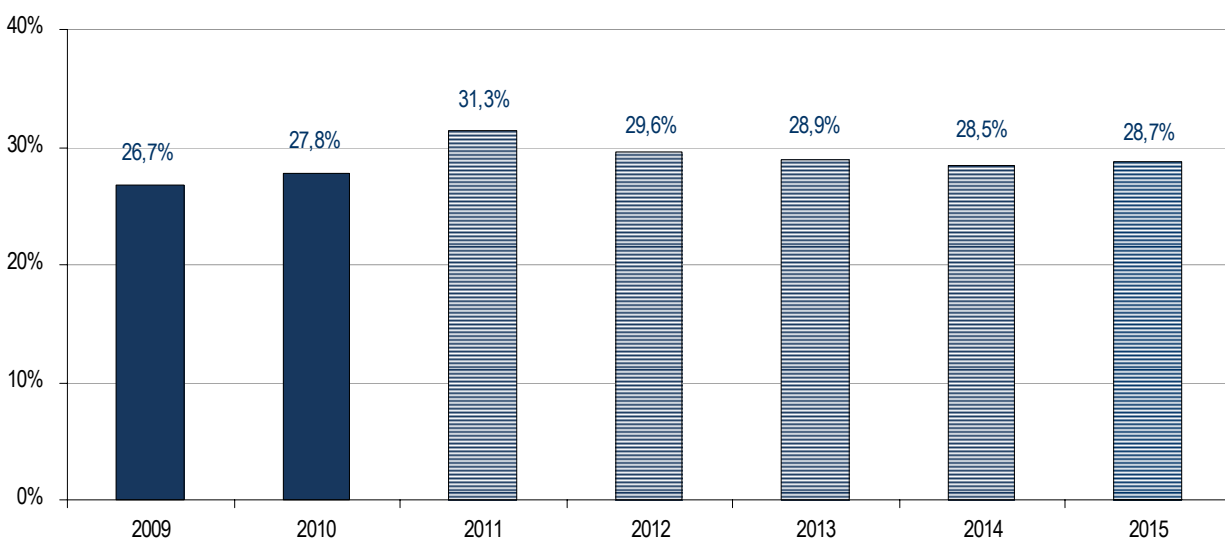
Wykres 35. Średnia zapadalność długu SP (w latach)



Wykres 36. Duration długu SP (w latach)



Wykres 37. 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:
 - wpływem kryzysu zadłużeniowego na wzrost gospodarczy w Europie i USA,
 - wpływem kryzysu zadłużeniowego niektórych państw strefy euro na rozwiązania instytucjonalne w UE, w szczególności na przyszłość strefy euro,
 - odpływem kapitału pożyczkowego w kierunku inwestycji na rynkach bazowych, spowodowanym obawami o sytuację fiskalną emitentów ze strefy euro i awersją inwestorów globalnych do ryzyka;
- 3) ryzykiem przekroczenia w horyzoncie Strategii progu 55% relacji długu publicznego do PKB oraz progu 60% relacji długu sektora *general government*, 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, przede wszystkim JST,
 - poziomem wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych w depozycie lub w zarządzaniu Ministra Finansów,
 - podziałem ryzyka między partnera publicznego i prywatnego w umowach partnerstwa publiczno-prywatnego,
 - koniecznością wykonania poręczeń lub gwarancji udzielanych przez podmioty sektora finansów publicznych.

Aneks 1. Słowniczek pojęć

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

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

gdzie:

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

t – termin zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,

j – termin zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,

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

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

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

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

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

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

I_0 – bieżący wskaźnik indeksacji dla nominalu obligacji inflacyjnych.

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

Benchmark

1. (*emisja*) duża wartościowo emisja SPW, posiadająca płynny rynek wtórny. Rynkowa wycena emisji benchmarkowej stanowi punkt odniesienia dla poziomu stóp procentowych w danym segmencie zapadalności.
2. (*portfel*) docelowa charakterystyka portfela długu publicznego, stanowiąca *portfel odniesienia* dla portfela istniejącego i wyznaczająca kierunek zarządzania długiem publicznym. Na charakterystykę portfela odniesienia składać się mogą udziały poszczególnych walut, sposobów oprocentowania i typów instrumentów, jak również wartości syntetycznych wskaźników, będących najczęściej miarami ryzyka, np. średnia zapadalność czy *duration*.

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

Dług potencjalny – zobowiązania nie będące długiem publicznym, które po zajściu określonego zdarzenia mogą przyczynić się do powstania długu publicznego. Klasycznym przykładem długu potencjalnego są zobowiązania niewymagalne z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych. W przypadku wykonania gwarancji lub poręczenia zobowiązania z ich tytułu stają się wymagalne i powiększają wydatki podmiotu udzielającego gwarancję, tym samym zwiększając potrzeby pożyczkowe i dług publiczny.

Duration – miara wrażliwości kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych, a więc miara ryzyka stopy procentowej związanego z długiem publicznym. *Duration* interpretowana jest jako wyrażona w latach średnia długość okresu dostosowania kosztów obsługi długu do zmiany poziomu stop procentowych. Im wyższy jest poziom stóp procentowych oraz większy udział

instrumentów krótkoterminowych i o zmiennym oprocentowaniu, tym wyższe ryzyko stopy procentowej i niższa *duration*. *Duration* długu SP w danej walucie liczone jest wg wzoru:

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

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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

gdzie:

t – termin zapadalności,

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

N_t – wyrażony w złotych nominal płatny w chwili t ,

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

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

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
<p>1. Konstytucja RP</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5); 	<p>1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</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. 126) - określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (<i>Excessive Deficit Procedure - EDP</i>);
<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 o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%; <p>3. Rozporządzenie o stosowaniu Protokołu w sprawie procedury dotyczącej 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 2. Limity określone w ustawie o finansach publicznych dotyczące zaciągania długu publicznego

Obowiązująca ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych
<p>I. Procedury dotyczące limitów na relację państwowego długu publicznego do PKB</p> <p>1) jeśli relacja w roku x jest większa od 50%, a nie większa od 55% PKB:</p> <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>2) jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60% PKB:</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 Pamięi Narodowej – Komisji Ścigania Zbrodni przeciwko Narodowi Polskiemu, Krajowego Biura Wyborczego, Państwowej Inspekcji Pracy nie może być wyższy niż w administracji rządowej; <p>d) Rada Ministrów przeprowadza przegląd:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ wydatków budżetu państwa finansowanych środkami pochodzącymi z kredytów zagranicznych, ➤ programów wieloletnich; <p>e) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB;</p>

Obowiązująca ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych	
f) Rada Ministrów dokonuje przeglądu obowiązujących przepisów w celu przedstawienia propozycji rozwiązań prawnych mających wpływ na poziom dochodów budżetu państwa, w tym dotyczących stosowania stawek podatku od towarów i usług,	
g) następuje podwyższenie stawek VAT na kolejne 3 lata,	
h) Państwowy Fundusz Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych otrzymuje dotację celową z budżetu państwa na realizację zadania dofinansowania do wynagrodzenia pracowników niepełnosprawnych w wysokości do 30 % środków zaplanowanych na realizację tego zadania na dany rok,	
i) organy administracji rządowej mogą zaciągać nowe zobowiązania na przygotowanie inwestycji, jeżeli mają zapewnione finansowanie z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA, na maksymalnym dopuszczalnym poziomie określonym w przepisach lub procedurach dotyczących danego rodzaju inwestycji, nie mniejszym niż 50% całości kosztów, z tym że ograniczenia te nie dotyczą odbudowy lub przebudowy dróg krajowych w celu usunięcia zagrożenia bezpieczeństwa w ruchu drogowym, inwestycji w infrastrukturę przeciwpowodziową, systemu elektronicznego poboru opłat za korzystanie z dróg publicznych oraz odszkodowań za nieruchomości przejęte w związku z przygotowaniem i realizacją inwestycji w zakresie dróg publicznych;	
3) jeśli relacja w roku x jest równa lub większa od 60% PKB:	
a) obowiązują procedury przewidziane w pkt 2 lit. a, c, d, f, g i h dla relacji większej od 55%, a nie większej od 60% PKB;	
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%.	
II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST	
a) 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;	
b) 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;	
c) 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, ➤ wyprzedzające finansowanie zadań finansowych ze środków pochodzących z budżetu EU; 	
d) 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;	
e) 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; 	
f) 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>
w danym roku budżetowym 15%, a gdy relacja państwowego długu publicznego do PKB przekroczy 55% to 12%;	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;
g) 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%;	

Obowiązująca ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych	
h) 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.	

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

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 (np. KFD, FK):	
➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ są zaliczane do sektora <i>general government</i> ³⁾ ;
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;	➤ pożyczki;
➤ przyjęte depozyty;	➤ gotówka i depozyty;
➤ zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone);	
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
➤ zobowiązania wymagalne;	- ⁴⁾
3) dług potencjalny	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
➤ 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 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) Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć związanych z budową infrastruktury, po spełnieniu określonych kryteriów w zadłużeniu sektora instytucji rządowych i samorządowych poza zobowiązaniami przedmiotowych Funduszy mogą być ujmowane także nakłady inwestycyjne poniesione przez podmioty spoza sektora realizujące inwestycje tego typu (imputed loan = pożyczka przypisana).
- 4) Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie lub nadwyżce) sektora *general government*.

Aneks 3. 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 stosowany¹⁰. 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. Charakter agencji może mieć również wydzielona organizacyjnie i budżetowo część ministerstwa. Wspólną ich cechą pozostaje natomiast wysoki poziom autonomii w zakresie wyboru sposobu realizacji zleconych

¹⁰ Model rządowy funkcjonuje w takich krajach jak Hiszpania czy Włochy.

zadań. Do najważniejszych zalet powierzenia zarządzania długiem wyspecjalizowanej instytucji należą:

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

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

W chwili obecnej na 27 państw UE w 14 stosowany jest model agencyjny (odpowiednio w 10 z 17 państw strefy euro).

Tabela 4. 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
	Grecja		Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους
	Irlandia		National Treasury Management Agency
	Niemcy		Finanzagentur GmbH
	Portugalia		Instituto de Gestão do Crédito Público
	Słowacja		Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity
	Cypr	rządowy	Υπουργείο Οικονομικών
	Estonia		Rahandusministeerium
	Hiszpania		Ministerio de Economía y Hacienda
	Luksemburg		Ministère des Finances
Słowenia	Ministrstvo za finance		
Malta	Treasury Department		
Włochy	Ministero dell'Economia e delle Finanze		
Pozostałe państwa UE	Łotwa	agencyjny	Valsts Kase
	Szwecja		Riksgälden
	Węgry		Államadósság Kezelő Központ Zrt.
	Wielka Brytania		Debt Management Office
	Dania	bankowy	Danmark Nationalbank
	Bułgaria	rządowy	Министерство на финансите
	Czechy		Ministerstvo financí
	Litwa		Finansų Ministeria
	Polska		Ministerstwo Finansów
	Rumunia		Ministerul Economiei și Finanțelor

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

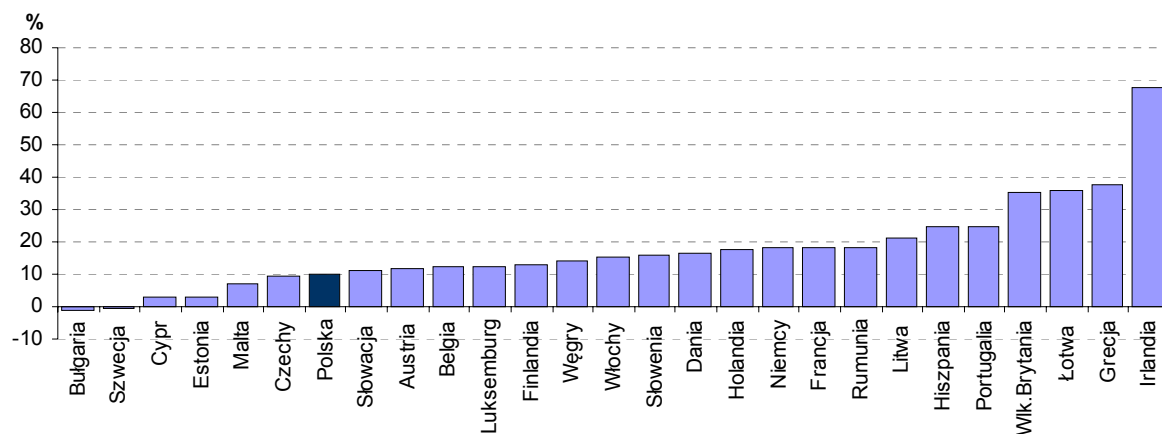
Tabela 5. Deficyt, dług publiczny i rentowności obligacji 10-letnich w państwach UE w latach 2009-2010

	2009			2010		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	(%)	% PKB	% PKB	(%)
Grecja	-15,8	129,3	5,17	-10,6	144,9	9,09
Włochy	-5,4	115,5	4,31	-4,6	118,4	4,04
Belgia	-5,8	95,9	3,90	-4,1	96,2	3,46
Portugalia	-10,1	83,0	4,21	-9,8	93,3	5,40
Węgry	-4,6	79,7	9,12	-4,2	81,3	7,28
Francja	-7,5	79,0	3,65	-7,1	82,3	3,12
Niemcy	-3,2	74,4	3,22	-4,3	83,2	2,74
Austria	-4,1	69,5	3,94	-4,4	71,8	3,23
Wielka Brytania	-11,5	69,6	3,36	-10,3	79,9	3,36
Malta	-3,7	67,8	4,54	-3,6	69,0	4,19
Irlandia	-14,2	65,2	5,23	-31,3	92,5	5,74
Holandia	-5,6	60,8	3,69	-5,1	62,9	2,99
Cypr	-6,1	58,5	4,60	-5,3	61,5	4,60
Hiszpania	-11,2	53,8	3,98	-9,3	61,0	4,25
Polska	-7,3	50,9	6,12	-7,8	54,9	5,78
Finlandia	-2,5	43,3	3,74	-2,5	48,3	3,01
Szwecja	-0,7	42,7	3,25	0,2	39,7	2,89
Dania	-2,7	41,8	3,59	-2,6	43,7	2,93
Łotwa	-9,7	36,7	12,36	-8,3	44,7	10,34
Słowacja	-8,0	35,5	4,71	-7,7	41,0	3,87
Czechy	-5,8	34,4	4,84	-4,8	37,6	3,88
Słowenia	-6,1	35,3	4,38	-5,8	38,8	3,83
Litwa	-9,5	29,4	14,00	-7,0	38,0	5,57
Rumunia	-9,0	23,6	9,69	-6,9	31,0	7,34
Bułgaria	-4,3	14,6	7,22	-3,1	16,3	6,01
Luksemburg	-0,9	14,8	4,23	-1,1	19,1	3,17
Estonia	-2,0	7,2	:	0,2	6,7	:
Strefa euro	-6,4	79,8	3,82	-6,2	85,3	3,62
UE 27	-6,9	74,7	4,13	-6,6	80,1	3,83

1) Stopa 10-letnia - średnia ze średnich miesięcznych rentowności obligacji 10-letnich za okres ostatnich dwunastu miesięcy; średnia w grudniu; Eurostat.

2) Dane dot. wyniku deficytu i długu na podstawie Eurostat Euro-indicators news release 153/2011, 21 października 2011 r.

Wykres 1. Skumulowany przyrost relacji długu sektora general government do PKB w latach 2008-2010*



*) Różnica między relacją długu do PKB na koniec 2010 i 2007 r.

Aneks 5. Średnia zapadalność i duration długu wybranych państw UE w 2010 r.

Tabela 6. Średnia zapadalność i duration długu wybranych państw UE w 2010 r.

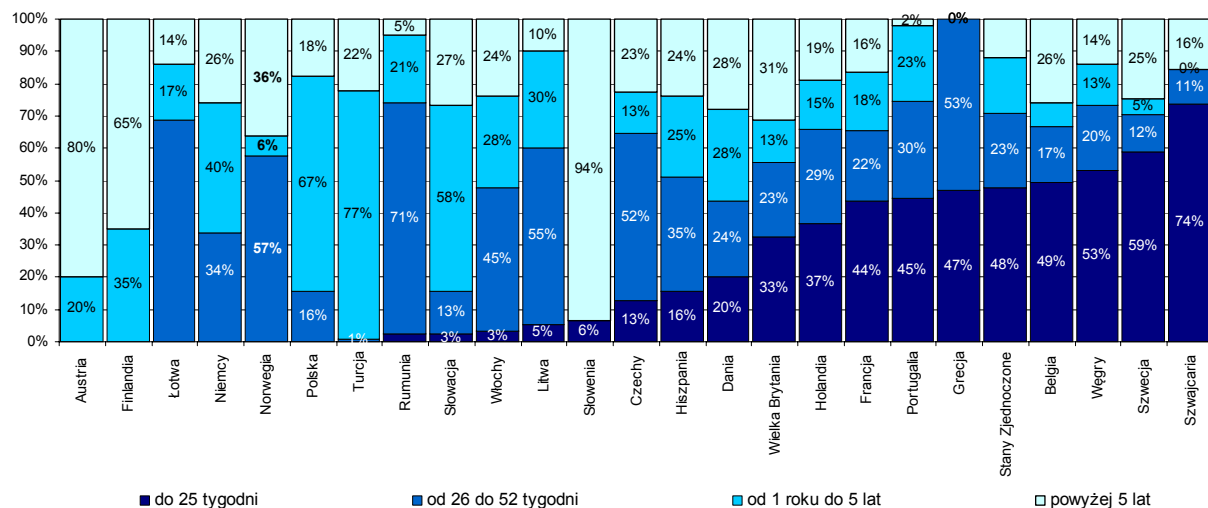
	ATM			Duration		
	Razem	Krajowy	Zagraniczny	Razem	Krajowy	Zagraniczny
Austria	8,30	8,40	2,50	6,90	7,00	2,20
Belgia	6,45	6,47	0,25	4,81**	4,83**	0,04**
Czechy	6,30	*	*	4,40**	*	*
Dania	7,90	9,00	2,50	9,30	6,70	-0,30
Estonia	*	*	*	*	*	*
Finlandia	4,60	4,60	0,00	2,70	2,70	0,00
Francja	7,10	7,10	*	5,50**	5,50**	*
Grecja	7,10	*	*	*	4,20	*
Hiszpania	6,60	6,60	*	4,30	4,30	*
Holandia	7,00	7,00	*	*	*	*
Irlandia	5,91	*	*	5,02	*	*
Luksemburg	6,30	6,30	0,00	*	*	*
Niemcy	5,94	5,95	1,73	4,78**	4,79**	0,22**
Polska	5,38	4,30	8,13	3,74	2,97	5,54
Portugalia	5,77	*	*	3,87	*	*
Słowacja	5,67	5,67	*	4,71	4,71	*
Słowenia	6,30	5,40	6,70	5,00**	4,20**	5,30**
Szwecja	5,20	6,00	0,13	*	*	*
Węgry	4,16	4,05	4,31	2,77	2,68	2,89
Wielka Brytania	*	14,07	0,00	*	8,50	0,00
Włochy	7,20	7,10	9,70	4,90	4,90	5,20

*) Brak danych.

***) Modyfikowane duration.

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

Wykres 2. Sprzedaż SPW na rynku krajowym w Polsce i wybranych krajach pod względem zapadalności w 2011 r.*



*) w formie przetargów i syndykatu od 1 stycznia do 29 listopada 2011 r.

Aneks 6. Ocena kredytowa długu rządowego państw UE

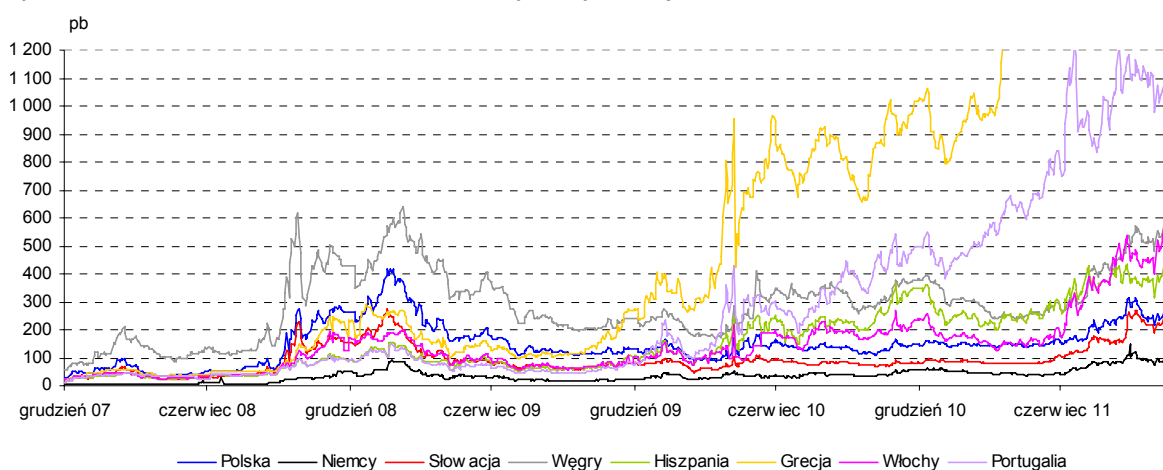
Tabela 7. Ocena kredytowa (rating) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE stan na 29 listopada 2011 r.

	Moody's	Standard&Poor's	Fitch
Austria	Aaa	AAA	AAA
Belgia	Aa1	AA ↓	AA+
Bułgaria	Baa2 ↓	BBB	BBB-
Cypr	Baa3 ↓↓	BBB ↓↓	BBB ↓↓
Czechy	A1	AA- ↑↑	A+
Dania	Aaa	AAA	AAA
Estonia	A1	AA- ↑↑↑	A+ ↑
Finlandia	Aaa	AAA	AAA
Francja	Aaa	AAA	AAA
Grecja	Ca ↓↓	CC ↓↓	CCC ↓↓
Hiszpania	A1 ↓↓	AA- ↓	AA- ↓↓
Holandia	Aaa	AAA	AAA
Irlandia	Ba1 ↓↓	BBB+ ↓↓	BBB+ ↓↓
Litwa	Baa1	BBB	BBB
Luksemburg	Aaa	AAA	AAA
Łotwa	Baa3	BB+ ↑	BBB- ↑
Malta	A2 ↓	A	A+
Niemcy	Aaa	AAA	AAA
Polska	A2	A-	A-
Portugalia	Ba2 ↓↓	BBB- ↓↓	BB+ ↓↓
Rumunia	Baa3	BB+	BBB- ↑
Słowacja	A1	A+	A+
Słowenia	Aa3 ↓	AA- ↓	AA- ↓
Szwecja	Aaa	AAA	AAA
Węgry	Ba1 ↓↓	BBB-	BBB-
Wielka Brytania	Aaa	AAA	AAA
Włochy	A2 ↓↓	A ↓	A+ ↓

Źródło: Reuters.

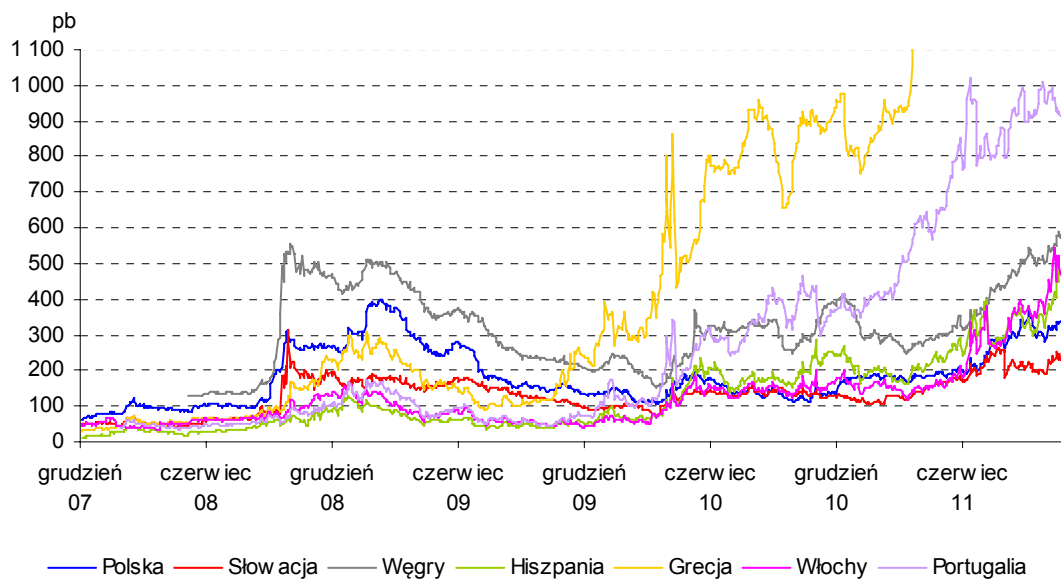
↓ ↑ - spadek lub wzrost ratingu o jeden stopień w porównaniu do poprzedniej Strategii.

Wykres 3. 5-letnie stawki CDS dla Polski i wybranych krajów UE



* Od połowy kwietnia 2011 r. greckie CDS są kwotowane znacznie powyżej 1200 pb.

Wykres 4. Spread wybranych 10-letnich obligacji emitowanych w EUR do obligacji niemieckich



* Od połowy kwietnia 2011 r. spread 10-letnich obligacji greckich do obligacji niemieckich kształtuje się znacznie powyżej poziomu 1 100 pb.

Aneks 7. Dług publiczny w Polsce – aneks statystyczny

Tabela 8. Dług publiczny w okresie 2001 – VI 2011

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	VI 2011
1. Dług Skarbu Państwa											
a) w mld zł	283,9	327,9	378,9	402,9	440,2	478,5	501,5	569,9	631,5	701,9	752,2
krajowy *	185,0	219,3	251,2	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2	462,7	507,0	546,8
zagraniczny *	98,9	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	121,1	149,7	168,8	194,8	205,5
b) w relacji do PKB	36,4%	40,6%	44,9%	43,6%	44,8%	45,1%	42,6%	44,7%	47,0%	49,6%	-
2. Państwowy dług publiczny											
a) w mld zł	302,1	352,4	408,3	431,4	466,6	506,3	527,4	597,8	669,9	747,9	786,0
b) w relacji do PKB	38,8%	43,6%	48,4%	46,7%	47,5%	47,8%	44,8%	46,9%	49,9%	52,8%	-
3. Dług sektora general government (wg metodologii UE)											
a) w mld zł	292,8	340,9	396,7	422,4	463,0	506,0	529,3	600,8	684,2	776,8	819,9
b) w relacji do PKB	37,6%	42,2%	47,1%	45,7%	47,1%	47,7%	45,0%	47,1%	50,9%	54,9%	-

*) wg kryterium miejsca emisji

Tabela 9. PKB i kursy walutowe w okresie 2001 – VI 2011

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	VI 2011
1. Produkt krajowy brutto											
w mld zł	779,6	808,6	843,2	924,5	983,3	1 060,2	1 176,7	1 275,4	1 343,4	1 415,4	-
2. Kursy walutowe (na koniec okresu)											
a) EUR	3,5219	4,0202	4,7170	4,0790	3,8598	3,8312	3,5820	4,1724	4,1082	3,9603	3,9866
b) USD	3,9863	3,8388	3,7405	2,9904	3,2613	2,9105	2,4350	2,9618	2,8503	2,9641	2,7517

Tabela 10. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją *

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2009		2010				2011			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2009 - XII 2010		XII	Struktura	Zmiana XII 2010 - VI 2011		VI	Struktura
		mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
PRZED KONSOLIDACJĄ		693 609,1	100,0%	85 073,2	12,3%	778 682,3	100,0%	50.824,6	6,5%	829.506,9	100,0%
1.	Zadłużenie sektora rządowego	635 867,3	91,7%	70 034,7	11,0%	705 902,0	90,7%	50.140,6	7,1%	756.042,6	91,1%
1.1.	Dług Skarbu Państwa	631 506,5	91,0%	70 344,1	11,1%	701 850,6	90,1%	50.369,0	7,2%	752.219,5	90,7%
1.2.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
1.3.	Państwowe szkoły wyższe	254,8	0,0%	36,0	14,1%	290,8	0,0%	-240,3	-82,6%	50,5	0,0%
1.4.	Jednostki badawczo-rozwojowe	432,0	0,1%	-432,0	-100,0%	-	-	-	-	-	-
1.5.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	902,8	0,1%	74,6	8,3%	977,3	0,1%	10,3	1,1%	987,6	0,1%
1.6.	Państwowe instytucje kultury	26,7	0,0%	18,6	69,8%	45,3	0,0%	3,0	6,7%	48,3	0,0%
1.7.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	10,7	0,0%	-0,4	-3,9%	10,3	0,0%	-0,5	-4,6%	9,8	0,0%
1.8.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	2 733,8	0,4%	-6,0	-0,2%	2 727,8	0,4%	-0,9	0,0%	2.726,9	0,3%
2.	Zadłużenie sektora samorządowego	45 282,1	6,5%	14 601,2	32,2%	59 883,3	7,7%	1.030,5	1,7%	60.913,8	7,3%
2.1.	Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego i ich związków	40 726,6	5,9%	14 752,8	36,2%	55 479,4	7,1%	899,8	1,6%	56.379,2	6,8%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	82,0	0,0%	-82,0	-100,0%	0,0	0,0%	-	-	-	-
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	4 426,1	0,6%	-223,9	-5,1%	4 202,2	0,5%	152,7	3,6%	4.354,9	0,5%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	37,2	0,0%	54,0	144,9%	91,2	0,0%	1,9	2,1%	93,2	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	10,1	0,0%	100,3	990,7%	110,4	0,0%	-24,0	-21,7%	86,4	0,0%
3.	Zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych	12 459,8	1,8%	437,1	3,5%	12 896,9	1,7%	-346,4	-2,7%	12.550,5	1,5%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	495,8%	0,0	0,0%	0,0	-85,6%	0,0	0,0%
3.2.	Dług funduszy zarządzanych przez ZUS	12 459,8	1,8%	437,1	3,5%	12 896,9	1,7%	-346,3	-2,7%	12.550,5	1,5%
3.3.	Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
3.4.	Narodowy Fundusz Zdrowia	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%

*) dane według stanu na 2 grudnia 2011 r.

Tabela 11. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji *

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2009		2010				2011			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2009 - XII 2010		XII	Struktura	Zmiana XII 2010 - VI 2011		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
PO KONSOLIDACJI		669 876,4	100,0%	78 022,4	11,6%	747 898,8	100,0%	38.107,8	5,1%	786.006,6	100,0%
1.	Zadłużenie sektora rządowego	623 592,0	93,1%	68 768,5	11,0%	692 360,5	92,6%	37.033,8	5,3%	729.394,3	92,8%
1.1.	Dług Skarbu Państwa	622 389,8	92,9%	68 820,3	11,1%	691 210,1	92,4%	37.244,6	5,4%	728.454,7	92,7%
1.2.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
1.3.	Państwowe szkoły wyższe	239,1	0,0%	34,9	14,6%	274,0	0,0%	-226,9	-82,8%	47,1	0,0%
1.4.	Jednostki badawczo-rozwojowe	233,6	0,0%	-233,6	-100,0%	-	-	-	-	-	-
1.5.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	700,2	0,1%	131,6	18,8%	831,9	0,1%	16,5	2,0%	848,4	0,1%
1.6.	Państwowe instytucje kultury	14,7	0,0%	18,1	123,2%	32,8	0,0%	1,2	3,8%	34,0	0,0%
1.7.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	6,5	0,0%	0,4	7,0%	6,9	0,0%	-0,2	-3,2%	6,7	0,0%
1.8.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	8,1	0,0%	-3,3	-41,1%	4,7	0,0%	-1,4	-29,7%	3,3	0,0%
2.	Zadłużenie sektora samorządowego	39 324,7	5,9%	14 194,3	36,1%	53 519,0	7,2%	1.420,3	2,7%	54.939,4	7,0%
2.1.	Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego i ich związków	36 371,3	5,4%	14 197,1	39,0%	50 568,4	6,8%	1.298,1	2,6%	51.866,6	6,6%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,0	-100,0%	0,0	0,0%	-	-	-	-
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	2 916,5	0,4%	-47,0	-1,6%	2 869,5	0,4%	136,0	4,7%	3.005,5	0,4%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	27,1	0,0%	34,5	127,1%	61,6	0,0%	-4,6	-7,4%	57,0	0,0%
2.5.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, banków i spółek prawa handlowego	9,7	0,0%	9,8	101,1%	19,5	0,0%	-9,3	-47,4%	10,3	0,0%
3.	Zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych	6 959,8	1,0%	-4 940,5	-71,0%	2 019,3	0,3%	-346,3	-17,2%	1.673,0	0,2%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	-100,0%	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
3.2.	Dług funduszy zarządzanych przez ZUS	6 959,8	1,0%	-4 940,5	-71,0%	2 019,3	0,3%	-346,3	-17,2%	1.673,0	0,2%
3.3.	Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
3.4.	Narodowy Fundusz Zdrowia	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%

*) dane według stanu na 2 grudnia 2011 r.

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

	XII 2009	XII 2010	VI 2011	struktura VI 2011 w %	zmiana XII 2010 - XII 2009		zmiana VI 2011 - XII 2010	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	631.506,5	701.850,6	752.219,5	100,0%	70.344,1	11,1%	50.369,0	7,2%
I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	462.733,6	507.011,5	546.758,6	72,7%	44.278,0	9,6%	39.747,1	7,8%
1. Dług z tytułu SPW 1)	462.483,7	506.984,5	536.749,0	71,4%	44.500,8	9,6%	29.764,6	5,9%
1.1. Rynkowe SPW	452.956,2	499.258,4	529.460,9	70,4%	46.302,2	10,2%	30.202,5	6,0%
bony skarbowe	47.544,6	27.966,1	27.973,6	3,7%	-19.578,5	-41,2%	7,5	0,0%
obligacje rynkowe	405.411,6	471.292,2	501.487,2	66,7%	65.880,6	16,3%	30.195,0	6,4%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu stałym	342.883,1	390.997,7	409.684,0	54,5%	48.114,6	14,0%	18.686,4	4,8%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	59.941,9	105.527,4	125.595,1	16,7%	45.585,5	76,0%	20.067,7	19,0%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	128.841,2	131.891,4	124.647,2	16,6%	3.050,2	2,4%	-7.244,1	-5,5%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	623,6	0,0	0,0	0,0%	-623,6	-100,0%	0,0	-
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	123.065,9	120.585,1	126.198,0	16,8%	-2.480,8	-2,0%	5.612,8	4,7%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	29.023,2	31.606,6	31.856,6	4,2%	2.583,3	8,9%	250,0	0,8%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	1.387,2	1.387,2	1.387,2	0,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje rynkowe o oprocentowaniu zmiennym	51.595,3	65.382,7	74.140,3	9,9%	13.787,4	26,7%	8.757,6	13,4%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	1.235,0	1.048,4	874,2	0,1%	-186,6	-15,1%	-174,3	-16,6%
obligacje 4-letnie o oprocentowaniu zmiennym	0,0	0,0	9.055,1	1,2%	0,0	0,0%	9.055,1	-
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	19.670,4	19.670,4	15.837,1	2,1%	0,0	0,0%	-3.833,3	-19,5%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	21.781,6	36.679,8	40.389,8	5,4%	14.898,2	68,4%	3.710,0	10,1%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	8.158,3	7.234,2	7.234,2	1,0%	-924,2	-11,3%	0,0	0,0%
obligacje typu private placement	750,0	750,0	750,0	0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
obligacje rynkowe indeksowane 2)	10.933,2	14.911,9	17.662,9	2,3%	3.978,7	36,4%	2.751,0	18,4%
obligacje 12-letnie indeksowane	10.464,6	10.759,5	11.119,0	1,5%	295,0	2,8%	359,4	3,3%
obligacje 15-letnie indeksowane	468,6	4.152,3	6.543,9	0,9%	3.683,7	786,0%	2.391,6	57,6%
1.2. Obligacje oszczędnościowe	9.317,0	7.618,0	7.233,1	1,0%	-1.699,0	-18,2%	-384,9	-5,1%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	5.706,4	3.419,4	2.738,9	0,4%	-2.287,0	-40,1%	-680,5	-19,9%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	1.461,5	1.562,8	1.679,3	0,2%	101,3	6,9%	116,5	7,5%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	2.149,0	2.635,7	2.814,9	0,4%	486,7	22,6%	179,2	6,8%
1.3. Nierynkowe SPW	210,5	108,1	55,1	0,0%	-102,4	-48,6%	-53,0	-49,1%
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	210,5	108,1	55,1	0,0%	-102,4	-48,6%	-53,0	-49,1%
2. Pozostałe zadłużenie krajowe SP	249,9	27,1	10.009,6	1,3%	-222,8	-89,2%	9.982,5	36884,2%
przyjęte depozyty - wolne środki jfsp 3)	0,0	0,0	9.925,5	1,3%	0,0	-	9.925,5	-
przedpłaty na samochody 4)	3,3	3,4	3,3	0,0%	0,0	1,5%	0,0	-0,3%
zobowiązania wymagalne 4) 5)	246,5	23,1	80,1	0,0%	-223,5	-90,6%	57,0	247,2%
inne	0,0	0,6	0,6	0,0%	0,6	-	0,0	-7,5%
II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa	168.772,9	194.839,0	205.460,9	27,3%	26.066,1	15,4%	10.621,9	5,5%
1. Dług z tytułu SPW	134.064,7	155.468,1	163.221,5	21,7%	21.403,5	16,0%	7.753,3	5,0%
obligacje typu Brady	846,6	880,4	817,3	0,1%	33,8	4,0%	-63,1	-7,2%
obligacje zagraniczne	133.218,1	154.587,8	162.404,2	21,6%	21.369,7	16,0%	7.816,4	5,1%
2. Dług z tytułu kredytów	34.708,2	39.370,9	42.239,5	5,6%	4.662,6	13,4%	2.868,6	7,3%
Klub Paryski	326,2	306,7	250,6	0,0%	-19,4	-6,0%	-56,1	-18,3%
Międzynarodowe Instytucje Finansowe	34.185,6	38.874,5	41.830,5	5,6%	4.688,9	13,7%	2.956,0	7,6%
w tym: Europejski Bank Inwestycyjny	20.846,0	22.361,5	26.056,0	3,5%	1.515,5	7,3%	3.694,6	16,5%
pozostałe	196,4	189,6	158,4	0,0%	-6,8	-3,5%	-31,3	-16,5%

1) skarbowe papiery wartościowe wg pierwotnego terminu zapadalności;

2) zadłużenie prezentowane jest według zindeksowanej wartości nominalnej;

3) depozyty przyjęte na podstawie rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 15.04.2011 r. w sprawie wolnych środków niektórych jednostek sektora finansów publicznych przyjmowanych przez Ministra Finansów w depozyt lub zarządzanie; wartość po konsolidacji w ramach SP, tj. z wyłączeniem depozytów jednostek bez osobowości prawnej;

4) dane aktualizowane kwartalnie;

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

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

	XII 2009	XII 2010	VI 2011	struktura VI 2011	zmiana XII 2010 - XII 2009		zmiana VI 2011 - XII 2010	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	462.733,6	507.011,5	546.758,6	100,0%	44.278,0	9,6%	39.747,1	7,8%
KRAJOWY SEKTOR BANKOWY	146.018,4	130.526,4	126.385,3	23,1%	-15.492,0	-10,6%	-4.141,1	-3,2%
Dług z tytułu SPW	146.018,4	130.526,4	126.385,3	23,1%	-15.492,0	-10,6%	-4.141,1	-3,2%
- w tym: SPW na rachunku MF *	988,0	4.101,0	6.350,8	1,2%	3.113,0	315,1%	2.249,8	54,9%
Rynkowe SPW	145.807,9	130.418,3	126.330,2	23,1%	-15.389,6	-10,6%	-4.088,1	-3,1%
bony skarbowe	32.742,4	15.871,0	15.047,0	2,8%	-16.871,5	-51,5%	-824,0	-5,2%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	24.174,1	34.622,7	31.204,1	5,7%	10.448,6	43,2%	-3.418,6	-9,9%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	5,4	8,5	7,4	0,0%	3,1	58,5%	-1,1	-12,4%
obligacje 4-letnie o oprocentowaniu zmiennym	0,0	0,0	5.551,5	1,0%	0,0	-	5.551,5	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	36.804,0	28.694,2	24.325,1	4,4%	-8.109,9	-22,0%	-4.369,1	-15,2%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	7,0	0,0	0,0	0,0%	-7,0	-100,0%	0,0	-
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	12.260,4	11.298,1	9.781,8	1,8%	-962,3	-7,8%	-1.516,3	-13,4%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	10.587,7	15.807,2	17.107,0	3,1%	5.219,5	49,3%	1.299,8	8,2%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	2.073,7	2.529,8	2.396,6	0,4%	456,1	22,0%	-133,1	-5,3%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	24.544,2	19.584,6	18.743,9	3,4%	-4.959,6	-20,2%	-840,6	-4,3%
obligacje typu private placement	15,0	15,0	140,0	0,0%	0,0	0,0%	125,0	833,3%
obligacje 12-letnie indeksowane	1.082,1	469,7	446,3	0,1%	-612,4	-56,6%	-23,4	-5,0%
obligacje 15-letnie indeksowane	15,6	70,2	153,5	0,0%	54,6	350,6%	83,4	118,8%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	1.221,3	1.317,4	1.309,4	0,2%	96,1	7,9%	-8,1	-0,6%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	275,0	130,0	116,4	0,0%	-145,0	-52,7%	-13,6	-10,5%
Nierynkowe SPW	210,5	108,1	55,1	0,0%	-102,4	-48,6%	-53,0	-49,1%
obligacje na zwiększenie funduszy własnych BGŻ	210,5	108,1	55,1	0,0%	-102,4	-48,6%	-53,0	-49,1%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
zobowiązania wymagalne	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
inne	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
KRAJOWY SEKTOR POZABANKOWY	234.901,9	248.228,6	264.852,8	48,4%	13.326,7	5,7%	16.624,2	6,7%
Dług z tytułu SPW	234.652,0	248.201,5	254.843,3	46,6%	13.549,5	5,8%	6.641,7	2,7%
Rynkowe SPW	225.355,3	240.602,4	247.629,0	45,3%	15.247,0	6,8%	7.026,6	2,9%
bony skarbowe	11.540,4	8.594,7	8.920,5	1,6%	-2.945,8	-25,5%	325,9	3,8%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	29.775,8	47.636,1	51.305,1	9,4%	17.860,3	60,0%	3.669,0	7,7%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	1.227,7	1.037,3	864,4	0,2%	-190,4	-15,5%	-172,9	-16,7%
obligacje 4-letnie o oprocentowaniu zmiennym	0,0	0,0	1.960,2	0,0	0,0	-	1.960,2	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	59.930,0	56.338,7	56.378,8	10,3%	-3.591,4	-6,0%	40,2	0,1%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	612,9	0,0	0,0	0,0%	-612,9	-100,0%	0,0	-
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	6.643,6	6.777,3	4.689,0	0,9%	133,7	2,0%	-2.088,3	-30,8%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	11.174,1	20.735,6	23.211,2	4,2%	9.561,6	85,6%	2.475,5	11,9%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	5.923,8	4.554,0	4.487,3	0,8%	-1.369,7	-23,1%	-66,7	-1,5%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	69.655,5	63.382,4	61.577,4	11,3%	-6.273,0	-9,0%	-1.805,0	-2,8%
obligacje typu private placement	735,0	735,0	610,0	0,1%	0,0	0,0%	-125,0	-17,0%
obligacje 12-letnie indeksowane	7.014,2	6.669,3	6.648,3	1,2%	-344,9	-4,9%	-21,0	-0,3%
obligacje 15-letnie indeksowane	430,8	3.252,4	5.309,4	1,0%	2.821,6	655,0%	2.057,1	63,2%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	19.695,4	19.733,9	20.475,3	3,7%	38,5	0,2%	741,4	3,8%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	996,3	1.155,7	1.192,0	0,2%	159,4	16,0%	36,3	3,1%
Obligacje oszczędnościowe	9.296,7	7.599,2	7.214,3	1,3%	-1.697,5	-18,3%	-384,9	-5,1%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	5.698,2	3.414,2	2.733,8	0,5%	-2.284,0	-40,1%	-680,5	-19,9%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	1.452,9	1.553,0	1.669,4	0,3%	100,1	6,9%	116,4	7,5%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	2.145,6	2.631,9	2.811,1	0,5%	486,3	22,7%	179,1	6,8%
Pozostałe zadłużenie krajowe SP	249,9	27,1	10.009,6	1,8%	-222,8	-89,2%	9.982,5	36884,2%
przyjęte depozyty - wolne środki jsfp	0,0	0,0	9.925,5	1,8%	0,0	-	9.925,5	-
przedpłaty na samochody	3,3	3,4	3,3	0,0%	0,0	1,5%	0,0	-0,3%
zobowiązania wymagalne	246,5	23,1	80,1	0,0%	-223,5	-90,6%	57,0	247,2%
inne	0,0	0,6	0,6	0,0%	0,6	-	0,0	-7,5%
SPW W PORTFELU INWESTORÓW ZAGRANICZNYCH	81.813,3	128.256,5	155.520,5	28,4%	46.443,2	56,8%	27.264,0	21,3%
Dług z tytułu SPW	81.813,3	128.256,5	155.520,5	28,4%	46.443,2	56,8%	27.264,0	21,3%
Rynkowe SPW	81.793,0	128.237,7	155.501,6	28,4%	46.444,7	56,8%	27.263,9	21,3%
bony skarbowe	3.261,8	3.500,5	4.006,1	0,7%	238,8	7,3%	505,6	14,4%
obligacje 2-letnie zerokuponowe	5.992,1	23.268,6	43.085,8	7,9%	17.276,5	288,3%	19.817,2	85,2%
obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym - detaliczne	1,9	2,6	2,4	0,0%	0,7	35,4%	-0,3	-10,0%
obligacje 4-letnie o oprocentowaniu zmiennym	0,0	0,0	1.543,4	0,0	0,0	-	1.543,4	-
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym	32.107,1	46.858,5	43.943,3	8,0%	14.751,4	45,9%	-2.915,2	-6,2%
obligacje 5-letnie o oprocentowaniu stałym - detaliczne	3,7	0,0	0,0	0,0%	-3,7	-100,0%	0,0	-
obligacje 7-letnie o oprocentowaniu zmiennym	766,4	1.595,0	1.366,3	0,2%	828,6	108,1%	-228,7	-14,3%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (WZ)	19,8	136,9	71,6	0,0%	117,1	589,8%	-65,4	-47,7%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu zmiennym (DZ)	160,9	150,3	350,2	0,1%	-10,5	-6,6%	199,9	132,9%
obligacje 10-letnie o oprocentowaniu stałym	28.866,3	37.618,2	45.876,7	8,4%	8.751,9	30,3%	8.258,5	22,0%
obligacje typu private placement	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	-
obligacje 12-letnie indeksowane	2.368,3	3.620,5	4.024,0	0,7%	1.252,2	52,9%	403,8	11,2%
obligacje 15-letnie indeksowane	22,3	829,8	1.080,9	0,2%	807,5	3618,5%	251,1	30,3%
obligacje 20-letnie o oprocentowaniu stałym	8.106,5	10.555,2	10.071,9	1,8%	2.448,7	30,2%	-483,3	-4,6%
obligacje 30-letnie o oprocentowaniu stałym	115,9	101,5	78,8	0,0%	-14,4	-12,5%	-22,7	-22,4%
Obligacje oszczędnościowe	20,3	18,8	18,9	0,0%	-1,5	-7,3%	0,1	0,3%
obligacje 2-letnie oszczędnościowe	8,3	5,2	5,1	0,0%	-3,0	-36,7%	-0,1	-1,4%
obligacje 4-letnie oszczędnościowe	8,6	9,8	9,9	0,0%	1,2	13,5%	0,1	1,1%
obligacje 10-letnie oszczędnościowe	3,4	3,8	3,8	0,0%	0,4	11,2%	0,0	0,7%

* 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