

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2013-2016

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

tel.: +48 22 694 50 00
fax: +48 22 694 50 08

www.mf.gov.pl

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2012

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.2.1. Ryzyko refinansowania	9
II.2.2. Ryzyko kursowe.....	10
II.2.3. Ryzyko stopy procentowej.....	11
II.3. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2011 R. I W PIERWSZEJ POŁOWIE 2012 R. ..	12
II.4. WIELKOŚĆ I STRUKTURA POZOSTAŁEGO DŁUGU SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	18
II.4.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego.....	19
II.4.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej.....	22
II.4.3. Zadłużenie pozostałych jednostek.....	23
II.5. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH.....	23
III. UWARUNKOWANIA STRATEGII.....	25
III.1. ZAŁOŻENIA MAKROEKONOMICZNE STRATEGII	25
III.2. KRAJOWY RYNEK SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH.....	25
III.2.1. Rozwój bazy inwestorów krajowych.....	25
III.2.2. Rola inwestorów zagranicznych.....	27
III.3. UWARUNKOWANIA MIĘDZYNARODOWE	28
III.3.1. Rynek euro (EUR)	29
III.3.2. Rynek amerykański (USD).....	29
III.3.3. Rynek japoński (JPY).....	29
III.3.4. Rynek szwajcarski (CHF).....	29
III.3.5. Marże kredytowe	30
IV. CEL STRATEGII	31
V. ZADANIA STRATEGII	34
V.1. ZWIĘKSZANIE PŁYNNOŚCI RYNKU SPW.....	34
V.2. ZWIĘKSZANIE EFEKTYWNOŚCI RYNKU SPW	34
V.3. ZWIĘKSZANIE PRZEJRZYSTOŚCI RYNKU SPW	35
VI. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH..	36
VI.1. ZMIANY W ROZWIĄZANIACH REGULACYJNYCH.....	36
VI.2. ZAŁOŻENIA STRATEGII UDZIELANIA PORĘCZEŃ I GWARANCJI.....	37
VI.3. ZADŁUŻENIE JEDNOSTEK SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH INNYCH NIŻ SKARB PAŃSTWA	38
VI.3.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego	39
VI.3.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej.....	39
VI.3.3. Zadłużenie pozostałych jednostek.....	40
VII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII.....	41
VII.1. WIELKOŚĆ ZADŁUŻENIA I KOSZTÓW OBSŁUGI DŁUGU	41
VII.1.1. Dług potencjalny (gwarancje i poręczenia)	43
VII.2. STRUKTURA DŁUGU SKARBU PAŃSTWA.....	43
VII.3. ZAGROŻENIA DLA REALIZACJI STRATEGII	45

ANEKS 1. WYKAZ UŻYWANYCH SKRÓTÓW I SŁOWNICZEK POJEĆ	46
<i>A. Wykaz skrótów</i>	<i>46</i>
<i>B. Słowniczek pojęć.....</i>	<i>46</i>
ANEKS 2. REGULACJE PRAWNE DOTYCZĄCE DŁUGU PUBLICZNEGO W POLSCE I UE	50
ANEKS 3. RAMY INSTYTUCJONALNE ZARZĄDZANIA DŁUGIEM PUBLICZNYM W PAŃSTWACH UE	53
ANEKS 4. DEFICYT, DŁUG PUBLICZNY I RENTOWNOŚĆ OBLIGACJI 10- LETNICH W PAŃSTWACH UE ORAZ STRUKTURA EMISJI SPW W WYBRANYCH KRAJACH.....	55
ANEKS 5. OCENA KREDYTOWA DŁUGU RZĄDOWEGO PAŃSTW UE.....	57
ANEKS 6. DŁUG PUBLICZNY W POLSCE – ANEKS STATYSTYCZNY	59

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 w 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 2013-16 zawiera prognozy wielkości długu publicznego spójne z założeniami polityki fiskalnej przyjętymi w projekcie ustawy budżetowej na 2013 r., natomiast w zakresie celów i zadań odnosi się do zarządzania długiem publicznym w węższym znaczeniu. Prognozy długu publicznego w niniejszej Strategii różnią się od prognoz prezentowanych w przyjętych przez Radę Ministrów dokumentach: *Program Konwergencji. Aktualizacja 2012* (przyjęty w kwietniu 2012 r.) i *Wieloletni Plan Finansowy Państwa* (przyjęty w maju 2012 r.) ze względu na zmianę otoczenia makroekonomicznego, mającego wpływ na zmienne rynkowe i sytuację fiskalną w Polsce.

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

Wyszczególnienie	2011 (wykonanie)	2012	2013	2014	2015	2016
1. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	815,3	845,8	867,6	893,3	941,5	991,4
b) w relacji do PKB	53,5%	52,4%	51,4%	50,5%	50,2%	49,6%
2. Dług sektora general government						
a) w mld zł	859,0	894,7	920,9	944,8	990,0	1 039,0
b) w relacji do PKB	56,3%	55,5%	54,5%	53,4%	52,8%	52,0%
3. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa						
a) w mld zł	36,0	43,0	43,5	42,3 - 42,8	42,5 - 44,0	43,4 - 45,4
b) w relacji do PKB	2,36%	2,67%	2,58%	2,39% - 2,42%	2,27% - 2,34%	2,17% - 2,27%

Zgodnie z ustawą o finansach publicznych, utrzymywanie się przez relację państwowego długu publicznego do PKB powyżej progu 50% w 2011 r. oznacza konieczność przyjęcia w ustawie budżetowej na 2013 r. relacji deficytu budżetowego do dochodów nie wyższej niż założona w budżecie na 2012 r. Relację tę w ustawie na 2012 r. ustalono na poziomie 11,9%. Relacja założona w projekcie ustawy budżetowej na 2013 r. wynosi również 11,9%. Ograniczenie to będzie oddziaływać na budżety kolejnych lat.

W 2012 r. przewidywany jest spadek relacji długu do PKB z 53,5% na koniec 2011 r. do 52,4%. Przy przyjętych założeniach, w latach 2013-16 relacja długu do PKB będzie się zmniejszać i obniżyć się poniżej progu 50% w 2016 r. Zmniejszać się również będzie relacja długu sektora *general government* do PKB, która w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 52,0%. W horyzoncie *Strategii* nie wystąpi zagrożenie przekroczenia przez tę relację progu 60% przewidzianego w Traktacie z Maastricht.

Strategia zakłada wzrost relacji kosztów obsługi długu SP do PKB z 2,4% w 2011 r. do 2,7% w 2012 r., a następnie jej sukcesywne obniżanie, w zależności od ukształtowania się zmiennych rynkowych, do poziomu 2,2%-2,3% w 2016 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 2013-2016 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 nie będzie przekraczał 30%, z możliwością przejściowych odchyłeń w przypadku znaczących zmian kursów walutowych lub możliwości prefinansowania potrzeb pożyczkowych po wyraźnie niższych kosztach niż na rynku krajowym;
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro oraz dolara amerykańskiego;
- średnia zapadalność długu krajowego powinna być zwiększana do co najmniej 4,5 roku, a średnia zapadalność długu ogółem utrzymywana na poziomie nie niższym niż 5 lat, natomiast *duration* długu krajowego, które osiągnęło już poziom akceptowalny z punktu widzenia ryzyka stopy procentowej, utrzymywane będzie w przedziale 2,5-3,5 roku (w przypadku wskaźnika ATR odpowiednio 2,8-4,2 roku).

Układ *Strategii* nie uległ istotnym zmianom. *Strategia* zawiera sześć aneksów stanowiących informacje uzupełniające główny tekst, w tym słowniczek pojęć. Dodany został wykaz stosowanych w *Strategii* skrótów.

II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO

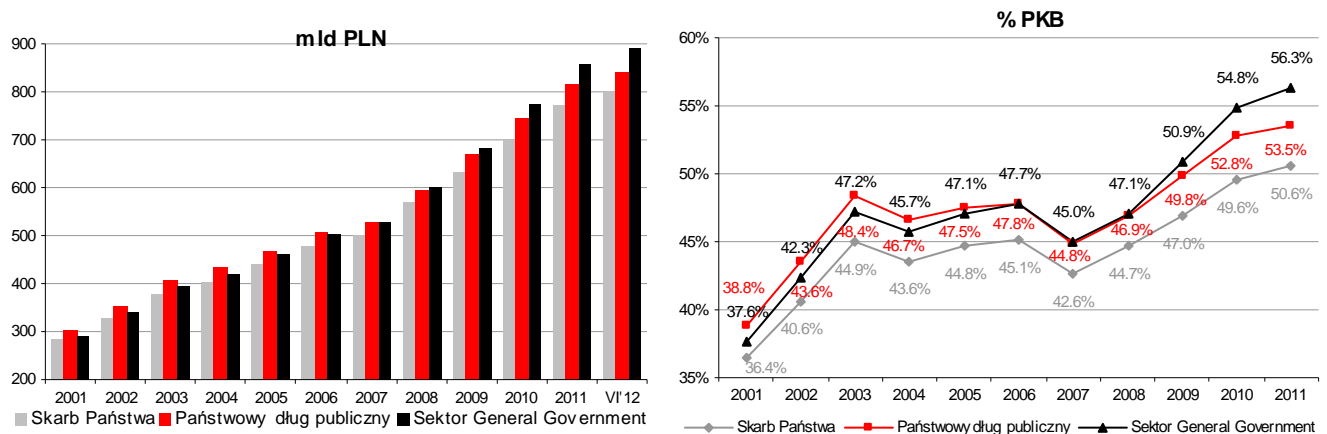
Zarządzanie długiem polega na kształtowaniu jego struktury tak, by z istnieniem długu publicznego wiązały się jak najmniejsze koszty w długim horyzoncie czasowym przy akceptowalnym poziomie ryzyka.

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.

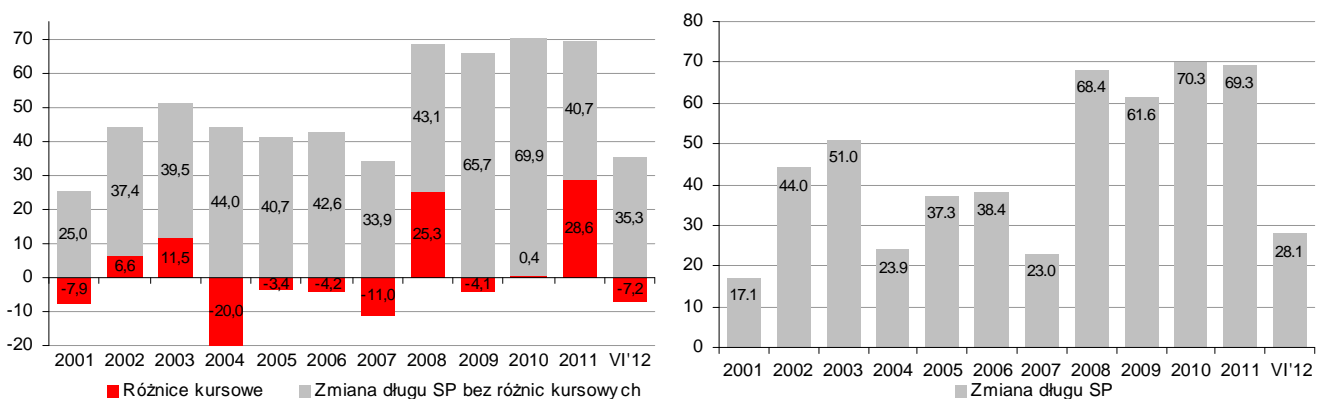
II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi

Zmiany wielkości długu publicznego w latach 2001-12 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. Po okresie stabilizacji relacji długu publicznego do PKB w latach 2003-2006 oraz przejściowego jej spadku w 2007 r., w latach 2008-11 nastąpił ponowny wzrost relacji państwowego długu publicznego (PDP) do PKB, głównie w wyniku silnego wzrostu potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych oraz obniżenia tempa wzrostu gospodarczego. W 2011 r. na wzrost długu publicznego znaczący wpływ miały różnice kursowe, spowodowane gwałtownym osłabieniem się złotego w drugiej połowie roku. W 2011 r. i w pierwszej połowie 2012 r. dług publiczny wzrósł odpowiednio o 67,4 mld zł oraz 27,3 mld zł (w tym dług SP wzrósł o 69,3 mld zł i 28,1 mld zł).

Wykres 1. Wielkość długu publicznego w latach 2001-2012¹



Wykres 2. Wpływ zmian kursu złotego na wielkość długu SP w latach 2001-2012 (mld zł)



¹ Szczegółowe informacje dotyczące wielkości długu publicznego zawiera aneks 6.

Relacja długu publicznego do PKB wg metodologii UE, wynosząca na koniec 2011 r. 56,3%, jest wyższa niż w przypadku PDP (różnica wynika przede wszystkim z zadłużenia zaliczanego do sektora w metodologii UE Krajowego Funduszu Drogowego - KFD) i jednocześnie niższa w porównaniu z wielkością tej relacji dla całej UE (82,5%) i dla strefy euro (87,2%)².

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

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Państwowy dług publiczny	38,8	43,6	48,4	46,7	47,5	47,8	44,8	46,9	49,9	52,8	53,5
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	3,1
fundusze umiejscowione w BGK (w tym KFD)	-	-	-	-	0,1	0,4	0,4	0,5	1,1	1,8	2,4
KFD - nabycie aktywów infrastrukturalnych*	-	-	-	-	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,6	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	-0,2
zobowiązania wymagalne	-1,2	-1,3	-1,2	-1,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,7	45,0	47,1	50,9	54,8	56,3

*) 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	2011
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	50,6
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	1,0
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	1,8
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	-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	2,4
1.3. wynik budżetu środków europejskich	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,7	0,8
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	1,0
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	-0,4
1.6. zarządzanie płynnością sektora finansów publicznych	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,6
1.7. pozostałe potrzeby pożyczkowe **	0,2	0,3	0,4	0,0	0,3	0,4	0,2	0,0	1,0	-0,2	0,3
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
2.1. różnice kursowe	-1,0	0,8	1,4	-2,2	-0,3	-0,4	-0,9	2,0	-0,3	0,0	1,9
2.2. pozostałe czynniki ***	0,2	-0,1	0,5	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,6	0,3	0,2
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	0,7
4. Nominalny wzrost PKB	-1,6	-1,3	-1,7	-4,0	-2,6	-3,2	-4,5	-3,3	-2,4	-2,4	-3,5

*) 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, ciągłych pozakasowych, umorzenia długu, konwersji długu FUS wobec OFE na SPW.

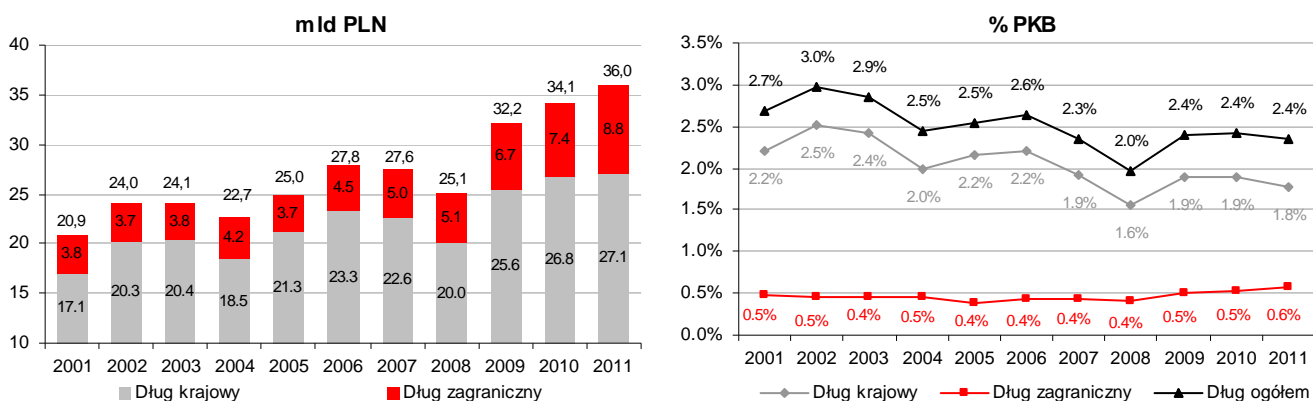
Zmiany w poziomie kosztów obsługi długu SP były wypadkową przyrostu długu oraz zmian poziomów stóp procentowych i kursów walutowych. Aby zmienna wysokość kosztów obsługi

² Najważniejsze różnice między metodologią polską a UE wynikają z wliczania zobowiązań wymagalnych do tytułów dłużnych wg metodologii polskiej oraz zaliczania KFD do 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.

długu nie wpływała destabilizująco na konstruowanie budżetu państwa, podejmowane były działania służące ich równomiernemu rozkładowi w czasie. Zaliczały się do nich:

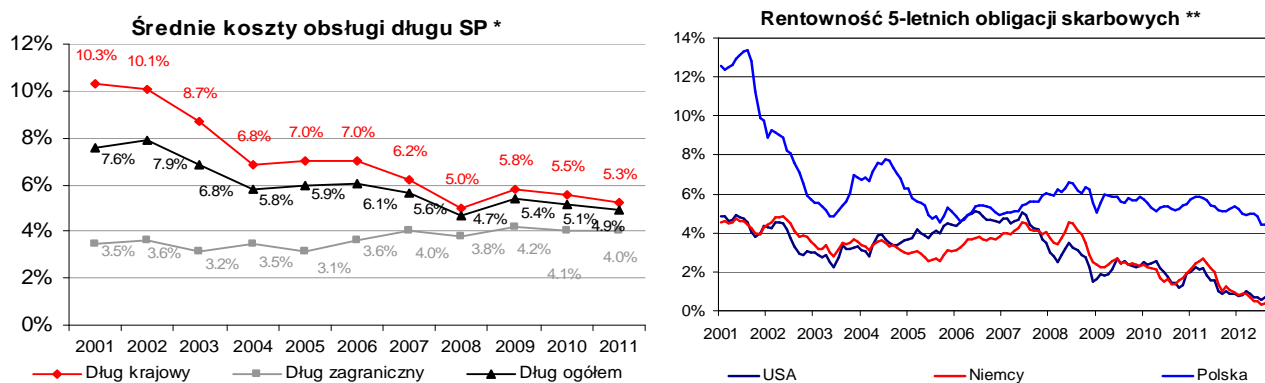
- transakcje na instrumentach pochodnych – stosowane od końca 2006 r.,
- ustalanie wysokości oprocentowania nowych emisji obligacji na poziomie zbliżonym do ich rentowności tak, aby ograniczyć kumulację kosztów z tytułu dyskonta przy ich wykupie,
- przetargi zamiany obligacji, stosowane od 2001 r., oraz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

Wykres 3. Koszty obsługi długu SP w latach 2001-2011



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 długi SP. Istotny wzrost kosztów obsługi długu zagranicznego od 2009 r. wynikał ze zwiększenia roli finansowania zagranicznego oraz osłabienia złotego.

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 mimo wzrostu relacji długu do PKB, od 2009 r. utrzymuje się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 2,4%. Ze względu na dominującą rolę instrumentów o oprocentowaniu stałym, spadek stóp procentowych na rynku krajowym z opóźnieniem przekłada się na obniżenie kosztów obsługi długu krajowego.

II.2. Struktura długu Skarbu Państwa

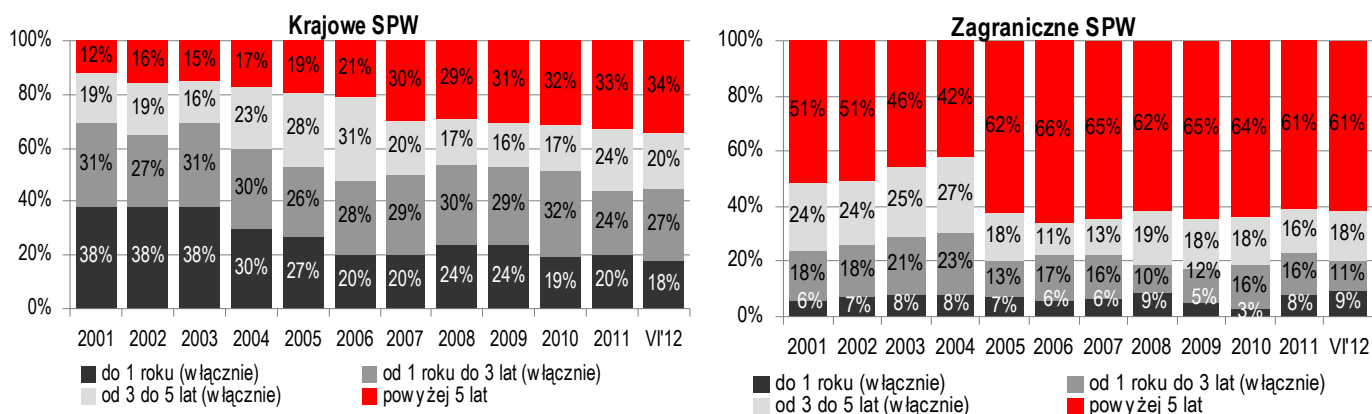
Zmiany w strukturze długu SP wynikały z realizacji celu Strategii, tj. minimalizacji kosztów w długim terminie, z uwzględnieniem ograniczeń związanych z ryzykiem. Prowadzona elastyczna polityka emisyjna i operacje na składnikach długu powodowały, że ryzyko związane ze strukturą długu SP nie przekraczało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

II.2.1. Ryzyko refinansowania

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

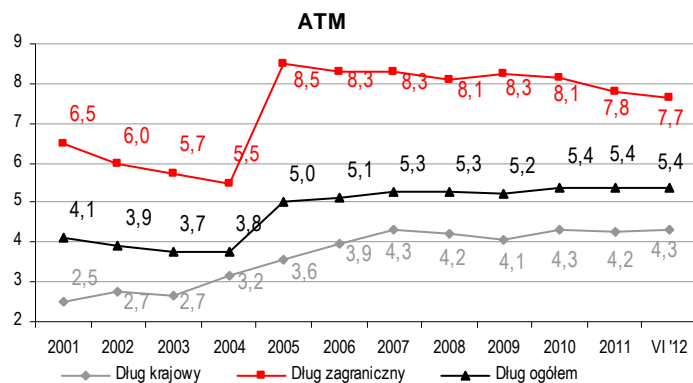
- roli obligacji średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych. Obligacje o terminach zapadalności od 5 lat stanowiły odpowiednio 24,4% w 2001 r. i 65,1% w 2007 r. ogółu sprzedanych na przetargach SPW³. Ich udział w 2008 r. i 2009 r. zmniejszył się odpowiednio do 39,6% i 33,2% głównie na skutek ograniczonego popytu na te instrumenty w wyniku kryzysu finansowego, a następnie wzrósł do 64,0% w I połowie 2012 r. co było wynikiem poprawy sytuacji rynkowej i napływu kapitału zagranicznego;
- 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 zostało znacząco zredukowane i na koniec czerwca 2012 r. wyniosło 11,7 mld zł, co stanowiło 2,2% zadłużenia w krajowych SPW. Zmniejszenie zadłużenia w bonach skarbowych było efektem zarówno ograniczenia emisji, jak i serii odkupów bonów przeprowadzonych w latach 2009-2011;
- dużej skali przetargów zamiany. W 2011 r. odkupiono obligacje o zbliżającym się terminie zapadalności o rekordowej wartości 49,2 mld zł, a w I półroczu 2012 r. odkup wyniósł 16,9 mld zł. Większość obligacji wydawanych na przetargach zamiany stanowiły obligacje średnio- i długoterminowe (52% w 2011 r., 85% w I połowie 2011 r.).
- prefinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa roku następnego w IV kw. roku bieżącego;
- utrzymywania rezerwy płynnościowej budżetu państwa. W latach 2009-2012 średni miesięczny stan środków złotych i walutowych w dyspozycji MF wyniósł 32,9 mld zł (środki walutowe obejmują środki z emisji długu oraz otrzymane z Komisji Europejskiej);

Wykres 5. Struktura długu SP wg faktycznych terminów wykupu w latach 2001-2012



³ Bony i obligacje łącznie z przetargami uzupełniającymi i zamiany.

Wykres 6. Średnia zapadalność długu SP w latach 2001-2012



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 poziom średniej zapadalności długu zagranicznego nieco się obniżył, z 8,5 roku na koniec 2005 r. do 7,7 roku w połowie 2012 r.

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 dźwignym ogółem oraz znaczącego wydłużenia w 2005 r. średniej zapadalności długu zagranicznego. W kolejnych latach średnia zapadalność utrzymywała się na stabilnym poziomie.

II.2.2. Ryzyko kursowe

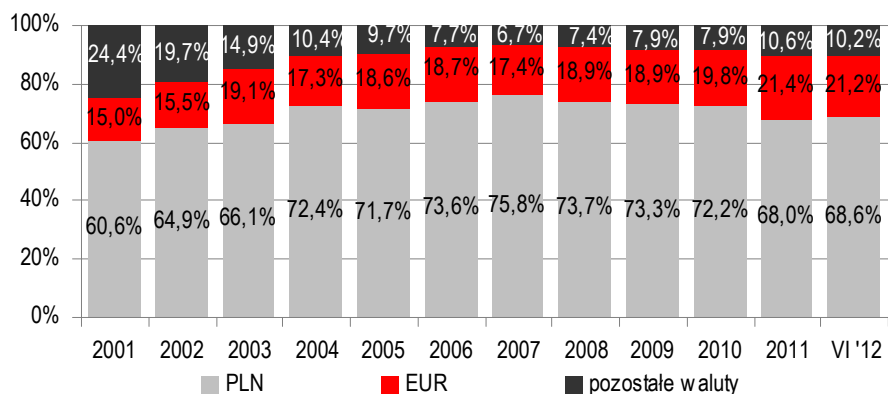
Udział długu nominowanego w walutach obcych w dźwignym SP, za wyjątkiem niewielkiego wzrostu w 2005 r., systematycznie spadał do 23,3% na koniec III kwartału 2008 r., następnie zwiększył się do 32,0% na koniec 2011 r., a na koniec czerwca 2012 r. wyniósł 31,4%.

Ograniczeniu ulegał udział innych niż euro walut obcych. Od połowy 2006 r. udział długu w euro utrzymywał się w przedziale ok. 70%-75%. Na koniec 2011 r. udział euro w dźwignym zagranicznym ogółem zmniejszył się do 66,9%, a na koniec czerwca 2012 r. wyniósł 67,4%.

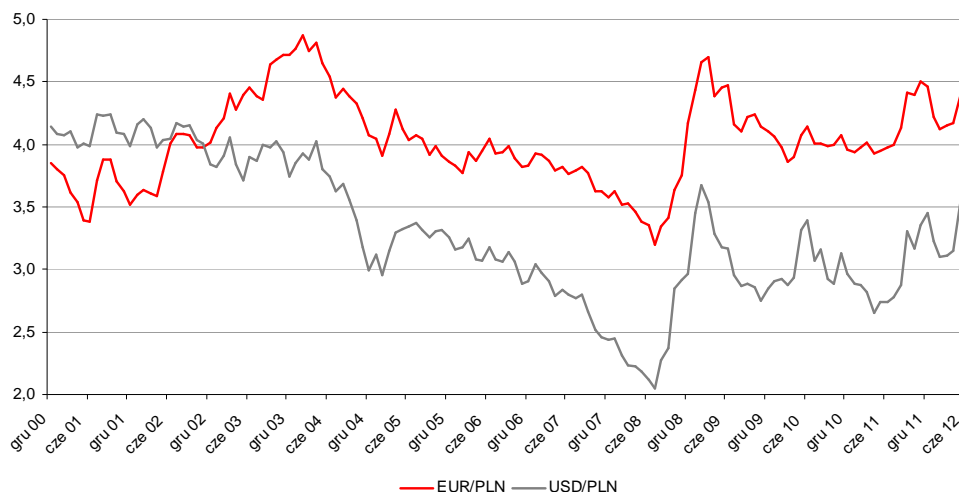
Zwiększenie roli długu w walutach obcych od 2008 r., kontynuowane w latach 2011-2012 było rezultatem:

- 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 emisji obligacji o niższej rentowności od występującej na rynku krajowym i zaciągania nisko oprocentowanych kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych (MIF),
- zmienności kursu złotego, od 2008 r. kurs euro wahał się w przedziale od 3,2 do 4,9, a kurs dolara odpowiednio od 2,0 do 3,9.

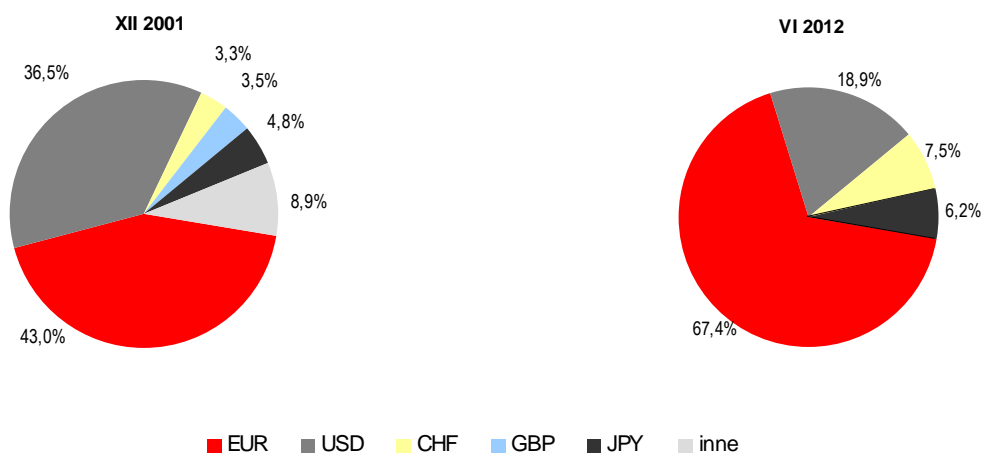
Wykres 7. Struktura walutowa zadłużenia SP



Wykres 8. Kurs euro i dolara w latach 2001-2012



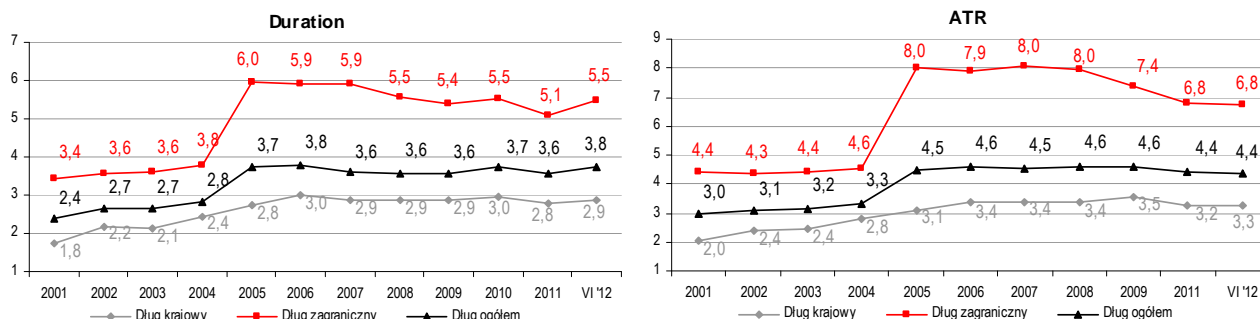
Wykres 9. Struktura walutowa długu zagranicznego SP



II.2.3. 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



Ryzyko stopy procentowej długu w walutach obcych znajduje się na akceptowalnym poziomie.

II.3. Ocena realizacji celu Strategii w 2011 r. i w pierwszej połowie 2012 r.

W 2011 r. i w I połowie 2012 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011-14*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2010 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2012-15*, zaakceptowanej w grudniu 2011 r.

Tabela 4 przedstawia ocenę stopnia realizacji celu *Strategii* wraz z ograniczeniami na ryzyko w 2011 r. i w I połowie 2012 r.

Tabela 4. Ocena stopnia realizacji Strategii w 2011 r. i w I połowie 2012 r.

I. Cel Strategii		
Minimalizacja kosztów obsługi długu	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
	Wysoki	<p>1. Dobór instrumentów</p> <p>Podstawowym rynkiem pozyskiwania środków był rynek krajowy. W 2011 r. wartość nominalna emisji SPW na rynku krajowym wyniosła 127,6 mld zł, a na rynkach zagranicznych pozyskano 29,6 mld zł (w tym z MIF 8,9 mld zł), w I połowie 2012 r. było to odpowiednio 84,9 mld zł i 21,6 mld zł (w tym 2,3 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. Najważniejszym czynnikiem w 2011 r. i I połowie 2012 r. był dalszy ciąg kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, obejmujący nasilające się ryzyko niewypłacalności części państw, w szczególności Grecji, Portugalii, Hiszpanii i Włoch oraz obawy inwestorów o kondycję fiskalną pozostałych krajów strefy euro. Wyrazem tego było kilkadziesiąt obniżek ratingów lub ich perspektyw, dotyczących 14 krajów UE (obniżkami ratingu nie zostało objętych 13 państw UE, w tym Polska). Ocena ratingowa Polski jest na poziomie A- u agencji S&P i Fitch oraz A2 u agencji Moody's⁴. Czynniki okresowo łagodzącymi te nastroje i obawy były działania pomocowe oraz zaradcze podejmowane przez rządy poszczególnych krajów (m.in. programy naprawcze i oszczędnościowe), Unię Europejską (m.in. pakiety pomocowe dla Portugalii, Grecji, programy na rzecz poprawy długoterminowej stabilności finansów publicznych i zarządzania gospodarczego) oraz EBC (zakup obligacji skarbowych, długoterminowe operacje zasilające). Dodatkowo na sytuację rynkową niekorzystnie wpływały informacje o kryzysie sektora bankowego w Hiszpanii, a także niepewna sytuacja polityczna w Grecji i groźba jej wyjścia ze strefy euro. Źródłem niepokoju były także obawy o perspektywę światowej gospodarki, przyczyniły się do tego liczne rozczarowujące dane makroekonomiczne ze strefy euro, USA (w tym obniżka ratingu agencji S&P o jeden stopień) i Chin. Przedstawione czynniki generowały wysoką zmienność i niepewność na rynkach finansowych (w szczególności spadki na giełdach i wzrost potrzeb kapitałowych banków) oraz zwiększenie globalnej awersji do ryzyka. Powodowało to znaczące przepływy kapitału do gospodarek uznawanych za

⁴ 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 5.

		<p>„bezpieczne schronienie”, tj. USA, Japonii, Szwajcarii, Niemiec oraz aprecjację jena japońskiego oraz franka szwajcarskiego (w celu powstrzymania tych tendencji banki centralne podejmowały działania w postaci skoordynowanych interwencji walutowych, usztywnienia kursu franka). Przepływy kapitału oraz zmienne nastroje generowały dużą zmienność kursu EUR/USD przedział wahań wynosił 1,24-1,48. Rozwój kryzysu zadłużeniowego części krajów strefy euro i brak zdecydowanego postępu w jego rozwiązaniu oraz słabe perspektywy gospodarcze powodowały deprecjację EUR w stosunku do USD.</p> <ul style="list-style-type: none"> • sytuacja na rynku krajowym. Istotny wpływ na krajowy rynek SPW miała sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych, zarówno bazowych, jak i w krajach regionu. Efektem zmian nastrojów i perspektyw na rynkach globalnych były duże wahania kursu złotego, zwłaszcza w okresie sierpień 2011 r. - styczeń 2012 r. W 2011 r. i I półroczu 2012 r. kurs EUR/PLN kształtował się w przedziale 3,84-4,57, zaś USD/PLN – od 2,64 do 3,55. Silny trend deprecjacyjny miał miejsce w IV kw. 2011 r. Czynnikiem lokalnym wpływającym na poziom rentowności krajowego długu były oczekiwania inwestorów co do skali i tempa zaostrzenia polityki monetarnej związane ze wzrostem inflacji ponad górny przedział celu inflacyjnego (NBP podniósł podstawowe stopy procentowe czterokrotnie w 2011 r. łącznie o 1,0 p.p. i raz w I poł. 2012 r. o 0,25 p.p.). Wzrosty rentowności miały miejsce zwłaszcza w I połowie 2011 r. Pozytywny wpływ na rynek długu w II połowie 2011 r. miała zmniejszona podaż SPW jako rezultat konsolidacji zarządzania płynnością części jednostek sektora finansów publicznych oraz napływ inwestorów zagranicznych na rynek SPW na kwotę 26,0 mld zł wg wartości nominalnej. Pozytywny trend spadkowy wzdłuż całej krzywej rentowności był kontynuowany w I połowie 2012 r. Elastyczne kształtowanie podaży SPW oraz napływ kapitału zagranicznego (20,1 mld zł w I połowie 2012 r.) powodowały, że krajowe obligacje były dość odporne na spadki cen w okresach wzrostu awersji do ryzyka, zyskiwały natomiast w okresach poprawy nastrojów i wzrostu apetytu na ryzyko. Wzrost zaangażowania nierezydentów w krajowych SPW był efektem pozytywnej oceny sytuacji Polski (w tym wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w porównaniu z krajami UE oraz korzystnej sytuacji w zakresie finansów publicznych w związku z konsolidacją deficytu sektora finansów publicznych i znacząco niższymi w stosunku do 2010 r. potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa) przy utrzymaniu niezmiennych ocen ratingowych. • 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 miały wpływ, wprowadzone w maju 2011 r.: konsolidacja płynności sektora finansów publicznych - lokowanie wolnych środków jednostek sektora na rachunkach Ministra Finansów (zarówno w 2011 r., jak i w I połowie 2012 r. efekt konsolidacji był wyższy od oczekiwań) oraz reforma systemu emerytalnego obniżająca składki przekazywane do OFE; • elastyczne zarządzanie długiem, w tym podejście do wyboru terminów
--	--	--

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

		<p>emisji i instrumentów oraz dążenie do dywersyfikacji rynków i walut, obejmujące następujące działania: częściowe prefinansowanie potrzeb pożyczkowych 2011 r. i 2012 r. pod koniec lat poprzedzających i zgromadzenie wyższych środków na początek odpowiednio 2011 r. i 2012 r., szybkie pozyskiwanie dalszych środków z rynku krajowego i zagranicznych (do końca czerwca 2012 r. potrzeby pożyczkowe brutto w 2012 r. zostały sfinansowane w 78%), 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 (w 2011 r. łączna wartość długu zaciągniętego na rynku euro wyniosła 1,5 mld EUR, a w I połowie 2012 r. 2,8 mld EUR); • utrzymywanie obecności Polski na pozostałych głównych rynkach. W 2011 r. i I połowie 2012 r. Polska była aktywna na rynku dolara amerykańskiego, co wynikało z trudnej sytuacji na rynku euro i chłonności rynku USD (w 2011 r. łączna wartość nominalna emitowanych obligacji na rynku dolara wyniosła 4,0 mld USD, a w I połowie 2012 r. 1,0 mld USD). Emisje na pozostałych rynkach miały charakter uzupełniający (na rynku jena japońskiego w 2011 r. wyemitowano obligacje o wartości nominalnej 78,0 mld JPY, a w I połowie 2012 r. 25,0 mld JPY; na rynku franka szwajcarskiego w 2011 r. wyemitowano obligacje o wartości 350,0 mln CHF, a w I półroczu 2012 r. o łącznej wartości 825,0 mln CHF); • ciągnięcia kredytów z MIF (łącznie w 2011 r. i I połowie 2012 r. 2,7 mld EUR, w tym z EBI 1,9 mld EUR i z Banku Światowego 0,8 mld EUR). <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 2012 r. 16 emisji (w tym 3 to obligacje 2-letnie a 2 to obligacje o oprocentowaniu zmiennym) miało wartość przekraczającą równowartość 5 mld EUR. Na koniec czerwca 2012 r. emisje benchmarkowe stanowiły 88% 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 2009 r. w wyniku kryzysu do poziomu 111,2% wzrósł do 181,3% w 2011 r., a w I półroczu 2012 r. wyniósł 165,3%; • emisja płynnych serii obligacji (regularne emisje o wartości zapewniającej płynność danej emisji) na rynku euro i dolara amerykańskiego; • dostosowanie poziomu i struktury podaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej oraz wpływanie na tę sytuację poprzez działania związane z zarządzaniem długiem i polityką informacyjną. • wprowadzenie 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. Wprowadzenie oceny jakości kwotowania SPW na rynku elektronicznym jako jedyne kryterium oceny aktywności DSPW i kandydatów na rynku wtórnym spowodowało znaczne zmniejszenie się spreadu pomiędzy ofertami kupna i sprzedaży podawanymi przez uczestników rynku elektronicznego obrotu SPW, przy jednoczesnym istotnym wzroście kwotowanych wolumenów. W efekcie wartość transakcji kasowych zawieranych na rynku elektronicznym wzrosła o niemal połowę w porównaniu do okresu przed wprowadzeniem opisanych zmian,
--	--	---

		<p>powodując wzrost procentowego udziału rynku elektronicznego w całości obrotów kasowych na SPW (do ponad 12% w okresie 9 miesięcy obowiązywania regulacji, z poziomu 6% w analogicznym okresie poprzedzającym ich wprowadzenie), dzięki czemu stał się on realnym punktem odniesienia dla wszystkich uczestników rynku SPW (w tym pozabankowych i zagranicznych).</p> <ul style="list-style-type: none"> • wprowadzenie w 2012 r. formuły przetargu jednej ceny oraz możliwości składania ofert niekonkurencyjnych na wszystkich przetargach sprzedaży SPW. W efekcie zaobserwowano, że rentowności uzyskiwane na przetargu były niejednokrotnie niższe niż na rynku wtórnym, redukcji uległa także liczba ofert składanych na aukcji z jednoczesnym wzrostem wartości pojedynczej oferty (część uczestników zrezygnowała z fragmentowania swoich ofert). • wprowadzenie w lipcu 2011 r. zmian w umowie z agentem emisji skarbowych obligacji detalicznych, w tym m.in. zmiany w systemie wynagradzania agenta emisji oraz modyfikacja konstrukcji obligacji detalicznych i warunków ich sprzedaży (wydłużenie okresów, podczas których możliwe jest złożenie dyspozycji przedterminowego wykupu obligacji, zmiana sposobu pobierania opłaty za przedterminowy wykup obligacji, możliwość dokonywania zamiany każdej obligacji detalicznej na dowolny rodzaj obligacji detalicznej, możliwość otwarcia rachunku rejestrowego przez internet).
--	--	---

II. Ograniczenia celu – mierzalne						
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2010	2011	VI 2012
Ryzyko refinansowania	Zadowalający	<ul style="list-style-type: none"> Ograniczenie emisji bonów skarbowych i oddłużenie w bonach skarbowych Wzrost sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych w I połowie 2012 r. (64% ogółu SPW sprzedanych na przetargach) po spadku w 2011 r. (41%) ze względu na niekorzystne uwarunkowania rynkowe Duża rola przetargów zamiany (w okresie styczeń 2011 r. – czerwiec 2012 r. odkupiono 38% zadłużenia początkowego obligacji odkupywanych na przetargach zamiany) Stabilny poziom średniej zapadalności długu krajowego i długu ogółem, mimo zmiennych warunków rynkowych 	Średnia zapadalność (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	4,30	4,25	4,30
			Udział w SPW krajowych:			
			- SPW do 1 roku	19,0%	19,9%	18,3%
			- bonów skarbowych	5,5%	2,3%	2,2%
Ryzyko kursowe	Zadowalający	<ul style="list-style-type: none"> Wzrost udziału długu zagranicznego powyżej zakładanego w strategii (przedział 20-30%) wynikał w dużej mierze z czynników zewnętrznych – deprecjacji złotego Udział euro był nieznacznie niższy niż zakładany w Strategii, co było efektem zwiększonego udziału nowych emisji w dolarze w 2011 r. oraz większej deprecjacji złotego wobec dolara niż wobec euro w ostatnich miesiącach 2011 r. Kontynuacja długoterminowego finansowania nierynkowego w MIF 	Udział długu zagranicznego w długu SP	27,8%	32,0%	31,4%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	71,5%	66,9%	67,4%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <i>Duration</i> 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 	<i>Duration</i> (w latach)			
			- kraj	2,97	2,80	2,87
			- zagranica	5,54	5,07	5,48
			- razem	3,74	3,56	3,76
			ATR (w latach)			
			- kraj	3,48	3,25	3,25
			- zagranica	7,19	6,81	6,76
			- razem	4,52	4,41	4,38

III. Ograniczenia celu – niemierzalne		
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Ryzyko płynności	Wysoki	<p>Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • przetargi zamiany (służące ograniczeniu ryzyka refinansowania przy wykupie dużych emisji), • oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2011 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 155,0 mld zł, a w I półroczu 2012 r. 55,2 mld zł, • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK, obejmujące transakcje warunkowe typu <i>buy-sell-back</i> oraz lokaty międzybankowe. W 2011 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 907,7 mld zł, a w I półroczu 2012 r. 417,5 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 0,4 mld EUR w 2011 r. i 1,4 mld USD w I półroczu 2012 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 2011 r. wyniósł 0,8 mld EUR, a w I półroczu 2012 r. 0,3 mld EUR; • oprocentowane lokaty walutowe w BGK - w 2011 r. zawarto lokaty na kwotę 132,0 mld EUR, a w I półroczu 2012 r. 93,5 mld EUR; • odkup bonów skarbowych na przetargach służący ograniczeniu ryzyka refinansowania; • wprowadzenie w 2011 r. w porozumieniu z NBP regularnej sprzedaży części środków walutowych z funduszy unijnych bezpośrednio na rynku walutowym (w 2011 r. na rynku sprzedano łącznie waluty o równowartości 11,0 mld EUR); • 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 2012 r. zgromadzono środki w wysokości 28,3 mld zł. <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2011 r. (średnio 12,8 mld zł na rachunkach złotych i równowartość 2,4 mld EUR na rachunkach walutowych) i w I połowie 2012 r. (odpowiednio 7,4 mld zł i 2,0 mld EUR) zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.</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). • Funkcjonuje 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 jest na bieżąco monitorowana. • Zawierano wyłącznie transakcje krótkoterminowe (do roku).

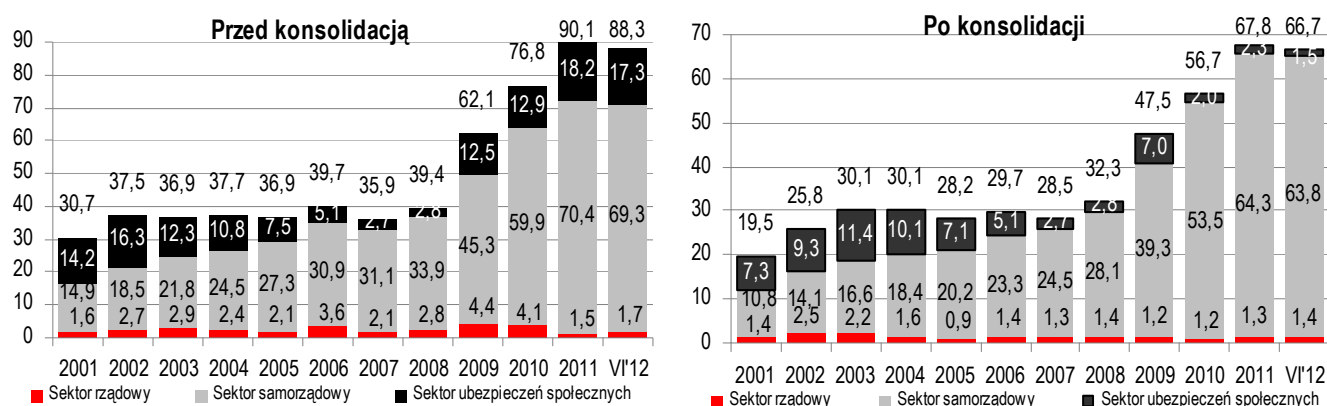
Ryzyko operacyjne	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> • Zarządzanie długiem skupione w jednej jednostce organizacyjnej MF. • Odpowiednia infrastruktura techniczna do zawierania transakcji rynkowych. • Bezpieczeństwo informacji związanych z zarządzaniem długiem. • Zintegrowana baza danych długu SP.
Rozkład kosztów obsługi długu w czasie	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> • Na poziom kosztów obsługi w 2011 r. miały wpływ transakcje swapowe zawarte w 2010 r. (zwiększenie kosztów o 0,67 mld zł w 2010 r. i zmniejszenie o 0,68 mld zł w 2011 r.) oraz w 2011 r. (zwiększenie kosztów o 1,56 mld zł w 2011 r. i zmniejszenie o 1,61 mld zł w 2012 r.) Celem transakcji zawartych w 2011 r. było dążenie do kształtowania kosztów obsługi długu w danym roku 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, zadawalający, umiarkowany, niski.

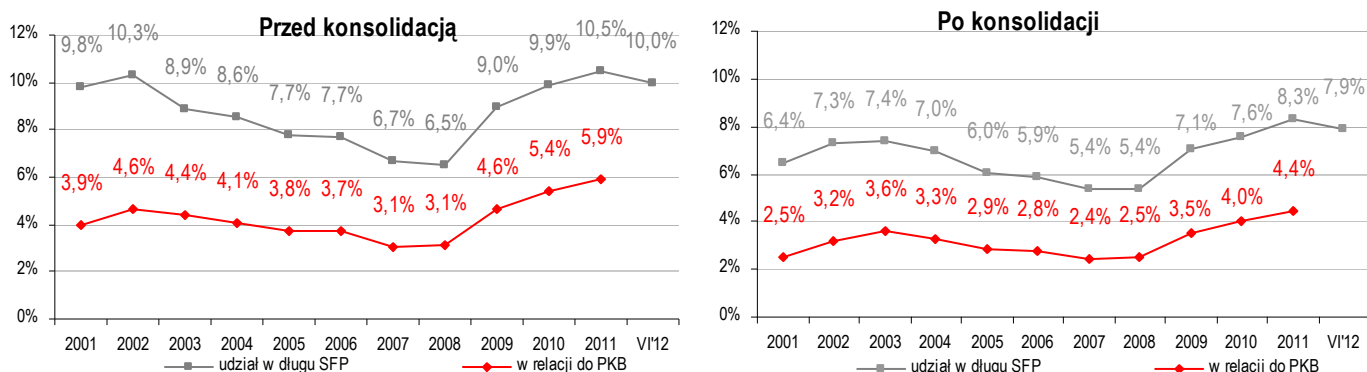
II.4. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2011 r. 10,5% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (8,3% po konsolidacji) wobec 9,9% (7,6%) na koniec 2010 r. Po pierwszym półroczu 2012 r. wielkości te kształtowały się odpowiednio na poziomie 10,0% oraz 7,9%. Największy udział w tej części długu miał dług sektora samorządowego, w szczególności zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego (JST). Udział zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych przed konsolidacją systematycznie spadał do 2008 r., począwszy od 2009 r. nastąpił jego wzrost do poziomu 2,0%. Różnica pomiędzy saldem zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych od 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.

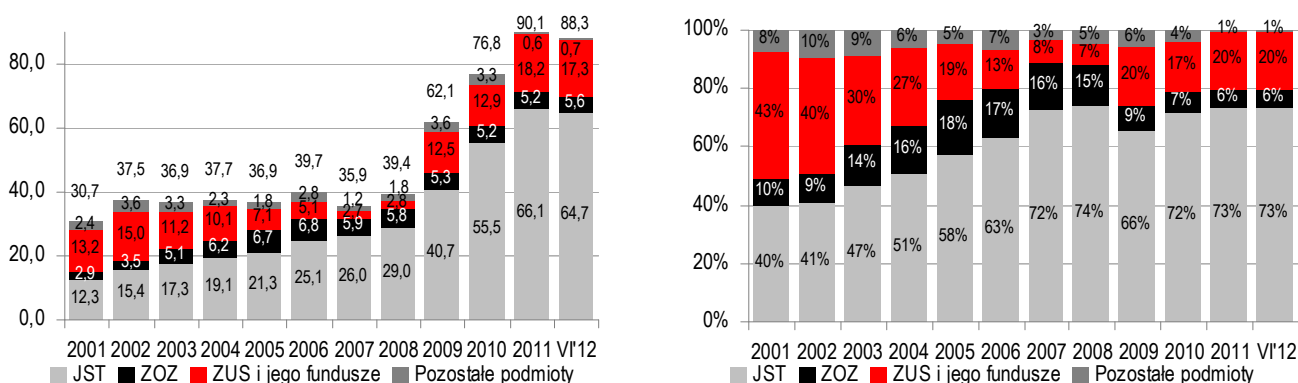
Wykres 11. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory (mld zł)



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



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

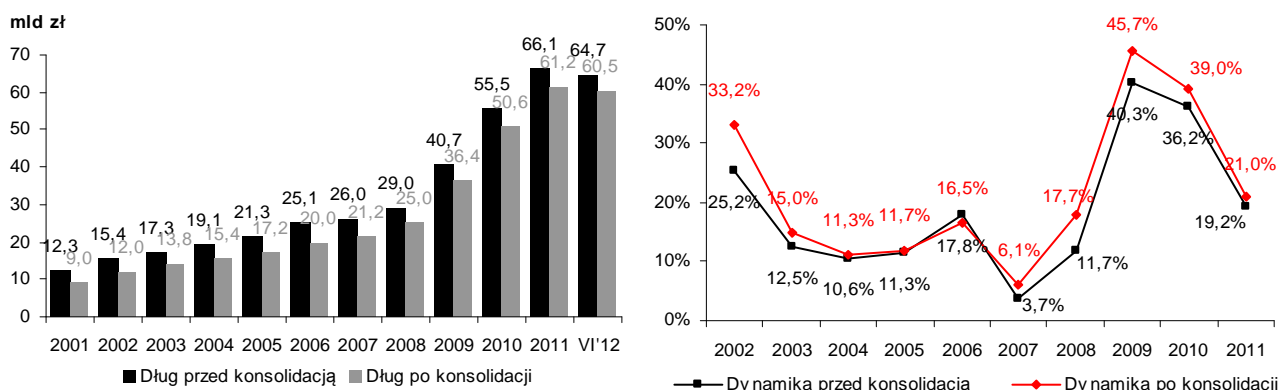


W dalszej części podrozdziału przedmiotem analizy jest zadłużenie innych niż SP jednostek SFP przed konsolidacją.

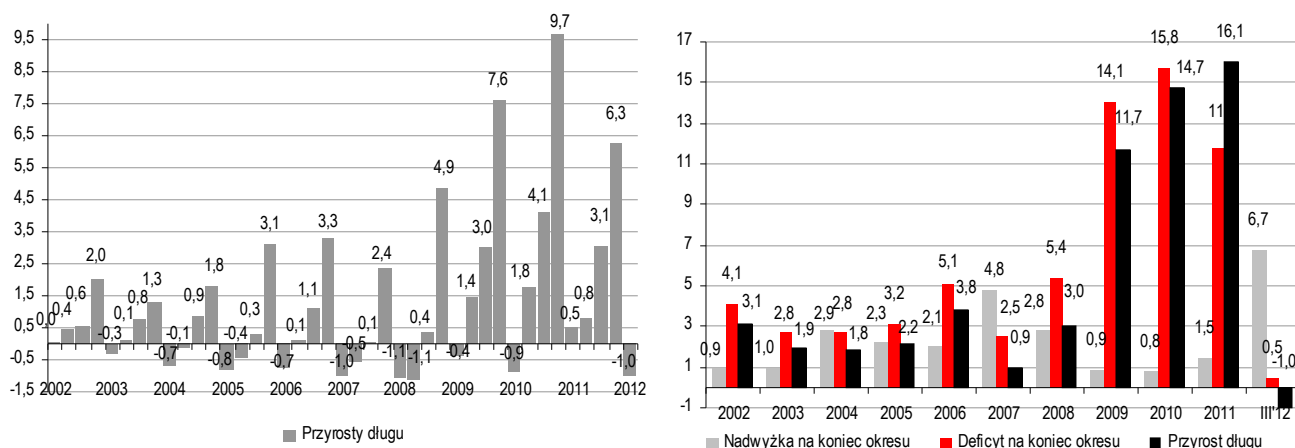
II.4.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

Zadłużenie JST i ich związków systematycznie rośnie, na koniec 2011 r. wyniosło 66,1 mld zł wobec 55,5 mld zł na koniec 2010 r. Natomiast po pierwszym półroczu 2012 r. nastąpił nieznaczny spadek do 64,7 mld zł. W 2009 r. odnotowano znaczne zwiększenie rocznej dynamiki zadłużenia (wzrost o 40,3% przed konsolidacją i 45,7% po konsolidacji). W kolejnych latach dynamika wzrostu wciąż utrzymywała się na wysokim poziomie: w 2010 r. wyniosła ona odpowiednio 36,2% i 39,0%, a 2011 r. odpowiednio 19,2% i 21,0%. Zadłużenie JST i ich związków od końca 2008 r. do końca II kwartału 2012 r. wzrosło łącznie o 122,9% przed konsolidacją i 142,5% 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)

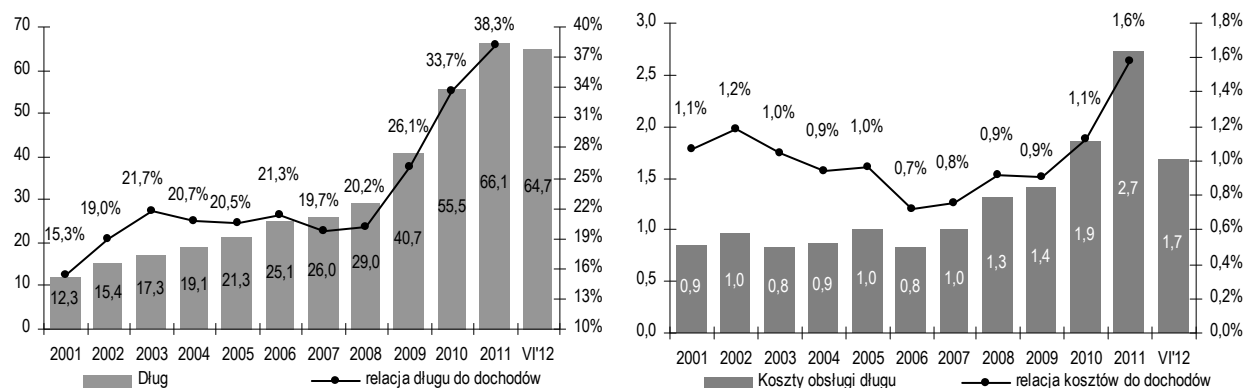


W 2011 r. łącznie JST i ich związki zanotowały deficyt budżetowy w wysokości 10,3 mld zł wobec 15,0 mld zł w 2010 r. Na wynik JST w 2011 r. złożyły się: deficyty poszczególnych jednostek w łącznej wysokości 11,8 mld zł oraz nadwyżki w łącznej wysokości 1,5 mld zł. Dług JST i ich związków w 2011 r. wzrósł natomiast o 10,6 mld zł. Brak wyraźnego związku między wynikiem JST a przyrostem długu w niektórych latach wynika z agregacji jednostek o różnej sytuacji budżetowej.

JST zacięły zobowiązania przede wszystkim w ostatnim kwartale roku, co ma związek z silną sezonowością ich wyników, choć w latach 2009-2011 r. istotny przyrost długu miał również miejsce w II i III kwartale roku. Zarówno w I jak i w II kwartale 2012 r. odnotowano spadek długu JST łącznie o 1,4 mld zł (przy nadwyżce budżetowej 6,6 mld zł). Taka sytuacja miała miejsce po raz ostatni w 2008 r. W I półroczu 2011 r. dług wzrósł o 0,9 mld zł przy nadwyżce w wysokości 5,5 mld.

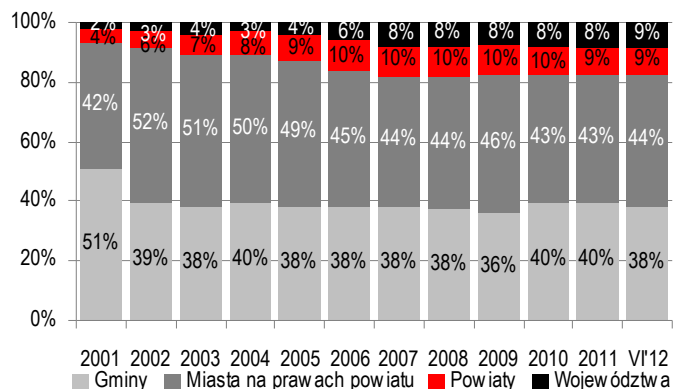
Relacja łącznej kwoty długu JST do dochodów tych jednostek (wskaźnik zadłużenia) kształtuje się znacznie poniżej ustawowego limitu 60%, choć 2011 r. był kolejnym rokiem jego istotnego wzrostu, do 38,3% tj. o 4,6 p. proc. w porównaniu z 2010 r. W 2011 r. najwyższy średni wskaźnik zadłużenia wystąpił w miastach na prawach powiatu (49,4%) a najniższy w powiatach (26,1%). W 2011 r. wydatki na obsługę długu JST i ich związków wyniosły 2,7 mld zł (tj. 1,6% wydatków ogółem) i były wyższe o 46,9% w stosunku do 2010 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 (42,7% w 2011 r. oraz 43,9% w I półroczu 2012 r.). Udział zobowiązań gmin w latach 2002-11 utrzymywał się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 36-40% (na koniec 2011 r. udział wzrósł do 39,5%, po czym na koniec czerwca 2012 r. nieznacznie obniżył się do poziomu 38,5%), a udział zobowiązań województw i powiatów po kilkuletnim wzroście ustabilizował się na poziomie ok. 8-10% (na koniec II kwartału 2012 r. wyniósł on odpowiednio 8,7% oraz 8,9%).

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



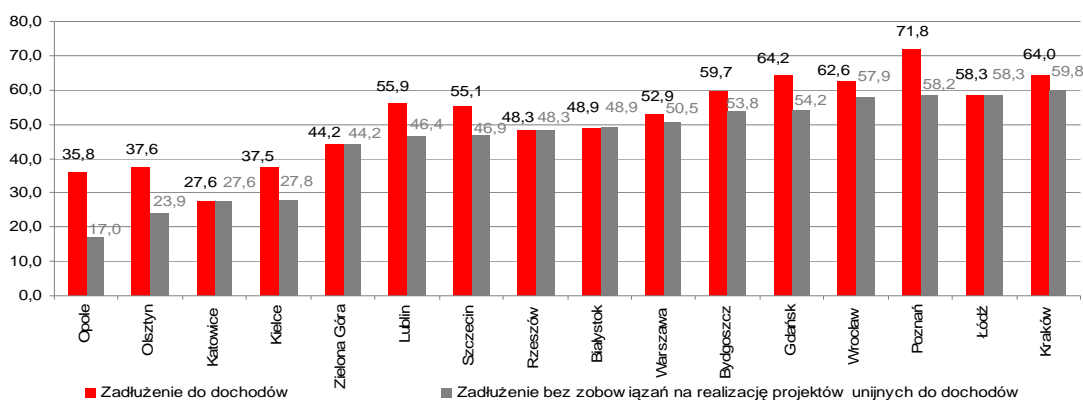
W 2011 r. w 32 JST (wobec 17 w 2010 r.) wskaźnik zadłużenia pomniejszonego o zobowiązania na realizację programów i projektów z udziałem środków z UE do dochodów przekroczył 60%. Zdecydowana większość jednostek przekraczających wskaźnik będący limitem określonym w ustawie o finansach publicznych to gminy, w 2011 r. tylko jeden powiat przekroczył dopuszczalną wartość wskaźnika.

Tabela 5. Liczba zadłużonych JST z uwzględnieniem relacji długu do dochodów w okresie 2010 - 2011

	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 2010	Gminy	2414	2276	406	968	746	139	17
	Miasta na prawach powiatu	65	65	4	23	32	6	0
	Powiaty	314	310	54	163	82	11	0
	Województwa	16	16	3	5	7	1	0
	Ogółem	2809	2667	467	1159	867	157	17
XII 2011	Gminy	2414	2305	322	917	825	210	31
	Miasta na prawach powiatu	65	64	2	18	30	14	0
	Powiaty	314	311	48	159	91	12	1
	Województwa	16	16	3	3	8	2	0
	Ogółem	2809	2696	375	1097	954	238	32

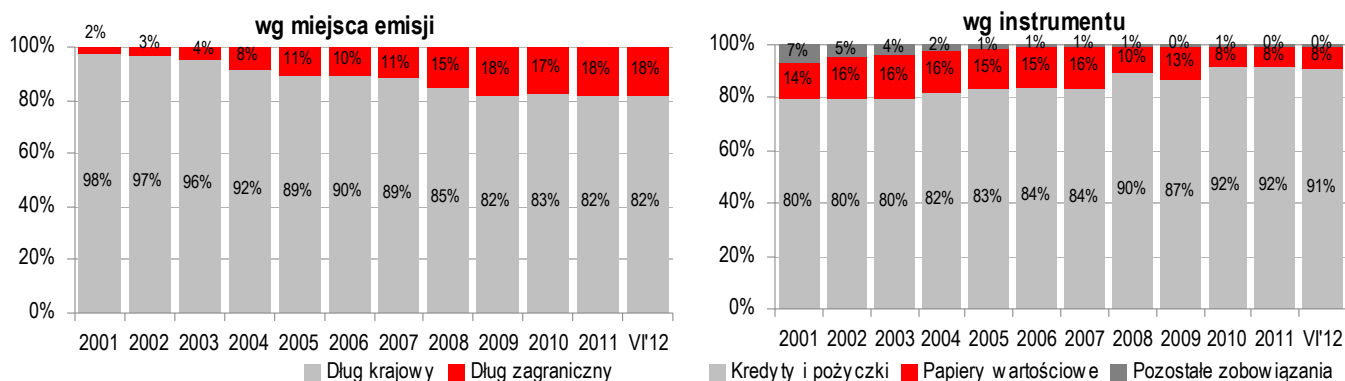
* Wskaźnik poziomu zadłużenia bez zobowiązań na realizację programów i projektów realizowanych z udziałem środków unijnych do wykonanych dochodów, którego relacja do dochodów stanowi limit zadłużenia samorządów.

Wykres 18. Zadłużenie do dochodów miast wojewódzkich w 2011 r.



Dominowało zadłużenie krajowe, choć udział zadłużenia zagranicznego stale się zwiększał i na koniec czerwca 2012 r. wynosił ok. 18,2%. W strukturze zobowiązań JST i ich związków największy udział stanowiły kredyty i pożyczki.

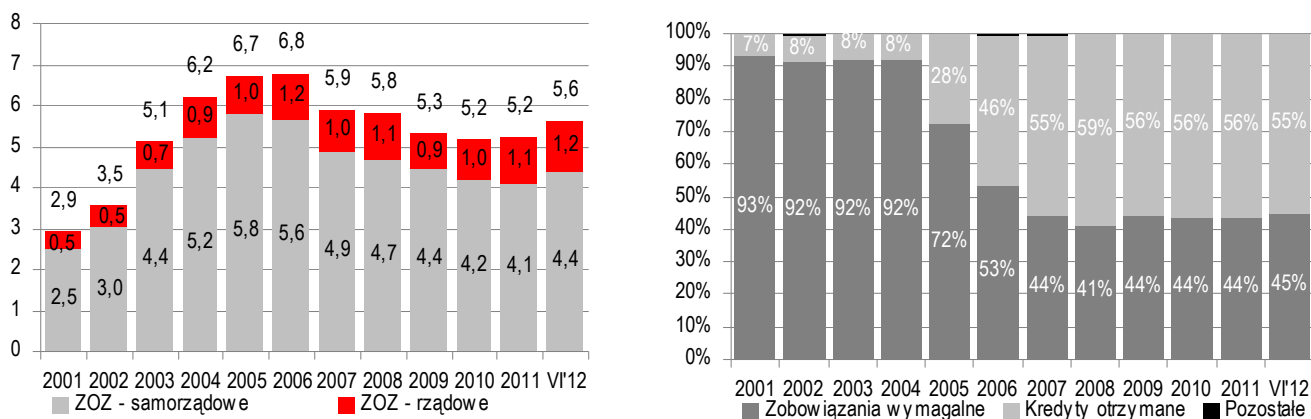
Wykres 19. Struktura długu jednostek samorządu terytorialnego i ich związków



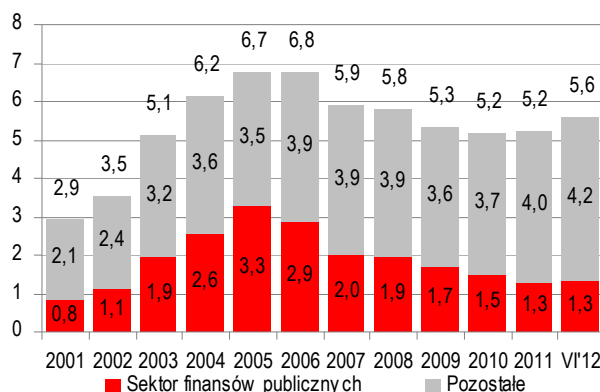
II.4.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

Zadłużenie SPZOZ na koniec 2011 r. wyniosło 5,2 mld zł, a na koniec czerwca 2012 r. 5,6 mld zł wobec 5,2 mld zł w 2010 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)



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



W latach 2006-11 zmniejszało się zadłużenie SPZOZ wobec sektora finansów publicznych, na koniec 2011 r. wyniosło ono ok. 1,3 mld zł. i utrzymywało się na tym poziomie na koniec

czerwca 2012 r. Wpływ na to w szczególności miała restrukturyzacja SPZOZ i częściowo umarżone pożyczki z budżetu państwa, udzielane na mocy ustawy z 2005 r., oraz spadek zobowiązań wobec ZUS.

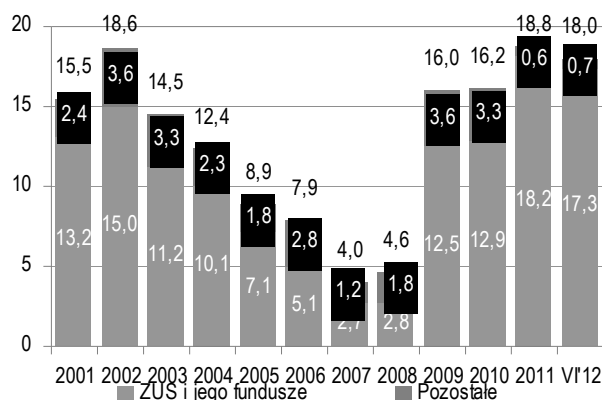
II.4.3. Zadłużenie pozostałych jednostek

Spośród pozostałych podmiotów największą pozycją w latach 2001-11 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 2011 r. dług FUS wyniósł 18,2 mld zł a na koniec czerwca 2012 r. 17,3 mld zł. 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.

2011 r. był kolejnym rokiem rosnącej roli pożyczek z budżetu państwa w strukturze zadłużenia FUS. FUS otrzymał dodatkowe 5,0 mld zł pożyczek z budżetu państwa (stan na koniec roku wyniósł 15,9 mld zł) oraz zaciągnął kredyt w banku komercyjnym w wysokości 0,8 mld zł. Z drugiej strony, nastąpił spadek zobowiązań wymagalnych o 0,6 mld zł. W I półroczu 2012 r. zadłużenie wobec budżetu państwa nie zmieniło się, natomiast zobowiązania wymagalne nieznacznie wzrosły o 0,03 mld zł do 1,5 mld zł oraz został spłacony kredyt zaciągnięty w banku komercyjnym.

Zadłużenie innych podmiotów stanowiło znikomą część długu publicznego (0,1% długu SFP przed konsolidacją, zarówno w na koniec 2011 r. jak i po II kwartale 2012 r.).

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

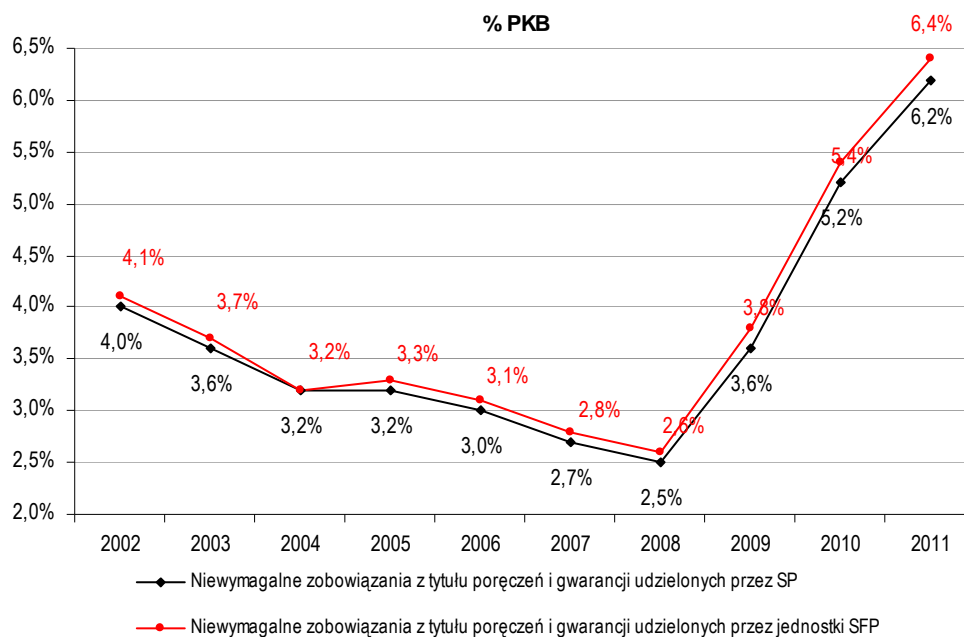
Potencjalne (niewymagalne) zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych w ujęciu nominalnym na koniec I półrocza 2012 r. wyniosły 105,2 mld zł, wobec 97,7 mld zł, tj. 6,4% PKB w 2011 r. oraz 76,0 mld zł, tj. 5,4% PKB w 2010 r.

Dominujący udział w potencjalnych (niewymagalnych) zobowiązaniach miały niewymagalne zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2012 r. wynosiły one 101,8 mld zł wobec 94,3 mld zł, tj. 6,2% PKB w 2011 r. oraz 73,2 mld zł, tj. 5,2 % PKB w 2010 r.

Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. Na koniec 2011 r. ok. 90% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Długoterminowy współczynnik ryzyka dla całego portfela poręczeń i gwarancji spadł z ok. 8% do ok. 6%. Wzrost

potencjalnych (niewymagalnych) zobowiązań 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 2012 r. wynikały z:

- gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego 71,8 mld zł
w tym na wsparcie Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) 69,2 mld zł
- gwarancji wypłat z Krajowego Funduszu Drogowego dla Gdańsk Transport Company S.A. 8,7 mld zł
- gwarancji wypłat z KFD dla Autostrady Wielkopolskiej II S.A. 7,8 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. 3,7 mld zł
- gwarancji udzielonej za Autostradę Wielkopolską S.A. 3,4 mld zł
- gwarancji udzielonych za Polskie Koleje Państwowe S.A. 3,2 mld zł

III. UWARUNKOWANIA STRATEGII

W kolejnych podrozdziałach przedstawiono główne założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii* oraz uwarunkowania mające wpływ na zarządzanie długiem, tj. rozwój krajowego rynku finansowego i rolę, jaką na nim odgrywają inwestorzy krajowi i zagraniczni, a także rozwój sytuacji na rynku międzynarodowym, w tym na rynkach na których SP finansuje swoje potrzeby pożyczkowe.

III.1. Założenia makroekonomiczne *Strategii*

Ocena sytuacji makroekonomicznej i kierunków polityki fiskalnej przedstawiona została w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na 2013 r. Tabela 6 przedstawia założenia makroekonomiczne *Strategii*.

Tabela 6. Założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii*

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Realny wzrost PKB (%)	4,3	2,5	2,2	2,5	3,5	4,0
PKB w cenach bieżących (mld zł)	1 524,7	1 612,7	1 688,3	1 769,5	1 875,7	1 998,9
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	4,3	4,0	2,7	2,3	2,5	2,5
USD/PLN - na koniec roku	3,42	3,28	3,13	2,93	2,89	2,89
EUR/PLN - na koniec roku	4,42	4,10	4,00	3,75	3,70	3,70

Założenia makroekonomiczne *Strategii* odbiegają od założeń *Pogramu Konwergencji. Aktualizacja 2012* i *Wieloletniego Planu Finansowego Państwa*, przyjętych przez Radę Ministrów w kwietniu i w maju 2012 r. Uwzględniony został negatywny wpływ pogarszającej się sytuacji gospodarczej w strefie euro na wzrost gospodarczy w Polsce, a co za tym idzie również na sytuację fiskalną, szczególnie w 2012 i 2013 r. Aktualizacji uległy również założenia dotyczące kursu euro do dolara oraz euro do złotego, uwzględniające wpływ mniej korzystnego otoczenia makroekonomicznego na rynki walutowe w 2012 r.

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 swobodnego przepływu kapitału rozwinięty i głęboki rynek krajowy pozwala na amortyzację szoków zewnętrznych i odpływu kapitału zagranicznego.

III.2.1. 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 niewielkiej już tendencji rosnącej.

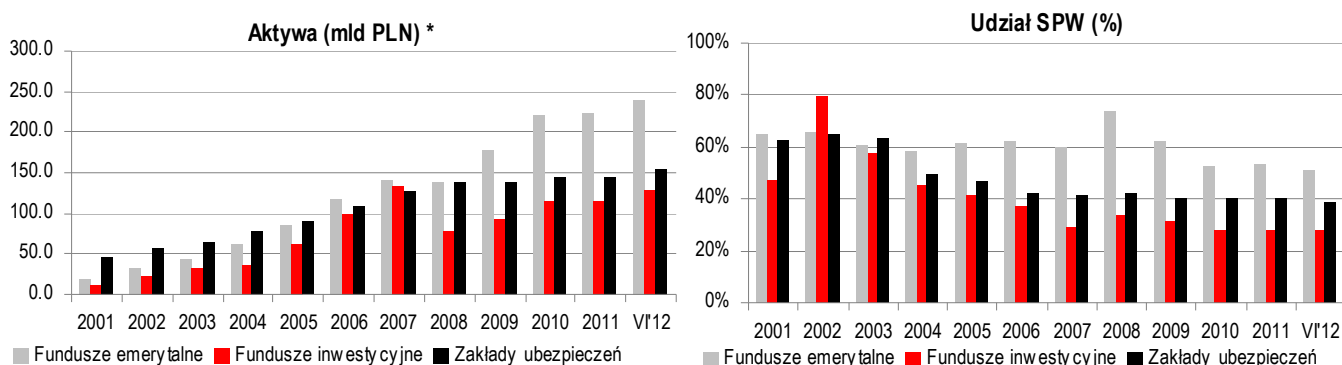
Do głównych czynników, które w dalszym ciągu będą decydowały o wartości aktywów pozostających w zarządzaniu pozabankowych instytucji finansowych należą:

- 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 7,3% do początkowo 2,3% a docelowo – od 2017 r. – do 3,5% podstawy składki emerytalnej, jak również stopniowym zwiększaniem limitu inwestycji w akcje oraz nabywaniem nieskarbowych papierów dłużnych (np.

emitowanych przez BGK). Wpływ zmniejszenia składki do OFE powinien być w przybliżeniu neutralny dla rynku długu, 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;

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

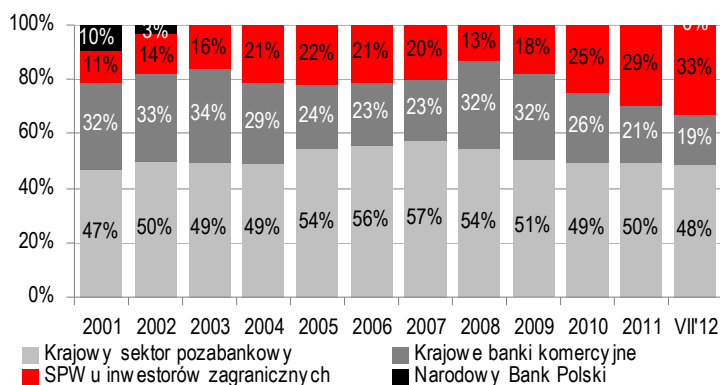
Wykres 24. Aktywa pozabankowych instytucji finansowych i udział SPW w aktywach



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

W ostatnich latach w posiadaniu krajowego sektora pozabankowego, znajdowało się ok. połowy SPW emitowanych na rynek krajowy. Zmniejszenie udziału sektora pozabankowego w stosunku do rekordowego roku 2007, kiedy to udział ten stanowił 57% zadłużenia krajowego, związane było z bezprecedensowym napływem na krajowy rynek SPW inwestorów zagranicznych w okresie 2009-2012.

Wykres 25. Zadłużenie krajowe SP – struktura podmiotowa



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

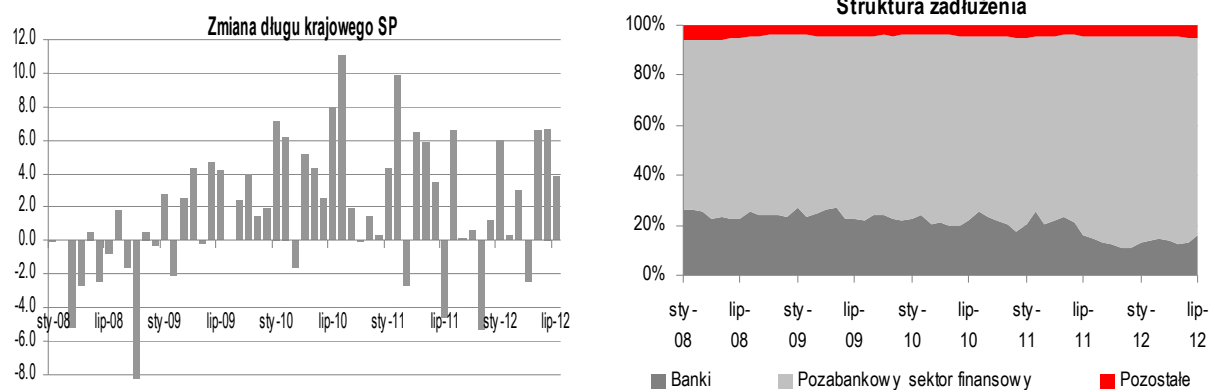
to miało miejsce w 2008 r., absorbując podaż SPW w przypadku zjawisk kryzysowych, czemu sprzyja strukturalna nadpłynność sektora bankowego⁶.

III.2.2. 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 tym z krajów regionu. Rok 2009 przyniósł powrót 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., kiedy Polska była jedynym krajem UE z dodatnią stopą wzrostu). W rezultacie zaangażowanie tej grupy inwestorów w krajowe SPW zwiększyło się w całym 2009 r. o 25,9 mld zł, do poziomu ok. 18% długu krajowego w SPW. Tendencja ta była kontynuowana również w latach 2010-2012 r. (napływ odpowiednio 46,4 mld zł i 25,9 mld zł oraz 20,1 mld zł w I połowie 2012 r.), co jest 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 (178,2 mld zł na koniec lipca 2012 r.), jak i pod względem udziału w długu krajowym (ok. 33%). Pod względem skali, napływ kapitału zagranicznego w okresie 2010-2011 był większy niż krajowe potrzeby pożyczkowe netto.

Wykres 26. Zmiany zadłużenia krajowego SP wobec inwestorów zagranicznych oraz struktura podmiotowa tego zadłużenia w okresie I 2008- VII 2012



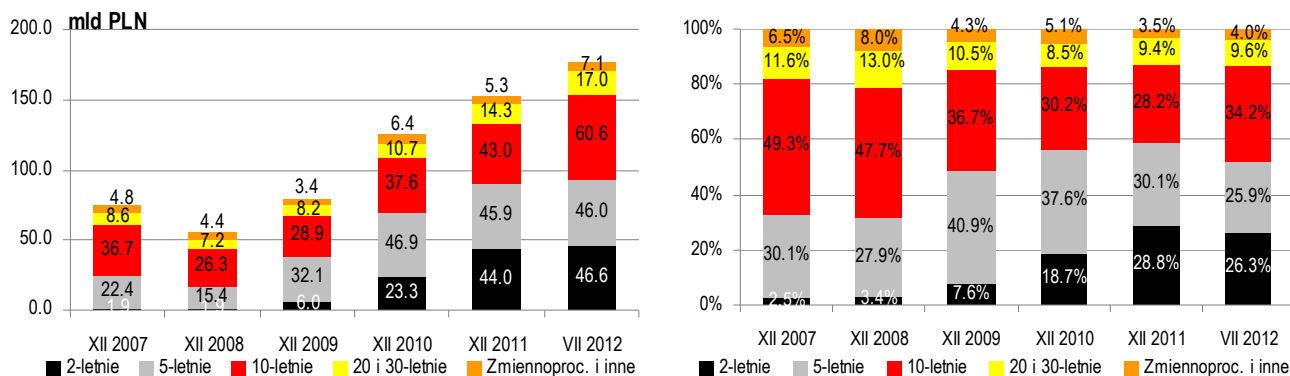
W okresie od stycznia 2008 r. do lipca 2012 r. zaangażowanie inwestorów zagranicznych w SPW zwiększyło się ponad dwukrotnie. Najbardziej stabilną grupą nabywców wśród nierezydentów, a zarazem posiadającą największy portfel papierów skarbowych jest pozabankowy sektor finansowy, który w analizowanym okresie stopniowo zwiększał swoje zaangażowanie w SPW (przyrost portfela SPW od początku 2008 r. do lipca 2012 r. o 90,1 mld zł).

Wzrostowi zadłużenia wobec inwestorów zagranicznych towarzyszyła modyfikacja struktury rodzajowej portfela papierów skarbowych w posiadaniu nierezydentów. Stabilnej dynamice wzrostu portfela obligacji długoterminowych towarzyszył dynamiczny przyrost portfela obligacji 2-letnich, zwłaszcza od 2010 r. (wzrost o 288%). W 2011 r. zadłużenie wobec nierezydentów

⁶ W ocenie Rady Polityki Pieniężnej przedstawionej w „Założeniach polityki pieniężnej na rok 2012” (Warszawa, sierpień 2011 r.) 2012 r. będzie kolejnym rokiem nadpłynności w krajowym sektorze bankowym. Głównym czynnikiem zwiększającym płynność sektora będzie napływ środków z UE.

wzrosło o 89% w obligacjach 2-letnich i o 14% w obligacjach 10-letnich, a do lipca 2012 r. odpowiednio o 6% i 41%.

Wykres 27. Struktura portfeli obligacji skarbowych u nierezydentów



Postrzeżenie Polski przez inwestorów zagranicznych będzie miało silny wpływ na warunki finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w horyzoncie *Strategii*. Napływ inwestorów zagranicznych w okresie 2009-2012 miał wpływ na spadek rentowności SPW na całej krzywej dochodowości do poziomów zbliżonych do najniższych w historii, zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym.

Kapitał zagraniczny powinien w dalszym ciągu napływać do Polski, a ryzyko nagłego jego odpływu 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,
- relatywnie dobra sytuacja fiskalna i makroekonomiczna,
- funkcjonować będzie w Polsce duży i płynny rynek finansowy, szczególnie rynek papierów skarbowych i jego odpowiednia infrastruktura.

Krótkoterminowe silniejsze przepływy kapitału zagranicznego niezwiązane z wymienionymi czynnikami mogą wystąpić w wyniku zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych. 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 perspektyw wzrostu gospodarki światowej uległy znacznemu pogorszeniu. Wskazują, że rok 2012 będzie okresem spowolnienia globalnego PKB, przy czym relatywnie silne będzie ono w strefie euro. Zgodnie z opublikowaną wiosną br. prognozą KE w 2012 r. spadek PKB w strefie euro wyniesie 0,3% (w 2011 r. był to wzrost o 1,5%), a tempo wzrostu największej gospodarki – Niemiec spadnie do 0,7% w porównaniu do 3,0% w 2011 r. Wzrost PKB w USA w 2012 r., według ostatnich szacunków KE wyniesie 2,0% wobec 1,7% w 2011 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,
- 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,
- działania banków centralnych, w tym EBC.

III.3.1. Rynek euro (EUR)

Europejski Bank Centralny (EBC) po podwyżkach stóp procentowych w kwietniu i lipcu 2011 r., z uwagi na zwiększone ryzyko pogorszenia koniunktury w gospodarce europejskiej od listopada 2011 r. obniżał je trzykrotnie o 25 pb, w efekcie od lipca 2012 r. stopa podstawowa wynosi 0,75%, zaś jednodniowa stopa depozytów banków 0% (co ma zachęcać banki do inwestowania i udzielania kredytów). We wrześniu 2012 r. Prezes EBC zapowiedział przeprowadzenie programu skupu nieograniczonych ilości krótkoterminowych obligacji na rynku wtórnym, celem obniżenia rentowności długu peryferyjnych państw strefy euro. W najbliższej przyszłości rynek nie przewiduje wzrostu stóp.

III.3.2. Rynek amerykański (USD)

Według danych Komisji Europejskiej deficyt budżetu USA w 2011 r. wyniósł 9,6% PKB, dług publiczny 103,5% PKB. W sierpniu 2011 r. agencja Standard & Poor's 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 do połowy 2015 r., ponadto we wrześniu br. ogłosił uruchomienie kolejnego programu skupu papierów dłużnych i zakup w jego ramach aktywów o wartości 40 mld USD miesięcznie aż do czasu poprawy sytuacji na rynku pracy. Rynek nie spodziewa się wzrostu stóp w najbliższej przyszłości.

III.3.3. Rynek japoński (JPY)

Japonia ma jeden z największych w relacji do PKB poziomów długu publicznego spośród krajów uprzemysłowionych. Sięgnął on w 2011 r. 211,4% 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. We wrześniu 2012 r. Bank Japonii zwiększył swój program skupu aktywów i udostępniania tanich pożyczek o dalsze 10 bln jenów do poziomu 80 bln jenów. W maju 2011 r. agencja Fitch obniżyła rating Japonii o dwa stopnie do poziomu A+, wskazując na dużą nierównowagę finansów publicznych i niestabilność polityczną w kraju. Rynek nie przewiduje wzrostu stóp w najbliższej przyszłości.

III.3.4. Rynek szwajcarski (CHF)

Dług publiczny Szwajcarii obecnie przekracza 40% PKB, a wzrost gospodarczy wynosi 1,9%, natomiast w latach 2012-2013 KE prognozuje go na poziomie odpowiednio 0,9% i 1,7%. Na skutek zawirowań na rynkach finansowych szwajcarski frank stał się jedną z nielicznych walut uważanych za „bezpieczną przystań”, 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 2011 r. Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) do interwencji. Bank ustalił minimalny kurs wymiany franka na poziomie 1,2 za euro i zobowiązał się do interwencji na rynku finansowym w celu jego utrzymania. W rezultacie Szwajcaria awansowała na szóste miejsce wśród krajów o

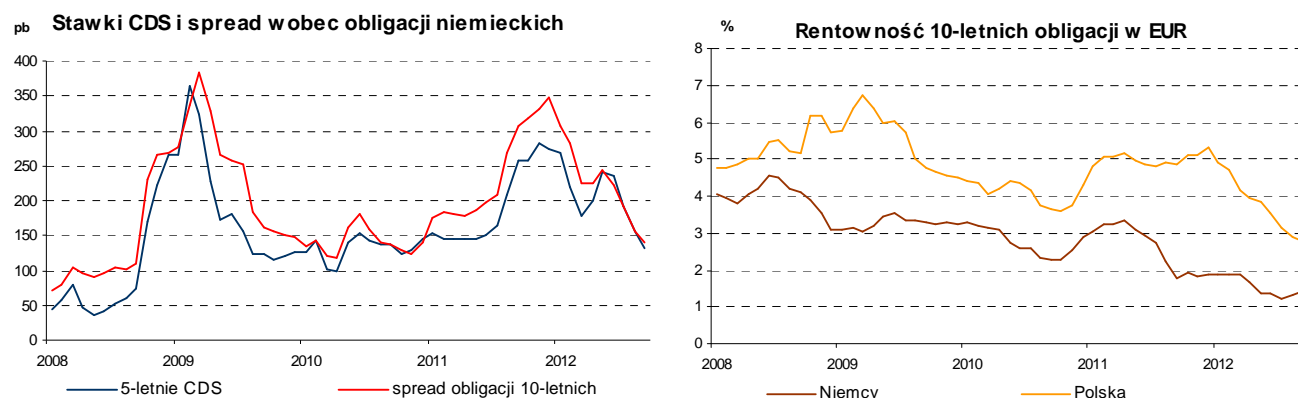
największych rezerwach walutowych. Rynek nie przewiduje wzrostu stóp w najbliższej przyszłości.

III.3.5. 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. 120 pb w listopadzie 2010 r. i po ponownych wzrostach w pierwszym półroczu 2012 r., spadła w połowie września 2012 r. do ok. 120 pb. Uwzględniając spadek stóp procentowych na rynkach bazowych, koszt finansowania rynkowego w euro obniżył się w stosunku do poziomu sprzed kryzysu i osiągnął najniższy poziom w historii. 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 i Hiszpanii, rosła rynkowa wycena ryzyka kredytowego znacznej części państw UE, w tym strefy euro, co znalazło również odzwierciedlenie w obniżce ratingów części państw⁷. We wrześniu 2012 r. rynkowa ocena wiarygodności kredytowej Polski mierzona stawkami CDS zbliżona była do poziomu Słowacji, Czech, Belgii, a także Francji, mimo iż kraje te posiadają wyższe niż Polska ratingi.

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



⁷ Ocena ryzyka kredytowego państw UE, w tym ratingów kredytowych i kwotowań CDS, zamieszczona została w aneksie 6.

IV. CEL STRATEGII

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

1. ryzyka refinansowania,
2. ryzyka kursowego,
3. ryzyka stopy procentowej,
4. ryzyka płynności budżetu państwa,
5. pozostałych rodzajów ryzyka, w szczególności ryzyka kredytowego i operacyjnego,
6. 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;
- **zwiększania 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 okresie 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 na czas 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 podaż w poszczególnych segmentach krzywej dochodowości nie powodowała nadmiernego wzrostu rentowności. Środki pozyskiwane na rynkach międzynarodowych będą istotnym uzupełnieniem finansowania krajowego. Finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu w walutach obcych powinno:

- 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,
- uwzględnić 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:

1. 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 i utrzymanie 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,
- utrzymywanie średniej zapadalności długu Skarbu Państwa na poziomie nie niższym niż 5 lat;

2. ryzyka kursowego

- utrzymywanie udziału długu nominowanego w walutach obcych w długu ogółem na poziomie nie przekraczającym 30%, z możliwością przejściowych odchyłeń w przypadku znaczących zmian kursów walutowych lub istotnych zawirowań na rynku krajowym lub możliwości prefinansowania potrzeb pożyczkowych po wyraźnie niższych kosztach niż na rynku krajowym,
- możliwość zastosowania instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem kursowym w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu oraz finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa,
- dążenie w horyzoncie *Strategii* do 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, jego nieefektywności lub niekorzystnej sytuacji na rynku instrumentów pochodnych;

3. ryzyka stopy procentowej

- utrzymywanie *duration* długu krajowego w przedziale 2,5-3,5 roku, a ATR długu krajowego w przedziale 2,8-4,2 roku,
- 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;

4. 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;
5. 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;
6. 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

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.

V.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.

- Emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro i dolara amerykańskiego. W połowie 2012 r. 4 serie obligacji w euro miały wartość 3 mld EUR lub więcej, z czego jedna przekraczała 5 mld EUR, a dwie obligacje w dolarach amerykańskich miały wartość 3 mld USD lub więcej.
- Monitorowanie efektywności wprowadzonych w październiku 2011 r. nowych zasad oceny aktywności Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW), które promują aktywność banków zarówno na rynku pierwotnym, jak i na elektronicznej platformie obrotu SPW na rynku wtórnym.
- Rozszerzenie formuły przetargu jednej ceny o przetargi zamiany.
- Dostosowanie polityki emisyjnej, w tym przetargów sprzedaży, zamiany i odkupu, do warunków rynkowych, w tym popytu w poszczególnych segmentach rynku SPW.

V.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.

V.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 miała bezpośredni wpływ na zarządzanie długiem publicznym było wzmocnienie systemu zarządzania płynnością budżetu państwa, wprowadzone w maju 2011 r. nowelizacją ustawy o finansach publicznych. Polegała ona na wprowadzeniu:

- 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.

Tzw. konsolidacja zarządzania płynnością sektora stanowiła zmianę systemową, prowadzącą do zwiększenia efektywności zarządzania aktywami sektora. Jej 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. Na koniec 2011 r. stan wolnych środków ulokowanych przez jednostki na rachunku u Ministra Finansów wyniósł 24,5 mld zł, co spowodowało obniżenie państwowego długu publicznego w 2011 roku o ok. 23,1 mld zł.

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 spłaty⁸.

Opracowany został projekt ustawy o finansach publicznych, w którym planuje się wprowadzenie zmian w następujących obszarach:

- Reguła fiskalna dla jednostek samorządu terytorialnego polegająca na wprowadzeniu limitu deficytu sektora samorządowego oraz stałym monitorowaniu przez Ministerstwo Finansów planowanego wyniku finansowego sektora samorządowego w ujęciu kolejnych czterech lat. Ponadto planuje się wdrożenie procedury korekty nadmiernego deficytu, wprowadzenie mechanizmów zapewniających egzekwowanie nieprzekraczania limitu deficytu oraz ustanowienie systemu przepływu informacji o finansach sektora samorządowego, umożliwiającego kontrole i monitoring deficytu sektora samorządowego;
- Docelowa stabilizująca reguła wydatkowa, której celem będzie stabilizacja nominalnego wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB na poziomie równym średniookresowemu celowi budżetowemu (ang. *medium term objective* – MTO, obecnie -1% PKB) w średnim okresie oraz utrzymywanie długu publicznego w relacji do

⁸ Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST omówione zostały w aneksie 2.

PKB poniżej określonego poziomu. Reguła będzie miała charakter wydatkowy, a więc nakładać będzie ograniczenia na tempo wzrostu wydatków publicznych. Łączny limit wydatkowy dla sektora instytucji rządowych i samorządowych po wyłączeniu środków z bezzwrotnej pomocy unijnej, których ostatecznym beneficjentem są jednostki tego sektora, będzie wyznaczany w oparciu o średniookresowe tempo wzrostu realnego PKB oraz prognozę inflacji. Reguła przewiduje korektę tempa wzrostu wydatków poniżej średniookresowego tempa wzrostu PKB w trzech przypadkach: (1) nadmiernego ujemnego odchylenia wyniku nominalnego od celu w średnim okresie, (2) przekroczenia przez dług publiczny poziomu referencyjnego, (3) objęcia Polski procedurą nadmiernego deficytu. Ograniczenie wydatków będzie odbywało się jednak wyłącznie przy dostatecznie dobrej koniunkturze, tak aby uniknąć ryzyka procyklicznego oddziaływania mechanizmu korygującego;

- Procedury ostrożnościowe i sanacyjne - planowana jest modyfikacja w ustawie o finansach publicznych procedur ostrożnościowych i sanacyjnych w przypadku przekroczenia przez relację państwowego długu publicznego do PKB progu 50% lub 55% oraz modyfikacja w ustawie o podatku od towarów i usług mechanizmów warunkowego podwyższania stawek podatku VAT w przypadku przekroczenia przez relację państwowego długu publicznego do PKB progu 55%. Ograniczenia wynikające z przekroczenia progu 50% lub 55%, w tym związane z niestosowaniem warunkowego podwyższania stawek podatku VAT, nie obowiązywałyby w przypadku, gdyby kwota relacji państwowego długu publicznego do PKB przeliczona na złote wg kursów średnich w roku oraz pomniejszona o wolne środki finansowe Ministra Finansów na koniec roku budżetowego służące finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w następnym roku budżetowym nie przekraczała odpowiednio 50% lub 55%. Proponowane rozwiązanie pozwoli ograniczyć negatywny wpływ wahań kursu walutowego (jako czynnika zewnętrznego, o dużej zmienności i podatnego na działania spekulacyjne) oraz zaciągania zobowiązań na prefinansowanie w danym roku potrzeb pożyczkowych następnego roku na stosowanie sankcji przewidzianych w procedurach ostrożnościowych zmierzających do zmniejszenia relacji długu do PKB. Jednocześnie proponowana zmiana nie powoduje zmiany metodologii liczenia państwowego długu publicznego.

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 być udzielane przez Skarb Państwa poręczenia i gwarancje. Limit na 2013 r. w projekcie ustawy budżetowej został ustalony na poziomie 300 mld zł.

Skala wykorzystania instrumentu gwarancji i poręczeń SP będzie wynikała przede wszystkim z kontynuacji inwestycji infrastrukturalnych, jak i z ewentualnych 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:

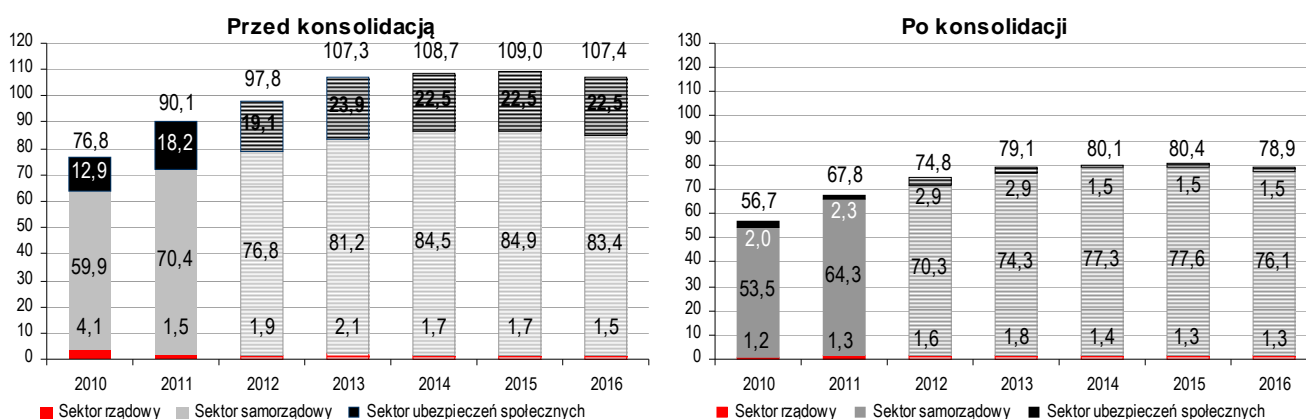
- Bankowi Gospodarstwa Krajowego na emisję obligacji oraz spłatę kredytów zaciąganych na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) w celu współfinansowania budowy infrastruktury drogowej;
- PKP Polskim Liniom Kolejowym S.A. na spłatę kredytów zaciąganych w celu współfinansowania modernizacji infrastruktury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

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

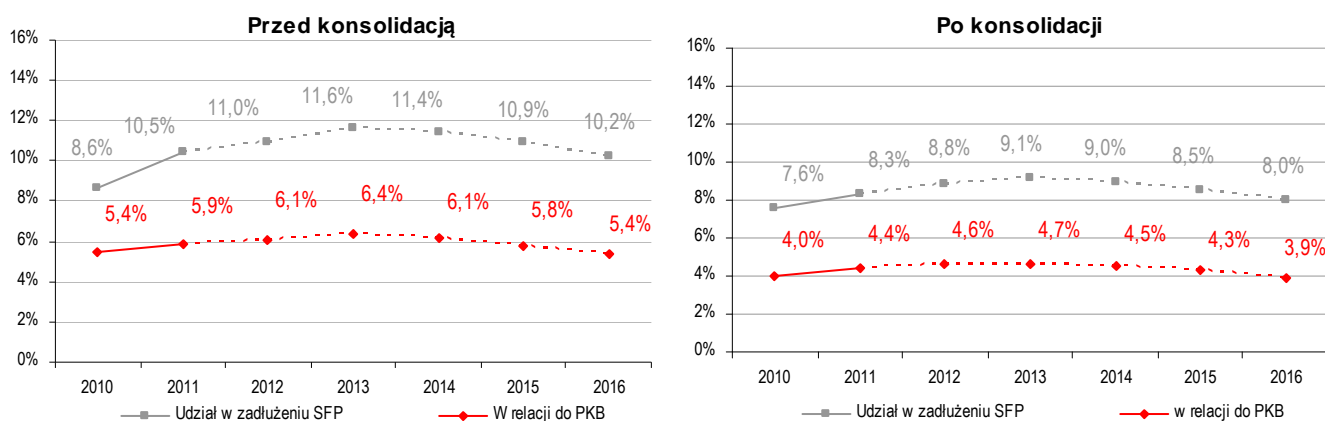
Przy przyjętych założeniach nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP w horyzoncie Strategii wzrośnie z 97,8 mld zł do 107,4 mld zł przed konsolidacją i z 74,8 mld zł do 78,9 mld zł po konsolidacji. Wzrost ten będzie wypadkową:

- malejących w kolejnych latach deficytów, a następnie występowania nadwyżek budżetów JST,
- niewielkiego wzrostu zadłużenia SPZOZ,
- 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%, a zadłużenie po konsolidacji na poziomie ok. 4,4%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych przed konsolidacją będzie kształtować się na poziomie ok. 11,0%, a po konsolidacji na poziomie ok. 8,7%.

VI.3.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

W Strategii założono, że zadłużenie JST oraz ich związków będzie rosło do 2015 roku, jednak tempo przyrostu będzie malało i będzie pochodną malejącego łącznego deficytu tej grupy jednostek. W 2016 roku przewidywany jest spadek długu JST, będący wypadkową łącznej nadwyżki 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. Przewiduje się utrzymanie istotnej roli zadłużenia zagranicznego, tak z tytułu obligacji emitowanych na rynkach międzynarodowych, jak i kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych jako uzupełniającego źródła finansowania potrzeb pożyczkowych tych jednostek.

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.

VI.3.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

Założono, że zadłużenie SPZOZ przed konsolidacją w horyzoncie Strategii nieznacznie wzrośnie. 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,

- zmian formy prawnej działania jednostek, w tym przekształceń części z nich w spółki prawa handlowego,
 - bieżących wyników finansowych poszczególnych jednostek.
- Dominującym składnikiem zadłużenia pozostaną kredyty.

VI.3.3. Zadłużenie 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 oczekiwanym rezultatem realizacji celów *Strategii* przy przyjętych założeniach makroekonomicznych i budżetowych. W rozdziale wskazane zostały również najważniejsze zagrożenia dla realizacji celów *Strategii*.

VII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

W 2012 r. przewidywany jest spadek relacji długu do PKB z 53,5% na koniec 2011 r. do 52,4%. Przy przyjętych założeniach, w latach 2013-16 relacja długu do PKB będzie się zmniejszać i obniżyć się poniżej progu 50% w 2016 r. Zmniejszać się również będzie relacja długu sektora *general government* do PKB, która w horyzoncie Strategii osiągnie poziom 52,0%. 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 2015 roku 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.

Wzrost kosztów obsługi długu SP będzie wynikać przede wszystkim z przyrostu długu, a ich relacja do PKB wzrośnie z 2,4% w 2011 r. do 2,7% w 2012 r., a następnie będzie się sukcesywnie obniżać, w zależności od ukształtowania się zmiennych rynkowych, do poziomu 2,2%-2,3% w 2016 r.

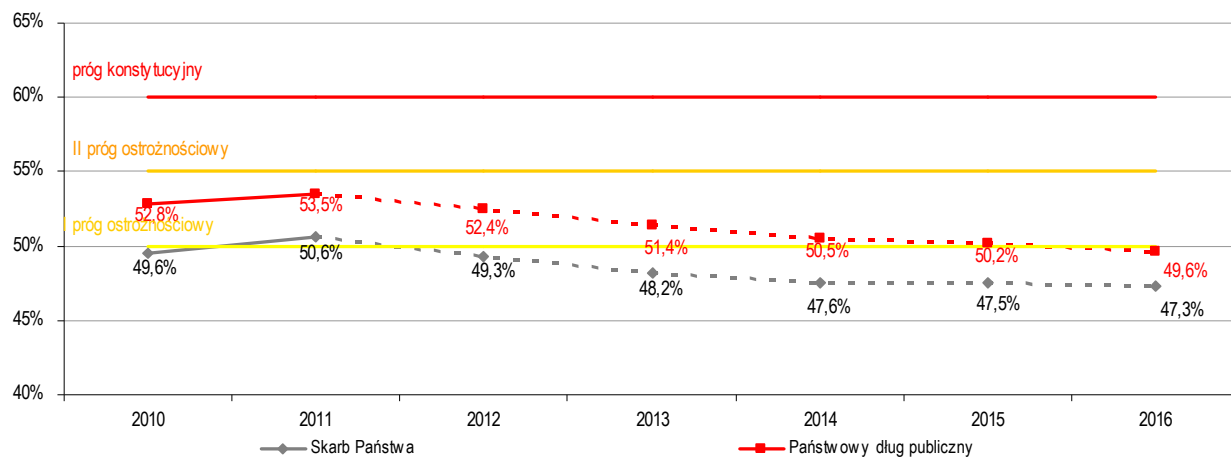
Istotny wzrost kosztów w 2012 r. wynika przede wszystkim z wyższych wykupów 2-letnich obligacji zerokuponowych, sprzedawanych w okresie kryzysu finansowego w latach 2009-2010 oraz z wyższego oprocentowania długu o oprocentowaniu zmiennym na skutek wzrostu stóp krótkoterminowych w wyniku podwyżek stóp banku centralnego w latach 2011-2012.

Tabela 7. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

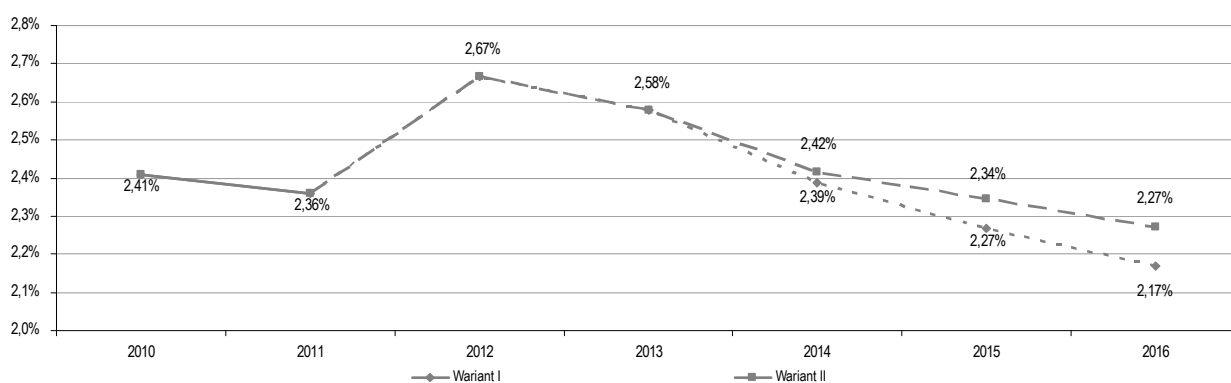
Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Dług Skarbu Państwa						
a) w mld zł	771,1	795,2	813,9	841,5	891,6	945,5
krajowy	524,7	541,4	565,0	606,1	643,8	675,4
zagraniczny	246,4	253,8	248,9	250,2	268,5	279,6
b) w relacji do PKB	50,6%	49,3%	48,2%	47,6%	47,5%	47,3%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	815,3	845,8	867,6	893,3	941,5	991,4
b) w relacji do PKB	53,5%	52,4%	51,4%	50,5%	50,2%	49,6%
3. Dług sektora <i>general government</i>						
a) w mld zł	859,0	894,7	920,9	944,8	990,0	1 039,0
b) w relacji do PKB	56,3%	55,5%	54,5%	53,4%	52,8%	52,0%
4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)						
a) w mld zł, w tym:	36,0	43,0	43,5	42,3 - 42,8	42,5 - 44,0	43,4 - 45,4
- obsługa długu krajowego	27,1	32,2	32,1	31,4 - 32,2	33 - 33,3	33,3 - 33,8
- obsługa długu zagranicznego	8,8	10,8	11,4	10,3 - 11,3	9,5 - 10,7	10,1 - 11,6
b) w relacji do PKB	2,36%	2,67%	2,58%	2,39% - 2,42%	2,27% - 2,34%	2,17% - 2,27%

* Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2014-16 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe oraz operacji mających na celu wyrównanie rozkładu kosztów w latach.

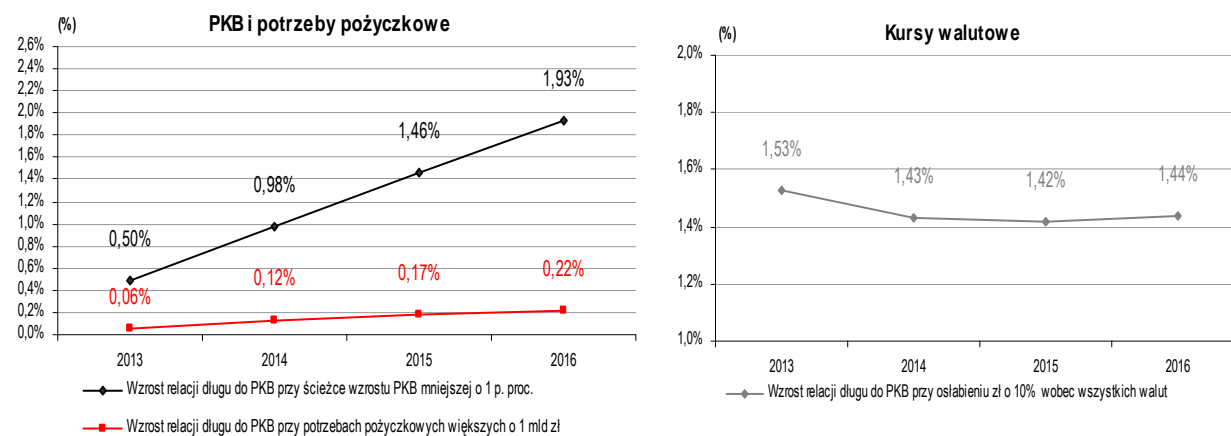
Wykres 31. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 32. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

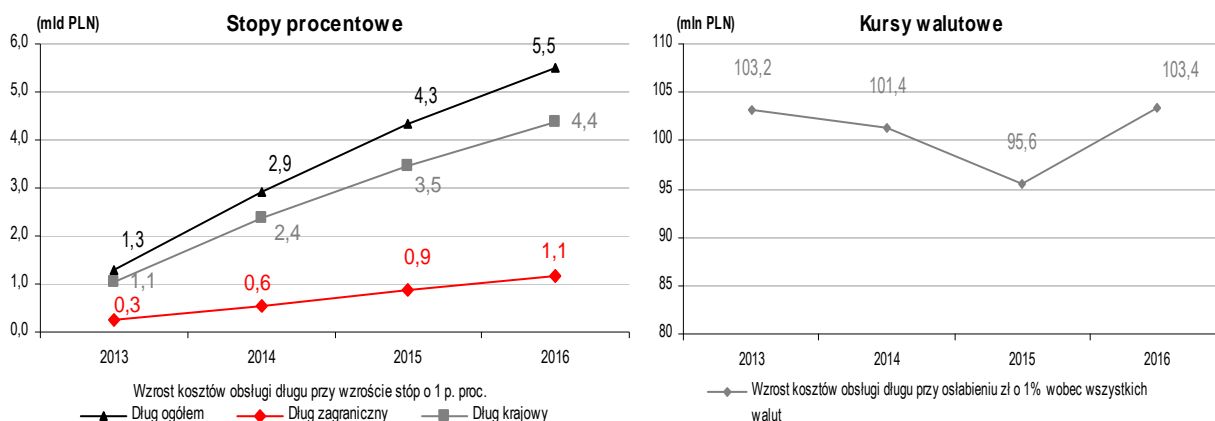


Wykres 33. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń *



*) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2013 roku.

Wykres 34. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń



VII.1.1. 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 2012 r. ok. 7,2 %, w tym udzielonych przez SP ok. 6,9%, a w 2013 r. może ulec zwiększeniu, odpowiednio do 8,1% i 7,8%. W dalszych latach przewidywany jest jednak spadek tej relacji.

Tabela 8. Prognoza niewymagalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SFP i SP

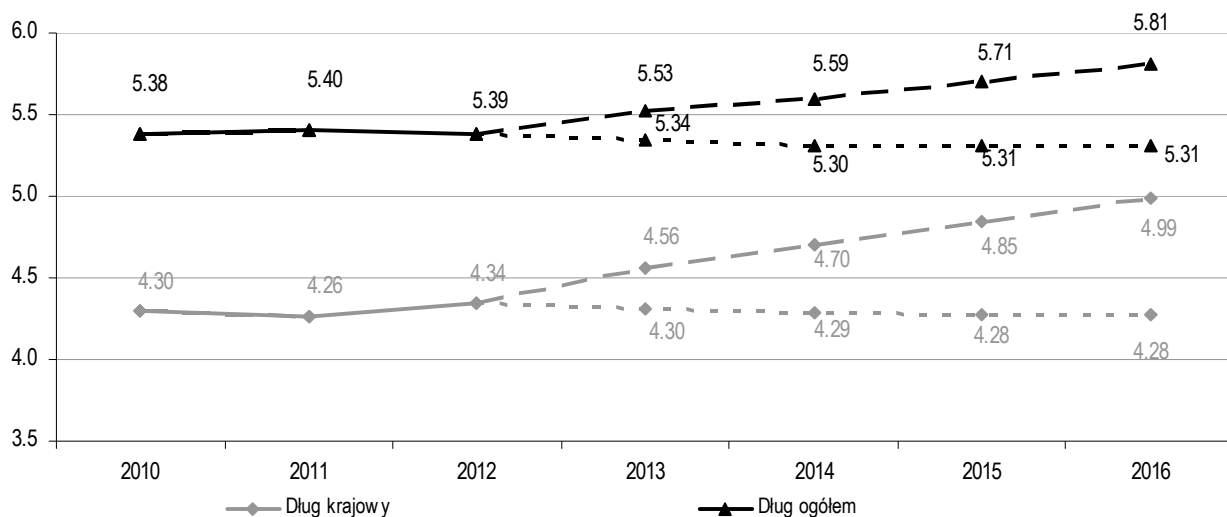
Sektor finansów publicznych	2012	2013	2014	2015	2016
w mld zł	116,4	137,1	127,6	131,3	136,7
w % PKB	7,2%	8,1%	7,2%	7,0%	6,8%
Skarb Państwa	2012	2013	2014	2015	2016
w mld zł	112,1	131,4	120,2	121,7	124,3
w % PKB	6,9%	7,8%	6,8%	6,5%	6,2%

VII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

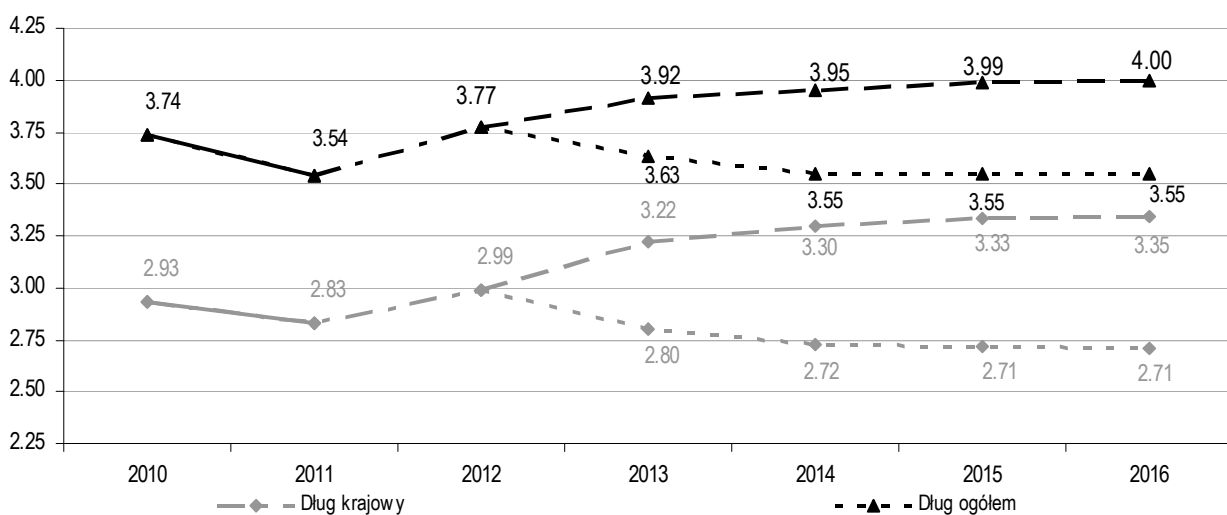
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zależności od przyjętej strategii finansowania, ryzyko refinansowania utrzymywać się będzie na poziomie zbliżonym do występującego na koniec 2011 r., średnia zapadalność rynkowego długu krajowego SP będzie się utrzymywała w przedziale ok. 4,3-5,0 roku wobec ok. 4,4 na koniec 2012 r., a całego długu SP będzie się mieścić w przedziale ok. 5,3–5,8 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. 2,7-3,4 roku wobec ok. 3,0 na koniec 2012 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,6 – 4,0 roku, natomiast ATR rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywać w przedziale ok. 3,1-3,9 roku wobec 3,4 na koniec 2012 r., a długu ogółem ok. 4,2-4,8 roku;
- średni udział długu zagranicznego wyniesie ok. 30%, przy czym możliwe są odchylenia od scenariusza bazowego, związane z elastycznym podejściem do finansowania zagranicznego i wahaniami kursu złotego.

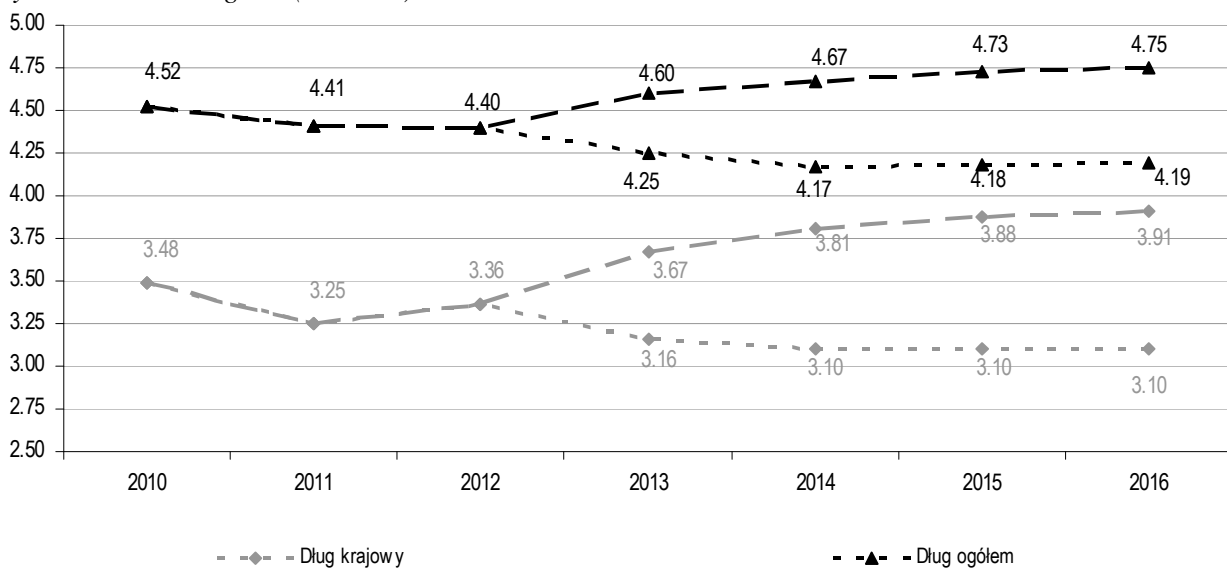
Wykres 35. Średnia zapadalność długu SP (w latach)



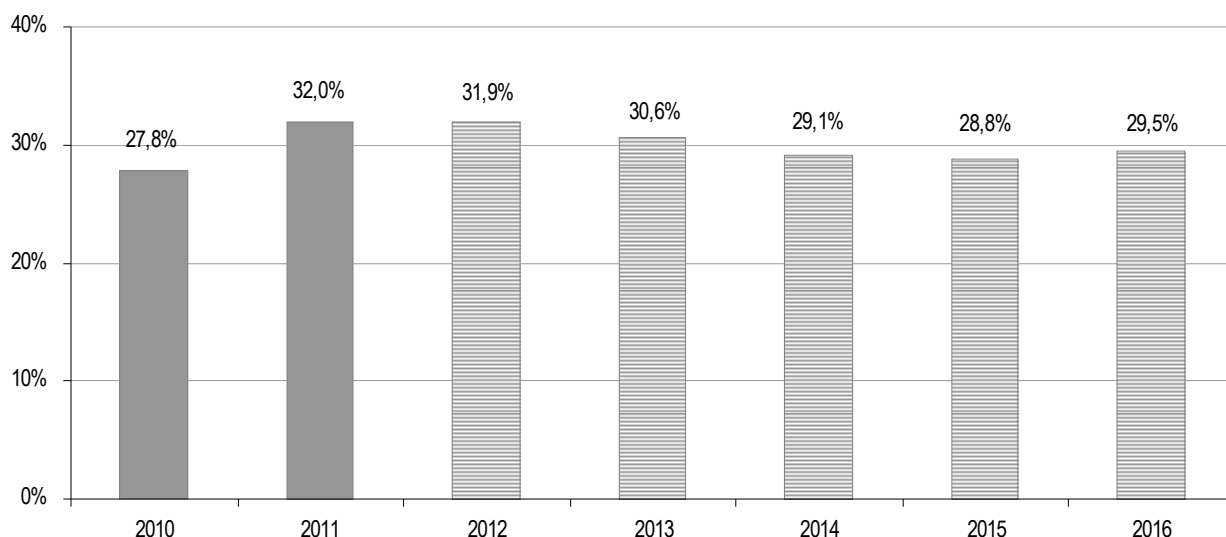
Wykres 36. Duration długu SP (w latach)



Wykres 37. ATR długu SP (w latach)



Wykres 38. 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 dotyczące 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,
 - koniecznością wykonania poręczeń lub gwarancji udzielanych przez podmioty sektora finansów publicznych.

Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć

A. Wykaz skrótów

ATM – średnia zapadalność (*average time to maturity*)
ATR – *average time to refixing*
BGK – Bank Gospodarstwa Krajowego
CDS – *Credit Default Swap*
CPI – indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych (*consumer price index*)
DSPW – Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
EBC – Europejski Bank Centralny
EDP – procedura nadmiernego deficytu (*Excessive Deficit Procedure*)
EFSF – Europejski Instrument Stabilności Finansowej (*the European Financial Stability Facility*)
FED – System Rezerwy Federalnej w USA (*the Federal Reserve System*)
FUS – Fundusz Ubezpieczeń Społecznych
GG – sektor instytucji rządowych i samorządowych (*general government*)
JST – jednostki samorządu terytorialnego
KFD – Krajowy Fundusz Drogowy
MIF – Międzynarodowe Instytucje Finansowe
NBP – Narodowy Bank Polski
OFE – otwarte fundusze emerytalne
PKB – produkt krajowy brutto
SFP – sektor finansów publicznych
SP – Skarb Państwa
SPW – skarbowe papiery wartościowe
SPZOZ – samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej
UE – Unia Europejska
VAT – podatek od wartości dodanej (*value added tax*)
ZUS – Zakład Ubezpieczeń Społecznych

B. 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 nominał dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,

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

N_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*.

Buy/sell back – transakcja, na którą składają się dwie umowy: kupna oraz sprzedaży papierów wartościowych, po cenie ustalonej z góry w dniu sprzedaży tych papierów.

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 nominal),

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

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 najniższym poziomie (poprzez doskonalenie procesu planowania i monitorowania płynności budżetu państwa), z drugiej strony na zarządzaniu płynnymi aktywami

tak, by generowały one dochody budżetowe rekompensujące w jak największym stopniu koszty związane z utrzymywaniem określonego, bezpiecznego poziomu płynności.

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

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

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

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

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

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

gdzie:

t – termin zapadalności,

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

N_t – wyrażony w złotych nominal płatny w chwili t ,

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

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

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
1. Konstytucja RP ➤ 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);	1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej ➤ 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</i> - EDP);
2. Ustawa o finansach publicznych ➤ 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.	2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej ➤ definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%; 3. Rozporządzenie o stosowaniu Protokołu w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską ➤ definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych; 4. Rozporządzenie statystyczne <i>European System of Accounts</i> (ESA 95) ➤ definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych; ➤ definicja sektora general government.

Tabela 2. Limity określone w ustawie o finansach publicznych dotyczące zaciągania długu publicznego

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych
I. Procedury dotyczące limitów na relację państwowego długu publicznego do PKB
1) jeśli relacja w roku x jest większa od 50%, a nie większa od 55% PKB:
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 $x+1$;
2) jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60% PKB:
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 ;
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;
c) w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok $x+2$: ➤ nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej, ➤ waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w roku budżetowym $x+1$, ➤ wprowadzony jest zakaz udzielania nowych pożyczek i kredytów z budżetu państwa, ➤ wzrost wydatków Kancelarii Sejmu, Kancelarii Senatu, Kancelarii Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Trybunału Konstytucyjnego, Najwyższej Izby Kontroli, Sądu Najwyższego, Naczelnego Sądu Administracyjnego, Krajowej Rady Sądownictwa, sądownictwa powszechnego oraz wojewódzkich sądów administracyjnych, Rzecznika Praw Obywatelskich, Rzecznika Praw Dziecka, Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji, Generalnego Inspektora Ochrony Danych Osobowych, Instytutu Pamięci Narodowej – Komisji Ścigania Zbrodni przeciwko Narodowi Polskiemu, Krajowego Biura Wyborczego, Państwowej Inspekcji Pracy nie może być wyższy niż w administracji rządowej;
d) Rada Ministrów przeprowadza przegląd: ➤ wydatków budżetu państwa finansowanych środkami pochodzącymi z kredytów zagranicznych, ➤ programów wieloletnich;
e) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB;
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.

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

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%;	
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), wpływać na poziom stóp procentowych lub zwiększać płynność rynku tuż przed aukcją by uzyskać 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 umieszczenia zarządzania długiem w banku centralnym jest przekonanie o tym, że bank centralny dysponuje lepszym przygotowaniem do działalności na rynku finansowym niż jednostka pozostająca w strukturach ministerstwa.

Model rządowy dobrze sprawdza się w warunkach charakterystycznych dla gospodarek „wschodzących” lub podlegających procesowi transformacji ustrojowej, w których stopień rozwoju krajowego rynku finansowego jest niski, choć nie tylko tam jest stosowany. 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:

- niebezpieczeństwo przedkładania krótkoterminowych celów budżetowych ponad długoterminowe cele zarządzania długiem publicznym, co może prowadzić do zwiększenia 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 dominuje 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 wachlarzem powierzonych im zadań, jak i poziomem instytucjonalnej odrębności. Charakter agencji może mieć również wydzielona organizacyjnie i

budżetowo część ministerstwa. Wspólną cechą pozostaje wysoki poziom autonomii w wyborze sposobu realizacji zadań. Do najważniejszych zalet tego modelu 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.

Obecnie 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		Allamadósság Kezelő Központ Zrt.
	Wielka Brytania		Debt Management Office
	Dania	bankowy	Danmarksk Nationalbank
	Bułgaria	rządowy	Министерство на финансите
	Czechy		Ministerstvo financí
	Litwa		Finansų Ministeria
	Polska		Ministerstwo Finansów
	Rumunia		Ministerul Economiei și Finanțelor

Aneks 4. Deficyt, dług publiczny i rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE oraz struktura emisji SPW w wybranych krajach

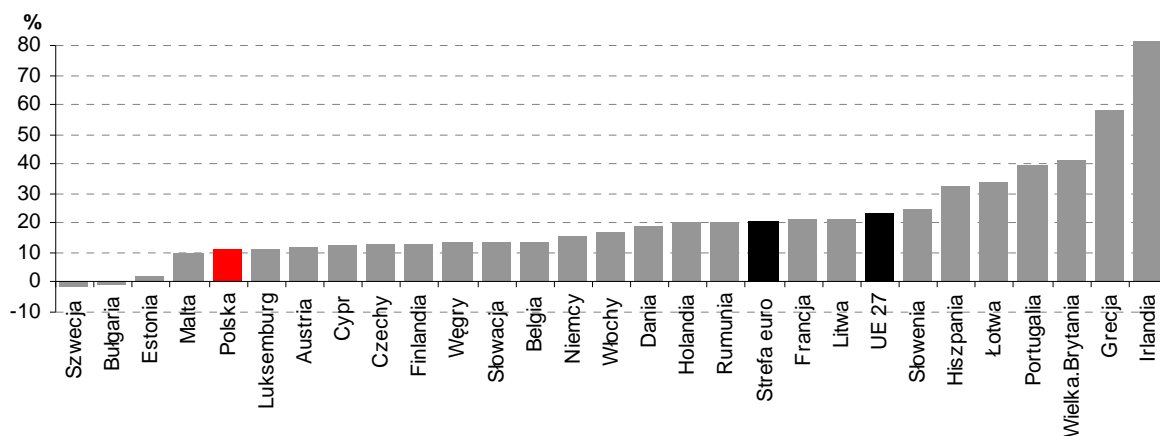
Tabela 5. Deficyt, dług publiczny i rentowności obligacji 10-letnich w państwach UE w latach 2010-2011

	2010			2011		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	-10,3	145,0	9,09	-9,1	165,3	15,75
Włochy	-4,6	118,6	4,04	-3,9	120,1	5,42
Irlandia	-31,2	92,5	5,74	-13,1	108,2	9,60
Portugalia	-9,8	93,3	5,40	-4,2	107,8	10,24
Belgia	-3,8	96,0	3,46	-3,7	98,0	4,23
Strefa euro	-6,2	85,3	3,62	-4,1	87,2	4,41
Francja	-7,1	82,3	3,12	-5,2	85,8	3,32
Wielka Brytania	-10,2	79,6	3,36	-8,3	85,7	2,87
UE 27	-6,5	80,0	3,82	-4,5	82,5	4,30
Niemcy	-4,3	83,0	2,74	-1,0	81,2	2,61
Węgry	-4,2	81,4	7,28	4,3	80,6	7,64
Austria	-4,5	71,9	3,23	-2,6	72,2	3,32
Malta	-3,7	69,4	4,19	-2,7	72,0	4,49
Cypr	-5,3	61,5	4,60	-6,3	71,6	5,79
Hiszpania	-9,3	61,2	4,25	-8,5	68,5	5,44
Holandia	-5,1	62,9	2,99	-4,7	65,2	2,99
Polska	-7,8	54,8	5,78	-5,1	56,3	5,96
Finlandia	-2,5	48,4	3,01	-0,5	48,6	3,01
Słowenia	-6,0	38,8	3,83	-6,4	47,6	4,97
Dania	-2,5	42,9	2,93	-1,8	46,5	2,73
Słowacja	-7,7	41,1	3,87	-4,8	43,3	4,45
Łotwa	-8,2	44,7	10,34	-3,5	42,6	5,91
Czechy	-4,8	38,1	3,88	-3,1	41,2	3,71
Litwa	-7,2	38,0	5,57	-5,5	38,5	5,16
Szwecja	0,3	39,4	2,89	0,3	38,4	2,61
Rumunia	-6,8	30,5	7,34	-5,2	33,3	7,29
Luksemburg	-0,9	19,1	3,17	-0,6	18,2	2,92
Bułgaria	-3,1	16,3	6,01	-2,1	16,3	5,36
Estonia	0,2	6,7	:	1,0	6,0	:

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

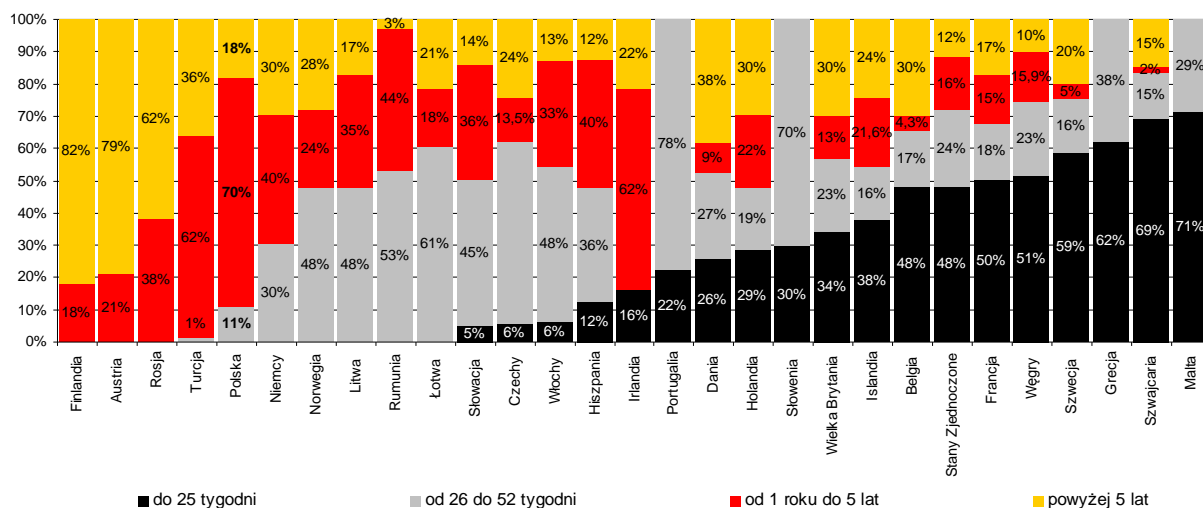
²⁾ Dane dot. wyniku deficytu i długu na podstawie Eurostat Euro-indicators news release 62/2012, 23 kwietnia 2012 r.

Wykres 1. Skumulowany przyrost relacji długu sektora general government do PKB w latach 2008-2011*



*) Różnica między relacją długu do PKB na koniec 2011 i 2007 r.

Wykres 2. Sprzedaż SPW na rynku krajowym w Polsce i wybranych krajach pod względem zapadalności w 2012 r.*



*) w formie przetargów i syndykatu od 1 stycznia do 18.09. 2012 r.

Aneks 5. Ocena kredytowa długu rządowego państw UE

Tabela 7. Ocena kredytowa (rating) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE

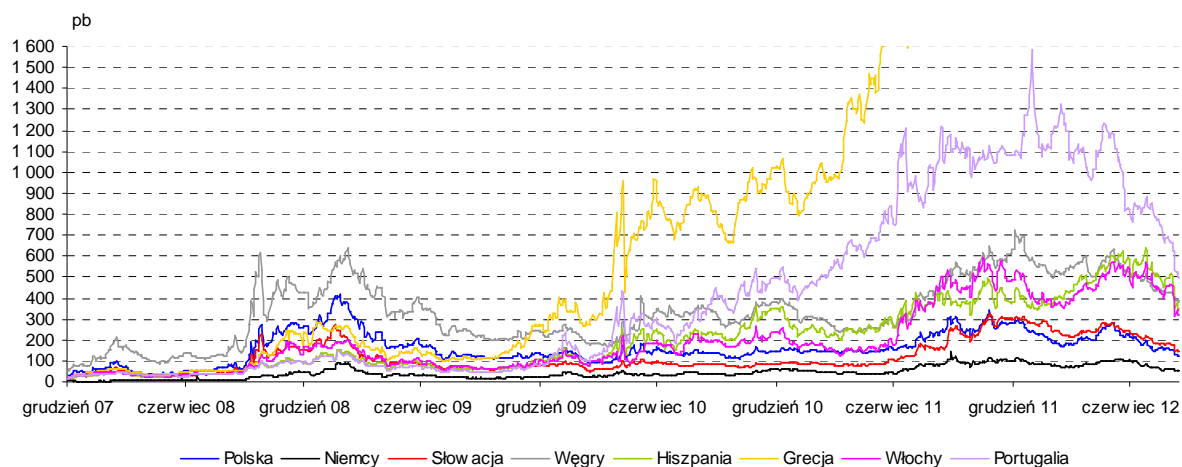
stan na 13 września 2012 r.

	Standard&Poor's	Fitch	Moody's
Austria	AA+↓	AAA	Aaa
Belgia	AA	AA↓	Aa3↓↓
Bułgaria	BBB	BBB-	Baa2
Cypr	BB↓↓↓	BB+↓↓	Ba3↓↓↓
Czechy	AA-	A+	A1
Dania	AAA	AAA	Aaa
Estonia	AA-	A+	A1
Finlandia	AAA	AAA	Aaa
Francja	AA+↓	AAA	Aaa
Grecja	CCC↑↑	CCC	C↓
Hiszpania	BBB+↓↓↓↓	BBB↓↓↓↓	Baa3↓↓↓↓
Holandia	AAA	AAA	Aaa
Irlandia	BBB+	BBB+	Ba1
Litwa	BBB	BBB	Baa1
Łotwa	BBB-↑	BBB-	Baa3
Luksemburg	AAA	AAA	Aaa
Malta	A-↓	A+	A3↓
Niemcy	AAA	AAA	Aaa
Polska	A-	A-	A2
Portugalia	BB↓↓	BB+	Ba3↓
Rumunia	BB+	BBB-	Baa3
Słowacja	A↓	A+	A2↓
Słowenia	A↓↓	A↓↓↓	Baa2↓↓↓↓
Szwecja	AAA	AAA	Aaa
Węgry	BB+↓	BB+↓	Ba1
Wielka Brytania	AAA	AAA	Aaa
Włochy	BBB+↓↓	A-↓↓	Baa2↓↓↓

Źródło: Reuters.

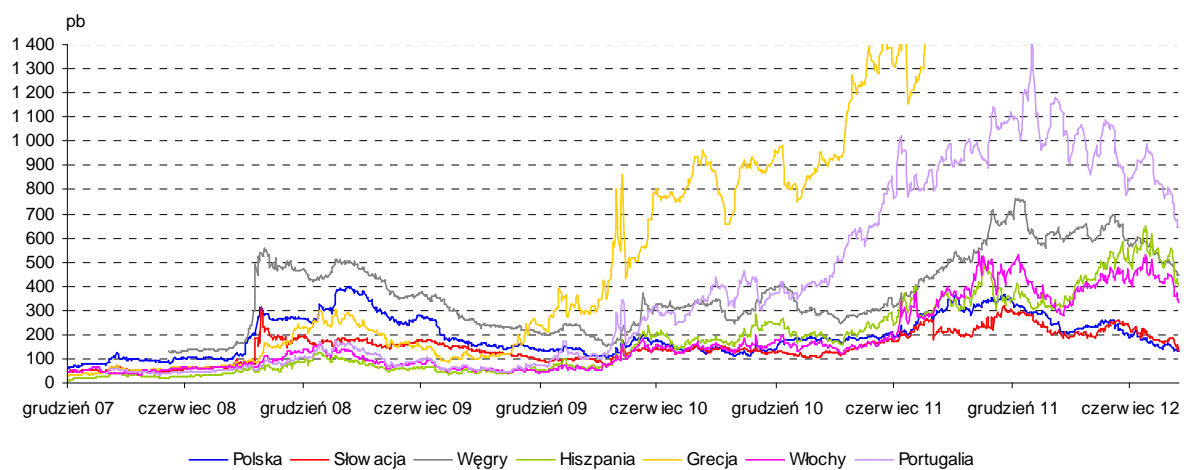
↓ ↑ - spadek lub wzrost ratingu o jeden stopień w porównaniu do poprzedniej Strategii.

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



* Od połowy czerwca 2011 r. greckie CDS są kwotowane powyżej 1600 pb.

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



* Od września 2011 r. spread 10-letnich obligacji greckich do obligacji niemieckich kształtuje się znacznie powyżej poziomu 1 400 pb.

Aneks 6. Dług publiczny w Polsce – aneks statystyczny

Tabela 8. Dług publiczny w okresie 2001 – VI 2012

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	VI 2012
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	771,1	799,2
krajowy *	185,0	219,3	251,2	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2	462,7	507,0	524,7	548,4
zagraniczny *	98,9	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	121,1	149,7	168,8	194,8	246,4	250,8
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%	50,6%	-
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	815,3	842,7
b) w relacji do PKB	38,8%	43,6%	48,4%	46,7%	47,5%	47,8%	44,8%	46,9%	49,8%	52,8%	53,5%	-
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	859,0	891,5
b) w relacji do PKB	37,6%	42,2%	47,1%	45,7%	47,1%	47,7%	45,0%	47,1%	50,9%	54,8%	56,3%	-

*) wg kryterium miejsca emisji

Tabela 9. PKB i kursy walutowe w okresie 2001 – VI 2012

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	VI 2012
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	1 344,4	1 416,4	1 524,7	-
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	4,4168	4,2613
b) USD	3,9863	3,8388	3,7405	2,9904	3,2613	2,9105	2,4350	2,9618	2,8503	2,9641	3,4174	3,3885

Tabela 10. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją *

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2010		2011				2012			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2010 - XII 2011		XII	Struktura	Zmiana XII 2011 - VI 2012		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
PRZED KONSOLIDACJĄ		778.682,3	100,0%	82.558,6	10,6%	861.240,9	100,0%	26.279,9	3,1%	887.523,2	100,0%
1.	Zadłużenie podsektora rządowego	705.902,0	90,7%	66.733,3	9,5%	772.635,3	89,7%	28.243,4	3,7%	800.882,2	90,2%
1.1.	Skarb Państwa	701.850,6	90,1%	69.277,0	9,9%	771.127,5	89,5%	28.056,3	3,6%	799.183,8	90,0%
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.	Uczelnie publiczne	290,8	0,0%	59,8	20,6%	350,6	0,0%	82,5	23,5%	433,7	0,0%
1.5.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	977,3	0,1%	141,9	14,5%	1.119,3	0,1%	104,8	9,3%	1.227,0	0,1%
1.6.	Państwowe instytucje kultury oraz państwowe instytucje filmowe	45,3	0,0%	-21,9	-48,3%	23,4	0,0%	-3,0	-12,6%	20,5	0,0%
1.7.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	10,3	0,0%	-0,9	-9,1%	9,4	0,0%	-3,3	-35,7%	6,0	0,0%
1.8.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	2.727,8	0,4%	-2.722,6	-99,8%	5,1	0,0%	6,0	117,1%	11,2	0,0%
2.	Zadłużenie podsektora samorządowego	59.883,3	7,7%	10.565,6	17,6%	70.448,9	8,2%	-1.149,1	-1,6%	69.298,7	7,8%
2.1.	Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	55.479,4	7,1%	10.626,2	19,2%	66.105,6	7,7%	-1.388,4	-2,1%	64.717,3	7,3%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	-	-	-	-
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	4.202,2	0,5%	-82,0	-2,0%	4.120,2	0,5%	248,5	6,0%	4.367,6	0,5%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	91,2	0,0%	18,5	20,2%	109,7	0,0%	-8,6	-7,8%	101,1	0,0%
2.5.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	110,4	0,0%	3,0	2,7%	113,4	0,0%	-0,7	-0,6%	112,7	0,0%
3.	Zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych	12.896,9	1,7%	5.259,7	40,8%	18.156,6	2,1%	-814,3	-4,5%	17.342,3	2,0%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	-94,4%	0,0	0,0%	0,0	-81,5%	0,0	0,0%
3.2.	Fundusze zarządzane przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych	12.896,9	1,7%	5.259,7	40,8%	18.156,6	2,1%	-814,3	-4,5%	17.342,3	2,0%
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 10 września 2012 r.

Tabela 11. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji *

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2010		2011				2012			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2010 - XII 2011		XII	Struktura	Zmiana XII 2011 - VI 2012		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
PO KONSOLIDACJI		747.898,8	100,0%	67.437,3	9,0%	815.336,1	100,0%	27.310,5	3,3%	842.653,1	100,0%
1.	Zadłużenie podsektora rządowego	692.360,5	92,6%	56.441,5	8,2%	748.802,0	91,8%	28.553,9	3,8%	777.359,7	92,3%
1.1.	Skarb Państwa	691.210,1	92,4%	56.294,2	8,1%	747.504,3	91,7%	28.407,1	3,8%	775.911,4	92,1%
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.	Uczelnie publiczne	274,0	0,0%	57,8	21,1%	331,9	0,0%	75,5	22,7%	407,9	0,0%
1.5.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	831,9	0,1%	115,9	13,9%	947,7	0,1%	75,1	7,9%	1.026,2	0,1%
1.6.	Państwowe instytucje kultury oraz państwowe instytucje filmowe	32,8	0,0%	-25,0	-76,2%	7,8	0,0%	-4,4	-56,4%	3,4	0,0%
1.7.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	6,9	0,0%	-0,9	-13,7%	6,0	0,0%	-2,5	-42,3%	3,4	0,0%
1.8.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	4,7	0,0%	-0,4	-8,8%	4,3	0,0%	3,1	70,8%	7,4	0,0%
2.	Zadłużenie podsektora samorządowego	53.519,0	7,2%	10.736,0	20,1%	64.255,1	7,9%	-429,1	-0,7%	63.828,6	7,6%
2.1.	Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	50.568,4	6,8%	10.615,0	21,0%	61.183,5	7,5%	-645,2	-1,1%	60.541,4	7,2%
2.2.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	-	-	-	0,0%	-	-	-	-
2.3.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	2.869,5	0,4%	130,8	4,6%	3.000,3	0,4%	221,2	7,4%	3.221,0	0,4%
2.4.	Samorządowe instytucje kultury	61,6	0,0%	1,6	2,5%	63,2	0,0%	-4,1	-6,4%	59,1	0,0%
2.5.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	19,5	0,0%	-11,4	-58,1%	8,2	0,0%	-1,1	-12,9%	7,1	0,0%
3.	Zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych	2.019,3	0,3%	259,8	12,9%	2.279,1	0,3%	-814,3	-35,7%	1.464,8	0,2%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-81,5%	0,0	0,0%
3.2.	Fundusze zarządzane przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych	2.019,3	0,3%	259,7	12,9%	2.279,1	0,3%	-814,3	-35,7%	1.464,8	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 10 września 2012 r.

Tabela 12. Zadłużenie Skarbu Państwa wg kryterium miejsca emisji w układzie wg instrumentów (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2010	XII 2011	VI 2012	struktura VI 2012 %	zmiana		zmiana	
					XII 2011 – XII 2010		VI 2012 - XII 2011	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	701.850,6	771.127,5	799.183,8	100,0	69.276,9	9,9	28.056,3	3,6
I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	507.010,6	524.689,6	548.350,4	68,6	17.679,0	3,5	23.660,9	4,5
1. Zadłużenie z tytułu SPW	506.984,5	514.285,2	538.563,0	67,4	7.300,8	1,4	24.277,7	4,7
1.1. Rynkowe SPW	499.258,4	507.225,2	531.189,2	66,5	7.966,8	1,6	23.964,0	4,7
oprocentowanie stałe - nieindeksowane	418.963,8	422.927,1	428.223,0	53,6	3.963,2	0,9	5.295,9	1,3
bony skarbowe	27.966,1	12.013,8	11.662,2	1,5	-15.952,3	-57,0	-351,6	-2,9
obligacje OK	105.527,4	108.785,5	99.805,1	12,5	3.258,1	3,1	-8.980,3	-8,3
obligacje PS	131.891,4	135.561,9	137.227,1	17,2	3.670,5	2,8	1.665,2	1,2
obligacje DS	120.585,1	133.150,7	144.836,9	18,1	12.565,6	10,4	11.686,2	8,8
obligacje WS	32.993,8	33.415,2	34.691,6	4,3	421,4	1,3	1.276,4	3,8
oprocentowanie stałe - indeksowane	14.911,9	20.673,9	22.387,4	2,8	5.762,0	38,6	1.713,5	8,3
obligacje IZ	14.911,9	20.673,9	22.387,4	2,8	5.762,0	38,6	1.713,5	8,3
oprocentowanie zmienne	65.382,7	63.624,3	80.578,8	10,1	-1.758,4	-2,7	16.954,5	26,6
obligacje TZ	1.048,4	590,2	563,5	0,1	-458,2	-43,7	-26,7	-4,5
obligacje WZ	56.350,1	62.284,1	79.265,3	9,9	5.934,0	10,5	16.981,3	27,3
obligacje DZ	7.234,2	-	-	-	-7.234,2	-100,0	-	-
obligacje PP	750,0	750,0	750,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
1.2. Oszczędnościowe SPW	7.618,0	7.060,0	7.373,7	0,9	-557,9	-7,3	313,7	4,4
oprocentowanie stałe	3.419,4	2.312,9	2.112,7	0,3	-1.106,6	-32,4	-200,2	-8,7
obligacje DOS	3.419,4	2.312,9	2.112,7	0,3	-1.106,6	-32,4	-200,2	-8,7
oprocentowanie zmienne	4.198,5	4.747,1	5.261,0	0,7	548,6	13,1	513,9	10,8
obligacje TOZ	-	-	18,7	0,0	0,0	-	18,7	-
obligacje COI	1.562,8	1.798,4	1.804,7	0,2	235,6	15,1	6,3	0,3
obligacje EDO	2.635,7	2.948,8	3.437,7	0,4	313,0	11,9	488,9	16,6
1.2. Nierynkowe SPW	108,1	-	-	-	-108,1	-100,0	-	-
oprocentowanie zmienne	108,1	-	-	-	-108,1	-100,0	-	-
obligacje BGZ	108,1	-	-	-	-108,1	-100,0	-	-
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	26,1	10.404,3	9.787,5	1,2	10.378,2	39.727,3	-616,8	-5,9
przyjęte depozyty – wolne środki jsfp	-	10.391,5	9.745,0	1,2	10.391,5	-	-646,5	-6,2
zobowiązania wymagalne	22,1	9,3	39,0	0,0	-12,8	-57,9	29,7	318,5
inne	4,0	3,5	3,5	0,0	-0,5	-13,0	0,0	0,5
II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa	194.840,0	246.438,0	250.833,3	31,4	51.598,0	26,5	4.395,4	1,8
1. Zadłużenie z tytułu SPW	155.468,1	195.271,1	200.109,0	25,0	39.803,0	25,6	4.837,9	2,5
1.1. Rynkowe SPW	155.468,1	195.271,1	200.109,0	25,0	39.803,0	25,6	4.837,9	2,5
oprocentowanie stałe	155.225,7	194.991,6	198.501,4	24,8	39.765,9	25,6	3.509,8	1,8
EUR	100.631,2	114.236,1	118.877,5	14,9	13.604,9	13,5	4.641,4	4,1
USD	26.371,6	43.947,4	46.964,2	5,9	17.575,7	66,6	3.016,8	6,9
CHF	15.344,9	18.893,2	17.472,4	2,2	3.548,2	23,1	-1.420,7	-7,5
JPY	12.877,9	17.914,9	15.187,3	1,9	5.037,0	39,1	-2.727,7	-15,2
oprocentowanie zmienne	242,5	279,6	1.607,6	0,2	37,1	15,3	1.328,0	475,0
USD	242,5	279,6	277,2	0,0	37,1	15,3	-2,4	-0,8
CHF	-	-	1.330,4	0,2	0,0	-	1.330,4	-
2. Kredyty zagraniczne	39.370,9	51.166,8	50.724,3	6,3	11.795,9	30,0	-442,5	-0,9
oprocentowanie stałe	18.478,6	23.799,5	23.118,0	2,9	5.320,9	28,8	-681,5	-2,9
EUR	17.971,1	23.340,8	22.750,4	2,8	5.369,8	29,9	-590,4	-2,5
USD	11,2	8,6	6,4	0,0	-2,6	-23,1	-2,2	-25,6
JPY	496,3	450,1	361,2	0,0	-46,3	-9,3	-88,9	-19,8
oprocentowanie zmienne	20.892,3	27.367,3	27.606,3	3,5	6.475,0	31,0	239,0	0,9
EUR	20.665,0	27.233,9	27.537,8	3,4	6.568,9	31,8	303,9	1,1
USD	227,3	133,4	68,5	0,0	-93,8	-41,3	-64,9	-48,6
3. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	0,9	0,0	0,1	0,0	-0,9	-99,6	0,1	1960,8

Tabela 13. Zadłużenie Skarbu Państwa w układzie podmiotowym (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2010	XII 2011	VI 2012	struktura VI 2012 %	zmiana		zmiana	
					XII 2011 - XII 2010 w mln zł	w %	VI 2012 - XII 2011 w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	701.850,6	771.127,5	799.183,8	100,0	69.276,9	9,9	28.056,3	3,6
I. Zadłużenie Skarbu Państwa wobec rezydentów	389.008,4	381.960,2	383.906,2	48,0	-7.048,2	-1,8	1.946,0	0,5
Krajowy sektor bankowy	137.862,5	120.229,8	121.662,1	15,2	-17.632,6	-12,8	1.432,3	1,2
1. Krajowe SPW	130.526,4	110.347,7	112.848,8	14,1	-20.178,8	-15,5	2.501,1	2,3
1.1. Rynkowe SPW	130.418,3	110.347,7	112.848,8	14,1	-20.070,7	-15,4	2.501,1	2,3
bony skarbowe	15.871,0	7.044,4	6.920,1	0,9	-8.826,6	-55,6	-124,3	-1,8
obligacje OK	34.622,7	22.700,5	20.678,3	2,6	-11.922,3	-34,4	-2.022,2	-8,9
obligacje PS	28.694,2	25.900,2	25.697,5	3,2	-2.794,0	-9,7	-202,7	-0,8
obligacje DS	19.584,6	24.108,3	22.601,9	2,8	4.523,7	23,1	-1.506,4	-6,2
obligacje WS	1.447,5	1.054,0	2.455,2	0,3	-393,4	-27,2	1.401,2	132,9
obligacje IZ	539,9	637,0	694,1	0,1	97,1	18,0	57,1	9,0
obligacje TZ	8,5	0,6	0,5	0,0	-7,9	-93,1	-0,1	-12,6
obligacje WZ	27.105,3	28.887,7	33.786,2	4,2	1.782,4	6,6	4.898,5	17,0
obligacje DZ	2.529,8	-	-	-	-2.529,8	-100,0	-	-
obligacje PP	15,0	15,0	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1.2. Oszczędnościowe SPW	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje DOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje TOZ	-	-	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje COI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje EDO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
1.3. Nierynkowe SPW	108,1	-	-	-	-108,1	-100,0	-	-
obligacje BGZ	108,1	-	-	-	-108,1	-100,0	-	-
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
przyjęte depozyty – wolne środki jsfp	-	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	-
3. Zagraniczne SPW	7.336,0	9.882,2	8.813,3	1,1	2.546,1	34,7	-1.068,9	-10,8
Krajowy sektor pozabankowy	251.145,9	261.730,4	262.244,1	32,8	10.584,4	4,2	513,7	0,2
1. Krajowe SPW	248.201,5	249.710,7	251.384,6	31,5	1.509,1	0,6	1.674,0	0,7
1.1. Rynkowe SPW	240.602,4	242.669,6	244.029,2	30,5	2.067,2	0,9	1.359,6	0,6
bony skarbowe	8.594,7	3.235,2	4.384,6	0,5	-5.359,5	-62,4	1.149,4	35,5
obligacje OK	47.636,1	42.100,7	28.727,9	3,6	-5.535,4	-11,6	-13.372,8	-31,8
obligacje PS	56.338,7	63.747,9	68.649,8	8,6	7.409,3	13,2	4.901,9	7,7
obligacje DS	63.382,4	66.035,5	64.480,6	8,1	2.653,1	4,2	-1.554,9	-2,4
obligacje WS	20.889,6	18.087,1	16.041,5	2,0	-2.802,5	-13,4	-2.045,6	-11,3
obligacje IZ	9.921,7	14.995,4	16.057,5	2,0	5.073,7	51,1	1.062,1	7,1
obligacje TZ	1.037,3	587,5	560,9	0,1	-449,8	-43,4	-26,6	-4,5
obligacje WZ	27.512,9	33.145,4	44.391,6	5,6	5.632,4	20,5	11.246,2	33,9
obligacje DZ	4.554,0	-	-	-	-4.554,0	-100,0	-	-
obligacje PP	735,0	735,0	735,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
1.2. Oszczędnościowe SPW	7.599,2	7.041,1	7.355,4	0,9	-558,1	-7,3	314,4	4,5
obligacje DOS	3.414,2	2.308,9	2.109,1	0,3	-1.105,3	-32,4	-199,8	-8,7
obligacje TOZ	-	-	18,7	0,0	0,0	-	18,7	-
obligacje COI	1.553,0	1.787,3	1.794,2	0,2	234,3	15,1	6,9	0,4
obligacje EDO	2.631,9	2.944,8	3.433,3	0,4	312,9	11,9	488,5	16,6
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	26,1	10.404,3	9.787,5	1,2	10.378,2	39.727,3	-616,8	-5,9
przyjęte depozyty – wolne środki jsfp	-	10.391,5	9.745,0	1,2	10.391,5	-	-646,5	-6,2
zobowiązania wymagalne	22,1	9,3	39,0	0,0	-12,8	-57,9	29,7	318,5
inne	4,0	3,5	3,5	0,0	-0,5	-13,0	0,0	0,5
3. Zagraniczne SPW	2.918,3	1.615,4	1.072,0	0,1	-1.302,9	-44,6	-543,4	-33,6
II. Zadłużenie Skarbu Państwa wobec nierezydentów	312.842,2	389.167,3	415.277,6	52,0	76.325,2	24,4	26.110,3	6,7
1. Krajowe SPW	128.256,5	154.226,9	174.329,5	21,8	25.970,4	20,2	20.102,6	13,0
1.1. Rynkowe SPW	128.237,7	154.207,9	174.311,2	21,8	25.970,3	20,3	20.103,3	13,0
bony skarbowe	3.500,5	1.734,3	357,6	0,0	-1.766,3	-50,5	-1.376,7	-79,4
obligacje OK	23.268,6	43.984,3	50.399,0	6,3	20.715,7	89,0	6.414,7	14,6
obligacje PS	46.858,5	45.913,7	42.879,8	5,4	-944,8	-2,0	-3.034,0	-6,6
obligacje DS	37.618,2	43.006,9	57.754,5	7,2	5.388,8	14,3	14.747,5	34,3
obligacje WS	10.656,7	14.274,1	16.194,9	2,0	3.617,3	33,9	1.920,8	13,5
obligacje IZ	4.450,3	5.041,5	5.635,9	0,7	591,1	13,3	594,4	11,8
obligacje TZ	2,6	2,2	2,1	0,0	-0,4	-16,9	-0,1	-2,9
obligacje WZ	1.731,9	251,0	1.087,5	0,1	-1.480,9	-85,5	836,5	333,3
obligacje DZ	150,3	-	-	-	-150,3	-100,0	-	-
obligacje PP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
1.2. Oszczędnościowe SPW	18,8	19,0	18,3	0,0	0,2	0,9	-0,6	-3,4
obligacje DOS	5,2	3,9	3,6	0,0	-1,3	-24,5	-0,4	-9,5
obligacje TOZ	-	-	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje COI	9,8	11,1	10,4	0,0	1,3	13,3	-0,6	-5,9
obligacje EDO	3,8	4,0	4,3	0,0	0,1	3,9	0,4	9,4
2. Zagraniczne SPW	145.213,8	183.773,6	190.223,8	23,8	38.559,8	26,6	6.450,2	3,5
3. Kredyty zagraniczne	39.370,9	51.166,8	50.724,3	6,3	11.795,9	30,0	-442,5	-0,9
Europejski Bank Inwestycyjny	22.361,5	30.295,3	30.904,3	3,9	7.933,9	35,5	609,0	2,0
Bank Światowy	15.682,5	19.628,0	18.731,1	2,3	3.945,4	25,2	-896,9	-4,6
Bank Rozwoju Rady Europy	830,6	793,4	727,7	0,1	-37,1	-4,5	-65,7	-8,3
Klub Paryski	306,7	271,7	213,3	0,0	-35,1	-11,4	-58,3	-21,5
pozostałe	189,6	178,4	147,8	0,0	-11,2	-5,9	-30,6	-17,1
4. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	0,9	0,0	0,1	0,0	-0,9	-99,6	0,1	1960,8