

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2014-2017

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2013 r.

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.mf.gov.pl

I. WPROWADZENIE	4
II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO	6
II.1. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO ORAZ KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI.....	6
II.2. STRUKTURA DŁUGU SKARBU PAŃSTWA	8
II.3. WIELKOŚĆ I STRUKTURA POZOSTAŁEGO DŁUGU SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	11
II.3.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego.....	12
II.3.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej.....	14
II.3.3. Zadłużenie FUS i pozostałych jednostek.....	14
II.4. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH.....	15
III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII.....	17
IV. WPŁYW ZMIAN W SYSTEMIE EMERYTALNYM NA FINANSE PUBLICZNE I RYNEK SPW.....	21
IV.1. ZMIANY W SYSTEMIE EMERYTALNYM	21
IV.2. WPŁYW ZMIAN W SYSTEMIE EMERYTALNYM NA FINANSE PUBLICZNE.....	21
IV.3. WPŁYW ZMIAN W SYSTEMIE EMERYTALNYM NA RYNEK SPW	22
V. UWARUNKOWANIA STRATEGII.....	28
V.1. ZAŁOŻENIA MAKROEKONOMICZNE <i>STRATEGII</i>	28
V.2. KRAJOWY RYNEK SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH.....	28
V.3. UWARUNKOWANIA MIĘDZYNARODOWE	30
VI. CEL STRATEGII	32
VII. ZADANIA STRATEGII	35
VII.1. ZWIĘKSZANIE PŁYNNOŚCI RYNKU SPW	35
VII.2. ZWIĘKSZANIE EFEKTYWNOŚCI RYNKU SPW	35
VII.3. ZWIĘKSZANIE PRZEJRZYSTOŚCI RYNKU SPW.....	36
VII.4. ROZSZERZENIE KONSOLIDACJI ZARZĄDZANIA PŁYNNOŚCIĄ SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH.....	36
VIII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH..	38
VIII.1. ZMIANY W ROZWIĄZANIACH REGULACYJNYCH	38
VIII.2. ZAŁOŻENIA <i>STRATEGII</i> UDZIELANIA PORĘCZEŃ I GWARANCJI	40
VIII.3. ZADŁUŻENIE JEDNOSTEK SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH INNYCH NIŻ SKARB PAŃSTWA	40
VIII.3.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego.....	41
VIII.3.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej	42
VIII.3.3. Zadłużenie pozostałych jednostek	42
IX. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII.....	43
IX.1. WIELKOŚĆ ZADŁUŻENIA I KOSZTÓW OBSŁUGI DŁUGU	43
IX.1.1. Dług potencjalny (gwarancje i poręczenia).....	45
IX.2. STRUKTURA DŁUGU SKARBU PAŃSTWA	45
IX.3. ZAGROŻENIA DLA REALIZACJI <i>STRATEGII</i>	47
ANEKS 1. WYKAZ UŻYWANYCH SKRÓTÓW I SŁOWNICZEK POJĘĆ	49
A. Wykaz skrótów	49
B. Słowniczek pojęć.....	49

ANEKS 2. REGULACJE PRAWNE DOTYCZĄCE DŁUGU PUBLICZNEGO W POLSCE I UE	53
ANEKS 3. RAMY INSTYTUCJONALNE ZARZĄDZANIA DŁUGIEM PUBLICZNYM W PAŃSTWACH UE	57
ANEKS 4. DEFICYT, DŁUG PUBLICZNY I RENTOWNOŚĆ OBLIGACJI 10- LETNICH W PAŃSTWACH UE ORAZ STRUKTURA EMISJI SPW W WYBRANYCH KRAJACH.....	59
ANEKS 5. OCENA KREDYTOWA DŁUGU RZĄDOWEGO PAŃSTW UE.....	61
ANEKS 6. DŁUG PUBLICZNY W POLSCE – ANEKS STATYSTYCZNY	63

I. WPROWADZENIE

Zgodnie z art. 75 ustawy z dnia 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 (PDP). 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, w tym zawarte w niej prognozy długu publicznego, została sformułowana w oparciu o założenia projektu ustawy budżetowej na 2014 r. Uwzględnia zatem również planowane zmiany w systemie emerytalnym, które w istotny sposób będą oddziaływały na zmniejszenie poziomu długu publicznego w 2014 r., a w kolejnych latach na ograniczenie jego przyrostu.

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

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	(wykonanie)					
1. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	840,5	899,5	810,9	875,5	920,9	964,9
b) w relacji do PKB	52,7%	54,8%	47,1%	47,8%	47,1%	46,2%
2. Dług sektora <i>general government</i>						
a) w mld zł	886,9	952,1	859,5	934,9	993,9	1 046,6
b) w relacji do PKB	55,6%	58,0%	49,9%	51,1%	50,8%	50,1%
3. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa						
a) w mld zł	42,1	42,7	36,2	35,4 – 37,0	37,9 - 39,5	41,2 – 43,0
b) w relacji do PKB	2,64%	2,60%	2,10%	1,94% - 2,02%	1,94% - 2,02%	1,97% - 2,06%

W związku z nowelizacją ustawy budżetowej na 2013 r., przewidywany jest wzrost relacji państwowego długu publicznego do PKB z 52,7% na koniec 2012 r. do 54,8% na koniec 2013 r. Kwota ustalona w wyniku przeliczenia PDP z zastosowaniem średnich w roku kursów NBP i pomniejszenia o wolne środki MF zakładana jest w 2013 r. na poziomie 54,0%, a zatem nie przewiduje się zagrożenia uruchomienia sankcji przewidzianych w ustawie o finansach publicznych, związanych z przekroczeniem progu 55%.

W wyniku planowanych przez Radę Ministrów zmian w systemie emerytalnym w 2014 r. nastąpi znaczący spadek długu, przede wszystkim na skutek przeniesienia do sektora publicznego obligacyjnej części aktywów OFE. Po jednorazowym wzroście w 2015 roku, w kolejnych latach relacja długu do PKB będzie się zmniejszać i obniży się do poziomu 46,2% w 2017 r. Relacja długu sektora *general government* do PKB, w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 50,1%. *Strategia* nie przewiduje przekroczenia przez tę relację progu 60% określonego w Traktacie z Maastricht.

Strategia zakłada niewielki spadek relacji kosztów obsługi długu SP do PKB w 2013 r. (do 2,60% z 2,64% w 2012 r.), a następnie jej znaczący spadek do 2,1% w 2014 r., wynikający w dużej mierze z umorzenia SPW nabytych przez Ministra Finansów od ZUS. W kolejnych latach, w zależności od kursu złotego, relacja kosztów obsługi długu SP do PKB utrzymać się będzie w przedziale 1,9-2,1%.

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. Dotychczasowe zadania służące realizacji celu *Strategii* dotyczące zwiększania płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW) zostały uzupełnione o nowe zadanie dotyczące przeprowadzenia kolejnego etapu konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych.

Dla realizacji celu *Strategii* w latach 2014-2017 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 przejściowo wzrośnie w wyniku umorzenia nabytych od ZUS obligacji SP do ok. 35-37% w 2014 r., a następnie będzie się obniżał, docelowo poniżej 30%, w tempie uzależnionym od warunków rynkowych;
- 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 ok. 4,5 roku, o ile będzie to możliwe z punktu widzenia popytu i poziomu rentowności w poszczególnych segmentach krzywej dochodowości, a średnia zapadalność długu Skarbu Państwa utrzymywana będzie na poziomie nie niższym niż 5 lat.

Strategia zawiera sześć aneksów stanowiących informacje uzupełniające główny tekst, w tym słowniczek pojęć.

II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO

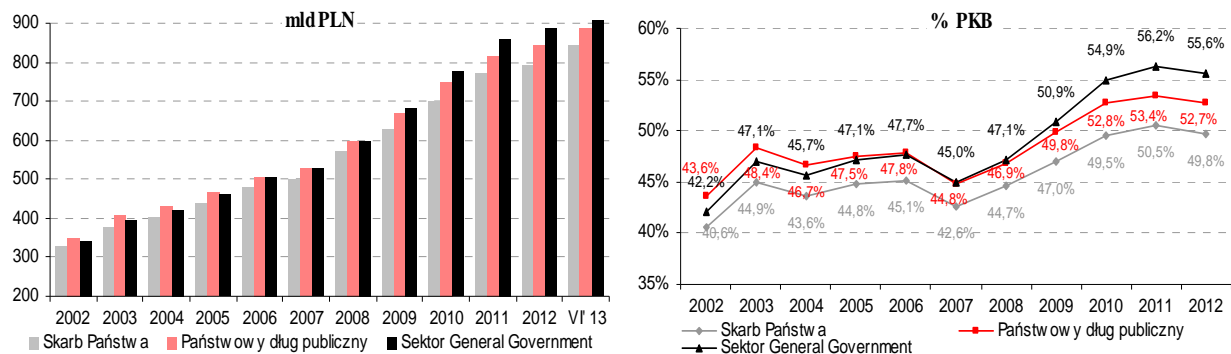
Zarządzanie długiem polega na kształtowaniu jego struktury tak, by z istnieniem długu publicznego wiązały się jak najmniejsze koszty w długim horyzoncie czasowym przy akceptowalnym poziomie ryzyka.

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

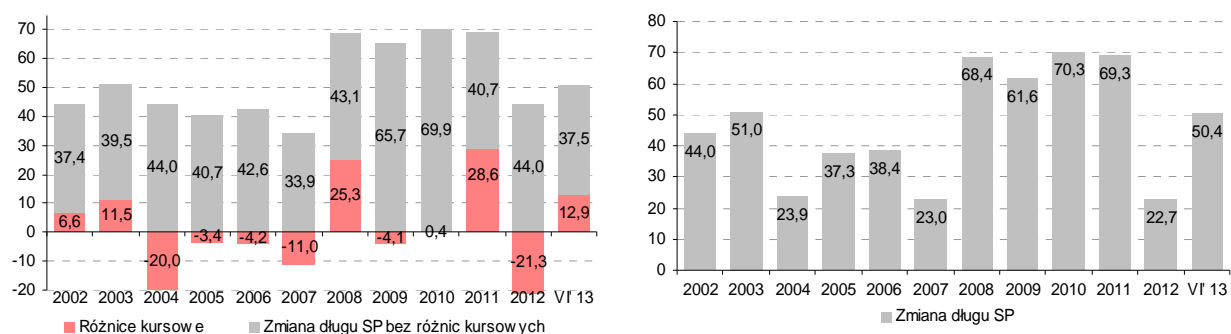
II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi

Zmiany wielkości długu publicznego w latach 2002-12 wynikały głównie ze zmian długu SP. Zmiana długu w ujęciu nominalnym była wypadkową przede wszystkim stosunkowo wysokich potrzeb pożyczkowych oraz zmian kursu złotego, a od 2011 r. również konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych. W 2012 r. po raz pierwszy od 2007 r. miał miejsce spadek relacji długu do PKB zarówno wg metodologii polskiej (z 53,4% na koniec 2011 r. do 52,7%), jak i wg metodologii UE (z 56,2% na koniec 2011 r. do 55,6%).

Wykres 1. Wielkość długu publicznego w latach 2002-2012¹



Wykres 2. Wpływ zmian kursu złotego na wielkość długu SP w latach 2002-2013 (mld zł)

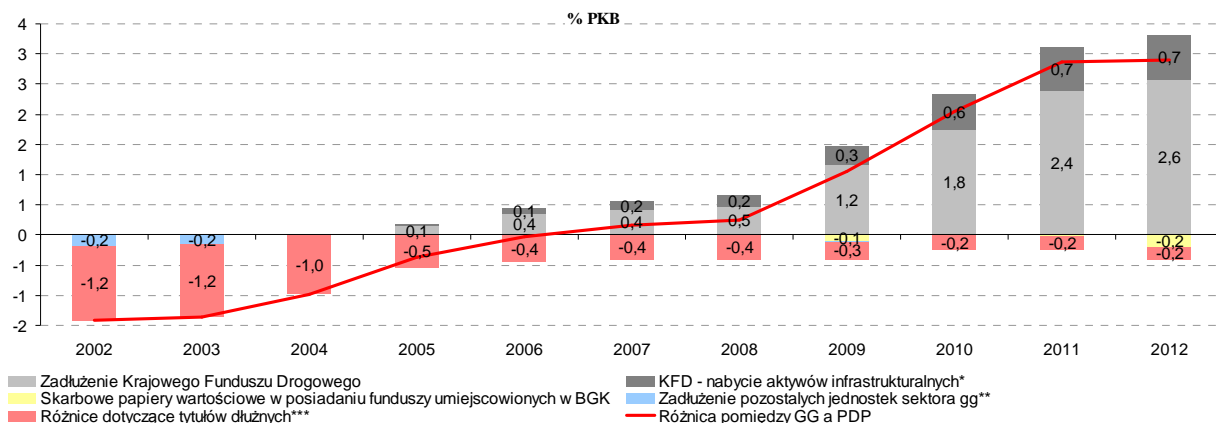


Relacja długu publicznego do PKB wg metodologii UE, wynosząca na koniec 2012 r. 55,6%, jest wyższa niż w przypadku PDP (różnica wynika przede wszystkim z zadłużenia zaliczanego do sektora wg metodologii UE Krajowego Funduszu Drogowego - KFD) i jednocześnie niższa w porównaniu z wielkością tej relacji dla całej UE (85,2%) i dla strefy euro (90,6%)².

¹ Szczegółowe informacje dotyczące wielkości długu publicznego zawiera aneks 6.

² Najważniejsze różnice między metodologią polską a UE wynikają z wliczania zobowiązań wymagalnych do tytułów dłużnych wg metodologii polskiej oraz zaliczania KFD do sektora finansów publicznych (*general government*) jedynie w metodologii UE. Różnice między metodologią polską a UE zostały omówione w aneksie 2, a zestawienie deficytu i długu państw UE znajduje się w aneksie 4.

Wykres 3. Różnice w wielkości długu publicznego wg metodologii polskiej i UE

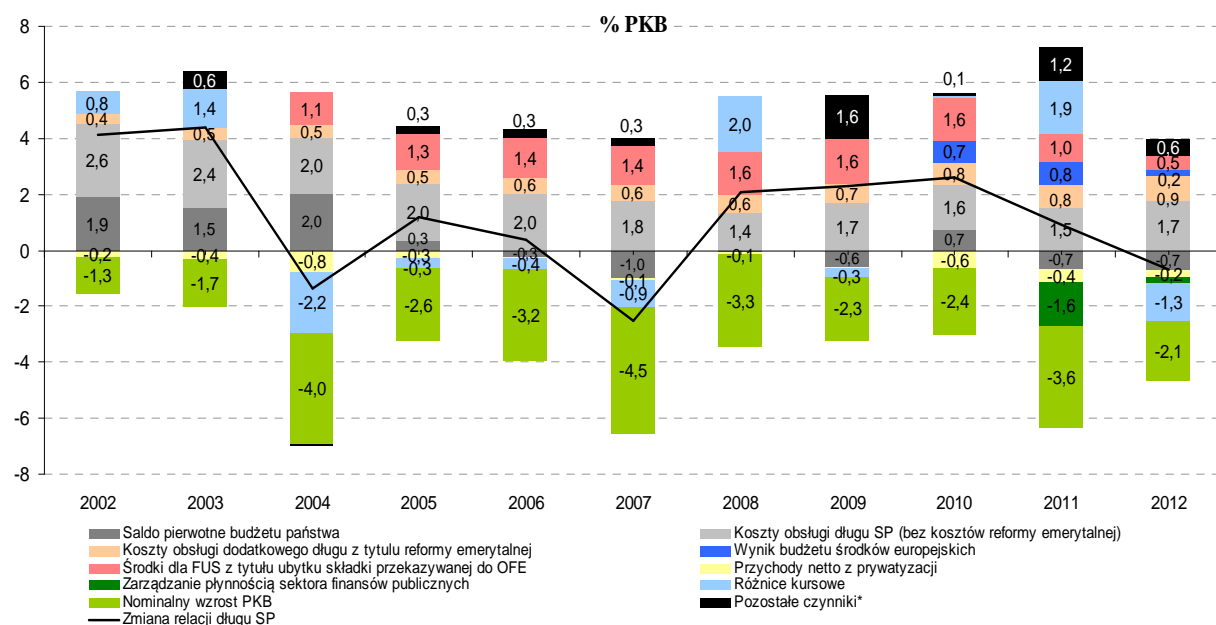


*) Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć budowy autostrad, dane z zakresu zadłużenia sektora general government uwzględniają zobowiązania strony rządowej z tytułu budowy dwóch etapów autostrady A1 oraz odcinka II autostrady A2.

**) W związku ze zmianą struktury źródeł finansowania Agencji Rynku Rolnego, w 2004 r. została ona zaliczona do sektora general government. Pozostałe różnice w zakresie sektora nie mają istotnego znaczenia ilościowego.

***) Zobowiązania wymagalne, przejęcie zadłużenia w wyniku uruchomienia gwarancji, płatności początkowe swap, zrestrukturyzowane/zrefinansowane kredyty handlowe

Wykres 4. Czynniki wpływające na zmianę relacji długu SP do PKB



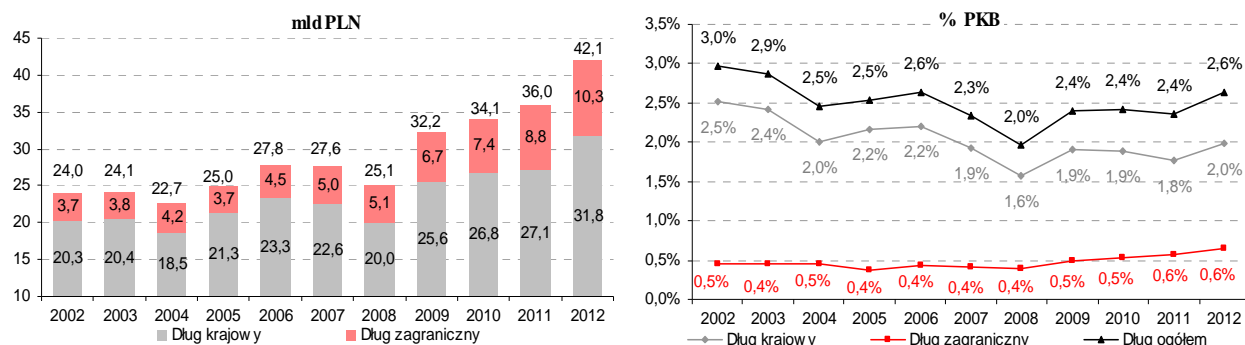
*)Pozostałe czynniki obejmują: pozostałe potrzeby pożyczkowe (w tym: saldo udzielonych pożyczek oraz prefinansowania), pozostałe zmiany niewynikające z potrzeb pożyczkowych (zmiana długu z tytułu: zmiany stanu środków na rachunku budżetu państwa, dyskonta od SPW, kapitalizacji i indeksacji SPW, ciągnięć pozakasowych, umorzenia długu, konwersji długu FUS wobec OFE na SPW) oraz zmiany pozostałego długu SP (m.in. z tytułu zobowiązań wymagalnych i przyjętych depozytów – wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych).

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

- transakcje na instrumentach pochodnych – stosowane od końca 2006 r.,
- ustalanie wysokości oprocentowania nowych emisji obligacji na poziomie zbliżonym do ich rentowności tak, aby ograniczyć kumulację kosztów z tytułu dyskonta przy ich wykupie,

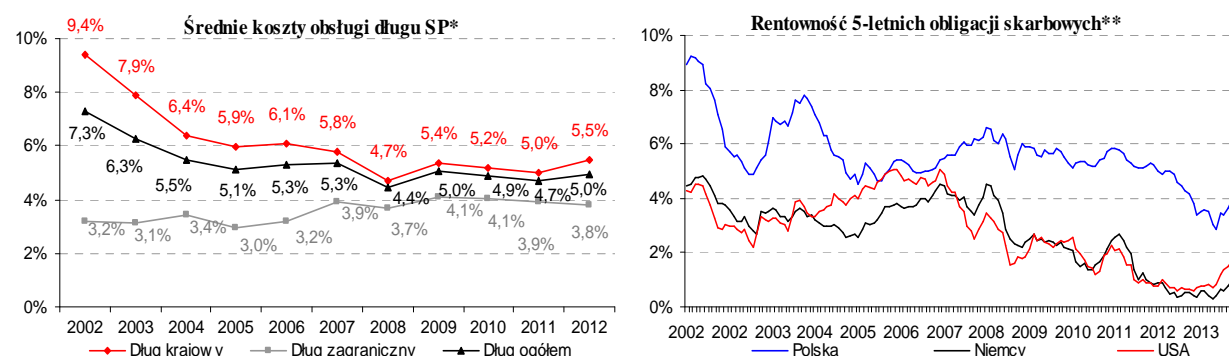
- przetargi zamiany obligacji, stosowane od 2001 r., oraz odkupu skarbowych papierów wartościowych, służące przede wszystkim ograniczeniu ryzyka refinansowania, ale pozwalające również na regulowanie rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

Wykres 5. Koszty obsługi długu SP w latach 2002-2012



Koszty obsługi długu zagranicznego były znacznie niższe niż krajowego, co wynikało z mniejszego udziału długu zagranicznego w długi SP oraz z różnicy poziomów stóp procentowych na rynku krajowym i głównych rynkach zagranicznych. Wzrost kosztów obsługi długu zagranicznego od 2009 r. wynikał ze zwiększenia roli finansowania zagranicznego oraz z osłabienia złotego. Na znaczący wzrost kosztów obsługi długu krajowego w 2012 r. wpłynęły większe wydatki z tytułu dyskonta od wykupywanych papierów, co było efektem struktury długu emitowanego w latach poprzednich (w szczególności 2-letnich obligacji zerokuponowych emitowanych w czasie światowego kryzysu finansowego).

Wykres 6. Rynkowe stopy procentowe a średnie koszty obsługi długu krajowego i zagranicznego SP



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

***) W walucie krajowej.

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.

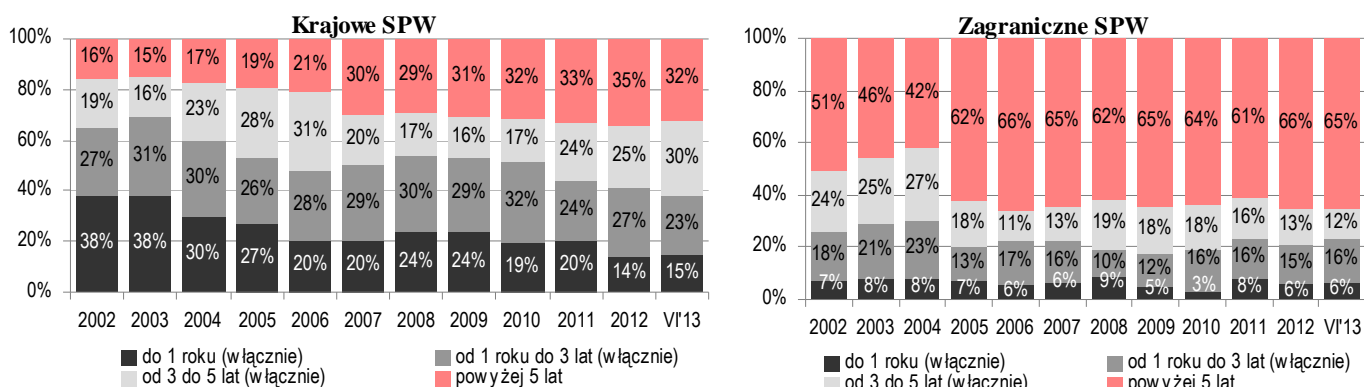
Ryzyko refinansowania

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

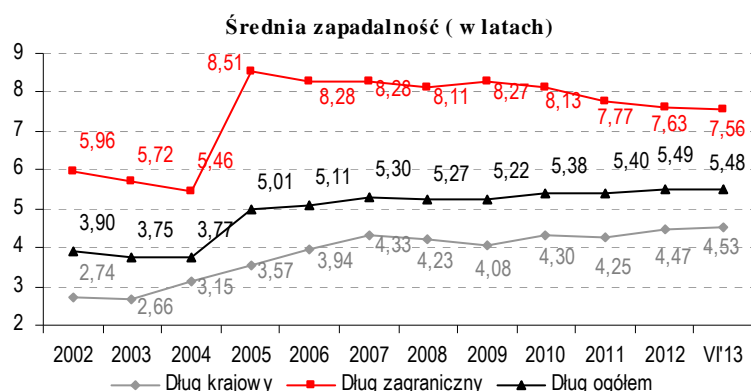
- rosnącej roli obligacji średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych i jednocześnie malejącej roli bonów skarbowych;
- dużej skali przetargów zamiany;
- prefinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa roku następnego w IV kw. roku bieżącego;

- utrzymywania rezerwy płynnościowej budżetu państwa.

Wykres 7. Struktura długu SP wg faktycznych terminów wykupu w latach 2002-2013



Wykres 8. Średnia zapadalność długu SP w latach 2002-2013

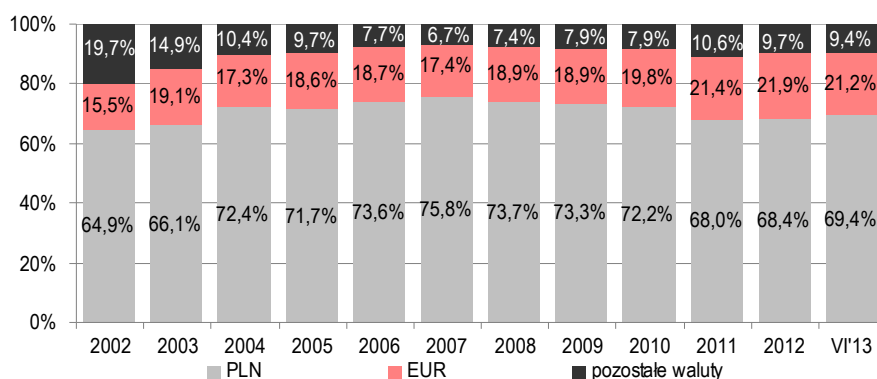


Ryzyko refinansowania długu zagranicznego jest w porównaniu do długu krajowego istotnie niższe. Skokowe ograniczenie tego ryzyka w 2005 r. wynikało z przedterminowej spłaty części zobowiązań wobec Klubu Paryskiego, która została refinansowana emisjami obligacji o znacznie dłuższej zapadalności. Średnia zapadalność długu krajowego osiągnęła w I półroczu 2013 r. rekordowo wysoki poziom (4,56 roku w maju), a całego długu SP utrzymuje się w ostatnich latach na stabilnym poziomie.

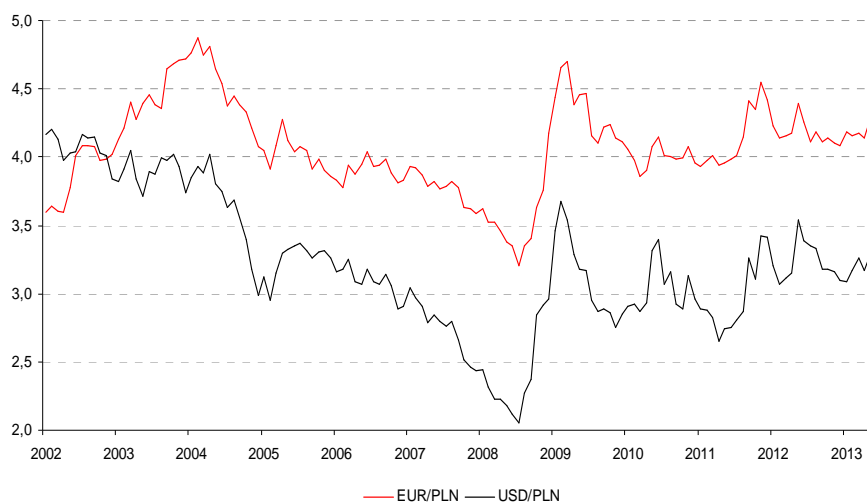
Ryzyko kursowe

Udział długu nominowanego w walutach obcych w długu SP w latach 2011-2013 przekraczał nieznacznie 30%, a na koniec czerwca 2013 r. wyniósł 30,6%. Zwiększenie roli długu w walutach obcych począwszy od 2008 r. było rezultatem z jednej strony zmienności złotego, z drugiej zaś elastycznego podejścia do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu w kontekście ograniczeń wynikających z ryzyka kursowego. Dopuszczono przejściowe zwiększenie finansowania zagranicznego, jeśli prowadziło to do stabilizacji rynku krajowego, dywersyfikacji źródeł pozyskiwania kapitału oraz wykorzystania możliwości emisji obligacji o niższej rentowności od występującej na rynku krajowym i zaciągania nisko oprocentowanych kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych (MIF).

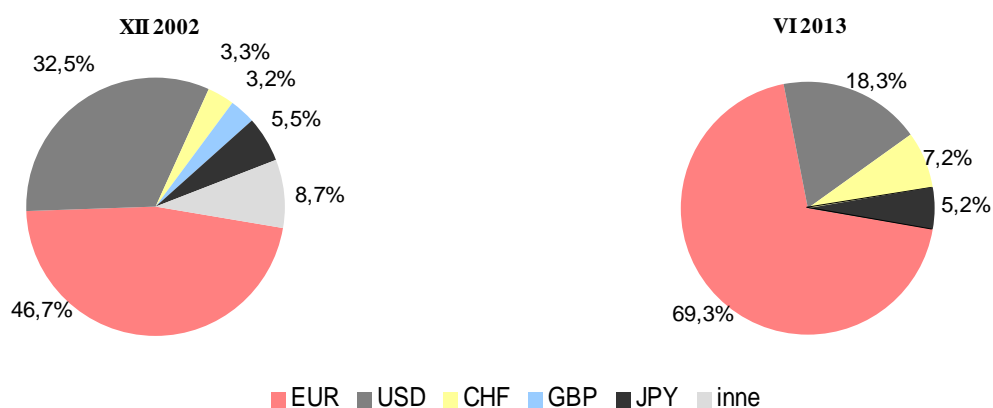
Wykres 9. Struktura walutowa zadłużenia SP



Wykres 10. Kurs euro i dolara w latach 2002-2013



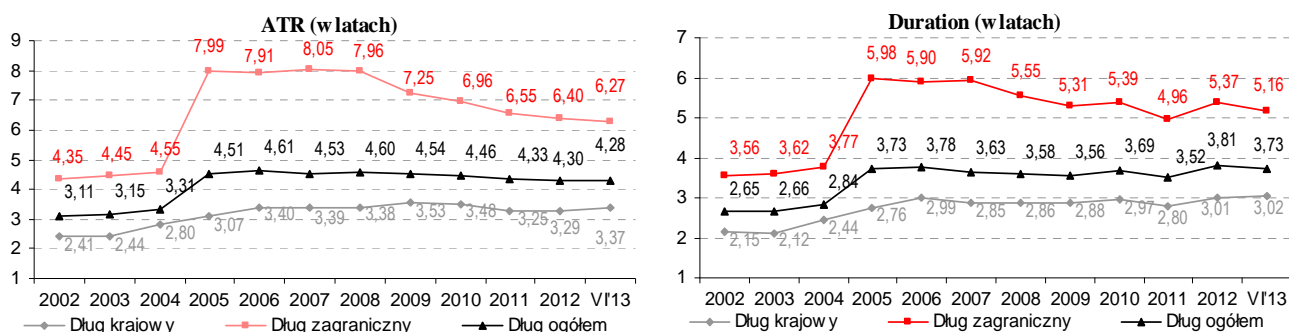
Wykres 11. Struktura walutowa długu zagranicznego SP



Ryzyko stopy procentowej

Ryzyko stopy procentowej długu krajowego i zagranicznego podlegało w ostatnich latach podobnym zmianom jak ryzyko refinansowania.

Wykres 12. ATR i duration długu SP w latach 2002-2013

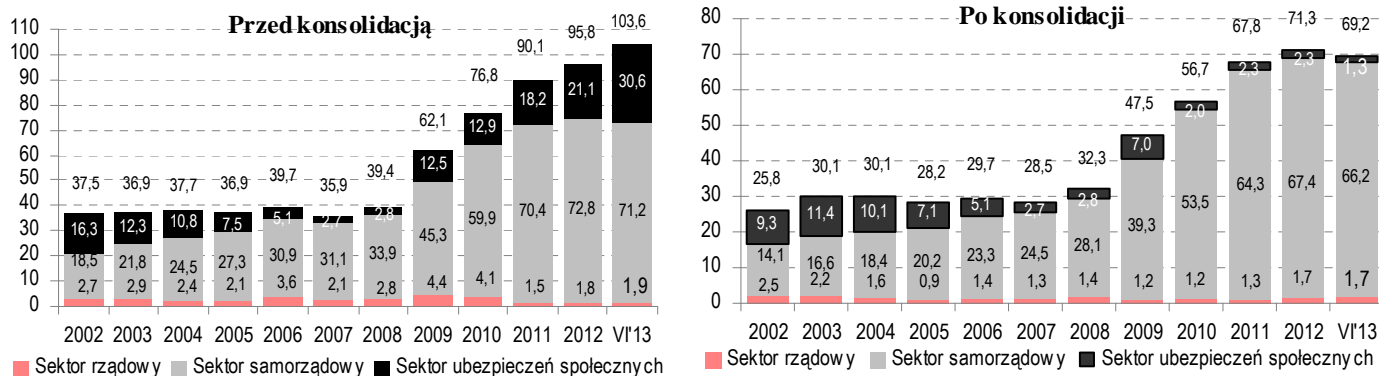


Ryzyko stopy procentowej długu w walutach obcych znajduje się na akceptowalnym poziomie.

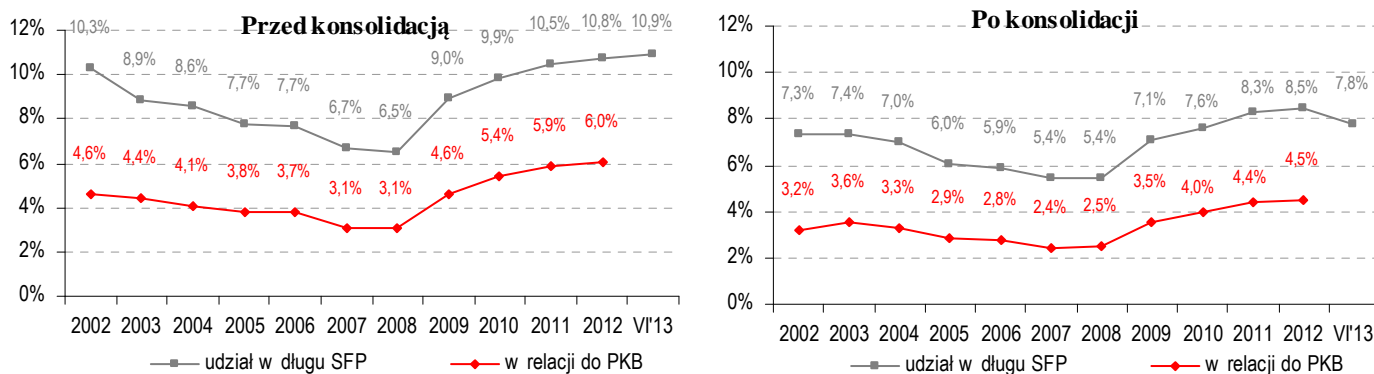
II.3. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2012 r. 10,8% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (8,5% po konsolidacji) wobec 10,5% (8,3%) na koniec 2011 r. Po I półroczu 2013 r. wielkości te kształtowały się odpowiednio na poziomie 10,9% oraz 7,8%. 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 3,2%. Różnica pomiędzy wysokością zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych od 2009 r. przed i po konsolidacji wynika z faktu, iż niedobory środków finansowych w FUS były finansowane pożyczkami z budżetu państwa.

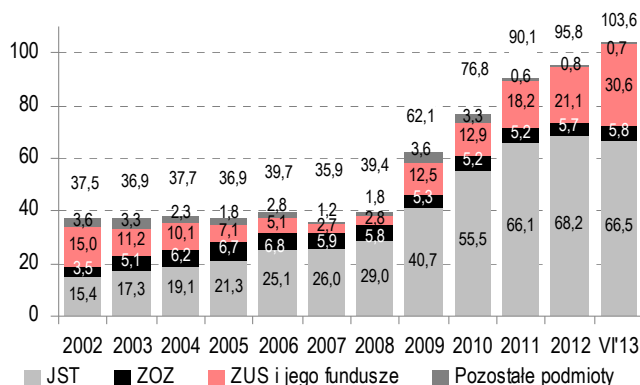
Wykres 13. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory (mld zł)



Wykres 14. Udział zadłużenia innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w długu sektora finansów publicznych i w relacji do PKB



Wykres 15. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP przed konsolidacją (mld zł)

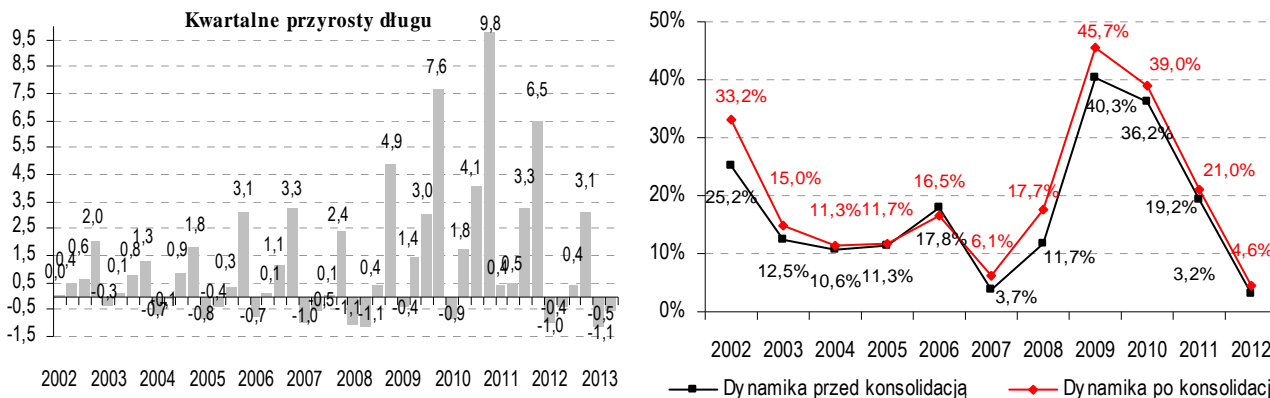


W dalszej części podrozdziału przedmiotem analizy jest zadłużenie innych niż SP jednostek SFP przed konsolidacją.

II.3.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

Zadłużenie JST i ich związków systematycznie rosło, na koniec 2012 r. wyniosło 68,2 mld zł wobec 66,1 mld zł na koniec 2011 r. Natomiast po pierwszym półroczu 2013 r. nastąpił spadek do poziomu 66,5 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 została znacząco ograniczona i w 2012 r. wyniosła odpowiednio 3,2% i 4,6%. Zadłużenie JST i ich związków od końca 2008 r. do połowy 2013 r. wzrosło łącznie o 129,2% przed konsolidacją i 151,3% po konsolidacji.

Wykres 16. Kwartalne zmiany (w mld zł) oraz roczna dynamika długu JST i ich związków przed i po konsolidacji.

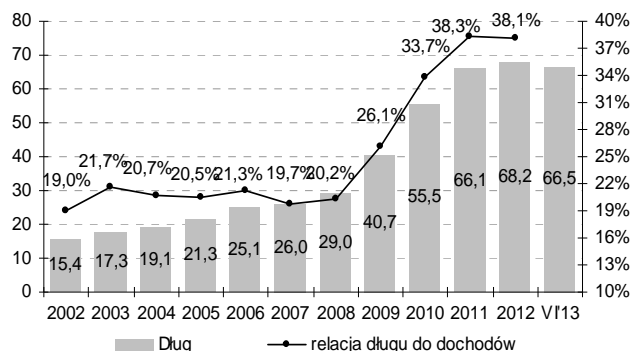


W 2012 r. łącznie JST i ich związki zanotowały deficyt budżetowy w wysokości 3,0 mld zł. Jest to wynik znacząco lepszy od wyniku z 2011 r. – 10,3 mld zł. Dług JST i ich związków w 2012 r. wzrósł natomiast o 2,1 mld zł.

JST zaciągały 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. W I półroczu 2013 r. odnotowano spadek długu JST łącznie o 1,7 mld zł (przy nadwyżce budżetowej 8,1 mld zł). Podobna sytuacja miała miejsce w 2012 r. W I półroczu 2012 r. dług spadł o 1,4 mld zł (przy nadwyżce budżetowej w wysokości 6,7 mld zł), by w drugim półroczu wzrosnąć o 3,5 mld zł.

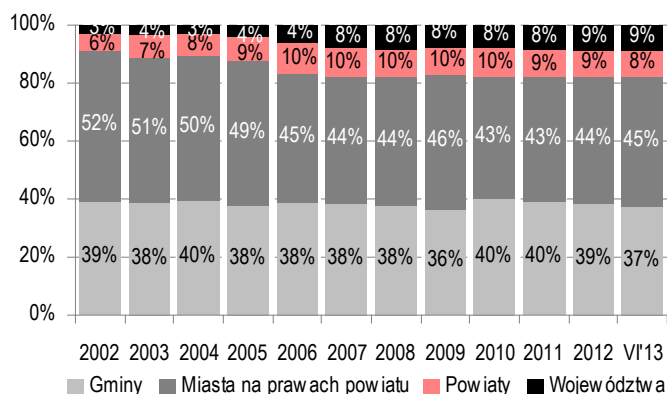
Relacja łącznej kwoty długu JST do dochodów tych jednostek w 2012 r. kształtowała się znacznie poniżej ustawowego limitu 60% i wyniosła 38,1%, co oznacza spadek o 0,2 p. proc. w porównaniu z 2011 r. Był to pierwszy spadek wskaźnika zadłużenia od 2007 r. W 2012 r. najwyższy średni wskaźnik zadłużenia wystąpił w miastach na prawach powiatu (48,3%) a najniższy w powiatach (26,5%).

Wykres 17. Zadłużenie (w mld zł) i relacja do dochodów dla JST i ich związków



W łącznej kwocie zobowiązań wszystkich JST największą część stanowią zobowiązania miast na prawach powiatu (43,6% w 2012 r. oraz 45,3% w I półroczu 2013 r.). Udział zobowiązań gmin w latach 2002-11 utrzymywał się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 36-40% (na koniec 2012 r. udział wzrósł do 38,6%, po czym na koniec czerwca 2013 r. obniżył się do poziomu 37,0%), a udział zobowiązań województw i powiatów po kilkuletnim wzroście ustabilizował się na poziomie ok. 8-10% (na koniec II kwartału 2013 r. wyniósł on odpowiednio 9,2% oraz 8,5%).

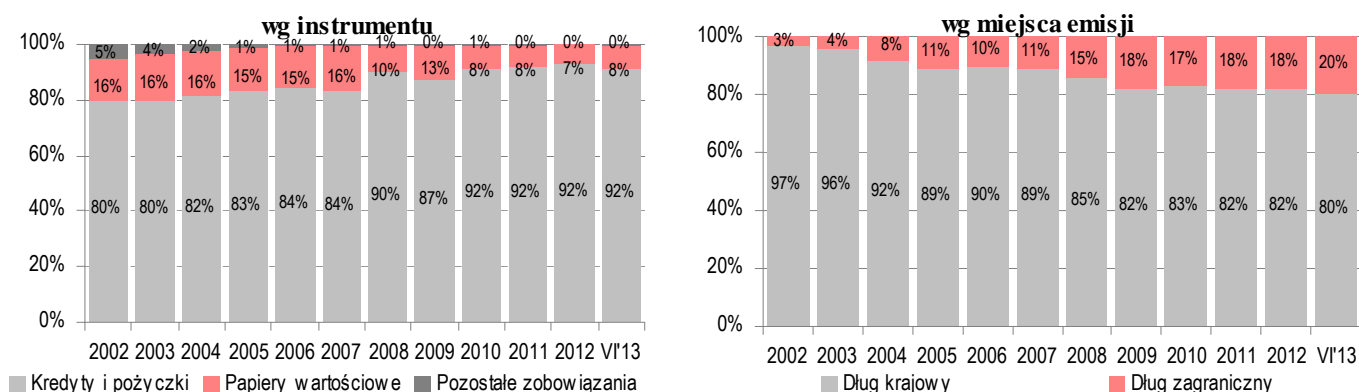
Wykres 18. Struktura zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w podziale na szczeble



W 2012 r. łączna kwota długu pomniejszona o zobowiązania na realizację programów i projektów z udziałem środków z UE przekroczyła 60% wykonanych dochodów w 30 JST (wobec 32 w 2011 r.). Zdecydowana większość jednostek przekraczających wskaźnik będący limitem określonym w ustawie o finansach publicznych to gminy, w 2012 r. tylko trzy powiaty oraz województwo opolskie przekroczyły dopuszczalną wartość wskaźnika.

W strukturze zobowiązań sektora samorządowego dominowało zadłużenie krajowe, choć udział zadłużenia zagranicznego stale się zwiększał i na koniec czerwca 2013 r. wynosił 20,0%. Największy udział w długu JST i ich związków stanowiły kredyty i pożyczki.

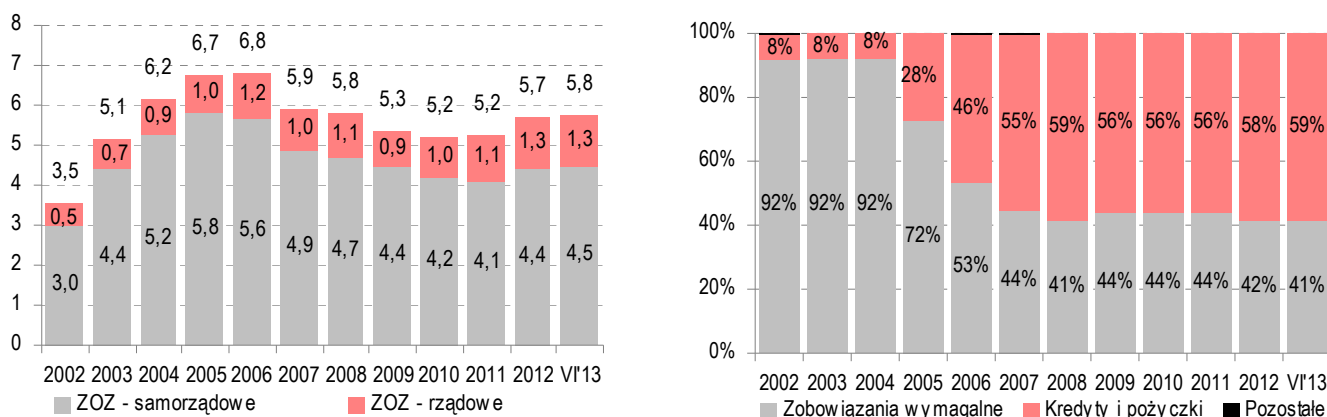
Wykres 19. Struktura długu jednostek samorządu terytorialnego i ich związków



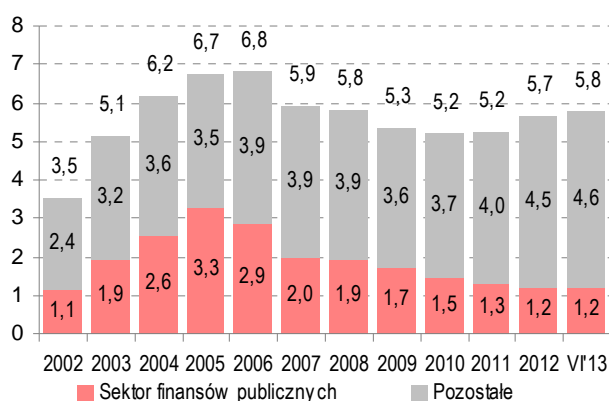
II.3.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

Zadłużenie SPZOZ na koniec 2012 r. wyniosło 5,7 mld zł, a na koniec czerwca 2013 r. 5,8 mld zł wobec 5,2 mld zł w 2011 r. Od 2007 r. w strukturze zadłużenia dominującym składnikiem są kredyty i pożyczki. 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 (mld zł) i struktura przedmiotowa zadłużenia SPZOZ



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



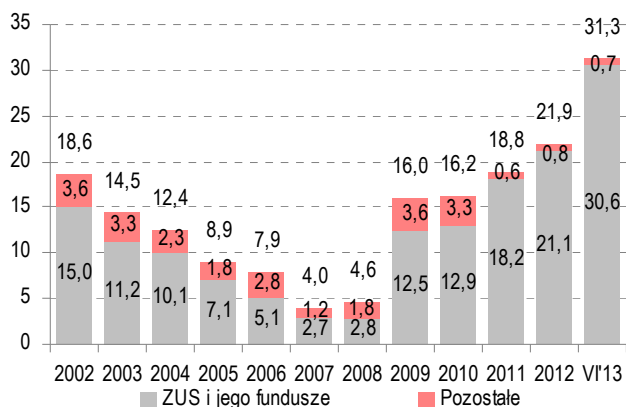
W latach 2006-12 zmniejszało się zadłużenie SPZOZ wobec sektora finansów publicznych, na koniec 2012 r. wyniosło ono ok. 1,2 mld zł i utrzymywało się na tym poziomie na koniec czerwca 2013 r. Wpływ na to w szczególności miała restrukturyzacja SPZOZ i częściowo umarżane pożyczki z budżetu państwa, udzielane na mocy ustawy z 2005 r., oraz spadek zobowiązań wobec ZUS.

II.3.3. Zadłużenie FUS i pozostałych jednostek

Spośród pozostałych podmiotów największą pozycją w latach 2002-12 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. i w kolejnych latach nastąpił znaczący wzrost zadłużenia FUS do poziomu 21,1 mld zł na koniec 2012 r. i 30,6 mld zł na koniec czerwca 2013 r. Wzrost zadłużenia FUS był efektem znaczącej nierównowagi funduszu będącej wynikiem niskiej dynamiki dochodów związanej z obniżeniem w latach 2007-2008 składki rentowej i spowolnieniem gospodarczym oraz istotnego wzrostu wydatków związanych ze świadczeniami rentowymi i emerytalnymi. Począwszy od 2009 roku stosowana była pożyczka z budżetu państwa jako instrument finansowania niedoboru FUS. W połowie 2013 r. stanowiła ona 95,7% całego zadłużenia funduszu, podczas gdy zadłużenie w bankach komercyjnych zostało w całości spłacone.

Zadłużenie innych podmiotów stanowiło znikomą część długu publicznego (poniżej 0,1% długu SFP przed konsolidacją, zarówno na koniec 2012 r. jak i w połowie 2013 r.).

Wykres 22. Zadłużenie FUS i pozostałych jednostek sektora finansów publicznych (mld zł)



II.4. 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 2013 r. wyniosły 111,2 mld zł, wobec 101,1 mld zł, tj. 6,3% PKB w 2012 r. oraz 97,7 mld zł, tj. 6,4% PKB w 2011 r.

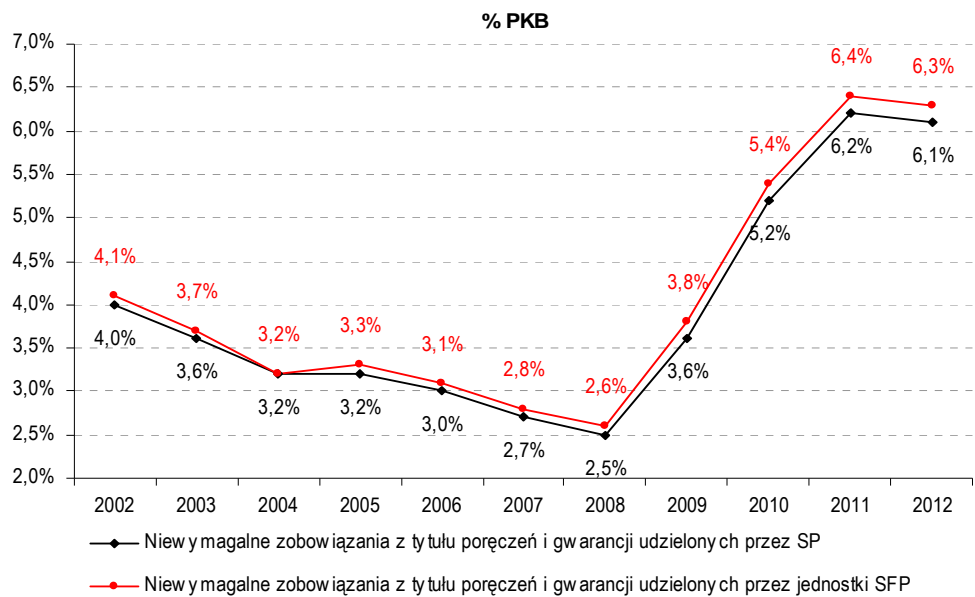
Dominujący udział w potencjalnych (niewymagalnych) zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2013 r. wynosiły one 107,6 mld zł wobec 97,5 mld zł, tj. 6,1% PKB w 2012 r. oraz 94,3 mld zł, tj. 6,2% PKB w 2011 r.

Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. Na koniec 2012 r. ok. 90% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Wzrost potencjalnych niewymagalnych zobowiązań był przede wszystkim wynikiem dużego wolumenu gwarancji udzielonych na wsparcie rozwoju infrastruktury. Jednocześnie przewidywane wypłaty z tytułu gwarancji i poręczeń utrzymały się na podobnym poziomie, wzrastając nieznacznie, tj. o 0,1 mld zł w ujęciu nominalnym i w relacji do PKB na koniec 2012 r. wyniosły, podobnie jak w roku poprzednim, ok. 0,34% PKB. Na koniec 2012 r. długoterminowy współczynnik ryzyka dla całego portfela poręczeń i gwarancji kształtował się na poziomie poniżej 6%.

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP wg stanu na koniec czerwca 2013 r. wynikały z:

- | | |
|--|-------------|
| - gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego | 76,6 mld zł |
| w tym na wsparcie Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) | 74,4 mld zł |
| - gwarancji wypłat z KFD dla Gdańsk Transport Company S.A | 8,9 mld zł |
| - gwarancji wypłat z KFD dla Autostrady Wielkopolskiej II S.A. | 7,6 mld zł |
| - gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. | 5,6 mld zł |
| - gwarancji udzielonej za Autostradę Wielkopolską S.A. | 3,5 mld zł |
| - gwarancji udzielonych za Polskie Koleje Państwowe S.A. | 2,9 mld zł |

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



III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII

W 2012 r. i w I połowie 2013 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2012-15*, przyjętej przez Radę Ministrów w grudniu 2011 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2013-16*, zaakceptowanej we wrześniu 2012 r.

Tabela 2 przedstawia ocenę stopnia realizacji celu *Strategii* wraz z ograniczeniami na ryzyko w 2012 r. i w I połowie 2013 r.

Tabela 2. Ocena stopnia realizacji *Strategii* w 2012 r. i w I połowie 2013 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 2012 r. wartość nominalna emisji SPW na rynku krajowym wyniosła 140,7 mld zł, a na rynkach zagranicznych pozyskano środki o wartości nominalnej 43,8 mld zł (w tym z MIF 5,5 mld zł), w I połowie 2013 r. było to odpowiednio 91,2 mld zł oraz 8,3 mld zł (w tym 3,0 mld zł z MIF). Głównymi czynnikami wpływającymi na decyzje w zakresie struktury finansowania w 2012 r. i w I połowie 2013 r. były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • czynniki o charakterze zewnętrznym, w szczególności: <ul style="list-style-type: none"> ○ sytuacja gospodarcza i fiskalna w Europie (spadek PKB w UE, kryzys zadłużeniowy części krajów) skutkujące dalszymi obniżkami ratingów krajów europejskich (w tym utratą najwyższej oceny AAA przez Francję i Austrię)³; ○ restrukturyzacja długu Grecji i międzynarodowa pomoc dla Cypru; ○ działania podejmowane w ramach UE mające na celu przywrócenie stabilności makroekonomicznej i długoterminową poprawę sytuacji fiskalnej oraz działania pomocowo-zaradcze (pakt fiskalny, wspólny nadzór bankowy, powołanie stałego mechanizmu pomocy finansowej dla strefy euro: ESM); ○ polityka niskich stóp procentowych prowadzona przez banki centralne, które w największym stopniu wpływają na sytuację na globalnym rynku finansowym; ○ zwiększenie programu skupu aktywów przez Fed i Bank Japonii, skutkujące znacznymi przepływami kapitału, w tym także na rynek polskich obligacji skarbowych; ○ zmienność kursu EUR/USD (przedział wahań wyniósł 1,21-1,36). • czynniki o charakterze lokalnym, przede wszystkim: <ul style="list-style-type: none"> ○ oczekiwania inwestorów co do skali i tempa łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP (od listopada 2012 r. do czerwca 2013 r. RPP obniżyła stopy procentowe o 2,0 punkty procentowe); ○ podniesienie perspektywy ratingu Polski przez agencję Fitch ze „stabilnej” do „pozytywnej” w lutym 2013 r.⁴ i podwyższenie ratingu z A- do A przez Japan Credit Rating Agency (JCR) w marcu 2013 r., ○ utrzymujące się zainteresowanie inwestorów zagranicznych rynkiem SPW (napływ kapitału zagranicznego na kwotę 36,3 mld zł w 2012 r. i 11,4 mld zł w I połowie 2013 r.); ○ znaczne wahania kursu złotego: w 2012 r. kurs EUR/PLN kształtował się w przedziale 4,04-4,50, a w I połowie 2013 r. w przedziale 4,07-4,35; ○ spadek rentowności krajowych i zagranicznych obligacji skarbowych do najniższego w historii poziomu na koniec 2012 r. Pozytywny trend spadkowy utrzymał się w I połowie 2013 r., a rentowności obligacji w maju osiągnęły kolejne rekordowe minima.

³ Ocena kredytowa długu rządowego państw UE znajduje się w aneksie 5.

⁴ W sierpniu 2013 r. agencja Fitch obniżyła perspektywę ratingu Polski ponownie do perspektywy „stabilnej”.

- rozkład w czasie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, w tym związanych z wykupem dużych serii obligacji przypadających na styczeń, kwiecień i październik;
- elastyczność w wyborze instrumentów i terminów emisji, służąca dostosowaniu wielkości i struktury oferty do bieżącej i oczekiwanej sytuacji rynkowej;
- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa, przejawiająca się prefinansowaniem znaczącej części potrzeb pożyczkowych brutto kolejnego roku (odpowiednio 19% potrzeb 2012 r. i 29% potrzeb planowanych na 2013 r.) pod koniec lat poprzedzających.

W zakresie długu zagranicznego najważniejszymi operacjami były:

- regularne emisje na rynku euro (w 2012 r. łączna wartość długu zaciągniętego na rynku euro wyniosła 5,3 mld EUR, a w I połowie 2013 r. 1,3 mld EUR) i dolara amerykańskiego (dwie emisje obligacji o łącznej wartości 3,0 mld USD);
- utrzymywanie obecności Polski na pozostałych głównych rynkach. W 2012 r. na rynku jena japońskiego wyemitowano obligacje o łącznej wartości 91,0 mld JPY, natomiast na rynku franka szwajcarskiego obligacje o łącznej wartości 825,0 mln CHF;
- ciągnięcia kredytów z MIF (łącznie w 2012 r. i I połowie 2013 r. 2,0 mld EUR, w tym z EBI 1,2 mld EUR i z Banku Światowego 0,8 mld EUR).

2. Efektywność rynku SPW

Do najważniejszych działań służących ograniczeniu kosztów należały:

- polityka emisji płynnych serii obligacji benchmarkowych na rynku krajowym. W połowie 2013 r. 17 emisji przekraczało równowartość 5 mld EUR. Na koniec czerwca 2013 r. 84% wartości nominalnej zadłużenia w obligacjach średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu stanowiły emisje benchmarkowe. Średni wskaźnik płynności⁵ po spadku w 2009 r. do poziomu 111,2% wzrósł do 173,7% w 2012 r. i na zbliżonym poziomie utrzymał się w I połowie 2013 r. (173,1%);
- 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 oddziaływanie na tę sytuację poprzez politykę informacyjną;
- wprowadzenie w październiku 2011 r. nowych zasad oceny aktywności DSPW promujących tworzenie możliwie najlepszych warunków do zawierania transakcji na SPW na rynku wtórnym. Wprowadzenie oceny jakości kwotowania SPW na rynku elektronicznym jako jedynego kryterium oceny aktywności na rynku wtórnym DSPW i kandydatów spowodowało znaczne zmniejszenie się spreadu pomiędzy ofertami kupna i sprzedaży podawanymi przez uczestników rynku elektronicznego i jednocześnie istotny wzrost kwotowanych wolumenów. Dzięki temu rynek elektroniczny stał się realnym punktem odniesienia dla wszystkich uczestników rynku SPW (w tym pozabankowych i zagranicznych);
- 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.

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

II. Ograniczenia celu – mierzalne						
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2011	2012	VI 2013
Ryzyko refinansowania	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Ograniczenie emisji bonów skarbowych (w sierpniu 2013 r. nastąpiło całkowite oddłużenie w bonach skarbowych); Wysoka sprzedaż obligacji średnio- i długoterminowych w 2012 r. i w I połowie 2013 r. (odpowiednio 64% i 65% ogółu SPW sprzedanych na przetargach sprzedaży i zamiany) przy korzystnych uwarunkowaniach rynkowych; Duża rola przetargów zamiany (na przetargach zamiany odkupiono 30% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie styczeń 2012 r. – czerwiec 2013 r.); Wydłużenie średniej zapadalności długu krajowego, mimo zmiennych warunków rynkowych. 	Średnia zapadalność (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	4,25	4,47	4,53
			Udział w SPW krajowych:			
			- SPW do 1 roku	19,9%	14,2%	14,9%
			- bonów skarbowych	2,3%	1,1%	0,5%
Ryzyko kursowe	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> Udział długu zagranicznego utrzymywał się nieco powyżej zakładanego w <i>Strategii</i> poziomu 30%, co wynikało z okoliczności, w których <i>Strategia</i> dopuszczała jego przekroczenie (tj. ze zwiększonego w 2012 r. prefinansowania potrzeb pożyczkowych roku 2013 emisjami obligacji na rynkach zagranicznych po rentownościach niższych niż na rynku krajowym oraz deprecjacji złotego w czerwcu 2013 r.); Udział długu w euro w długu zagranicznym był nieznacznie niższy niż zakładany w <i>Strategii</i> (70%), co wynikało z okoliczności w których <i>Strategia</i> dopuszczała odchylenie (tj. zwiększonego udziału nowych emisji w dolarze w 2012 r.); Kontynuacja długoterminowego finansowania nierynkowego w MIF. 	Udział długu zagranicznego w długu SP	32,0%	31,6%	30,6%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	66,9%	69,4%	69,3%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <i>Duration</i> długu krajowego pozostawało w określonym w <i>Strategii</i> przedziale 2,5-3,5 lat; ATR długu krajowego utrzymywało się w określonym w <i>Strategii</i> przedziale 2,8-4,2 lat; Ryzyko długu zagranicznego pozostawało na bezpiecznym poziomie i nie stanowiło ograniczenia dla celu minimalizacji kosztów. 	ATR (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	3,25	3,29	3,37
			<i>Duration</i> (w latach)			
			- kraj	2,80	3,01	3,02
			- zagranica	4,96	5,37	5,16
			- razem	3,52	3,81	3,73

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 (w 2012 r. odkupiono obligacje o wartości 40,3 mld zł, a w I połowie 2013 r. o wartości 12,1 mld zł); • oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2012 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 123,5 mld zł, a w I półroczu 2013 r. 52,4 mld zł; • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK. W 2012 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 980,1 mld zł, a w I półroczu 2013 r. 532,9 mld zł; • transakcje rynkowej wymiany walut typu FX swap pozwalające na okresowe wykorzystanie posiadanych walut w celu pozyskania środków złotych. W 2012 r. przeprowadzono transakcje o równowartości 1,4 mld USD; • lokaty walutowe - w 2012 r. zawarto lokaty na kwotę 125,5 mld EUR, a w I półroczu 2013 r. na kwotę 61,8 mld EUR; • sprzedaż części środków walutowych z funduszy unijnych bezpośrednio na rynku walutowym (w 2012 r. na rynku sprzedano waluty o równowartości 6,5 mld EUR, w 2013 r. sprzedaż była kontynuowana); • lokaty wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych na rachunkach Ministra Finansów w BGK w ramach konsolidacji płynności sektora finansów publicznych. Na koniec czerwca 2013 r. zgromadzono środki w wysokości 29,7 mld zł. <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2012 r. i w I połowie 2013 r. 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; • Funkcjonuje system zabezpieczeń transakcji na instrumentach pochodnych w postaci blokady papierów skarbowych w KDPW. 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 2012 r. miały wpływ transakcje swapowe zawarte w 2011 r. (zwiększenie kosztów o 1,56 mld zł w 2011 r. i zmniejszenie o 1,61 mld zł w 2012 r.) oraz w 2012 r. (zwiększenie kosztów o 0,49 mld zł w 2012 r. i zmniejszenie o 0,50 mld zł w 2013 r.) Celem transakcji było dążenie do kształtowania kosztów obsługi długu na poziomie zgodnym z limitami z ustawy budżetowej przy jednoczesnym obniżeniu kosztów w roku następnym; • Kupony nowych emisji ustalane były na poziomie zbliżonym do ich rentowności. • Do równomiernego rozkładu kosztów przyczyniały się przetargi zamiany na rynku krajowym oraz przetarg odkupu obligacji nominowanej w EUR.

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

IV. WPŁYW ZMIAN W SYSTEMIE EMERYTALNYM NA FINANSE PUBLICZNE I RYNEK SPW

W kolejnych podrozdziałach omówione zostały główne założenia planowanych zmian w systemie emerytalnym mające wpływ na finanse publiczne oraz na rynek skarbowych papierów wartościowych.

IV.1. Zmiany w systemie emerytalnym

Zgodnie z zapisami ustawy z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, w czerwcu 2013 r. został opublikowany przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego, a następnie 4 września 2013 r. przedstawiona została koncepcja zmian w systemie emerytalnym, które mają zostać wprowadzone w 2014 r.

Zakładane są następujące zmiany w systemie emerytalnym:

1. Umorzenie 51,5% jednostek rozrachunkowych zapisanych w rozliczenia na rachunku każdego członka otwartego funduszu i przekazania do ZUS odpowiadających im aktywów oraz jednoczesne dokonanie zapisów na indywidualnych kontach w ZUS (subkonto) o co najmniej analogicznej wartości. Ustawa określi szczegółowo kategorie aktywów przekazywanych do ZUS, przy czym w pierwszej kolejności przekazywane będą papiery skarbowe i obligacje gwarantowane przez SP. Aktywa przekazywane będą aż do osiągnięcia 51,5% wartości aktywów netto każdego OFE.

Po konwersji zobowiązań Skarbu Państwa, polegających na nabyciu przez Ministra Finansów papierów skarbowych w zamian za zobowiązanie gwarantujące wypłatę ubezpieczonemu świadczeń emerytalnych odpowiadających zaewidencjonowanej na jego subkoncie w ZUS zwaloryzowanej wartości papierów skarbowych, papiery skarbowe będą umorzone.

2. OFE będą musiały zachować w strukturze swoich aktywów na dzień ich przekazania udział SPW i obligacji gwarantowanych przez SP na poziomie nie mniejszym niż na dzień wskazany w ustawie, poprzedzający ogłoszenie zmian w systemie emerytalnym.
3. Wprowadzenie mechanizmu "suwaka bezpieczeństwa" mającego na celu ochronę wartości zgromadzonego w OFE kapitału ubezpieczonych, którym do emerytury pozostało 10 lub mniej lat, przed niekorzystnymi zmianami cen aktywów na rynku finansowym, tzw. ryzykiem "złej daty". Pozostające w OFE aktywa tych ubezpieczonych będą podlegały proporcjonalnemu przenoszeniu z OFE do ZUS w formie środków pieniężnych. Za wypłatę emerytur z obydwu filarów emerytalnych będzie odpowiedzialny ZUS.
4. Członkowie OFE i osoby nowowchodzące do systemu emerytalnego będą miały wybór czy ich przyszłe składki mają w części 2,92% trafiać do OFE, czy też na subkonto w ZUS.
5. OFE będą miały zakaz inwestowania w SPW i obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa.

IV.2. Wpływ zmian w systemie emerytalnym na finanse publiczne

Utworzenie OFE i ich funkcjonowanie w obecnej formule powoduje konieczność finansowania dodatkowych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa wynikających z finansowania z budżetu ubytku składki emerytalnej przekazywanej do OFE od początku reformy emerytalnej (tj. od 1999 r.) oraz wydatków na obsługę dodatkowego długu publicznego z tego tytułu. Wg szacunku MF całkowite zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu finansowania dodatkowych potrzeb pożyczkowych związanych z utworzeniem i funkcjonowaniem OFE wyniosło na koniec 2012 r. 279,4 mld zł, co stanowiło 17,5% PKB. Oznacza to, iż dług z tytułu OFE stanowił ponad 30% całego długu publicznego.

Tabela 3. Wpływ OFE na deficyt budżetu państwa i dług publiczny w latach 1999-2012

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1. Środki dla FUS z tytułu ubytku składki przekazywanej do OFE														
mld PLN	2,3	7,6	8,7	9,5	9,9	10,6	12,6	14,9	16,2	19,9	21,1	22,3	15,4	8,2
%PKB	0,3	1,0	1,1	1,2	1,2	1,1	1,3	1,4	1,4	1,6	1,6	1,6	1,0	0,5
2. Koszty obsługi dodatkowego długu z tytułu reformy emerytalnej *														
mld PLN	0,2	0,8	1,8	3,0	3,8	4,3	5,1	6,4	7,0	7,7	10,0	11,4	12,4	14,4
%PKB	0,0	0,1	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9
3. Wpływ reformy emerytalnej na deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (1+2)**														
mld PLN	2,4	8,4	10,5	12,5	13,7	14,9	17,7	21,3	23,2	27,6	31,1	33,8	27,8	22,6
%PKB	0,4	1,1	1,3	1,5	1,6	1,6	1,8	2,0	2,0	2,2	2,3	2,4	1,8	1,4
4. Wpływ reformy emerytalnej na dług publiczny*														
mld PLN	2,6	12,0	24,1	37,7	52,0	68,3	87,1	109,2	134,0	163,7	196,5	232,9	260,6	279,4
%PKB	0,4	1,6	3,1	4,7	6,2	7,4	8,9	10,3	11,4	12,8	14,6	16,4	17,1	17,5

*) Szacunek MF.

**) Refundacja składki przekazywanej do OFE od 2004 r. jest w budżecie państwa ujmowana jako rozchód. Wg definicji UE jest ona traktowana jako wydatek, powiększający deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Efektom wprowadzenia zmian w systemie emerytalnym będzie skokowe obniżenie długu publicznego w 2014 r. wynikające w największym stopniu z jednorazowego efektu umorzenia nabytych przez Ministra Finansów papierów skarbowych. Według wstępnych szacunków, zakładających że połowa ubezpieczonych przejdzie do ZUS, relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się w wyniku przeprowadzonych zmian emerytalnych o ok. 7 p.p., a relacja długu sektora *general government* o ok. 8 p.p. Wejście w życie ESA2010 we wrześniu 2014 r. będzie neutralne z punktu widzenia wpływu zmian w systemie emerytalnym na dług sektora *general government*. Potrzeby pożyczkowe netto w 2014 r. zmniejszą się o ok. 16,5 mld zł.

Wprowadzenie mechanizmu "suwaka bezpieczeństwa" oraz niższej składki do OFE przy jednoczesnej niższej bazie ubezpieczonych w OFE w sposób trwały będzie oddziaływało na obniżenie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnych latach, a co za tym idzie na poziom długu publicznego.

Wg wstępnych opinii agencji ratingowych proponowane zmiany w systemie emerytalnym są neutralne z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego Polski (jako wypadkowa obniżenia długu publicznego i zwiększenia przyszłych zobowiązań emerytalnych FUS) z założeniem, że progi relacji długu do PKB zostaną odpowiednio dostosowane⁶. Planuje się takie dostosowanie we wprowadzanej nowej regule wydatkowej (zob. rozdział VIII.1).

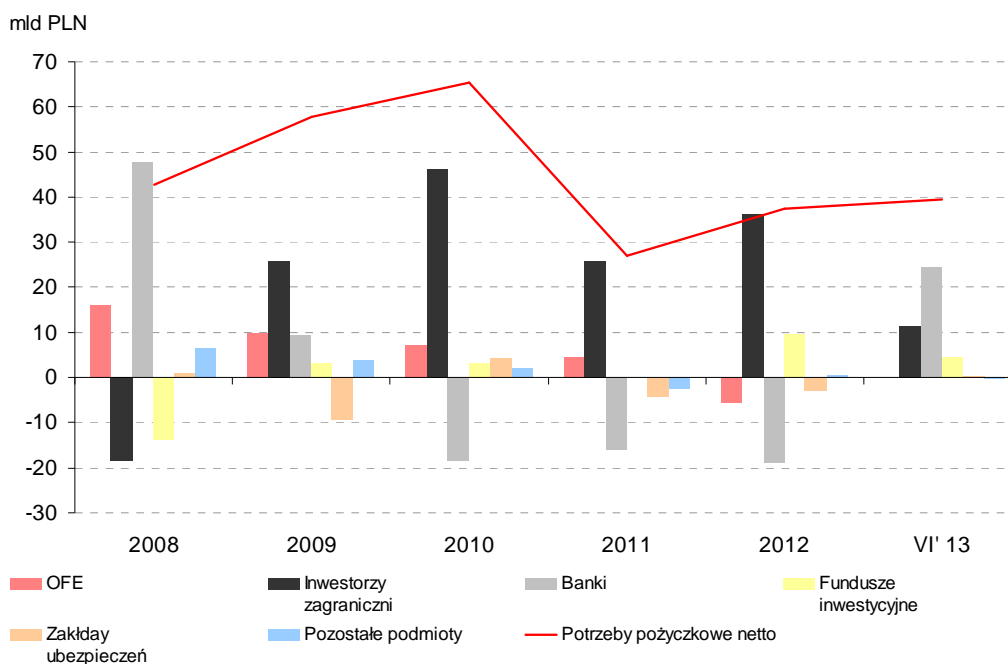
IV.3. Wpływ zmian w systemie emerytalnym na rynek SPW

Proponowane zmiany w systemie emerytalnym będą miały wpływ na strukturę podmiotową zadłużenia w krajowych SPW. Jednorazowo na dzień przeniesienia części aktywów OFE do ZUS udział krajowego sektora pozabankowego w długu krajowym SPW spadnie z 46% w połowie 2013 r. do ok. 31-33%, a udziały krajowego sektora bankowego i nierezydentów wzrosną odpowiednio do ok. 24-26% (z 20%) i 42-44% (z 34%). Umorzenie części długu krajowego wynikające z nabycia przez Ministra Finansów SPW wpłynie także na wzrost udziału długu nominowanego w walutach obcych z 30,6% na koniec czerwca 2013 r. do ok. 35-37%. Docelowo niższe potrzeby pożyczkowe oraz wynikające z tego mniejsze zapotrzebowanie na finansowanie zagraniczne przyczynią się do stopniowego zwiększania udziału inwestorów krajowych w rynku SPW oraz zmniejszania udziału długu zagranicznego w długu ogółem.

⁶ Pogląd taki został przedstawiony w komentarzach agencji Moody's z 5 września 2013 r. oraz agencji Fitch z 10 września 2013 r.

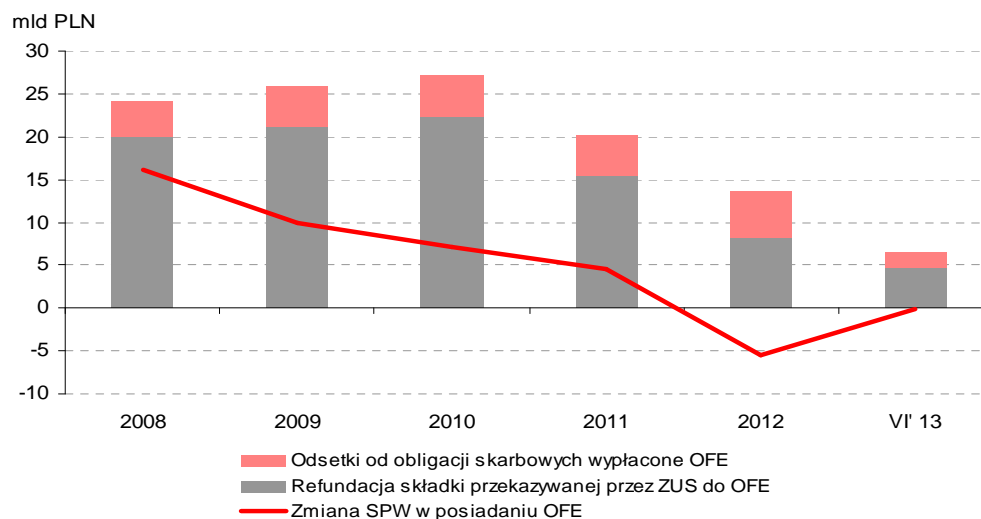
Fundusze emerytalne odegrały bardzo istotną rolę w rozwoju rynku SPW, szczególnie w początkowej fazie ich istnienia. Do roku 2008 przyrost inwestycji OFE w papiery skarbowe intensywnie wzrastał, w latach 2005-2008 OFE zwiększały swoje zaangażowanie w SPW o średnio 15,6 mld zł rocznie wg wartości nominalnej. W ostatnich latach fundusze emerytalne, mimo posiadania portfela SPW o największej wartości wśród inwestorów pozabankowych, nie były z punktu widzenia finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa znaczącym inwestorem netto. Począwszy od 2009 r. inwestycje OFE w SPW ulegały stopniowemu ograniczaniu.

Wykres 24. Zmiany struktury podmiotowej krajowych SPW oraz wartość potrzeb pożyczkowych netto w latach 2008- 2013.



W ostatnich latach udział papierów skarbowych w aktywach OFE spadł poniżej 50%, co oznacza, że przekazując do OFE składki, które refundowane są przez SP z emisji długu – w coraz większym stopniu należy poszukiwać nabywców SPW wśród pozostałego grona inwestorów, w tym głównie inwestorów zagranicznych. W dłuższym terminie ograniczenie poziomu potrzeb pożyczkowych wynikające ze zmian w systemie emerytalnym powinno działać stabilizująco na rynek SPW.

Wykres 25. Napływ środków do OFE z tytułu składki i odsetek od SPW a zmiana SPW w posiadaniu OFE w latach 2008-2013



Rosnąca rola inwestorów zagranicznych na polskim rynku SPW (zob. rozdz. V.2) wynikała w części ze znacznego poziomu potrzeb pożyczkowych, które zwiększane były przez konieczność refundowania ZUS składek przekazywanych do OFE i obsługi zaciąganego na ten cel długu. Jednocześnie rola OFE jako stabilizatora krajowego rynku SPW w przypadku ruchów kapitału zagranicznego w ostatnich latach była niejednoznaczna.

Zmiany portfela OFE i inwestorów zagranicznych w poszczególnych miesiącach od roku 2008 do I połowy 2013 r. przedstawia tabela 4.

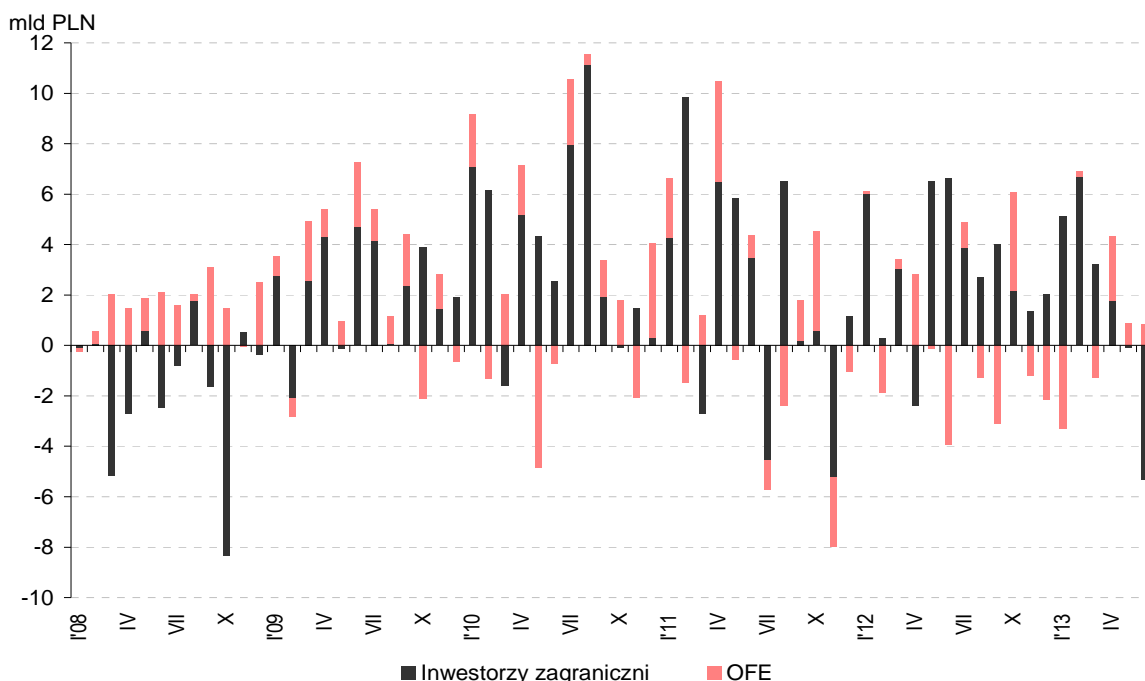
Tabela 4. Zmiany portfela OFE i inwestorów zagranicznych

	Zmiana portfela SPW:		liczba obserwacji (miesiące)	%%
	OFE	Inwestorzy zagraniczni		
1	+	+	28	42,4%
2	+	-	14	21,2%
3	-	+	20	30,3%
4	-	-	4	6,1%
Łącznie			66	100%

(+) oznacza wzrost wartości portfela w miesiącu, (-) oznacza spadek wartości portfela w miesiącu

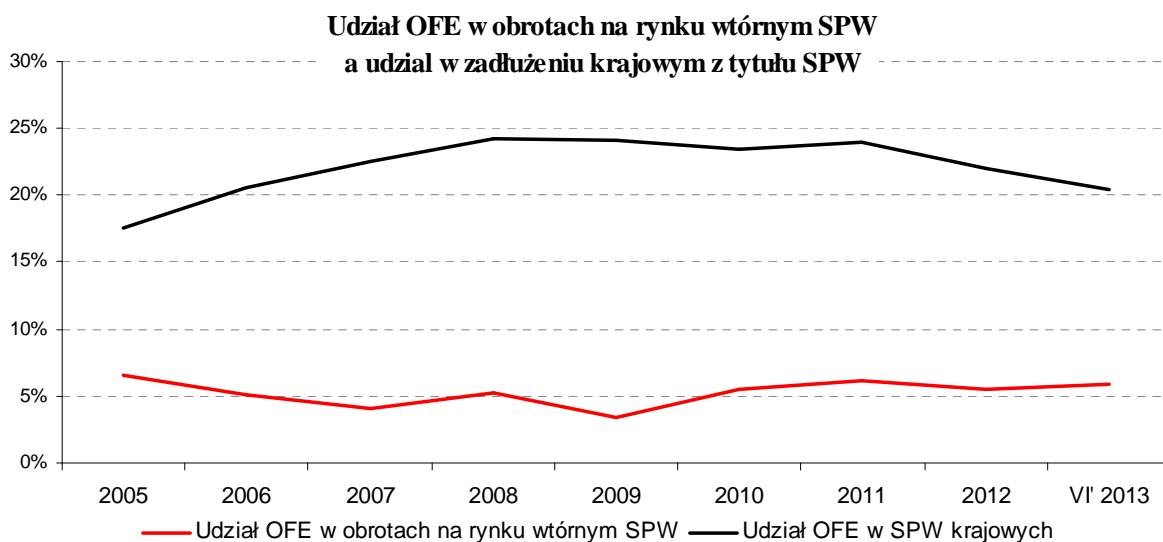
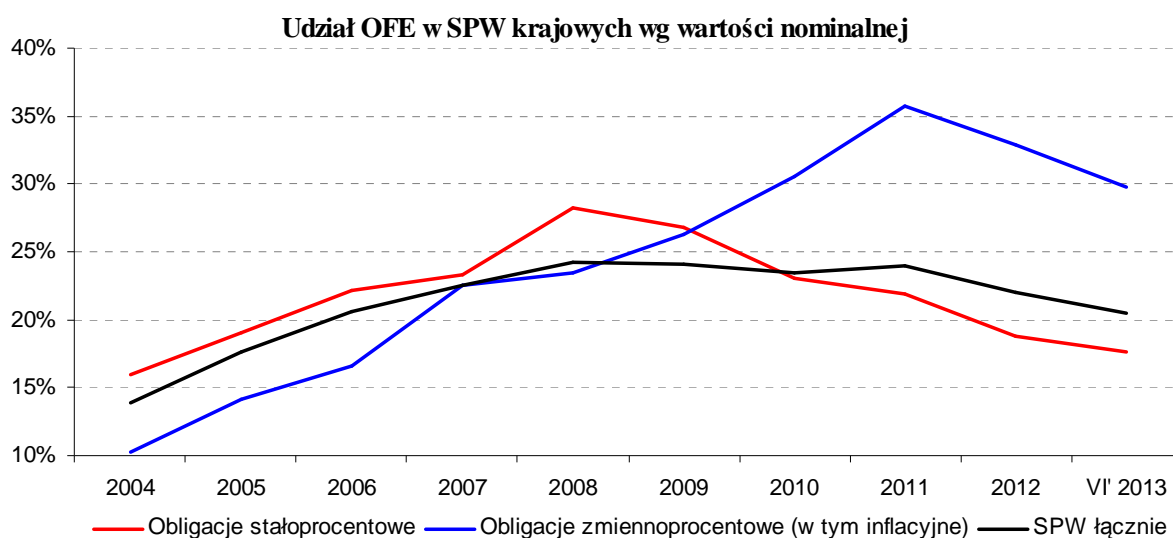
Pozytywny wpływ OFE na stabilizowanie rynku SPW w przypadku odpływu kapitału zagranicznego był szczególnie widoczny w przypadku umiarkowanego skracania pozycji przez kapitał zagraniczny. Wówczas OFE przejmowały znaczącą część obligacji od inwestorów zagranicznych. Jednakże przy dużych odpływach (minimum ok. 5 mld zł w jednym miesiącu) wartość SPW nabywanych przez OFE była istotnie niższa od wartości SPW sprzedawanych przez inwestorów zagranicznych. Wyraźniej OFE oddziaływały na zmianę wahań rynku SPW w przypadku napływu kapitału zagranicznego na polski rynek. W takich przypadkach OFE sprzedawały obligacje ograniczając zakres spadku rentowności papierów skarbowych. W blisko połowie obserwowanych przypadków OFE zachowywały się tak samo jak inwestorzy zagraniczni: nabywały SPW (42,4% wszystkich obserwacji) i sprzedawały (6,1%) w tych samych miesiącach co inwestorzy zagraniczni.

Wykres 26. Miesięczne zmiany SPW w posiadaniu OFE i inwestorów zagranicznych w latach 2008-2013.



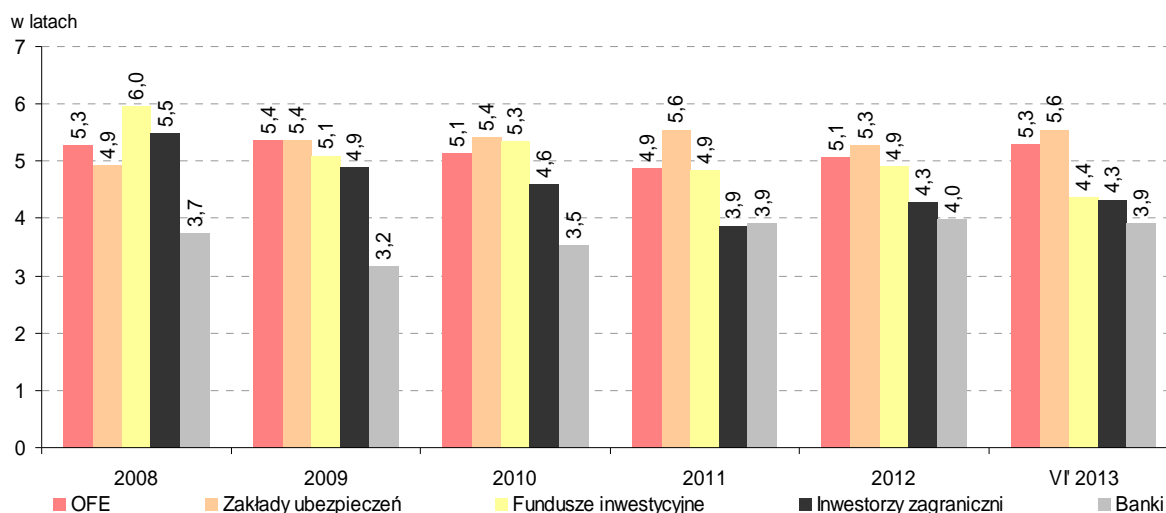
OFE są z reguły stabilnym inwestorem długoterminowym, który inwestuje również w papiery o mniejszej płynności. Fundusze nie należą do grona inwestorów aktywnie obracających SPW na rynku wtórnym i stymulujących płynność na tym rynku. W posiadaniu OFE na koniec czerwca 2013 r. było 20,5% wszystkich krajowych SPW, w tym 17,7% obligacji o stałym oprocentowaniu (najbardziej płynnych) i aż 31,2% obligacji o zmiennym oprocentowaniu i inflacyjnych (mniej płynnych). Udział OFE w obrotach SPW na rynku wtórnym jest znacznie niższy od udziału OFE w strukturze zadłużenia z tytułu emisji SPW na rynku krajowym, a na koniec czerwca 2013 r. stanowił ok. 6% tych obrotów.

Wykres. 27. Udział OFE w krajowych SPW oraz w obrotach na rynku wtórnym



Średnia zapadalność portfela obligacji skarbowych w posiadaniu OFE w latach 2008-2013 kształtowała się w przedziale 4,9–5,4 roku. Była to jedna z większych zapadalności wśród głównych grup nabywających SPW, choć portfel o wyższej średniej zapadalności miały zakłady ubezpieczeń (4,9–5,6 roku, w tym 5,6 roku koniec czerwca 2013 r. wobec 5,3 roku dla OFE). Portfele SPW o średnim terminie zapadalności zbliżonym do średniej zapadalności wszystkich krajowych SPW (4,5 roku) posiadały na koniec czerwca 2013 r. fundusze inwestycyjne i inwestorzy zagraniczni. Banki krajowe miały portfele SPW o zapadalności niższej od średniej dla krajowych SPW (3,9 roku).

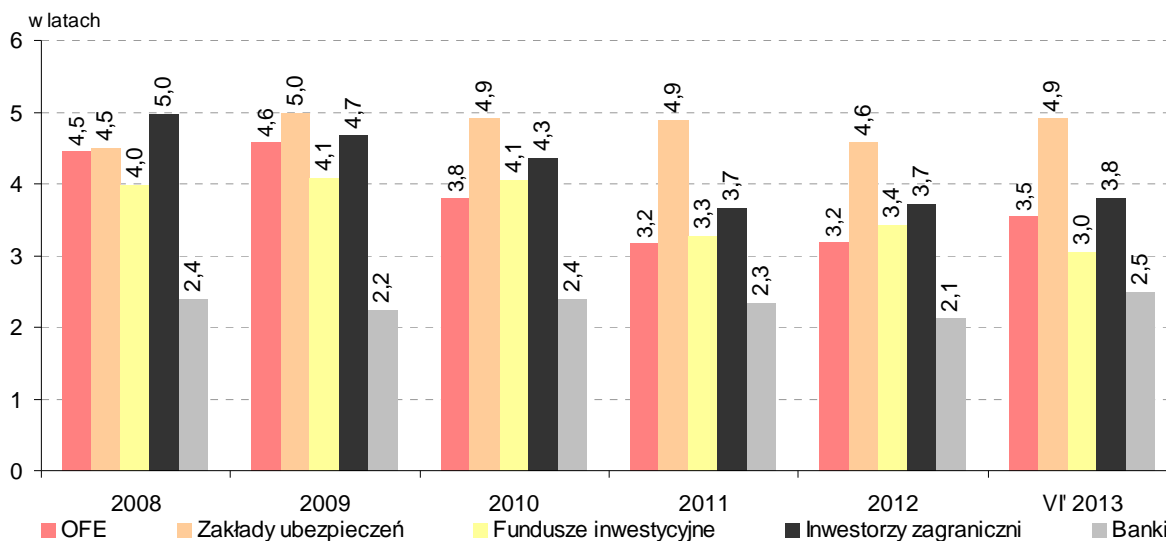
Wykres 28. Średnia zapadalność rynkowych obligacji skarbowych w portfelach wybranych inwestorów w latach 2008-2013



Wynikające z opisanych zmian w systemie emerytalnym umorzenie nabytych przez Ministra Finansów SPW spowoduje spadek średniej zapadalności długu krajowego z ok. 4,4 roku do ok. 4,2. W dłuższej perspektywie czasowej ograniczenie potrzeb pożyczkowych powodować będzie ograniczenie podaży SPW, w tym najprawdopodobniej o krótszych okresach wykupu, a więc tych które nabywane są najchętniej przez banki i część inwestorów zagranicznych. Powodować to powinno stopniowy wzrost średniej zapadalności długu krajowego do założonego w *Strategii* poziomu.

Portfel obligacji skarbowych w posiadaniu OFE posiadał jeden z niższych wskaźników ATR, będącego miarą ryzyka stopy procentowej, wśród nabywców SPW. W latach 2008-2013 wskaźnik ten kształtował się w przedziale 3,2–4,6 roku, przy porównaniu dla wszystkich krajowych SPW na poziomie 3,3–3,8. Niższe ATR miał portfel obligacji w posiadaniu banków krajowych, a zbliżony funduszy inwestycyjnych. Obligacje o najwyższej i stabilnej wartości wskaźnika ATR posiadały zakłady ubezpieczeń (4,6–5,0 roku w analizowanym okresie).

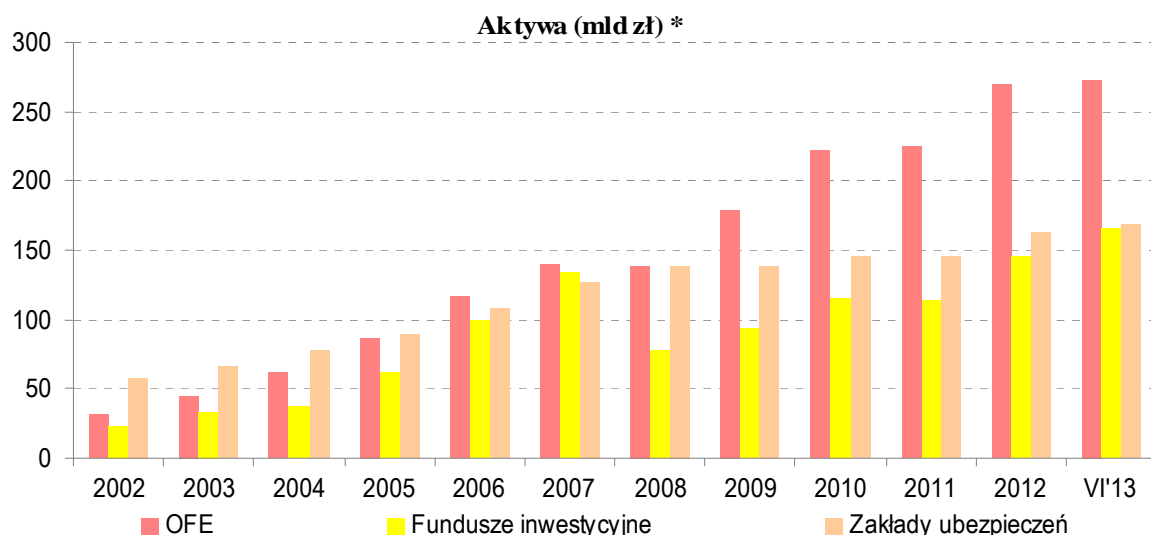
Wykres 29. ATR rynkowych obligacji skarbowych w portfelach wybranych inwestorów w latach 2008-2013



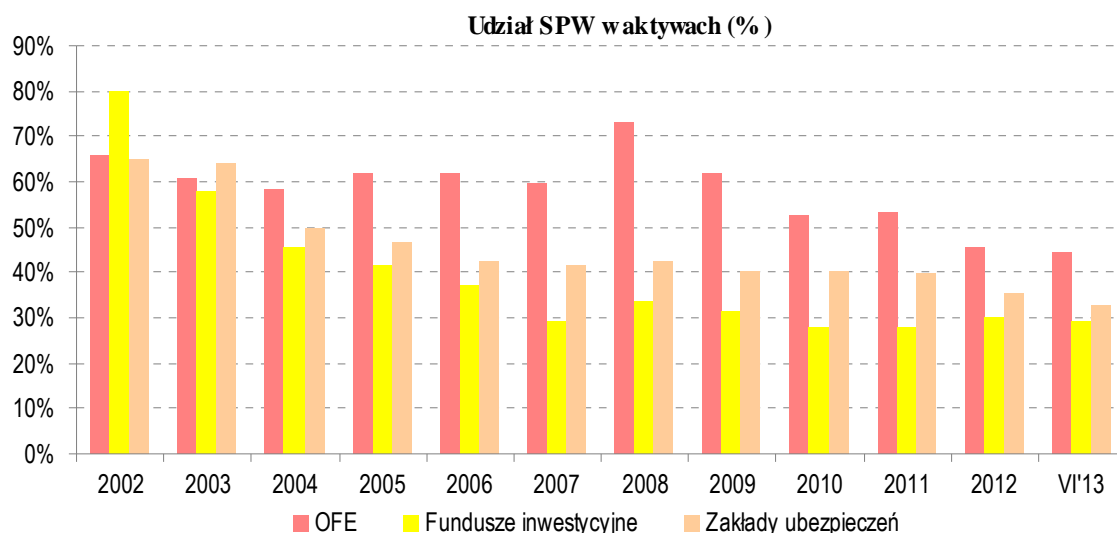
Umorzenie nabytych przez Ministra Finansów SPW nie spowoduje zmian wskaźnika ATR, który pozostanie na poziomie zbliżonym do tego sprzed umorzenia i wyniesie ok. 3,4 roku. Będzie to oznaczało stabilizację ryzyka stopy procentowej.

Oprócz OFE do grona stabilnych pozabankowych inwestorów długoterminowych należą zakłady ubezpieczeń i fundusze inwestycyjne. Na koniec czerwca 2013 r. ich udział w krajowych SPW wynosił łącznie 17,5%. SPW stanowią ponad 30% aktywów zakładów ubezpieczeń i ponad 1/4 aktywów funduszy inwestycyjnych. Aktywa zarządzane przez pozabankowe instytucje ubezpieczeniowe systematycznie rosną. Od końca 2007 r. do końca marca 2013 r. aktywa zakładów ubezpieczeń wzrosły z 126,9 mld zł do 168,5 mld zł (wzrost o 32,8%), natomiast aktywa zarządzane przez fundusze inwestycyjne wzrosły z 133,8 mld zł do 166,2 mld zł (wzrost o 24,2%).

Wykres 30. Aktywa pozabankowych instytucji finansowych i udział SPW w aktywach



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



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

- 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.

V. UWARUNKOWANIA STRATEGII

W kolejnych podrozdziałach przedstawiono główne założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii* oraz uwarunkowania rynkowe mające wpływ na zarządzanie długiem. Omówiona została rola inwestorów krajowych i zagranicznych oraz rozwój sytuacji na rynku międzynarodowym, w tym na rynkach, na których finansowane są potrzeby pożyczkowe SP.

V.1. Założenia makroekonomiczne *Strategii*

Ocena sytuacji makroekonomicznej i kierunków polityki fiskalnej przedstawiona została w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na 2014 r. Tabela 5 przedstawia założenia makroekonomiczne *Strategii*.

Tabela 5. Założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii*

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Realny wzrost PKB (%)	1,9	1,5	2,5	3,8	4,3	4,3
PKB w cenach bieżących (mld zł)	1 595,3	1 642,9	1 721,5	1 829,8	1 955,6	2089,6
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	3,7	1,6	2,4	2,5	2,5	2,5
USD/PLN	- na koniec roku*	3,10	3,14	3,02	2,95	2,92
EUR/PLN	- na koniec roku*	4,09	4,07	3,92	3,84	3,80

* przyjęte kursy walutowe uwzględniają rezerwę na wahania kursu walutowego

V.2. Krajowy rynek skarbowych papierów wartościowych

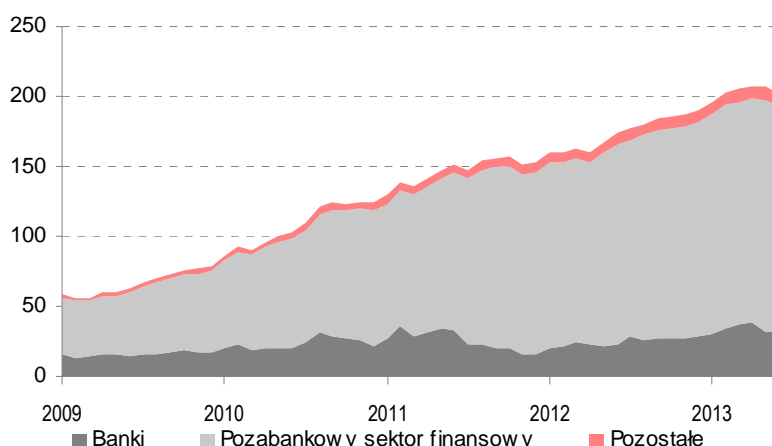
Istotnym uwarunkowaniem zarządzania długiem jest poziom rozwoju krajowego rynku finansowego, w tym krajowej bazy inwestorów, jak również rola inwestorów zagranicznych na rynku krajowym. W warunkach swobodnego przepływu kapitału rozwinięty i głęboki rynek krajowy pozwala na amortyzację szoków zewnętrznych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

Planowane wprowadzenie w 2014 r. zmian w systemie emerytalnym i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych będzie głównym uwarunkowaniem wpływającym na dalszy rozwój krajowej bazy inwestorów oraz rynku SPW (wpływ OFE i innych krajowych pozabankowych instytucji finansowych na rynek SPW omówiony został w rozdziale IV.3).

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., kiedy ich udział w długu krajowym obniżył się z ok. 20% do ok. 13% od roku 2009 nastąpił powrót ich zainteresowania inwestycjami w SPW, głównie w wyniku poprawy nastrojów na rynkach finansowych i dobrej oceny sytuacji ekonomicznej Polski przez rynki finansowe. W rezultacie zaangażowanie tej grupy inwestorów w krajowe SPW zwiększało się w kolejnych latach i tym samym osiągnęło w kwietniu 2013 r. na krajowym rynku długu rekordowy poziom, zarówno w wielkościach absolutnych (207,1 mld zł), jak i pod względem udziału w długu krajowym (ponad 36%). Na koniec lipca 2013 r., po odpływie inwestorów zagranicznych w czerwcu o ponad 5 mld zł w wyniku pogorszenia globalnych nastrojów, wielkości te wynosiły odpowiednio 202,1 mld zł i 35%.

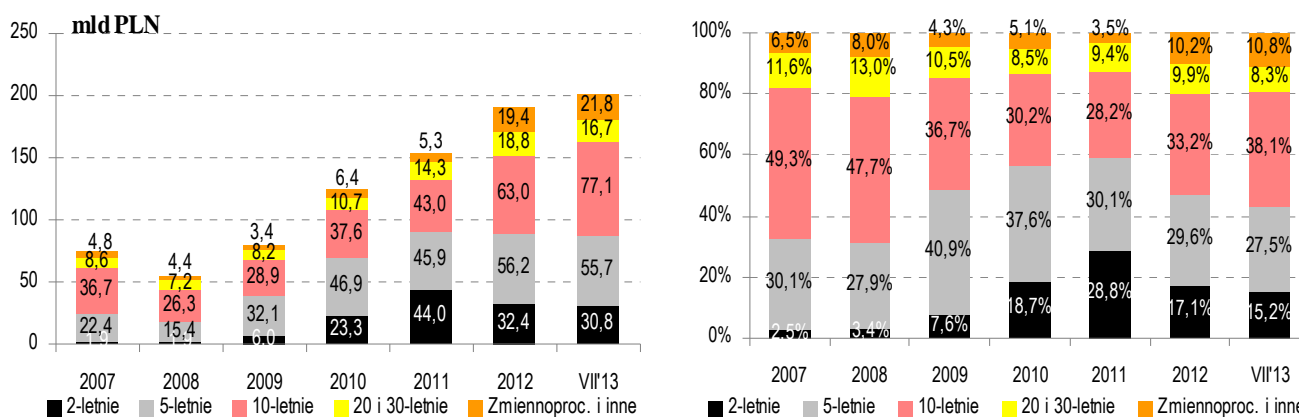
Wykres 31. Struktura podmiotowa zadłużenia krajowego SP wobec inwestorów zagranicznych w okresie 2008- 2013 (mld zł).



W okresie od stycznia 2009 r. do lipca 2013 r. zaangażowanie inwestorów zagranicznych w SPW zwiększyło się 3,5-krotnie. Najbardziej stabilną grupą nabywców wśród nierezydentów posiadającą największy portfel papierów skarbowych jest pozabankowy sektor finansowy (przyrost portfela SPW od początku 2009 r. do lipca 2013 r. wobec tej grupy wyniósł 122 mld zł). Wzrost zaangażowania tej grupy inwestorów wynikał zarówno z rozszerzenia grona podmiotowego zagranicznych nabywców polskich SPW (fundusze ubezpieczeniowe, emerytalne, inwestycyjne, zarządzające aktywami i podmioty zarządzające środkami publicznymi), jak i zwiększenia dywersyfikacji struktury geograficznej. Do tradycyjnych nabywców krajowych SPW z Europy Zachodniej i USA dołączali w coraz większym stopniu nabywcy z Azji, Bliskiego Wschodu i wszystkich części Europy, w tym również banki centralne ze wszystkich wymienionych regionów.

W strukturze rodzajowej portfela papierów skarbowych w posiadaniu nierezydentów nadal dynamicznie wzrastał portfel obligacji 10-letnich (w stosunku do końca 2011 r. wzrost o prawie 80%), a pod koniec 2012 r. znacząco przyrósł portfel obligacji zmiennoprocentowych. Sukcesywnie spadało natomiast zaangażowanie inwestorów zagranicznych w obligacjach o najkrótszych okresach wykupu (spadek o 30% w stosunku do końca 2011 r.).

Wykres 32. Struktura portfeli obligacji skarbowych u nierezydentów



Postrzeganie Polski przez inwestorów zagranicznych będzie miało silny wpływ na warunki finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w horyzoncie *Strategii*. Napływ inwestorów zagranicznych 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, choć najprawdopodobniej jego udział w rynku krajowych SPW, po wzroście związanym z

umorzeniem obligacji nabytych przez Ministra Finansów od ZUS, będzie mała. Ryzyko nagłego znaczącego odpływu z rynku SPW 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,
- utrzymana zostanie dobra ocena sytuacji fiskalnej i makroekonomicznej przez rynki finansowe,
- 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. W perspektywie średnioterminowej można się spodziewać skutków stopniowego ograniczania programów skupu aktywów przez banki centralne, przede wszystkim w USA. 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.

V.3. Uwarunkowania międzynarodowe

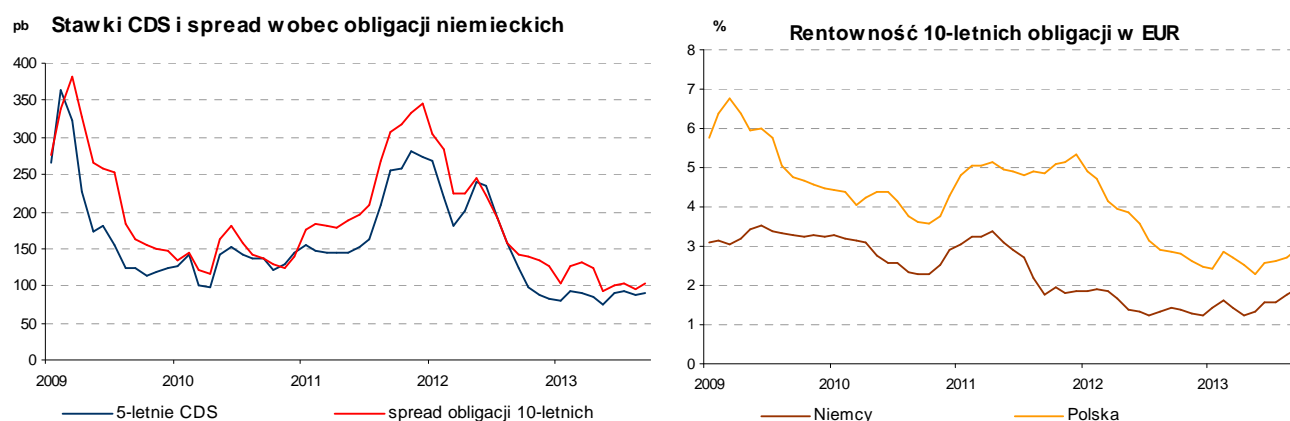
Poprawa sytuacji na rynkach finansowych w UE, będąca efektem osłabienia się obaw dotyczących rozpadu strefy euro, nie przełożyła się na poprawę tempa wzrostu. Wyniki gospodarki UE w II połowie 2012 r. okazały się gorsze od oczekiwań, a w całym 2012 r. gospodarka europejska zanotowała nieznaczny spadek PKB (-0,3%). Pewnej poprawy w otoczeniu zewnętrznym można oczekiwać dopiero w drugiej połowie 2013 r. Zgodnie z opublikowaną w maju 2013 r. prognozą KE spadek PKB w strefie euro wyniesie w 2013 r. 0,4% (w 2012 r. spadek wynosił 0,6%), natomiast w 2014 r. prognozowany jest jego wzrost o 1,2%. Tempo wzrostu największej gospodarki – Niemiec osłabi się do 0,4% w porównaniu z 0,7% w 2012 r. Wzrost PKB w USA w 2013 r., według szacunków KE wyniesie 1,9% wobec 2,2% w 2012 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:

- wysokie potrzeby pożyczkowe wielu państw, będące konsekwencją ubytku dochodów budżetowych wynikającego z dekonjunktury w gospodarce światowej oraz działań antykrzysowych poszczególnych rządów,
- sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których zaciągane będą zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro i dolara amerykańskiego oraz działania banków centralnych:
 - EBC obecnie utrzymuje główną stopę procentową na poziomie 0,5%, jest ona najniższa w historii i w zależności od sytuacji makroekonomicznej może ulec obniżeniu,
 - FED od grudnia 2008 r. utrzymuje podstawową stopę funduszy federalnych w przedziale od 0,00 do 0,25%, nie zmienił swojej polityki pobudzania rynku, choć zapowiedział, że w momencie widocznej poprawy konjunktury zamierza ograniczyć

- skup aktywów,
- Bank Japonii w kwietniu 2013 r. podjął rewolucyjną decyzję o odejściu w polityce monetarnej od ustalania stopy procentowej na rzecz kontroli bazy monetarnej, będzie przeprowadzał operacje tak, żeby baza monetarna rosła w rocznym tempie 60-70 bln JPY,
 - Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) od września 2011 r. kieruje swoje wysiłki w stronę osłabienia franka, aby utrzymać korzystny kurs wymiany 1,20 za euro,
 - postrzeganie ryzyka kredytowego Polski i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych. Różnica między rentownością polskich i niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych w euro spadła w połowie września 2013 r. do ok. 100 pb. Uwzględniając spadek stóp procentowych na rynkach bazowych, koszt finansowania rynkowego w euro obniżył się znacznie w stosunku do poziomu sprzed kryzysu. W tym samym czasie rosła rynkowa wycena ryzyka kredytowego znacznej części państw UE, w tym strefy euro, co znalazło również odzwierciedlenie w obniżce ratingów części państw⁷. We wrześniu 2013 r. rynkowa ocena wiarygodności kredytowej Polski mierzona stawkami CDS zbliżona była do poziomu Słowacji i Czech pomimo, iż kraje te posiadają wyższy niż Polska rating.

Wykres 33. 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 5.

VI. 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.

Podejście do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu nie uległo zmianie w stosunku do *Strategii* z poprzedniego roku. Oznacza to możliwość elastycznego kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty oraz typu instrumentów. Wybór struktury finansowania powinien być rezultatem oceny sytuacji rynkowej (poziomu 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 dolara amerykańskiego jako uzupełniającego rynku finansowania,

- wykorzystywać możliwości, jakie daje dostęp do atrakcyjnego finansowania w międzynarodowych instytucjach finansowych,
- działać stabilizująco na rynek krajowy poprzez:
 - zapewnienie bezpieczeństwa finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sytuacji przejściowych zaburzeń na rynku krajowym,
 - absorpcję znaczącej części popytu inwestorów zagranicznych na polskie SPW, będącej alternatywą dla zwiększania zadłużenia wobec inwestorów zagranicznych na rynku krajowym,
- uwzględniać możliwość sprzedaży walut na rynku walutowym i w NBP jako instrumentu zarządzania potrzebami walutowymi budżetu państwa oraz wykorzystania środków pozyskanych na rynkach zagranicznych do finansowania potrzeb pożyczkowych w walucie krajowej, z uwzględnieniem uwarunkowań wynikających z polityki pieniężnej i rachunku finansowego.

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

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 na poziomie zbliżonym do 4,5 roku lub wyższym, 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

- przejściowy wzrost udziału długu nominowanego w walutach obcych w wyniku umorzenia obligacji przekazanych z OFE do ok. 35-37% w 2014 r., a następnie jego obniżanie, docelowo poniżej 30%, w tempie uzależnionym od warunków rynkowych,
- 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 odchyleń od tego poziomu w przypadku ograniczonego dostępu do rynku euro, jego nieefektywności lub niekorzystnej sytuacji na rynku instrumentów pochodnych;

3. ryzyka stopy procentowej

- utrzymywanie ATR długu krajowego w przedziale 2,8-4,0 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 jednostek sektora finansów publicznych w zarządzaniu płynnością budżetu państwa, w tym rozszerzenie grupy jednostek oraz zakresu wolnych środków objętych konsolidacją,
 - 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 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 rozwiązań ograniczających ryzyko kredytowe oraz 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.

VII. 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,
4. Rozszerzenie konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych.

Zadania *Strategii* związane z rozwojem rynku SPW mają charakter długoterminowy i obejmują działania realizowane w sposób ciągły. Zadania te są w dużej mierze współzależne, tj. poszczególne działania mogą się przyczyniać jednocześnie do realizacji więcej niż jednego zadania. Zadanie dotyczące konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych służy zwiększaniu efektywności zarządzania aktywami i pasywami sektora finansów publicznych. W horyzoncie *Strategii* planowane jest rozszerzenie konsolidacji o nowe jednostki sektora oraz instrumenty.

VII.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. Poszczególne emisje mogą mieć wartość przekraczającą nawet 30 mld zł.
- Neutralizowanie ewentualnych konsekwencji, jakie dla płynności niektórych serii SPW mogą wynikać ze zmian w systemie emerytalnym, poprzez ponowne otwieranie emisji, których wartość zadłużenia uległa istotnemu zmniejszeniu, przy uwzględnieniu uwarunkowań budżetowych i rynkowych.
- Emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro i dolara amerykańskiego. W połowie 2013 r. trzy 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.
- Rozszerzenie formuły przetargu jednej ceny na przetargi zamiany.
- Dostosowanie polityki emisyjnej, w tym przetargów sprzedaży, zamiany i odkupu, do warunków rynkowych, w tym popytu w poszczególnych segmentach rynku SPW.

VII.2. Zwiększanie efektywności rynku SPW

Zwiększanie efektywności rynku SPW obejmuje działania służące minimalizacji kosztów obsługi w drugim z omawianych w rozdziale VI 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.

VII.3. Zwiększanie przejrzystości rynku SPW

Dążenie do przejrzystości rynku SPW służy ograniczeniu 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.

VII.4. Rozszerzenie konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych

Konsolidacja zarządzania płynnością służy realizacji celu *Strategii* rozumianego w pierwszym aspekcie, tj. jako dobór instrumentów zarządzania długiem. Pierwszy etap konsolidacji został wprowadzony w maju 2011 r. i zobowiązał wybrane jednostki sektora finansów publicznych do lokowania wolnych środków na rachunkach Ministra Finansów. Stanowiło to zmianę systemową prowadzącą do zwiększenia efektywności zarządzania aktywami sektora. Jej wynikiem było zmniejszenie potrzeb pożyczkowych o wykorzystane wolne środki jednostek sektora finansów publicznych (od wprowadzenia konsolidacji do czerwca 2013 r. o 29,7 mld zł), jak również obniżenie państwowego długu publicznego

(o 26,8 mld zł), przy zachowaniu samodzielności jednostek w dysponowaniu środkami niezbędnymi na realizację ich zadań.

W pierwszym etapie konsolidacji nie wszystkie jednostki sektora finansów publicznych zostały objęte obowiązkiem lokowania u Ministra Finansów stąd też planowane są następujące działania związane z dalszą konsolidacją zarządzania płynnością sektora finansów publicznych:

- 1) rozszerzenie grupy jednostek sektora finansów publicznych objętych obowiązkiem konsolidacji środków,
- 2) wykorzystanie depozytów sądowych poprzez ich składanie na rachunku Ministra Finansów, a nie jak obecnie na rachunkach bankowych,
- 3) czasowe wykorzystanie środków zgromadzonych na rachunku rezerw poręczeniowych i gwarancyjnych Skarbu Państwa do finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa,
- 4) konsolidacja zarządzania środkami walutowymi będących w dyspozycji Ministra Finansów.

VIII. 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 długu sektora finansów publicznych, w tym długu 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 relacje do PKB zarówno PDP, jak i kwoty ustalonej w wyniku przeliczenia PDP na walutę polską z zastosowaniem średniej arytmetycznej średnich kursów NBP w danym roku budżetowym dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych pomniejszonej o wolne środki MF przekraczają odpowiednio 50% i 55%.

VIII.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych

Poza omówionymi w rozdziale IV zmianami w systemie emerytalnym, w horyzoncie *Strategii* planowane są zmiany regulacyjne w następujących obszarach:

1. Rozszerzenie konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych

Po pozytywnych doświadczeniach wprowadzonej w 2011 roku tzw. konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych planowane są kolejne działania w tym kierunku. Działania te zostały bardziej szczegółowo omówione w rozdziale VII.4. dotyczącym zadań strategii. W celu rozszerzenia konsolidacji zarządzania płynnością został rozpoczęty proces legislacyjny nowelizacji ustawy o finansach publicznych.

2. Wprowadzenie stabilizującej reguły wydatkowej

16 lipca 2013 r. Rada Ministrów przyjęła projekt założeń do projektu ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych wprowadzającej stabilizującą regułę wydatkową (SRW). Obecnie trwają prace nad projektem ustawy opracowanym na podstawie tych założeń. 19 września br. projekt został przyjęty przez Komitet Rady Ministrów i 24 września przedłożony Radzie Ministrów. Niemniej już przy planowaniu wydatków na 2014 r. zastosowano regułę pomocniczą, zaś zgodnie z projektem ustawy w procesie budżetowym na rok 2015 SRW zostanie zastosowana w sposób wiążący. Celem reguły jest zapewnienie stabilności finansów publicznych w Polsce i korygowanie ich ewentualnej nadmiernej nierównowagi (przede wszystkim nadmiernych skumulowanych odchyleń wyniku nominalnego sektora instytucji rządowych i samorządowych od unijnego średniookresowego celu budżetowego - MTO, ang. *medium term objective*), ale zarazem niepowodowanie nadmiernego zaostrzenia polityki fiskalnej, zwłaszcza w warunkach znacznego spowolnienia gospodarczego oraz nadmiernego luzowania w warunkach korzystnej koniunktury gospodarczej. Równocześnie wprowadzenie reguły będzie stanowiło implementację dyrektywy Rady 2011/85/UE w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich w zakresie reguł fiskalnych oraz realizację rekomendacji Rady UE z maja 2013 roku.

Wynikająca z formuły reguły kwota wydatków obejmuje wydatki sektora finansów publicznych i zaliczane do sektora wg definicji UE fundusze w BGK z dwoma wyjątkami. Po pierwsze, przy obliczaniu limitu wyłączone zostaną wydatki budżetu środków europejskich oraz ta część wydatków, która finansowana jest środkami z bezzwrotnej pomocy unijnej i EFTA. Po drugie, wyłączone zostaną również wydatki tych jednostek, które nie mają zdolności do generowania wysokich deficytów.

Od tak określonej kwoty wydatków zostanie następnie odjęty oczekiwany poziom: skonsolidowanych wydatków JST i ich związków; jednostek, o których mowa w art. 139

ustawy o finansach publicznych oraz NFZ. Reszta kwoty będzie stanowiła limit dzielony w ramach pozostałej części sektora. Limit będzie miał charakter prawnie wiążący i zagregowany. Oznacza to, że wydatki niektórych jednostek objętych limitem będą mogły rosnać szybciej kosztem wolniejszego wzrostu lub spadku wydatków innych jednostek objętych limitem. Decyzje o kierunkach realizowanej polityki fiskalnej, a co za tym idzie o przeznaczeniu odpowiednich środków finansowych na ich realizację, będą zaś podejmować rząd i parlament. Rozdysponowanie kwoty limitu pomiędzy poszczególne jednostki sektora będzie zaś zależało od polityki gospodarczej rządu z poszanowaniem obowiązującego prawa i programów, w tym priorytetu jakim jest wykorzystanie dostępnej alokacji środków w ramach funduszy unijnych.

Ze względu na znacznie szerszy zakres, nowa reguła, w momencie wejścia w życie, zastąpi tymczasowo obowiązującą dyscyplinującą regułę wydatkową, która ograniczała tempo wzrostu części wydatków budżetowych do prognozowanego wskaźnika inflacji CPI powiększonego o 1 punkt procentowy. Dyscyplinująca reguła wydatkowa dotyczyła bowiem jedynie planowanych wydatków dyskrejonalnych i tzw. nowych wydatków sztywnych, które obejmowały także dotychczasowe wydatki sztywne, jeśli determinujący je akt prawny był modyfikowany.

Wejście w życie SRW spowoduje także zmianę w sankcjach obowiązujących po przekroczeniu ostrożnościowych progów państwowego długu publicznego. Projekt ustawy przewiduje, że obowiązujące sankcje po przekroczeniu przez dług 55% i 60% PKB pozostaną utrzymane. Dotychczasowe sankcje uruchamiane po przekroczeniu progu 50% PKB zostaną zaś zastąpione sankcjami wynikającymi z mechanizmu korygującego SRW. Obecne sankcje prowadzą się bowiem wyłącznie do nałożenia ograniczenia na budżet państwa, nie ujmując całościowo sektora finansów publicznych, co nie zabezpiecza przed wzrostem PDP w kolejnych latach. Ich dodatkową wadą jest silnie procykliczny charakter wynikający z konieczności zacieśniania polityki fiskalnej w sytuacji słabej koniunktury gospodarczej. Stabilizująca reguła wydatkowa przewiduje inny rodzaj sankcji, który przede wszystkim będzie oddziaływał na znacznie szerszy zakres sektora finansów publicznych, zapewniając tym samym skuteczniejszą korektę, która dodatkowo będzie uzależniona od prognozowanej na kolejny rok sytuacji gospodarczej. Zgodnie z projektem ustawy sankcje odnoszące się do wyższego (55%) progu zostaną uzupełnione o mechanizm korygujący SRW.

Po wejściu w życie zmian w systemie emerytalnym w związku z obniżeniem relacji długu publicznego do PKB, planowane jest odpowiednie obniżenie wysokości progów PDP, na których oparto mechanizm korygujący.

3. Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego

Od 1 stycznia 2014 r. zacznie obowiązywać określony w ustawie z dnia 27 sierpnia 2009 o finansach publicznych system ustalania indywidualnych limitów dotyczących zaciągania długu przez jednostki samorządu terytorialnego, uzależniający możliwą wysokość zadłużenia poszczególnych JST od zdolności do spłaty tego zadłużenia. Nowe rozwiązanie ma na celu zindywidualizowanie wskaźnika określającego bezpieczny poziom długu oraz odzwierciedlenie zdolności kredytowej jednostek i ich kondycji finansowej. Jednocześnie, w celu zwiększenia możliwości absorpcji środków unijnych w jednostkach samorządu terytorialnego rozważa się złagodzenie ograniczeń wynikających z ustawy o finansach publicznych. Rozważa się między innymi wyłączenie odsetek od zobowiązań zaciągniętych na finansowanie projektów realizowanych z udziałem środków z Unii Europejskiej z limitu spłaty zadłużenia oraz pewne wyłączenia niektórych zobowiązań na współfinansowanie wydatków.

W celu zapewnienia Ministrowi Finansów większego zakresu informacji o prognozowanej sytuacji finansowej JST, co jest istotne z punktu widzenia sprawowania przez Ministra Finansów ogólnej kontroli nad długiem i deficytem sektora finansów publicznych, ustawą z dnia 7 grudnia 2012 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z realizacją ustawy budżetowej, zostały wprowadzone rozwiązania rozszerzające zakres danych pozyskiwanych przez Ministra Finansów oraz usprawniających proces ich przekazania. Regulacja ta umożliwiła pozyskiwanie informacji o prognozowanych danych JST w formie elektronicznej oraz wprowadziła jednolity

wzór wieloletniej prognozy finansowej dla JST.

VIII.2. Założenia strategii udzielania poręczeń i gwarancji

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 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 2014 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:

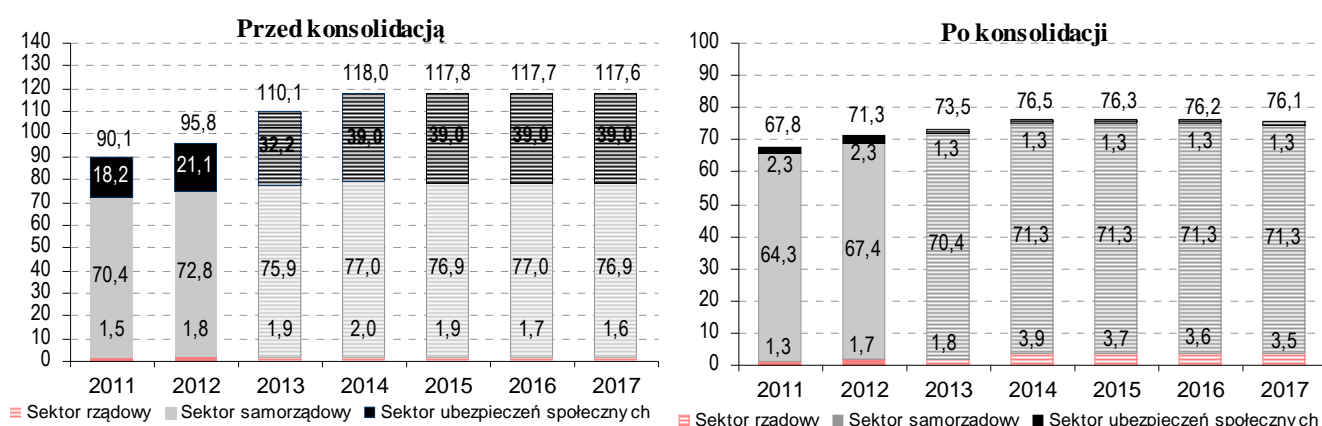
- Bankowi Gospodarstwa Krajowego na emisję obligacji oraz spłatę kredytów zaciąganych na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) w celu współfinansowania budowy infrastruktury drogowej;
- PKP Polskim Liniom Kolejowym S.A. na spłatę kredytów zaciąganych w celu współfinansowania modernizacji infrastruktury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

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

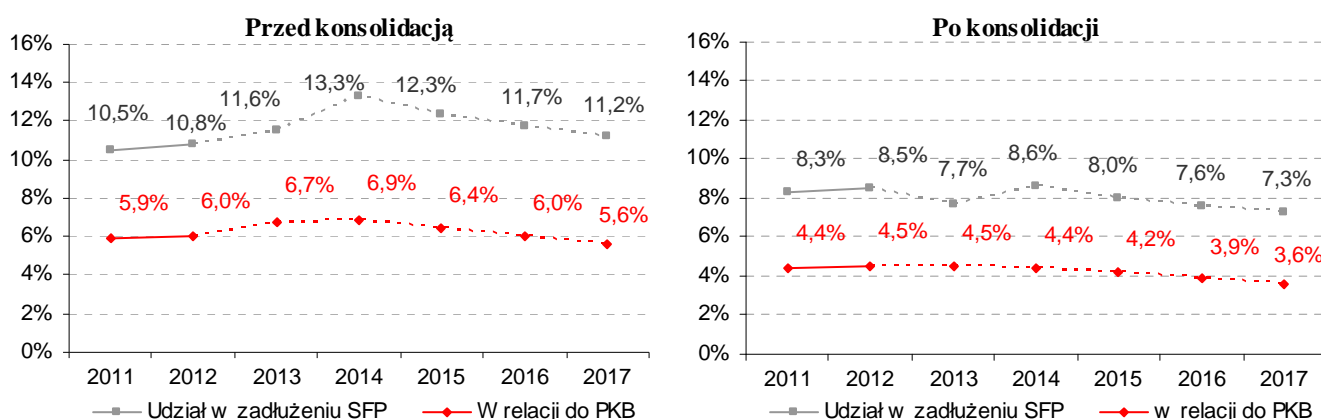
Przy przyjętych założeniach nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP w horyzoncie *Strategii* nieznacznie wzrośnie z 110,1 mld zł do 117,6 mld zł przed konsolidacją i z 73,5 mld zł do 76,1 mld zł po konsolidacji. Wzrost ten będzie wypadkową:

- malejących w kolejnych latach deficytów, a następnie występowania nadwyżek budżetów JST,
- stabilizacji zadłużenia pozostałych jednostek sektora rządowego i samorządowego.

Wykres 34. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory (w mld zł)



Wykres 35. 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. 6,3%, a zadłużenie po konsolidacji na poziomie ok. 4,1%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych przed konsolidacją będzie kształtować się na poziomie ok. 12,1%, a po konsolidacji na poziomie ok. 7,8%.

VIII.3.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

W *Strategii* założono, że zadłużenie JST oraz ich związków będzie rosło do 2014 r., jednak tempo przyrostu będzie malało i będzie pochodną malejącego łącznego deficytu tej grupy jednostek. Od 2015 r. 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.

VIII.3.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

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

Zmiany zadłużenia będą wynikiem:

- 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.

VIII.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.

IX. 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*.

IX.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

W związku z nowelizacją ustawy budżetowej na 2013 r., przewidywany jest wzrost relacji państwowego długu publicznego do PKB z 52,7% na koniec 2012 r. do 54,8% na koniec 2013 r. Kwota ustalona w wyniku przeliczenia PDP z zastosowaniem średnich w roku kursów NBP i pomniejszenia o wolne środki MF zakładana jest w 2013 r. na poziomie 54,0%, a zatem nie przewiduje się zagrożenia uruchomienia sankcji przewidzianych w ustawie o finansach publicznych, związanych z przekroczeniem progu 55%.

W 2014 r. nastąpi znaczący spadek długu, przede wszystkim wskutek zmian w systemie emerytalnym i przeniesienia do sektora publicznego obligacyjnej części aktywów OFE. Po jednorazowym wzroście w 2015 roku, w kolejnych latach relacja długu do PKB będzie się zmniejszać i obniży się do poziomu 46,2% w 2017 r. Relacja długu sektora *general government* do PKB, w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 50,1%. *Strategia* nie przewiduje przekroczenia przez tę relację progu 60% określonego w Traktacie z Maastricht.

Strategia zakłada niewielki spadek relacji kosztów obsługi długu SP do PKB w 2013 r. (do 2,60% z 2,64% w 2012 r.), a następnie jej znaczący spadek do 1,9% w 2014 r., wynikający z dużej mierze z umorzenia SPW nabytych przez Ministra Finansów od ZUS. W kolejnych latach, w zależności od kursu złotego, relacja kosztów obsługi długu SP do PKB utrzymać się będzie w przedziale 1,9-2,1%.

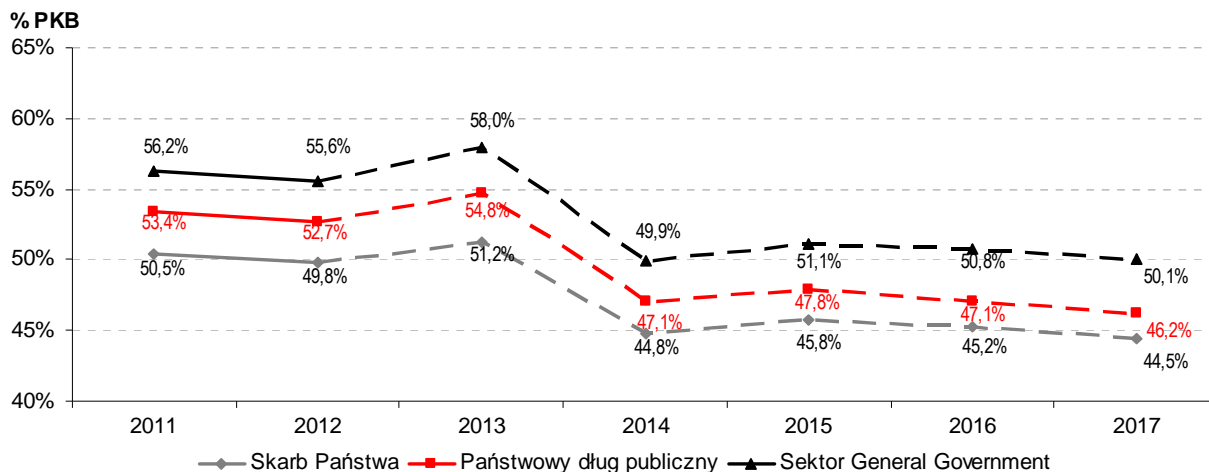
Tabela 6. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1. Dług Skarbu Państwa						
a) w mld zł	793,9	841,5	771,0	837,7	884,4	929,5
krajowy	543,0	587,4	504,2	550,4	585,3	618,7
zagraniczny	250,9	254,1	266,8	287,3	299,1	310,9
b) w relacji do PKB	49,8%	51,2%	44,8%	45,8%	45,2%	44,5%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	840,5	899,5	810,9	875,5	920,9	964,9
b) w relacji do PKB	52,7%	54,8%	47,1%	47,8%	47,1%	46,2%
3. Kwota, o której mowa w art. 38. a ustawy*						
a) w mld zł	818,7	887,5	803,7	864,0	909,6	950,3
b) w relacji do PKB	51,3%	54,0%	46,7%	47,2%	46,5%	45,5%
4. Dług sektora <i>general government</i>						
a) w mld zł	886,9	952,1	859,5	934,9	993,9	1 046,6
b) w relacji do PKB	55,6%	58,0%	49,9%	51,1%	50,8%	50,1%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)**						
a) w mld zł, w tym:	42,1	42,7	36,2	35,4 – 37,0	37,9 - 39,5	41,2 – 43,0
- obsługa długu krajowego	31,8	32,4	24,4	25,1	26,8	29,3
- obsługa długu zagranicznego	10,3	10,3	11,8	10,3 - 11,9	11 - 12,7	11,9 - 13,7
b) w relacji do PKB	2,64%	2,60%	2,10%	1,94% - 2,02%	1,94% - 2,02%	1,97% - 2,06%

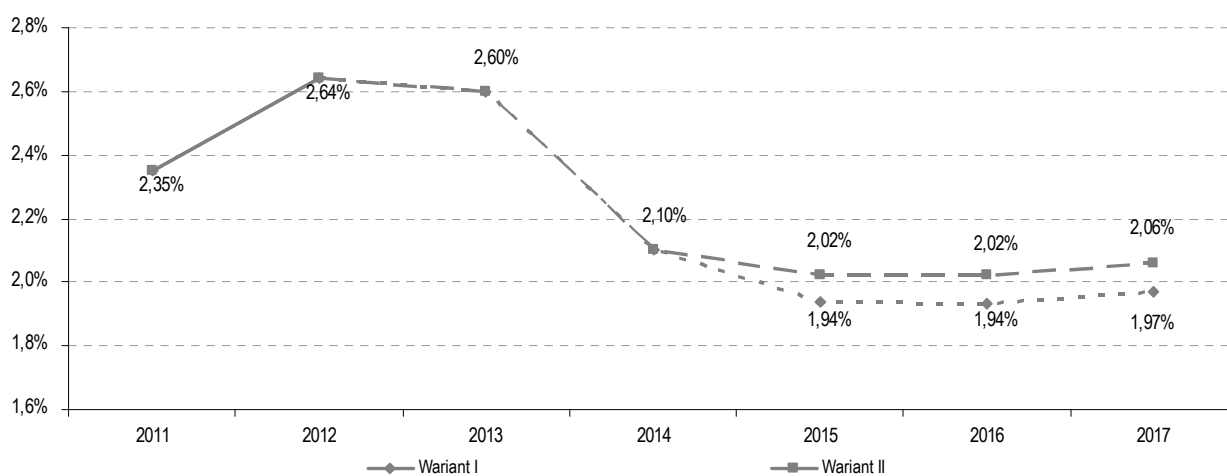
*) Kwota ustalona w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego i pomniejszona o kwotę wolnych środków służących finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnym roku budżetowym.

**) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2015-17 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe .

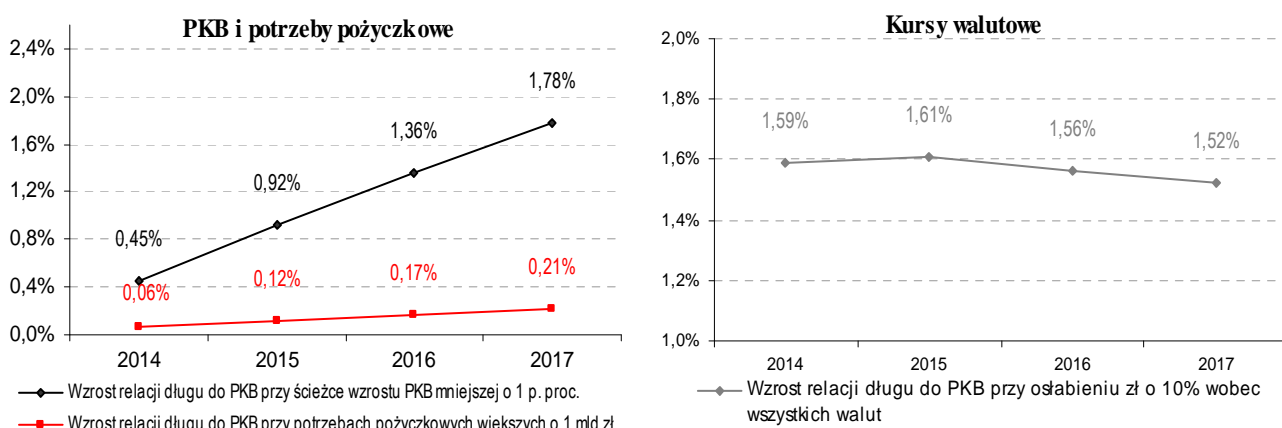
Wykres 36. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 37. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

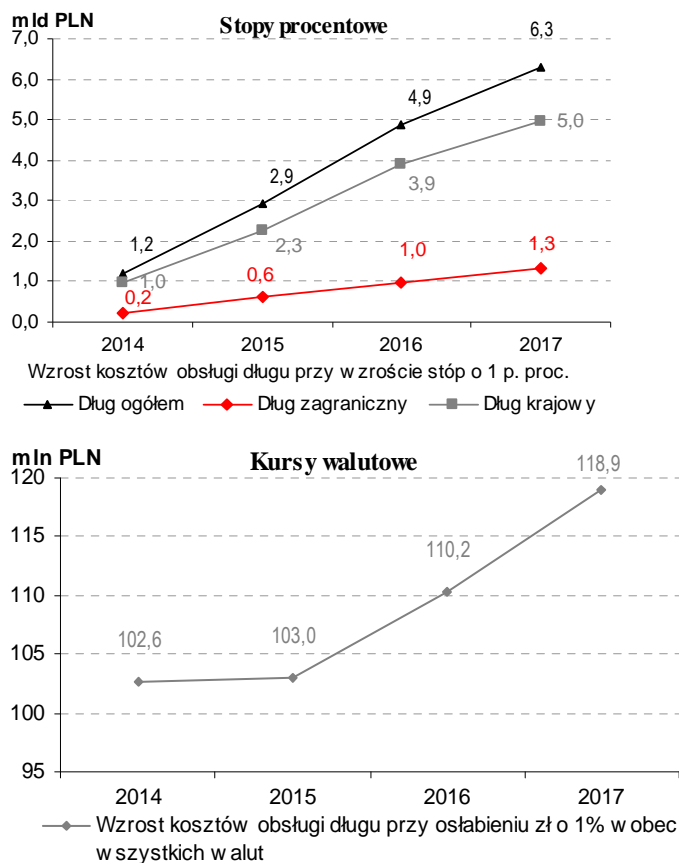


Wykres 38. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń *



*) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2014 roku.

Wykres 39. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń



IX.1.1. Dług potencjalny (gwarancje i poręczenia)

Przewiduje się, że relacja potencjalnych zobowiązań SP z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB może wynieść w 2013 r. ok. 6,7%. Jednocześnie wysokość przewidywanych wypłat z tego tytułu pozostanie na bezpiecznym poziomie, tj. nie przekroczy progu 1,4% PKB.

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

	2013	2014	2015	2016	2017
Przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez:					
- sektor finansów publicznych					
w mld zł	6,6	8,0	8,6	9,5	9,4
w % PKB	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
- Skarb Państwa					
w mld zł	6,5	7,9	8,5	9,4	9,3
w % PKB	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
Potencjalne niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:					
- sektor finansów publicznych					
w mld zł	114,4	138,6	151,2	167,8	184,5
w % PKB	7,0%	8,0%	8,3%	8,6%	8,8%
- Skarb Państwa					
w mld zł	110	133,5	145,4	161,2	176,9
w % PKB	6,7%	7,8%	7,9%	8,2%	8,5%

IX.2. Struktura długu Skarbu Państwa

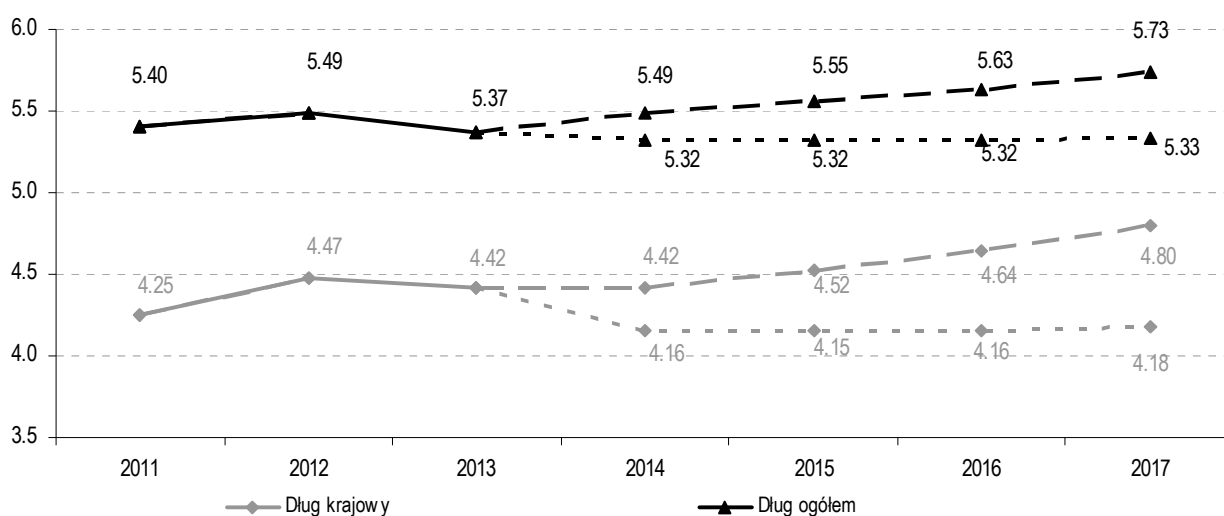
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- ryzyko refinansowania utrzymywać się będzie na poziomie zbliżonym do występującego na koniec 2012 r., średnia zapadalność rynkowego długu krajowego SP będzie się utrzymywała

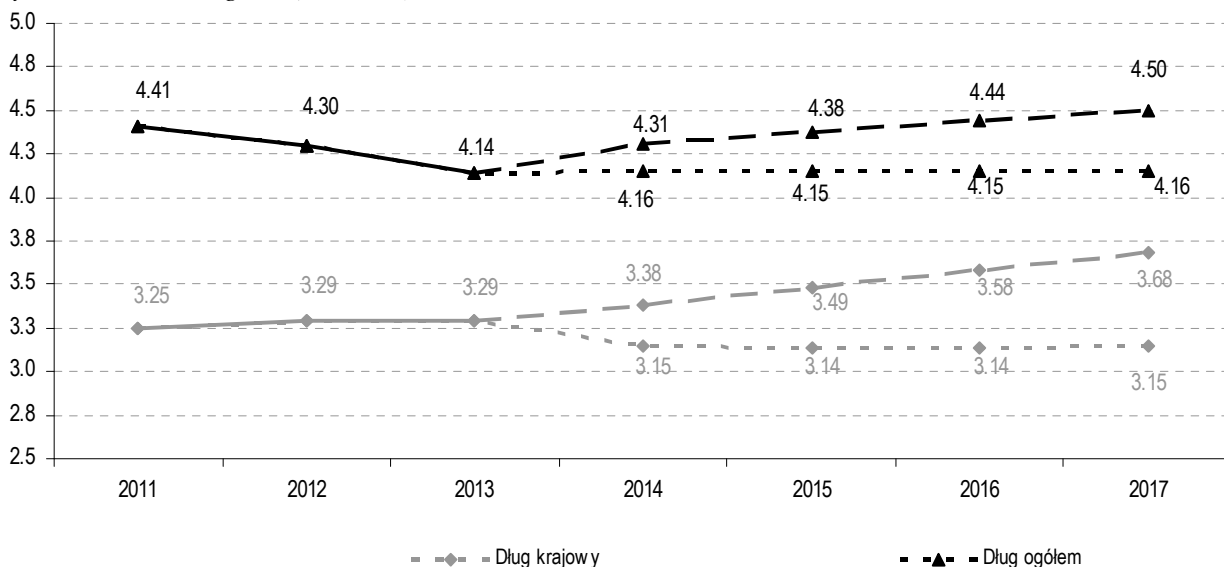
w przedziale ok. 4,2-4,4 roku wobec ok. 4,4 na koniec 2013 r., a całego długu SP będzie się mieścić w przedziale ok. 5,3–5,5 roku;

- ryzyko stopy procentowej pozostawać będzie w założonym w *Strategii* przedziale, w zależności od przyjętej struktury finansowania ATR rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 3,2-3,4 roku wobec 3,3 na koniec 2013 r., a długu ogółem ok. 4,2-4,3 roku, natomiast *duration* rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 2,7-3,0 roku wobec ok. 3,0 na koniec 2013 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,5 – 3,7 roku;
- średni udział długu w walutach obcych wyniesie ok. 35%, przy czym możliwe są odchylenia od scenariusza bazowego, związane z elastycznym podejściem do finansowania zagranicznego i wahaniami kursu złotego.

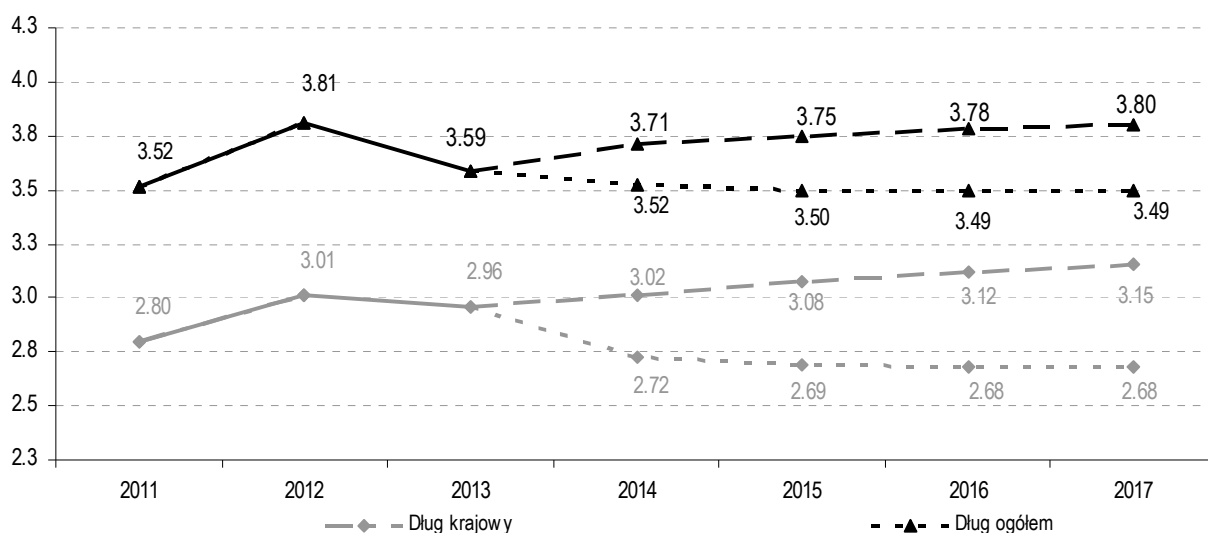
Wykres 40. Średnia zapadalność długu SP (w latach)



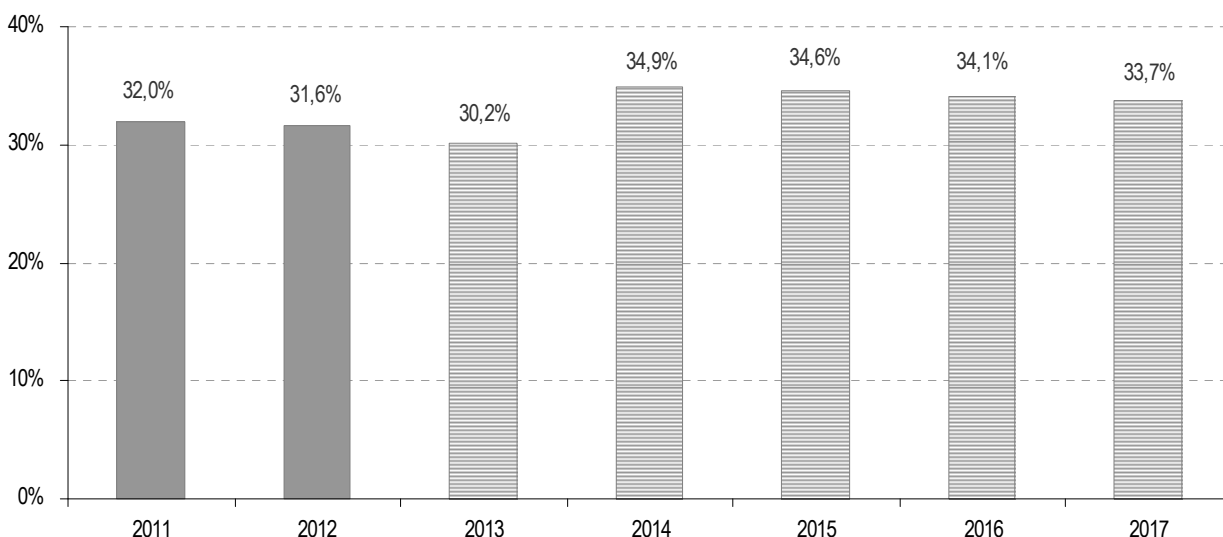
Wykres 41. ATR długu SP (w latach)



Wykres 42. Duration długu SP (w latach)



Wykres 43. Udział długu w walutach obcych w długu SP



IX.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii

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

1. odmiennym od zakładanego scenariuszem sytuacji makroekonomicznej w Polsce, w szczególności wolniejszym wzrostem PKB, wyższymi stopami procentowymi oraz wahaniami kursu walutowego;
2. uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
 - wolniejszym od przewidywanego tempem wzrostu gospodarczego w Europie i USA,
 - odpływem kapitału pożyczkowego w kierunku inwestycji na rynkach bazowych, spowodowanym ograniczeniem programu skupu aktywów przez FED;
3. ryzykiem nadmiernego wzrostu relacji długu publicznego oraz długu sektora *general government* do PKB, w związku z:
 - wyższym poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zależnym m.in. od koniunktury w polskiej gospodarce,
 - niższym kursem złotego w stosunku do założonego w *Strategii*,

- niższym popytem na przetargach SPW w związku z ograniczeniem bazy inwestorów o fundusze emerytalne po wejściu w życie zmian w systemie emerytalnym,
- 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

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

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** obejmuje 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 nominal dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
 NI_j – nominal (nieindeksowany) dla instrumentów o nominalie indeksowanym inflacją,
 I_0 – bieżący wskaźnik indeksacji dla nominalu obligacji inflacyjnych.

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/ESA2010*) ➤ definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych; ➤ definicja sektora general government.

*ESA2010 będzie miała zastosowanie do danych przesyłanych do Eurostatu począwszy od dnia 1 września 2014 r.

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: 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 Pamięi 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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

<p>usług,</p> <p>g) 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,</p> <p>h) 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 przygotowaniem i realizacją inwestycji w zakresie dróg publicznych;</p>	
<p align="center">3) jeśli relacja w roku x jest równa lub większa od 60% PKB:</p> <p>a) obowiązują procedury przewidziane w pkt 2 lit. a, c, d, f, g, h dla relacji większej od 55%, a nie większej od 60% PKB;</p> <p>b) uchwalane na rok x+2 budżety JST muszą być przynajmniej zrównoważone;</p> <p>c) wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych;</p> <p>d) Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu ograniczenie relacji państwowego długu publicznego do PKB do poziomu poniżej 60%.</p>	
<p>Procedur, o których mowa w pkt 1) oraz 2) nie stosuje się, jeżeli relacja kwoty ustalonej w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego, za który ogłaszana jest relacja pomniejszonej o kwotę wolnych środków służących finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnym roku budżetowym nie przekracza odpowiednio 50% lub 55%.</p>	
<p>Procedur, o których mowa w pkt 1) nie stosuje się w roku 2013.</p>	
<p align="center">II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST*</p>	
<p>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;</p>	
<p>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;</p>	
<p>c) JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:</p> <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; 	
<p>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;</p>	
<p>e) JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ dyskonto od emitowanych przez JST papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej, ➤ kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna; 	
<p>f) relacja łącznych kwot z tytułu:</p> <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, <p>do planowanych dochodów budżetu JST nie może przekroczyć:</p>	
<p><i>(obowiązuje do 31 grudnia 2013 r.)</i></p>	<p><i>(obowiązuje od 1 stycznia 2014 r.)</i></p>
<p>w danym roku budżetowym 15%, a gdy relacja państwowego długu publicznego do PKB przekroczy 55% to 12%;</p>	<p>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;</p>
<p>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%;</p>	

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

<p>h) ograniczeń dotyczących spłat i kwoty długu JST nie stosuje się do:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ emitowanych papierów wartościowych, zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz udzielonych poręczeń i gwarancji samorządowym osobom prawnym w związku finansowaniem lub współfinansowaniem projektów środkami pochodzącymi z funduszy strukturalnych lub Funduszu Spójności UE; ➤ do wykupów papierów wartościowych, spłat kredytów i pożyczek wyemitowanych lub zaciągniętych przez JST na spłatę zobowiązań przejętych po przekształconych samodzielnych publicznych zakładach opieki zdrowotnej. 	<p>g) ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się do:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ emitowanych papierów wartościowych, zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz udzielonych poręczeń i gwarancji samorządowym osobom prawnym w związku finansowaniem lub współfinansowaniem projektów środkami pochodzącymi z funduszy strukturalnych lub Funduszu Spójności UE; ➤ do wykupów papierów wartościowych, spłat kredytów i pożyczek wyemitowanych lub zaciągniętych przez JST na spłatę zobowiązań przejętych po przekształconych samodzielnych publicznych zakładach opieki zdrowotnej (z wyłączeniem odsetek od tych zobowiązań); ➤ euroobligacji, z wyłączeniem odsetek od tych obligacji, wyemitowanych przed wejściem w życie obowiązującej ustawy o finansach publicznych (tj. 1 stycznia 2010 r.).
---	---

* Przepisy dotyczące limitów zaciągania zobowiązań przez JST znajdują się także w art. 169 i 170 ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r., które zostały utrzymane w mocy do dnia 31 grudnia 2013 r., w ustawie z dnia 27 sierpnia 2009 r. – Przepisy wprowadzające ustawę o finansach publicznych oraz ustawie z dnia 7 grudnia 2012 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z realizacją ustawy budżetowej.

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> ¹⁾ został zdefiniowany w ESA95/ESA2010 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⁾ ;
b) przedsiębiorstwa publiczne pokrywające mniej niż 50% kosztów produkcji przychodami ze sprzedaży	
➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ są zaliczane do sektora <i>general government</i> ;
2) tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi); ➤ kredyty i pożyczki; ➤ przyjęte depozyty; ➤ zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone); 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ papiery wartościowe inne niż akcje, z wyłączeniem instrumentów pochodnych; ➤ pożyczki; ➤ gotówka i depozyty;
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
<ul style="list-style-type: none"> ➤ zobowiązania wymagalne; ➤ do kredytów i pożyczek zaliczone są umowy nienazwane o terminie zapłaty dłuższym niż rok, związane z finansowaniem usług, dostaw, robót budowlanych, które wywołują skutki ekonomiczne podobne do umowy pożyczki lub kredytu 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ -⁴⁾ ➤ zrestrukturyzowane bądź zrefinansowane kredyty handlowe (także te o pierwotnym terminie zapadalności poniżej lub równej rok) są zaliczane do kategorii pożyczki⁵⁾
3) dług potencjalny	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
➤ nie jest uwzględniany.	➤ ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami;

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora <i>general government</i>
	➤ po spełnieniu określonych kryteriów (zgodnie z zasadami ESA95) 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). ESA2010 (Regulation (EU) No 549/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 on the European system of national and regional accounts in the European Union) nie zmienia powyższej reguły, rozszerza jednakże katalog transakcji zaliczanych do kosztów o odsetki netto, dodatkowo ESA2010 kładzie większy nacisk na kryterium jakościowe klasyfikacji jednostek do sektora.
- 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*.
- 5) Warunki zaliczenia zrestrukturyzowanych bądź zrefinansowanych kredytów handlowych do kategorii pożyczki zawarte są w decyzji Eurostatu z dnia 31 lipca 2012 r. *The statistical recording of some operations related to trade credits incurred by government units*

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 i 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. Ponadto, nawet w przypadku umieszczenia polityki pieniężnej oraz zarządzania długiem w odrębnych departamentach oraz zastosowania tzw. „chińskiego muru”, mogą pojawiać się podejrzenia, co 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, że bank centralny dysponuje lepszym przygotowaniem do prowadzenia 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 nad 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 wynikające z mało konkurencyjnych warunków 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 zakresem 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 (w zakresie 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 28 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	Danmark Nationalbank
	Bułgaria	rządowy	Министерство на финансите
	Chorwacja		Ministarstvo Financija
	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

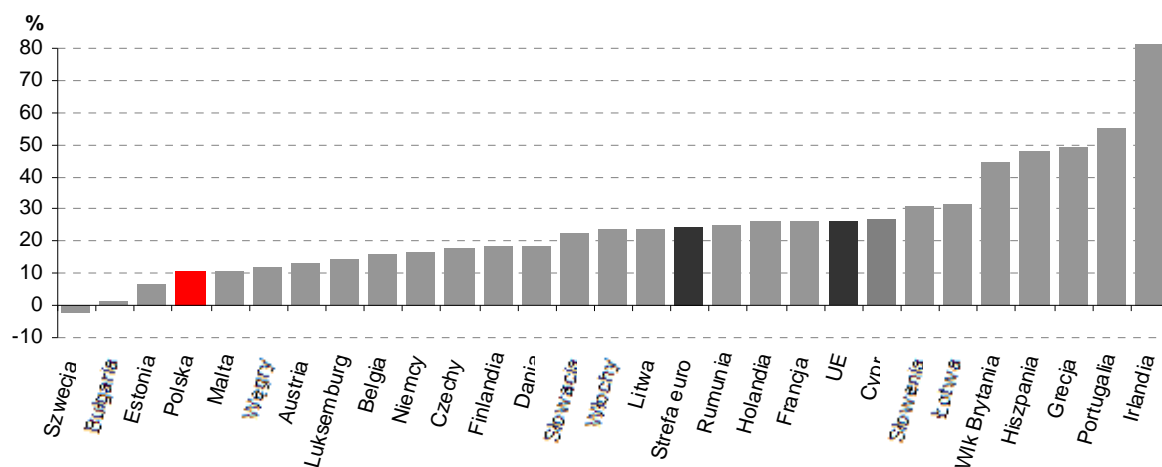
Tabela 5. Deficyt, dług publiczny¹⁾ i rentowność obligacji 10-letnich²⁾ w państwach UE w latach 2011 i 2012

	2011			2012		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	-9,5	170,3	15,75	-10,0	156,9	22,50
Włochy	-3,8	120,8	5,42	-3,0	127,0	5,49
Portugalia	-4,4	108,3	10,24	-6,4	123,7	10,55
Irlandia	-13,4	106,4	9,60	-7,6	117,4	6,17
Belgia	-3,7	97,8	4,23	-3,9	99,8	3,00
Strefa euro	-4,2	87,3	4,41	-3,7	90,6	4,01
Francja	-5,3	85,8	3,32	-4,8	90,2	2,54
Wielka Brytania	-7,8	85,5	2,87	-6,3	88,8	1,74
Cypr	-6,3	71,1	5,79	-6,3	85,8	7,00
Unia Europejska	-4,4	82,5	4,31	-4,0	85,2	3,74
Hiszpania	-9,4	69,3	5,44	-10,6	84,2	5,85
Niemcy	-0,8	80,4	2,61	0,2	81,9	1,50
Węgry	4,3	81,4	7,64	-1,9	79,2	7,89
Austria	-2,5	72,5	3,32	-2,5	73,2	2,37
Malta	-2,8	70,3	4,49	-3,3	71,6	4,13
Holandia	-4,5	65,5	2,99	-4,1	71,3	1,93
Polska	-5,0	56,2	5,96	-3,9	55,6	5,00
Słowenia	-6,4	46,9	4,97	-4,0	54,1	5,81
Finlandia	-0,8	49,0	3,01	-1,9	53,6	1,89
Słowacja	-5,1	43,3	4,45	-4,3	52,1	4,55
Czechy	-3,3	40,8	3,71	-4,4	45,9	2,78
Dania	-1,8	46,4	2,73	-4,0	45,5	1,40
Łotwa	-3,6	41,9	5,91	-1,2	40,7	4,57
Litwa	-5,5	38,5	5,16	-3,2	40,6	4,83
Szwecja	0,2	38,4	2,61	-0,5	38,0	1,59
Rumunia	-5,6	34,7	7,29	-2,9	37,8	6,68
Luksemburg	-0,2	18,3	2,92	-0,8	20,8	1,82
Bułgaria	-2,0	16,3	5,36	-0,8	18,5	4,50
Estonia	1,2	6,2	:	-0,3	10,1	:

¹⁾ Dane dot. wyniku deficytu i długu -Eurostat.

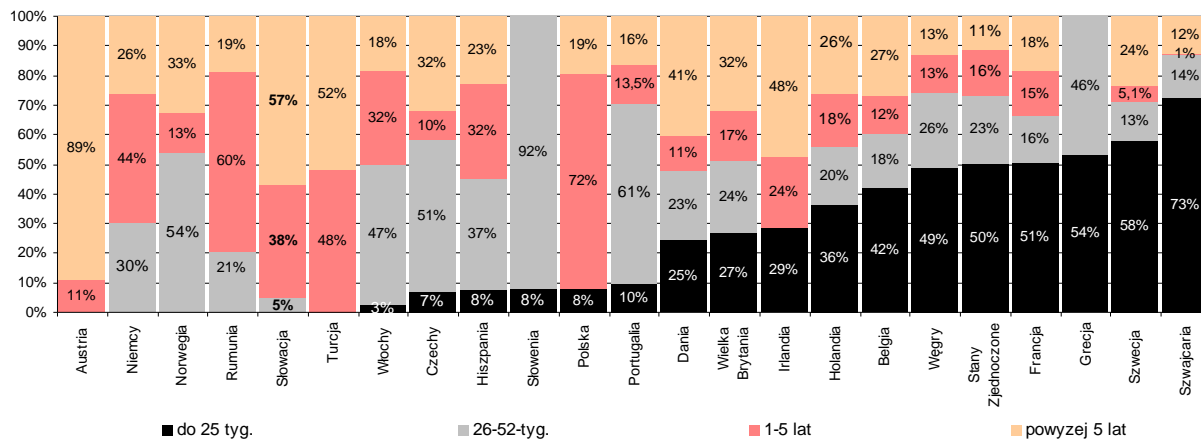
²⁾ Stopa 10-letnia - średnia ze średnich miesięcznych rentowności obligacji 10-letnich za okres ostatnich dwunastu miesięcy; średnia w grudniu; Eurostat.

Wykres 1. Skumulowany przyrost relacji długu sektora general government do PKB w latach 2008-2012*



*) Różnica między relacją długu do PKB na koniec 2012 i 2007 r.

Wykres 2. Sprzedaż SPW na rynku krajowym w Polsce i wybranych krajach pod względem zapadalności w 2013 r.*



*) w formie przetargów i syndykatu od 1 stycznia do 19. września .2013 r.

Aneks 5. Ocena kredytowa długu rządowego państw UE

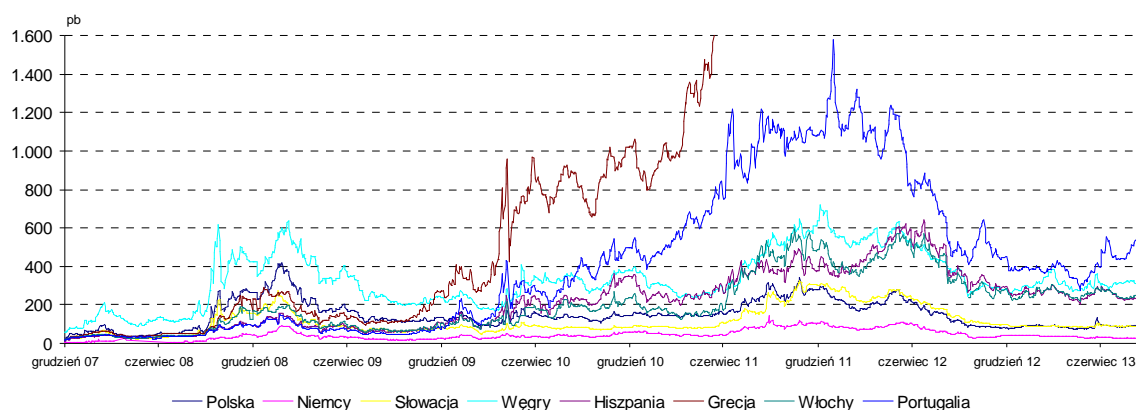
Tabela 6. Ocena kredytowa (rating) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE stan na 23 września 2013 r.

	Standard&Poor's	Fitch	Moody's
Austria	AA+	AAA	Aaa
Belgia	AA	AA	Aa3
Bułgaria	BBB	BBB-	Baa2
Chorwacja	BB+	BBB-	Ba1
Cypr	CCC+ ↓↓↓↓↓	B- ↓↓↓↓↓	Caa3 ↓↓↓↓↓
Czechy	AA-	A+	A1
Dania	AAA	AAA	Aaa
Estonia	AA-	A+	A1
Finlandia	AAA	AAA	Aaa
Francja	AA+	AAA	Aa1 ↓
Grecja	B- ↑↑	B- ↑	C
Hiszpania	BBB- ↓↓	BBB	Baa3
Holandia	AAA	AAA	Aaa
Irlandia	BBB+	BBB+	Ba1
Litwa	BBB	BBB+ ↑	Baa1
Luksemburg	AAA	AAA	Aaa
Łotwa	BBB+ ↑↑	BBB+ ↑↑	Baa3
Malta	BBB+ ↓	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-	Ba1 ↓↓
Szwecja	AAA	AAA	Aaa
Węgry	BB ↓	BB+	Ba1
Wielka Brytania	AAA	AAA	Aa1 ↓
Włochy	BBB+	A-	Baa2

Źródło: Reuters.

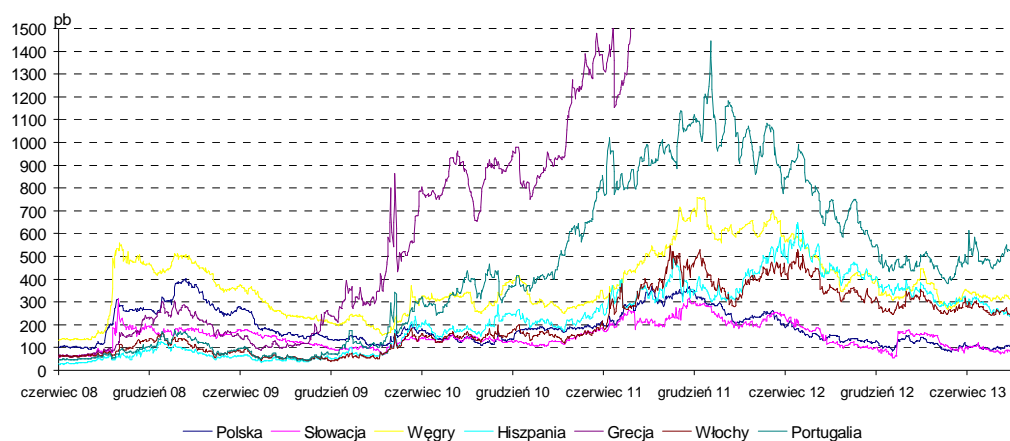
↓ ↑ - spadek lub wzrost ratingu o jeden stopień w porównaniu do poprzedniej Strategii.

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 1 500 pb.

Aneks 6. Dług publiczny w Polsce – aneks statystyczny

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2001 – VI 2013

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	VI 2013
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	793,9	844,3
krajowy *	185,0	219,3	251,2	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2	462,7	507,0	524,7	543,0	585,6
zagraniczny *	98,9	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	121,1	149,7	168,8	194,8	246,4	250,9	258,6
b) w relacji do PKB	36,4%	40,6%	44,9%	43,6%	44,8%	45,1%	42,6%	44,7%	47,0%	49,5%	50,5%	49,8%	-
2. Państwowy dług publiczny													
a) w mld zł	302,1	352,4	408,3	431,4	466,6	506,3	527,4	597,8	669,9	747,9	815,3	840,5	888,1
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%	53,4%	52,7%	-
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	684,4	777,4	859,2	886,9	937,5
b) w relacji do PKB	37,6%	42,2%	47,1%	45,7%	47,1%	47,7%	45,0%	47,1%	50,9%	54,9%	56,2%	55,6%	-

*) wg kryterium miejsca emisji

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2001 – VI 2013

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	VI 2013
1. Produkt krajowy brutto													
w mld zł	779,6	808,6	843,2	924,5	983,3	1 060,2	1 176,7	1 275,5	1 344,5	1 416,6	1 528,1	1 595,3	-
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	4,0882	4,3292
b) USD	3,9863	3,8388	3,7405	2,9904	3,2613	2,9105	2,4350	2,9618	2,8503	2,9641	3,4174	3,0996	3,3175

Tabela 9. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją *

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2011		2012				2013			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2011 - XII 2012		XII	Struktura	Zmiana XII 2012 - VI 2013		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
PRZED KONSOLIDACJĄ		861.243,7	100,0%	28.407,9	3,3%	889.651,6	100,0%	58.246,8	6,5%	947.898,4	100,0%
1.	Zadłużenie podsektora rządowego	772.638,9	89,7%	23.064,1	3,0%	795.702,9	89,4%	50.410,8	6,3%	846.113,7	89,3%
1.1.	Skarb Państwa	771.127,5	89,5%	22.726,2	2,9%	793.853,7	89,2%	50.402,2	6,3%	844.255,9	89,1%
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	351,2	0,0%	168,0	47,8%	519,1	0,1%	-24,8	-4,8%	494,4	0,1%
1.4.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1.122,2	0,1%	171,3	15,3%	1.293,5	0,1%	22,0	1,7%	1.315,6	0,1%
1.5.	Państwowe instytucje kultury oraz państwowe instytucje filmowe	23,4	0,0%	-6,6	-28,3%	16,8	0,0%	-7,4	-44,1%	9,4	0,0%
1.6.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	9,4	0,0%	-1,4	-15,1%	8,0	0,0%	-2,5	-31,2%	5,5	0,0%
1.7.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	5,1	0,0%	6,7	129,5%	11,8	0,0%	21,2	179,3%	33,0	0,0%
2.	Zadłużenie podsektora samorządowego	70.448,2	8,2%	2.363,8	3,4%	72.812,1	8,2%	-1.633,7	-2,2%	71.178,4	7,5%
2.1.	Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	66.106,0	7,7%	2.100,1	3,2%	68.206,1	7,7%	-1.670,2	-2,4%	66.535,9	7,0%
2.2.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	4.119,1	0,5%	273,8	6,6%	4.392,9	0,5%	63,2	1,4%	4.456,1	0,5%
2.3.	Samorządowe instytucje kultury	109,7	0,0%	-10,2	-9,3%	99,5	0,0%	-16,1	-16,2%	83,4	0,0%
2.4.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	113,4	0,0%	0,2	0,2%	113,6	0,0%	-10,6	-9,3%	103,0	0,0%
3.	Zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych	18.156,6	2,1%	2.980,0	16,4%	21.136,6	2,4%	9.469,6	44,8%	30.606,3	3,2%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	-100,0%	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
3.2.	Fundusze zarządzane przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych	18.156,6	2,1%	2.980,0	16,4%	21.136,6	2,4%	9.469,6	44,8%	30.606,3	3,2%
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 2013 r.

Tabela 10. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji *

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2011		2012				2013			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2011 - XII 2012		XII	Struktura	Zmiana XII 2012 - VI 2013		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
PO KONSOLIDACJI		815.345,5	100,0%	25.131,3	3,1%	840.476,8	100,0%	47.630,5	5,7%	888.107,3	100,0%
1.	Zadłużenie podsektora rządowego	748.805,9	91,8%	22.013,6	2,9%	770.819,5	91,7%	49.758,9	6,5%	820.578,4	92,4%
1.1.	Skarb Państwa	747.504,3	91,7%	21.624,5	2,9%	769.128,8	91,5%	49.756,4	6,5%	818.885,1	92,2%
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	332,4	0,0%	154,0	46,3%	486,4	0,1%	-31,7	-6,5%	454,7	0,1%
1.4.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	951,1	0,1%	237,6	25,0%	1.188,6	0,1%	15,0	1,3%	1.203,7	0,1%
1.5.	Państwowe instytucje kultury oraz państwowe instytucje filmowe	7,8	0,0%	-4,7	-60,0%	3,1	0,0%	0,7	22,0%	3,8	0,0%
1.6.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	6,0	0,0%	-1,3	-21,0%	4,7	0,0%	-2,4	-50,3%	2,3	0,0%
1.7.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	4,3	0,0%	3,6	82,3%	7,9	0,0%	20,9	265,0%	28,8	0,0%
2.	Zadłużenie podsektora samorządowego	64.260,6	7,9%	3.137,7	4,9%	67.398,3	8,0%	-1.198,1	-1,8%	66.200,2	7,5%
2.1.	Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	61.189,4	7,5%	2.830,8	4,6%	64.020,2	7,6%	-1.272,0	-2,0%	62.748,2	7,1%
2.2.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	2.999,8	0,4%	314,2	10,5%	3.314,1	0,4%	80,3	2,4%	3.394,3	0,4%
2.3.	Samorządowe instytucje kultury	63,2	0,0%	-5,1	-8,1%	58,1	0,0%	-5,6	-9,7%	52,5	0,0%
2.4.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	8,2	0,0%	-2,3	-27,7%	5,9	0,0%	-0,8	-13,5%	5,1	0,0%
3.	Zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych	2.279,1	0,3%	-20,0	-0,9%	2.259,1	0,3%	-930,4	-41,2%	1.328,7	0,1%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	-100,0%	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
3.2.	Fundusze zarządzane przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych	2.279,1	0,3%	-20,0	-0,9%	2.259,1	0,3%	-930,4	-41,2%	1.328,7	0,1%
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 2013 r.

Tabela 11. Zadłużenie Skarbu Państwa wg kryterium miejsca emisji w układzie wg instrumentów (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2011	XII 2012	VI 2013	struktura VI 2013 %	zmiana		zmiana	
					XII 2012 – XII 2011		VI 2013 - XII 2012	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	771.127,5	793.853,7	844.255,9	100,0	22.726,2	2,9	50.402,2	6,3
I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	524.689,6	542.969,9	585.624,3	69,4	18.280,4	3,5	42.654,4	7,9
1. Zadłużenie z tytułu SPW	514.285,2	533.477,5	574.302,0	68,0	19.192,3	3,7	40.824,5	7,7
1.1. Rynkowe SPW	507.225,2	526.109,5	566.987,8	67,2	18.884,3	3,7	40.878,3	7,8
oprocentowanie stałe - nieindeksowane	422.927,1	404.025,7	433.171,9	51,3	-18.901,4	-4,5	29.146,3	7,2
bony skarbowe	12.013,8	6.110,4	3.083,5	0,4	-5.903,5	-49,1	-3.026,9	-49,5
obligacje OK	108.785,5	55.489,4	58.205,0	6,9	-53.296,1	-49,0	2.715,7	4,9
obligacje PS	135.561,9	151.290,3	169.571,2	20,1	15.728,5	11,6	18.280,9	12,1
obligacje DS	133.150,7	154.636,1	164.032,1	19,4	21.485,4	16,1	9.396,0	6,1
obligacje WS	33.415,2	36.499,5	38.280,0	4,5	3.084,3	9,2	1.780,5	4,9
oprocentowanie stałe - indeksowane	20.673,9	23.100,0	23.308,6	2,8	2.426,2	11,7	208,6	0,9
obligacje IZ	20.673,9	23.100,0	23.308,6	2,8	2.426,2	11,7	208,6	0,9
oprocentowanie zmienne	63.624,3	98.983,8	110.507,3	13,1	35.359,5	55,6	11.523,5	11,6
obligacje TZ	590,2	494,6	444,4	0,1	-95,6	-16,2	-50,3	-10,2
obligacje WZ	62.284,1	97.739,2	109.312,9	12,9	35.455,1	56,9	11.573,7	11,8
obligacje PP	750,0	750,0	750,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
1.2. Oszczędnościowe SPW	7.060,0	7.367,9	7.314,2	0,9	307,9	4,4	-53,7	-0,7
oprocentowanie stałe	2.312,9	1.784,0	1.521,1	0,2	-528,9	-22,9	-262,9	-14,7
obligacje DOS	2.312,9	1.784,0	1.521,1	0,2	-528,9	-22,9	-262,9	-14,7
oprocentowanie zmienne	4.747,1	5.584,0	5.793,1	0,7	836,8	17,6	209,1	3,7
obligacje TOZ	-	80,5	123,5	0,0	80,5	-	43,0	53,4
obligacje COI	1.798,4	1.831,9	1.865,6	0,2	33,5	1,9	33,7	1,8
obligacje EDO	2.948,8	3.671,5	3.804,0	0,5	722,8	24,5	132,5	3,6
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	10.404,3	9.492,4	11.322,3	1,3	-911,9	-8,8	1.829,9	19,3
przyjęte depozyty – wolne środki jsfp	10.391,5	9.438,1	11.310,0	1,3	-953,5	-9,2	1.871,9	19,8
zobowiązania wymagalne	9,3	50,8	7,3	0,0	41,5	445,3	-43,5	-85,7
inne	3,5	3,6	5,1	0,0	0,1	3,2	1,5	41,4
II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa	246.438,0	250.883,8	258.631,6	30,6	4.445,8	1,8	7.747,9	3,1
1. Zadłużenie z tytułu SPW	195.271,1	199.955,1	203.586,9	24,1	4.684,0	2,4	3.631,8	1,8
1.1. Rynkowe SPW	195.271,1	199.955,1	203.586,9	24,1	4.684,0	2,4	3.631,8	1,8
oprocentowanie stałe	194.991,6	198.431,5	202.000,1	23,9	3.439,9	1,8	3.568,6	1,8
EUR	114.236,1	123.367,6	124.235,1	14,7	9.131,5	8,0	867,5	0,7
USD	43.947,4	44.014,3	47.108,5	5,6	67,0	0,2	3.094,2	7,0
CHF	18.893,2	16.680,0	17.275,9	2,0	-2.213,2	-11,7	595,9	3,6
JPY	17.914,9	14.369,6	13.380,6	1,6	-3.545,3	-19,8	-989,0	-6,9
oprocentowanie zmienne	279,6	1.523,6	1.586,8	0,2	1.244,1	445,0	63,2	4,1
USD	279,6	253,6	271,4	0,0	-26,0	-9,3	17,8	7,0
CHF	-	1.270,1	1.315,4	0,2	1.270,1	-	45,4	3,6
2. Kredyty zagraniczne	51.166,8	50.928,6	55.044,7	6,5	-238,2	-0,5	4.116,1	8,1
oprocentowanie stałe	23.799,5	21.496,0	20.937,5	2,5	-2.303,5	-9,7	-558,5	-2,6
EUR	23.340,8	21.251,6	20.771,8	2,5	-2.089,2	-9,0	-479,8	-2,3
USD	8,6	3,9	2,1	0,0	-4,7	-54,6	-1,8	-46,5
JPY	450,1	240,5	163,7	0,0	-209,6	-46,6	-76,8	-31,9
oprocentowanie zmienne	27.367,3	29.432,6	34.107,2	4,0	2.065,3	7,5	4.674,6	15,9
EUR	27.233,9	29.428,2	34.107,2	4,0	2.194,3	8,1	4.679,0	15,9
USD	133,4	4,4	-	0,0	-129,0	-96,7	-4,4	-100,0
3. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	2353,2	-0,1	-96,5

Tabela 12. Zadłużenie Skarbu Państwa w układzie podmiotowym (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2011	XII 2012	VI 2013	struktura VI 2013 %	zmiana		zmiana	
					XII 2012 - XII 2011 w mln zł	w %	VI 2013 - XII 2012 w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	771.127,5	793.853,7	844.255,9	100,0	22.726,2	2,9	50.402,2	6,3
I. Zadłużenie Skarbu Państwa wobec rezydentów	382.135,1	361.478,4	393.635,9	46,6	-20.656,7	-5,4	32.157,4	8,9
Krajowy sektor bankowy	120.229,4	98.564,1	124.257,1	14,7	-21.665,3	-18,0	25.693,0	26,1
1. Krajowe SPW	110.347,7	91.526,3	115.984,7	13,7	-18.821,3	-17,1	24.458,4	26,7
1.1. Rynkowe SPW	110.347,7	91.526,3	115.984,7	13,7	-18.821,3	-17,1	24.458,4	26,7
bony skarbowe	7.044,4	3.769,8	2.088,6	0,2	-3.274,6	-46,5	-1.681,2	-44,6
obligacje OK	22.700,5	7.115,5	13.673,3	1,6	-15.585,0	-68,7	6.557,8	92,2
obligacje PS	25.900,2	24.411,6	35.431,5	4,2	-1.488,6	-5,7	11.020,0	45,1
obligacje DS	24.108,3	19.844,9	20.209,2	2,4	-4.263,4	-17,7	364,3	1,8
obligacje WS	1.054,0	1.389,7	2.616,2	0,3	335,7	31,8	1.226,6	88,3
obligacje IZ	637,0	581,2	753,0	0,1	-55,8	-8,8	171,8	29,6
obligacje TZ	0,6	0,5	0,5	0,0	-0,1	-12,6	0,0	0,0
obligacje WZ	28.887,7	34.398,3	41.197,4	4,9	5.510,6	19,1	6.799,1	19,8
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	-
obligacje DOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje TOZ	0,0	0,0	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	-
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	-	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	9.881,7	7.037,8	8.272,4	1,0	-2.844,0	-28,8	1.234,6	17,5
Krajowy sektor pozabankowy	261.905,7	262.914,4	269.378,8	31,9	1.008,6	0,4	6.464,4	2,5
1. Krajowe SPW	249.710,7	251.472,4	256.431,6	30,4	1.761,8	0,7	4.959,2	2,0
1.1. Rynkowe SPW	242.669,6	244.122,0	249.132,6	29,5	1.452,4	0,6	5.010,6	2,1
bony skarbowe	3.235,2	1.750,9	891,5	0,1	-1.484,3	-45,9	-859,4	-49,1
obligacje OK	42.100,7	15.930,9	12.423,9	1,5	-26.169,7	-62,2	-3.507,0	-22,0
obligacje PS	63.747,9	70.630,9	79.423,8	9,4	6.883,0	10,8	8.792,9	12,4
obligacje DS	66.035,5	71.812,2	66.556,0	7,9	5.776,7	8,7	-5.256,2	-7,3
obligacje WS	18.087,1	16.278,6	19.561,6	2,3	-1.808,5	-10,0	3.283,0	20,2
obligacje IZ	14.995,4	12.960,5	11.955,7	1,4	-2.034,9	-13,6	-1.004,8	-7,8
obligacje TZ	587,5	492,2	443,5	0,1	-95,3	-16,2	-48,7	-9,9
obligacje WZ	33.145,4	53.530,8	57.141,5	6,8	20.385,4	61,5	3.610,7	6,7
obligacje PP	735,0	735,0	735,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
1.2. Oszczędnościowe SPW	7.041,1	7.350,4	7.299,0	0,9	309,4	4,4	-51,4	-0,7
obligacje DOS	2.308,9	1.782,4	1.519,7	0,2	-526,5	-22,8	-262,7	-14,7
obligacje TOZ	0,0	80,3	123,3	0,0	80,3	-	43,0	53,5
obligacje COI	1.787,3	1.820,8	1.856,9	0,2	33,5	1,9	36,1	2,0
obligacje EDO	2.944,8	3.666,9	3.799,1	0,4	722,1	24,5	132,3	3,6
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	10.404,3	9.492,4	11.322,3	1,3	-911,9	-8,8	1.829,9	19,3
przyjęte depozyty – wolne środki jsfp	10.391,5	9.438,1	11.310,0	1,3	-953,5	-9,2	1.871,9	19,8
zobowiązania wymagalne	9,3	50,8	7,3	0,0	41,5	445,3	-43,5	-85,7
Inne	3,5	3,6	5,1	0,0	0,1	3,2	1,5	41,4
3. Zagraniczne SPW	1.790,7	1.949,5	1.624,9	0,2	158,7	8,9	-324,6	-16,6
II. Zadłużenie Skarbu Państwa wobec nierezydentów	388.992,4	432.375,3	450.620,1	53,4	43.382,8	11,2	18.244,8	4,2
1. Krajowe SPW	154.226,9	190.478,7	201.885,7	23,9	36.251,8	23,5	11.407,0	6,0
1.1. Rynkowe SPW	154.207,9	190.461,2	201.870,5	23,9	36.253,2	23,5	11.409,3	6,0
bony skarbowe	1.734,3	589,7	103,4	0,0	-1.144,6	-66,0	-486,3	-82,5
obligacje OK	43.984,3	32.442,9	32.107,8	3,8	-11.541,4	-26,2	-335,2	-1,0
obligacje PS	45.913,7	56.247,8	54.715,9	6,5	10.334,1	22,5	-1.531,9	-2,7
obligacje DS	43.006,9	62.979,1	77.266,9	9,2	19.972,2	46,4	14.287,8	22,7
obligacje WS	14.274,1	18.831,2	16.102,2	1,9	4.557,1	31,9	-2.729,0	-14,5
obligacje IZ	5.041,5	9.558,4	10.599,9	1,3	4.516,9	89,6	1.041,5	10,9
obligacje TZ	2,2	1,9	0,4	0,0	-0,3	-12,6	-1,5	-80,1
obligacje WZ	251,0	9.810,1	10.974,0	1,3	9.559,2	3808,6	1.163,9	11,9
obligacje PP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
1.2. Oszczędnościowe SPW	19,0	17,5	15,2	0,0	-1,4	-7,6	-2,3	-13,4
obligacje DOS	3,9	1,5	1,4	0,0	-2,4	-61,2	-0,1	-8,4
obligacje TOZ	0,0	0,2	0,2	0,0	0,2	-	0,0	0,0
obligacje COI	11,1	11,1	8,7	0,0	0,1	0,5	-2,4	-21,8
obligacje EDO	4,0	4,7	4,9	0,0	0,7	18,0	0,2	4,7
2. Zagraniczne SPW	183.598,7	190.967,9	193.689,7	22,9	7.369,2	4,0	2.721,8	1,4
3. Kredyty zagraniczne	51.166,8	50.928,6	55.044,7	6,5	-238,2	-0,5	4.116,1	8,1
Europejski Bank Inwestycyjny	30.295,3	29.130,2	32.205,3	3,8	-1.165,2	-3,8	3.075,2	10,6
Bank Światowy	19.628,0	20.855,6	21.996,2	2,6	1.227,6	6,3	1.140,7	5,5
Bank Rozwoju Rady Europy	793,4	702,4	679,4	0,1	-91,0	-11,5	-23,0	-3,3
Klub Paryski	271,7	136,4	86,1	0,0	-135,3	-49,8	-50,2	-36,8
Pozostałe	178,4	104,1	77,5	0,0	-74,3	-41,7	-26,5	-25,5
4. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	2353,2	-0,1	-96,5

Tabela 13. Czynniki wpływające na zmianę długu Skarbu Państwa

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Zmiana relacji długu SP	4,1	4,4	-1,4	1,2	0,4	-2,5	2,1	2,3	2,6	0,9	-0,7
Saldo pierwotne budżetu państwa	1,9	1,5	2,0	0,3	-0,3	-1,0	-0,1	-0,6	0,7	-0,7	-0,7
Koszty obsługi długu SP (bez kosztów reformy emerytalnej)	2,6	2,4	2,0	2,0	2,0	1,8	1,4	1,7	1,6	1,5	1,7
Koszty obsługi dodatkowego długu z tytułu reformy emerytalnej	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9
Wynik budżetu środków europejskich	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,8	0,2
Środki dla FUS z tytułu ubytku składki przekazywanej do OFE	0,0	0,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,6	1,6	1,6	1,0	0,5
Przychody netto z prywatyzacji	-0,2	-0,4	-0,8	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,2
Zarządzanie płynnością sektora finansów publicznych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,6	-0,2
Różnice kursowe	0,8	1,4	-2,2	-0,3	-0,4	-0,9	2,0	-0,3	0,0	1,9	-1,3
Nominalny wzrost PKB	-1,3	-1,7	-4,0	-2,6	-3,2	-4,5	-3,3	-2,3	-2,4	-3,6	-2,1
Pozostałe czynniki*	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,0	1,6	0,1	1,2	0,6

*) Pozostałe czynniki obejmują: pozostałe potrzeby pożyczkowe (w tym: saldo udzielonych pożyczek oraz prefinansowania), pozostałe zmiany niewynikające z potrzeb pożyczkowych (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) oraz zmiany pozostałego długu SP (m.in. zobowiązania wymagalne i przyjęte depozyty – wolne środki jednostek sektora finansów publicznych).

Tabela 14. Liczba zadłużonych JST z uwzględnieniem relacji długu do dochodów w okresie 2011 – 2012

	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 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
XII 2012	Gminy	2414	2300	297	923	858	196	26
	Miasta na prawach powiatu	65	64	2	14	35	13	0
	Powiaty	314	310	48	155	86	18	3
	Województwa	16	16	1	4	6	4	1
	Ogółem	2809	2690	348	1096	985	231	30

* 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 5. Zadłużenie do dochodów miast wojewódzkich w 2012 r.

