

**STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM**  
**sektora finansów publicznych**  
**w latach 2004-06**

**Warszawa, wrzesień 2003 r.**

**STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM**  
**sektora finansów publicznych**  
**w latach 2004-06**

I.	WPROWADZENIE	1
II.	REALIZACJA CELÓW STRATEGII W 2002 R. I W PIERWSZEJ POŁOWIE 2003 R.	2
II.1.	Ocena realizacji celów	2
II.2.	Wnioski z realizacji celów	5
III.	UWARUNKOWANIA STRATEGII	6
III.1.	Sytuacja makroekonomiczna Polski oraz prognozy jej rozwoju	6
III.2.	Sytuacja na międzynarodowym rynku finansowym	6
III.3.	Zmiany w zakresie długu publicznego w 2002 r. i pierwszej połowie 2003 r.	8
IV.	PRZYCZYNY I KONSEKWENCJE WZROSTU RELACJI DŁUGU DO PKB	10
IV.1.	Regulacje dotyczące długu w Polsce i w Unii Europejskiej	10
IV.2.	Przyczyny wzrostu relacji długu do PKB	12
IV.3.	Konsekwencje i zagrożenia wzrostu relacji długu do PKB	12
V.	ANALIZA RYZYKA ZWIĄZANEGO Z DŁUGIEM PUBLICZNYM	14
V.1.	Ryzyko związane z wielkością długu publicznego	14
V.2.	Ryzyko związane z kosztami obsługi długu	15
V.3.	Ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami i niektórymi innymi operacjami sektora	19
VI.	WPLYW WEJŚCIA POLSKI DO UE NA ZARZĄDZANIE DŁUGIEM PUBLICZNYM	20
VI.1.	Warunki emisji długu na rynku krajowym i międzynarodowym rynku kapitałowym	20
VI.2.	Przepływy finansowe związane z członkostwem w UE	21
VII.	CELE STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2004-06	23
VIII.	ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM	26
IX.	CHARAKTERYSTYKA NOWYCH INSTRUMENTÓW REALIZACJI CELÓW STRATEGII	29
X.	PROGNOZY ZADŁUŻENIA I KOSZTÓW OBSŁUGI DŁUGU	31
XI.	ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	32
XI.1.	Rozwiązania regulacyjne	32
XI.2.	Analiza zadłużenia jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	33
XI.3.	Propozycje nowych regulacji	35
XII.	ZAGROŻENIA REALIZACJI STRATEGII	36
XIII.	EFEKTY REALIZACJI STRATEGII	37
	<i>Aneks 1. Dług sektora general government oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE i wybranych państwach kandydujących</i>	38
	<i>Aneks 2. Główne regulacje dotyczące zaciągania zobowiązań przez samorządy w przyszłych krajach członkowskich UE</i>	39

## I. WPROWADZENIE

*Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2004-06* obejmuje strategię zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz strategię oddziaływania na dług sektora finansów publicznych. Zgodnie z *Ustawą o finansach publicznych* Minister Finansów sprawuje kontrolę nad poziomem długu sektora finansów publicznych. W przypadku długu Skarbu Państwa dysponuje on instrumentami pozwalającymi na bezpośrednie zarządzanie długiem, w przypadku pozostałego długu sektora finansów publicznych zaś, autonomicznego w zaciąganiu zobowiązań, kontrola ma charakter oddziaływania pośredniego i służy ograniczaniu poziomu długu publicznego w Polsce.

W *Strategii* dokonano oceny realizacji celów zarządzania długiem w 2002 r. i I połowie 2003 r. Cele strategii na lata 2004-06 nie uległy zmianie w stosunku do określonych w poprzednim dokumencie. Zdefiniowane zostały zadania oraz instrumenty służące realizacji celów w latach 2004-06, zaprezentowano też prognozy dotyczące poziomu długu, jego struktury i kosztów obsługi. Wiele uwagi poświęcono analizie ryzyka związanego z poziomem długu oraz jego strukturą.

W horyzoncie czasowym, jaki obejmuje niniejsza strategia, szczególnego znaczenia dla zarządzania długiem publicznym nabierają dwa zjawiska: rosnący poziom długu oraz integracja europejska.

W 2003 r. relacja długu publicznego do PKB przekroczy 50%, czyli znajdzie się w pierwszym z pasm określonych w *Ustawie o finansach publicznych*, powodujących konieczność stosowania procedur ostrożnościowych i sanacyjnych. W 2004 r. relacja długu do PKB powinna ukształtować się nieznacznie poniżej 55%, a w 2005 r. poniżej 59,5%. W kolejnych dwóch latach systematyczna redukcja wydatków budżetowych oraz ustabilizowany wzrost gospodarczy powinny doprowadzić do odwrócenia trendu narastania długu w relacji do PKB. W strategii omówiono przyczyny i konsekwencje wzrostu długu publicznego oraz zagrożenia związane z narastaniem długu.

Wejście Polski do Unii Europejskiej w maju 2004 r. będzie miało znaczący wpływ na warunki, w jakich odbywać się będzie zarządzanie długiem publicznym. Dwa najważniejsze aspekty to skutki przepływów finansowych związanych z członkostwem Polski w UE oraz zmiany środowiska, w jakim odbywa się zarządzanie długiem, w tym przede wszystkim wzrost wiarygodności Polski oraz stopniowa integracja krajowego rynku skarbowych papierów wartościowych z europejskim. Trwać będą również przygotowania do kolejnego etapu integracji, tj. wejścia do Unii Gospodarczej i Walutowej. Niezbędne dostosowania obejmują zarówno politykę finansową państwa, mającą na celu spełnienie kryteriów konwergencji w zakresie między innymi długu publicznego i deficytu budżetowego, jak również stosowane instrumenty zarządzania długiem publicznym. Metodologia, organizacja oraz infrastruktura techniczna zarówno samego procesu zarządzania długiem publicznym, jak i rynku skarbowych papierów wartościowych musi spełniać standardy obowiązujące w UE tak, by można było w pełni wykorzystać korzyści płynące z uczestnictwa we wspólnym rynku europejskim oraz sprostać konkurencji innych emitentów.

## II. REALIZACJA CELÓW STRATEGII W 2002 R. I W PIERWSZEJ POŁOWIE 2003 R.

W *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2003-05* doszło do zmiany priorytetów. Wzrost wydatków budżetowych i związane z nim, począwszy od 2001 r., znaczne zwiększenie wysokości deficytu budżetu państwa (32,4 mld zł w 2001 r. i 39,4 mld zł w 2002 r.), w warunkach spadających wpływów z prywatyzacji, spowodowały silny wzrost wielkości długu publicznego i realne niebezpieczeństwo przekroczenia przez relację państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB progów ostrożnościowych 50% i 55%, przewidzianych w *Ustawie o finansach publicznych*, jak również zbliżenie się tej relacji do konstytucyjnego limitu 60%. Przeciwdziałanie temu wymaga zahamowania narastania długu w relacji do PKB, co znalazło odzwierciedlenie w pierwszym celu strategii (utrzymania wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie). Cele strategii z poprzednich lat zostały uporządkowane i sformułowane w postaci celu drugiego: minimalizacji kosztów obsługi długu przy zachowaniu ograniczeń dotyczących poszczególnych rodzajów ryzyka.

### II.1. Ocena realizacji celów

#### 1. Utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie

W roku 2002 i pierwszej połowie 2003 r. pojawiła się konieczność finansowania wysokiego deficytu budżetowego (39,4 w 2002 r. i 23,8 mld zł w I połowie 2003 r.) przy niskich przychodach z prywatyzacji (2,0 mld zł w 2002 r. i 1,2 mld zł w I połowie 2003 r.). Wielkość najważniejszych kategorii długu publicznego w ujęciu bezwzględnym i w odniesieniu do PKB ilustruje Tabela 1<sup>1</sup>:

Tabela 1.

	XII 2001		XII 2002		VI 2003
	mln zł	% PKB	mln zł	% PKB	mln zł
Dług Skarbu Państwa	283 937,5	37,8%	327 909,1	42,5%	362 639,2
- krajowy	185 028,4	24,6%	219 351,9	28,4%	243 797,8
- zagraniczny	98 909,1	13,2%	108 557,2	14,1%	118 841,5
Państwowy dług publiczny	302 106,7	40,2%	352 615,5	45,7%	388 929,8
Państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty poręczeń i gwarancji	311 602,8	41,5%	364 747,9	47,2%	399 783,4

Wzrost długu Skarbu Państwa, szczególnie w 2002 r., wynikał przede wszystkim ze wzrostu długu krajowego. Znaczący wzrost poziomu długu zagranicznego w pierwszej połowie 2003 r. był konsekwencją osłabienia złotego w stosunku do walut obcych i zaciągnięcia zobowiązań zagranicznych na spłatę kolejnej raty obligacji objętej przez NBP w ramach operacji wykupu długu wobec Brazylii, która choć traktowana jako dług krajowy jest nominowana i obsługiwana w walutach obcych.

#### 2. Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu

Cel ten rozumiany był jako:

- minimalizowanie kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu – poprzez optymalny dobór instrumentów zarządzania długiem, ich struktury i terminów emisji,
- działania polegające na podnoszeniu efektywności rynku skarbowych papierów wartościowych, tak by koszty ich obsługi były najmniejsze z możliwych przy przyjętej strategii emisji.

Minimalizacja kosztów obsługi długu w pierwszym rozumieniu tego celu polegała na dostosowaniu struktury emisji SPW do warunków panujących na krajowym rynku finansowym w 2002 r. oraz w I połowie 2003 r. Struktura sprzedaży była taka, by nadmierne podaże w poszczególnych segmentach

<sup>1</sup> Pod koniec 2002 r. GUS zmienił metodologię liczenia PKB, co skutkowało przeszacowaniem jego wartości w górę. Prezentowane dane odnoszą wielkość długu publicznego do PKB liczonego wg nowej metodologii, relacja dług/PKB nie jest więc porównywalna z prezentowaną w poprzednich strategiach.

krzywej rentowności nie prowadziły do akceptowania zbyt wysokich kosztów obsługi długu. Dokonywało się to w warunkach znacznego spadku rentowności papierów krótkoterminowych (rentowność bonów 13-tyg. zmniejszyła się z 10,1% do 5,1%), przy nieco mniejszym spadku rentowności papierów długoterminowych (z 8,2% do 5,2% dla obligacji 10-letnich). Zmianie uległ zatem kształt krzywej rentowności, z odwróconego na niemal płaski.

Celowi minimalizacji kosztów podporządkowana była również zmiana kalendarza emisji obligacji skarbowych oferowanych na przetargach, począwszy od września 2002 r. Głównym założeniem było emitowanie średnio- i długoterminowych obligacji jednej serii tak długo, aż osiągną one równowartość co najmniej 5 mld euro. Pozwala to zmniejszyć koszty obsługi obligacji o marżę, jakiej żądają inwestorzy przy emisjach niewielkich i mało płynnych. Temu samemu celowi służyło ograniczenie liczby przetargów w roku, połączone ze zwiększeniem oferty na pojedynczym przetargu. Szybszemu osiągnięciu płynności przez nowo emitowane serie towarzyszyło również wprowadzenie przetargów uzupełniających z ustaloną ceną sprzedaży. Jednocześnie założono ograniczanie ryzyka refinansowania oraz ryzyka płynności powstałego w wyniku kumulacji wykupów dużych serii, poprzez kontynuację operacji zamiany obligacji oraz równomierne rozłożenie płatności z tytułu obsługi nowo emitowanych serii w poszczególnych miesiącach.

Do najważniejszych działań służących minimalizacji kosztów obsługi długu w drugim rozumieniu tego celu należało:

- wprowadzenie w kwietniu 2002 r. Elektronicznego Rynku SPW
- wprowadzenie z początkiem 2003 r. systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW)
- wprowadzenie kredytu technicznego (*intra-day*) w NBP pod zastaw obligacji skarbowych.

Minimalizacja kosztów obsługi długu odbywała się przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomu:

#### **1) ryzyka refinansowania w walucie krajowej**

Wartość podstawowego miernika ryzyka refinansowania, tj. wyrażonej w latach średniej zapadalności długu rynkowego<sup>2</sup>, wzrosła z 2,51 na koniec 2001 r. do 2,73 na koniec 2002 r. i 2,82 na koniec czerwca 2003 r. Wzrost tego wskaźnika wynikał przede wszystkim z następujących czynników:

- zmian w kalendarzu emisji obligacji hurtowych - zapadalności nowo emitowanych obligacji 5-letnich i 10-letnich na pierwszych przetargach uległy wydłużeniu tak, by terminy 5 i 10 lat dotyczyły średniego terminu zapadalności w trakcie okresu oferowania danej serii, nie zaś pierwszego przetargu, jak w poprzednim okresie.
- prowadzenia przetargów zamiany i odkupu obligacji - w 2002 r. i I połowie 2003 r. odkupiono obligacje o wartości nominalnej 13,2 mld zł i wydano obligacje o wartości nominalnej 13,4 mld zł, o znacząco dłuższym terminie wykupu.
- emisji obligacji 20-letniej - na dwóch przetargach w 2002 r. sprzedano łącznie 1,4 mld zł tej serii. Dodatkowo, na przetargach zamiany w 2003 r. sprzedano 0,15 mld zł tych obligacji.

Ograniczaniu ryzyka refinansowania służył taki dobór miesięcy wykupu nowo emitowanych obligacji hurtowych, by płatności z tytułu obsługiwanego długu były równomiernie rozłożone w ciągu roku.

Udział SPW zapadających do 1 roku wzrósł z 37,8% na koniec 2001 r. do 38,0% na koniec 2002 r. i zmniejszył się do 34,1% w połowie 2003 r. Przeszkodą w realizacji celu ograniczania ryzyka refinansowania był wzrost zadłużenia w bonach skarbowych, których udział w długu krajowym Skarbu Państwa pozostawał na stabilnym, wysokim poziomie (19,0% na koniec 2001 r., 19,2% na koniec 2002 r. i 18,5% na koniec I półrocza 2003 r.). Tendencja ta wynikała z konieczności sfinansowania wysokiego deficytu budżetowego przy niskich przychodach z prywatyzacji i ograniczonej chłonności rynku obligacji.

#### **2) ryzyka kursowego i ryzyka refinansowania w walutach obcych**

Udział długu zagranicznego w długu Skarbu Państwa ogółem według kryterium miejsca emisji obniżył się nieznacznie – z 34,8% na koniec 2001 r. do 33,1% na koniec 2002 r., by w połowie 2003 r. wzrosnąć do 34,0%. Wynikało to z dwóch powodów:

- osłabienia złotego w stosunku do walut obcych, w których nominowany jest dług zagraniczny,
- zrealizowania spłat rat kapitałowych obligacji objętej przez NBP w ramach operacji wykupu długu wobec Brazylii (1,1 mld USD w 2002 r. i 0,5 mld USD w I połowie 2003 r.).

<sup>2</sup> Im wartość miernika jest większa, tym mniejsze ryzyko (zob. rozdz. V.2).

Kontynuowana była również polityka stopniowego zwiększania udziału EUR w długu zagranicznym (z 43,0% do 46,7% ogółu długu zagranicznego w 2002 r. i 55,2% w I połowie 2003 r.). Udział długu zagranicznego według kryterium rezydenta wzrósł nieznacznie (z 41,1% w 2001 r. do 42,0% w 2002 r. i 42,0% w I połowie 2003 r.), głównie jako rezultat wzrostu zadłużenia u inwestorów zagranicznych z tytułu nabywanych przez nich papierów skarbowych emitowanych na rynku krajowym. Ryzyko refinansowania długu zagranicznego pozostawało stosunkowo niewielkie, w porównaniu z ryzykiem refinansowania długu krajowego, z uwagi na wysokość spłacanych kwot w poszczególnych latach i średni termin zapadalności. Ten ostatni, choć zmniejszył się z 6,4 roku na koniec 2001 r. do 5,9 roku na koniec 2002 r. i 6,0 roku w połowie 2003 r. to jednak jest zbliżony do standardów europejskich.

W nowych emisjach na rynki zagraniczne uwzględniano spiętrzenia płatności zagranicznych przypadających na lata 2004-09.

### **3) ryzyka stopy procentowej**

Średnia *duration* krajowego długu rynkowego, będąca miarą wrażliwości kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych<sup>3</sup>, wzrosła w 2002 r. z 1,75 do 2,16 roku, osiągając w połowie 2003 r. 2,32 roku. Wzrost ten wynikał z następujących czynników:

- znacznego obniżenia poziomu stóp procentowych,
- zmniejszenia udziału instrumentów rynkowych o oprocentowaniu zmiennym (odpowiednio: z 16,4% do 10,3% i 7,8%),
- wzrostu średniej zapadalności długu (odpowiednio: z 2,51 do 2,73 i 2,82 roku).

Udział zobowiązań implikujących występowanie ryzyka stopy procentowej w całym portfelu długu zagranicznego<sup>4</sup> w ciągu 2002 r. spadł z 57,2% do 45,9% (w tym długu o stopie zmiennej z 54,7% do 42,3%). W połowie 2003 r. udział ten wynosił 43,1% (w tym długu o stopie zmiennej 40,2%). Średnia zapadalność długu, ukazująca średni termin, w którym zapadające zobowiązania zostaną zastąpione nowymi, kształtowała się na poziomie ok. 6 lat.

Należy podkreślić, że znaczny udział zobowiązań oprocentowany jest według stóp zmiennych zredukowanych (odpowiednio 32,6%, 30,2% i 29,1% na koniec 2001 r., 2002 r. i pierwszej połowy 2003 r.). Wobec osiągnięcia przez stopy rynkowe historycznie niskich poziomów umowne stopy zredukowane osiągnęły swoje minimum, na którym pozostawałyby nawet w razie wzrostu stóp rynkowych do określonych granic.

Ryzyko wzrostu kosztów obsługi długu w razie wzrostu stóp rynkowych było stopniowo redukowane poprzez zaciąganie nowego zadłużenia prawie w całości na stopie stałej.

### **4) ryzyka płynności budżetu państwa**

Podstawowym instrumentem zarządzania płynnością budżetu państwa było utrzymywanie środków na lokatach w NBP. W omawianym okresie nie zaszła konieczność emitowania bonów krótkich, o terminie wykupu poniżej 13 tygodni. Do ograniczania ryzyka płynności, jak również ryzyka refinansowania przyczyniały się także przetargi zamiany i odkupu obligacji. Odkupywano głównie obligacje zapadające w ciągu roku od przetargu zamiany, co pozwoliło w znacznej mierze rozładować spiętrzenia wykupów, szczególnie duże w pierwszej połowie 2002 r.

Pod koniec 2002 r. uruchomiony został system zarządzania płynnością walutową budżetu, składający się z rachunku walutowego w NBP oraz specjalnego instrumentu, zapewniającego możliwość uzyskania krótkoterminowego finansowania pomostowego w walutach obcych do chwili uzyskania wpływów z emisji długu na rynkach zagranicznych lub środków z prywatyzacji w walutach obcych. Rachunek walutowy służy do przejściowego gromadzenia nadwyżek środków walutowych.

### **5) pozostałych rodzajów ryzyka, w szczególności ryzyka kredytowego i operacyjnego**

W omawianym okresie nie były zawierane transakcje mogące być źródłem ryzyka kredytowego, jako że wolne aktywa, służące zarządzaniu płynnością, lokowane były jedynie w NBP.

### **6) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie**

W 2002 r. koszty obsługi długu Skarbu Państwa stanowiły 3,1% PKB (wobec 2,8% w 2001 r.). Wzrost kosztów, pomimo znaczącego spadku stóp procentowych, wynikał głównie ze wzrostu wielkości długu publicznego oraz z inercji, jaka występuje przy dostosowywaniu kosztów obsługi długu do nowych poziomów stóp procentowych.

<sup>3</sup> Im wyższa *duration*, tym mniejsza wrażliwość (zob. rozdz. V.2).

<sup>4</sup> Udział zobowiązań o zmiennym oprocentowaniu i zapadających w najbliższym roku.

Przy emisji nowych serii SPW brany był pod uwagę równomierny rozkład płatności z tytułu ich obsługi. W szczególności, wysokość odsetek od nowych emisji obligacji hurtowych była zbliżona do ich rentowności tak, aby ograniczyć kumulację kosztów obsługi z tytułu dyskonta przy ich wykupie.

## **II. 2. Wnioski z realizacji celów**

Stosunek długu publicznego do PKB, który w 2002 r. wyniósł 47,2%, nie jest niebezpieczny z punktu widzenia zdolności jego obsługi, obowiązującego w Polsce prawa i zobowiązań międzynarodowych. Niepokojąca jest jednak tendencja wzrostowa, która była przyczyną przeformułowania celów poprzedniej strategii. Zmniejszenie strukturalnego deficytu budżetu państwa, jak również deficytu sektora finansów publicznych do rozmiarów nie powodujących dalszego wzrostu tej relacji będzie procesem co najmniej kilkuletnim.

Dodatkowy cel strategii, obejmujący koszty obsługi długu oraz ograniczenia dotyczące poziomu ryzyka, został w omawianym okresie w większym lub mniejszym stopniu spełniony. Szczególny postęp nastąpił w działaniach zmierzających do ograniczania kosztów obsługi długu – poprzez tworzenie otoczenia instytucjonalnego sprzyjającego zwiększeniu efektywności rynku SPW oraz przyjęcie nowego kalendarza emisji, dostosowanego do wymogów inwestorów i, w dalszej perspektywie, integracji ze wspólnym europejskim rynkiem finansowym. Istotnemu ograniczeniu uległo także ryzyko stopy procentowej i, w nieco mniejszym stopniu, ryzyko refinansowania w walucie krajowej oraz ryzyko kursowe i refinansowania w walutach obcych. Wprowadzone pod koniec 2001 r. przetargi zamiany obligacji odegrały pozytywną rolę w ograniczaniu ryzyka refinansowania i ryzyka płynności budżetu państwa. W polityce emisyjnej należycie brany był pod uwagę równomierny rozkład kosztów obsługi długu w czasie. W omawianym okresie nie zachodziła potrzeba zarządzania ryzykiem kredytowym.

### III. UWARUNKOWANIA STRATEGII

#### III.1. Sytuacja makroekonomiczna Polski oraz prognozy jej rozwoju

Poniższa tabela przedstawia założenia makroekonomiczne, na których opiera się strategia. W odróżnieniu od poprzednich strategii, w niniejszym dokumencie przedstawiony został jedynie jeden wariant kształtowania się podstawowych wskaźników makroekonomicznych i budżetowych. Niekorzystne odchylenie tych wskaźników od przyjętych założeń powodować będzie przekroczenie przez relację długu publicznego do PKB w 2004 r. prognozy 55%, co zgodnie z *Ustawą o finansach publicznych* spowoduje konieczność co najmniej zrównoważenia budżetu na 2006 r. Tak radykalna zmiana będzie miała znaczący wpływ na wartości wskaźników makroekonomicznych i budżetowych.

Tabela 2.

	2003	2004	2005	2006
realny wzrost PKB	3,5%	5,0%	5,0%	5,6%
PKB w cenach bieżących (mld zł)	805,1	861,5	926,1	1002,8
Deficyt budżetu państwa (% PKB)	4,8	5,3	4,2	3,3
Deficyt budżetu państwa (mld zł)	38,7	45,5	38,8	33,0
Wynik JST (% PKB)	0,4	0,3	0,3	0,3
Wpływy netto z prywatyzacji (mld zł)	4,5	7,0	7,0	7,0
CPI średnioroczny	0,8	2,2	2,8	2,9
stopa operacji otwartego rynku				
- średnio w okresie	5,6%	3,7%	3,8%	4,0%
- na koniec okresu	4,8%	3,5%	4,0%	4,0%
PLN/USD				
- średnio w okresie	3,84	3,78	4,00	4,20
- na koniec okresu	3,74	3,82	4,00	4,20
PLN/EUR				
- średnio w okresie	4,32	4,25	4,20	4,20
- na koniec okresu	4,30	4,20	4,20	4,20

#### III.2. Sytuacja na międzynarodowym rynku finansowym

Podstawowymi czynnikami wpływającymi na sytuację na międzynarodowym rynku finansowym, w tym także na możliwości finansowania przez gospodarki wschodzące na tym rynku swoich potrzeb rozwojowych, są: stan koniunktury gospodarczej oraz stopień niepewności towarzyszący decyzjom podmiotów gospodarczych.

Najnowsze analizy zawierają coraz więcej sygnałów wskazujących na perspektywę stopniowej poprawy sytuacji na międzynarodowym rynku finansowym. Powoli słabną skutki takich czynników osłabiających i destabilizujących rynek finansowy, jak zagrożenie nawrotem recesji i deflacja, kryzysy ekonomiczne i finansowe oraz napięcia polityczne w niektórych gospodarkach wschodzących (np. Brazylii, Argentynie, Turcji, Wenezueli). W skali globalnej zmniejszyło się ryzyko geopolityczne w związku z zakończeniem konfliktu wojennego w Iraku. W rezultacie saldo korzyści i zagrożeń dla sytuacji na międzynarodowym rynku finansowym przesuwają się na rzecz tych pierwszych.

W II połowie 2003 r. w gospodarce światowej powinna nastąpić stopniowa poprawa koniunktury.

W połowie 2003 r. rozpędu nabierała gospodarka USA. Analitycy zarówno MFW jak i 18 czołowych banków inwestycyjnych prognozują na lata 2003 i 2004 wskaźnik wzrostu PKB USA na zbliżonym poziomie: odpowiednio 2,25-2,3% oraz 3,4-3,5%. Nie jest jednak pewne, czy amerykańska gospodarka na trwałe wróci na ścieżkę zrównoważonego wzrostu. Zagrożeniami dla wzrostu są wysokie deficyty: w obrotach bieżących – prawie 5% PKB oraz budżetowy – ponad 4% PKB.

W I połowie 2003 r. inwestorzy, licząc się z kolejnymi obniżkami stóp procentowych, kontynuowali zakup amerykańskich obligacji skarbowych, obniżając ich dochodowość. Popyt na obligacje wzmożony był też długotrwałym spadkiem cen akcji oraz niepewnością związaną z konfliktem w Iraku. Dodatkowy popyt pochodził ze strony azjatyckich banków centralnych, które kupując amerykańskie papiery skarbowe przeciwdziałały aprecjacji swoich walut w stosunku do dolara. W czerwcu, pod wpływem bardziej optymistycznych prognoz wzrostu gospodarczego i silnego ograniczenia ryzyka deflacji, nastąpił zwrot w

popycie na obligacje. Przewidując pojawienie się tendencji inflacyjnych i podwyżkę stóp procentowych inwestorzy ograniczyli popyt na obligacje, wskutek czego wzrosła ich dochodowość.

Według danych Eurostatu wzrost w strefie euro w drugim kwartale 2003 był zerowy. Komisja Europejska przewiduje, że oznaki ożywienia pojawią się dopiero w ostatnim kwartale, a wzrost gospodarczy w całym 2003 r. wyniesie 0,5-0,6%. Prognozy na 2004 r. przewidują przejście gospodarek strefy euro do umiarkowanego ożywienia – wzrostu ok. 1,7% (według czołowych banków inwestycyjnych) lub 1,1-2,1% (według EBC).

Istnieją różnice w prognozach zmian w polityce pieniężnej w strefie euro w najbliższych miesiącach. Pod wpływem nieco bardziej optymistycznych prognoz wzrostu według EBC oraz wskazania przez Bank, że obecne stopy procentowe (2%) są rekordowo niskie, rynki finansowe oczekują wzrostu stóp o 0,5% w pierwszej połowie przyszłego roku. Ekonomiści przewidują natomiast, że niski wzrost i niska inflacja skłonią EBC pod koniec bieżącego roku do dalszej obniżki stóp.

W Japonii nadal występują problemy związane ze słabym popytem wewnętrznym i deflacją oraz reformą systemu bankowego. Analitycy rynkowi na lata 2003 i 2004 prognozują dla gospodarki japońskiej nieznaczny wzrost PKB (0,9%).

Sytuacja w gospodarkach wschodzących, choć znacznie zróżnicowana, ulega jednak pewnej poprawie. Szybki wzrost w latach 2002 i 2003 kontynuują gospodarki azjatyckie, zwłaszcza Chiny (ok. 7%), Indie (5-6%) i gospodarki grupy ASEAN (np. w Indonezji rządowe założenia na 2004 r. przewidują 5% wzrostu PKB). Spośród krajów transformujących się na uwagę zasługują wyniki gospodarki rosyjskiej (w latach 2001-2003 wzrost PKB rządu 4-5%, spadająca inflacja, nadwyżka budżetowa), w której w pierwszej połowie bieżącego roku inwestycje zagraniczne (bez repatriacji inwestycji) osiągnęły poziom 12,6 mld USD, tj. o 51% wyższy niż w tym samym okresie 2002 r.

Ustabilizowanie sytuacji w krajach nękanych jeszcze niedawno ostrymi kryzysami, szybki wzrost w innych gospodarkach wschodzących i niskie dochody z inwestycji na rynkach krajów uprzemysłowionych sprzyjały w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy stopniowej odbudowie popytu inwestorów na lokaty w gospodarkach wschodzących i wzrost strumienia kapitału płynącego z międzynarodowego rynku finansowego do tych gospodarek. Sprzyjało to obniżaniu w ostatnich kilkunastu miesiącach kosztu pozyskiwania środków przez gospodarki wschodzące na międzynarodowym rynku finansowym.

Trudno przewidzieć, czy korzystne dla emitentów obligacji z rynków wschodzących tendencje utrzymają się w przyszłości. Perspektywa ożywienia w krajach uprzemysłowionych z jednej strony odciągnie kapitał do tych krajów czyniąc lokaty na rynkach wschodzących relatywnie nieatrakcyjnymi (zwłaszcza, gdyby nastąpił wzrost stóp procentowych w krajach rozwiniętych). Z drugiej strony na tyle, na ile ożywienie wiązać się będzie ze spadkiem globalnej niepewności i wzrostem zaufania, zwiększy się popyt na obligacje emitowane przez rynki wschodzące. W tej sytuacji wiele będzie zależało od poprawy czynników fundamentalnych w gospodarkach wschodzących. Zachodzi ona stopniowo i nie jest wykluczone, że dotychczasowy, wyraźny spadek marż rentowności ją wyprzedził zawężając pole do dalszej obniżki marż w przyszłości.

### III.3. Zmiany w zakresie długu publicznego w 2002 r. i pierwszej połowie 2003 r.

W 2002 r. dług sektora finansów publicznych (po konsolidacji) wzrósł o 50,4 mld zł (tj. o 16,7%), a w pierwszym półroczu 2003 r. o 36,5 mld zł (10,3%) osiągając na koniec tego okresu 388,9 mld zł.

Tabela 3. Dług krajowy i zagraniczny sektora finansów publicznych (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2001	XII 2002	VI 2003	Zmiana XII'02-XII'01		Zmiana VI'03-XII'02	
				mln zł	%	mln zł	%
Dług sektora finansów publicznych	302.106,7	352.615,5	388.929,8	50.508,8	16,7%	36.314,3	10,3%
<b>Dług krajowy</b>							
kryterium miejsca emisji	202.869,7	243.533,0	269.467,8	40.663,3	20,0%	25.934,8	10,6%
kryterium rezydenta	184.966,0	214.514,1	234.648,6	29.548,1	16,0%	20.134,5	9,4%
<b>Dług zagraniczny</b>							
kryterium miejsca emisji	99.237,0	109.082,6	119.462,0	9.845,5	9,9%	10.379,5	9,5%
kryterium rezydenta	117.140,8	138.101,4	154.281,2	20.960,7	17,9%	16.179,7	11,7%
<i>kurs PLN/USD</i>	3,9863	3,8388	3,8966				
<i>kurs PLN/EUR</i>	3,5219	4,0202	4,4570				

W długu sektora dominowało zadłużenie podmiotów sektora rządowego (ok. 96,0%). Udział sektora samorządowego pozostawał na stabilnym poziomie ok. 4%.

W 2002 r. najwięcej, w ujęciu nominalnym, wzrósł dług Skarbu Państwa (o 44,1 mld zł, tj. 15,6%). Podobna sytuacja utrzymuje się w 2003 r. Wśród pozostałych podmiotów sektora rządowego znacząco wzrosło zadłużenie ZUS (w 2002 r. o 1,8 mld zł, w I półroczu 2003 r. o 0,9 mld zł), przede wszystkim z uwagi na zaległości w przekazywaniu składek do OFE, oraz dług agencji rządowych, zwłaszcza Agencji Rynku Rolnego (odpowiednio o 1,0 mld zł i 0,1 mld zł).

W 2002 r. wysoką dynamiką wzrostu charakteryzowało się zadłużenie sektora samorządowego (wzrost o 30,3%). Znaczący (o prawie 3,0 mld zł) przyrost długu miał miejsce w przypadku jednostek samorządu terytorialnego (JST). W pierwszej połowie 2003 r. zadłużenie tych jednostek wzrosło nieznacznie, o ok. 0,05 mld zł.

Tabela 4. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji (mln zł)

	Wyszczególnienie	XII 2001	XII 2002	VI 2003	Zmiana XII'02-XII'01		Zmiana VI'03-XII'02	
					mln zł	%	mln zł	%
	Dług sektora finansów publicznych	302.106,7	352.615,5	388.929,8	50.508,8	16,7%	36.314,3	10,3%
<b>1.</b>	<b>Dług sektora rządowego</b>	<b>291.320,5</b>	<b>338.557,1</b>	<b>374.393,8</b>	<b>47.236,5</b>	<b>16,2%</b>	<b>35.836,8</b>	<b>10,6%</b>
1.1.	Dług Skarbu Państwa	282.617,1	326.755,1	361.873,0	44.138,0	15,6%	35.117,8	10,7%
1.2.	Pozostały dług sektora rządowego	8.703,4	11.801,9	12.520,8	3.098,5	35,6%	718,9	6,1%
1.2.1.	ZUS i zarządzane przez ZUS fundusze	7.173,5	9.014,6	9.932,2	1.841,1	25,7%	917,6	10,2%
1.2.2.	Kasy Chorych/Narodowy Fundusz Zdrowia	154,4	289,7	159,5	135,3	87,6%	-130,1	-44,9%
1.2.3.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną (bez 1.2.1.)	192,8	339,2	137,1	146,4	75,9%	-202,0	-59,6%
1.2.4.	Państwowe szkoły wyższe	186,4	216,1	164,5	29,7	15,9%	-51,6	-23,9%
1.2.5.	Jednostki badawczo-rozwojowe	254,3	207,1	215,2	-47,2	-18,6%	8,1	3,9%
1.2.6.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	389,7	420,1	496,0	30,4	7,8%	75,9	18,1%
1.2.7.	Państwowe instytucje kultury	4,3	2,9	1,7	-1,4	-32,2%	-1,2	-41,0%
1.2.8.	PAN i tworzone jednostki organizacyjne	11,6	5,7	8,1	-5,9	-51,0%	2,4	42,4%
1.2.9.	Pozostałe państwowe osoby prawne	336,3	1 306,5	1 406,4	970,2	288,5%	99,8	7,6%
<b>2.</b>	<b>Dług sektora samorządowego</b>	<b>10.786,2</b>	<b>14.085,5</b>	<b>14.536,0</b>	<b>3.272,3</b>	<b>30,3%</b>	<b>477,5</b>	<b>3,4%</b>
2.1.	Dług jednostek samorządu terytorialnego	9.008,8	12.002,3	12.048,4	2.993,5	33,2%	46,1	0,4%
2.2.	Pozostały dług sektora samorządowego	1.777,4	2.056,2	2.487,6	278,8	15,7%	431,4	21,0%
2.2.1.	Samorządowe fundusze celowe z osobowością prawną	2,7	5,4	3,3	2,7	102,4%	-2,1	-38,8%
2.2.2.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1.709,1	1.989,1	2.428,6	280,0	16,4%	439,4	22,1%
2.2.3.	Samorządowe instytucje kultury	34,0	32,9	28,9	-1,1	-3,3%	-4,0	-12,1%
2.2.4.	Pozostałe samorządowe osoby prawne	31,6	28,7	26,8	-2,9	-9,0%	-2,0	-6,9%

#### IV. PRZYCZYNY I KONSEKWENCJE WZROSTU RELACJI DŁUGU DO PKB

W ostatnich latach tempo wzrostu państwowego długu publicznego przewyższa tempo wzrostu PKB. Zgodnie z prognozami przedstawionymi w rozdziale III proces ten będzie stopniowo hamowany, niemniej jednak doprowadzi do wejścia relacji dług/PKB w kolejne pasma ostrożnościowe zawarte w ustawie o finansach publicznych i zbliżenie się do konstytucyjnego limitu 60%.

##### IV.1. Regulacje dotyczące długu w Polsce i w Unii Europejskiej

W polskim ustawodawstwie główne regulacje dotyczące państwowego długu publicznego zostały zawarte w:

- 1) Konstytucji RP – art. 216 ust. 5. stanowi, że nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB;
- 2) ustawie o finansach publicznych – wprowadza ona definicje i określa zasady dotyczące państwowego długu publicznego oraz reguluje procedury ostrożnościowe i sanacyjne wprowadzane w przypadku przekraczania kolejnych progów ostrożnościowych (50%, 55%, 60%) relacji dług/PKB.

W rozumieniu przepisów ustawy, państwowy dług publiczny obejmuje nominalne zadłużenie podmiotów sektora finansów publicznych ustalone po konsolidacji, czyli wyeliminowaniu przepływów finansowych pomiędzy podmiotami należącymi do tego sektora<sup>5</sup>. Do długu zaliczane są zobowiązania z tytułu: 1) papierów wartościowych opiewających na wierzytelności pieniężne, 2) kredytów i pożyczek, 3) depozytów, 4) zobowiązań wymagalnych (tj. bezspornych zobowiązań, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone).

Ustawa o finansach publicznych wprowadza procedury ostrożnościowe i sanacyjne mające na celu niedopuszczenie do przekroczenia limitu konstytucyjnego. Z uwagi na ryzyko jakie generuje dług potencjalny, limity określone w ustawie odnoszą się do kwoty państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych.

Przewidziane w ustawie procedury są następujące:

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

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

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

- a) Rada Ministrów uchwała projekt ustawy budżetowej na rok x+2, przyjmując jako górne ograniczenie deficytu jego poziom zapewniający spadek relacji długu Skarbu Państwa powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB w stosunku do ogłoszonej relacji dla roku x,
- b) górne ograniczenie relacji deficytu każdej jednostki samorządu terytorialnego do jej dochodów, jaka może zostać uchwalona w budżecie jednostki samorządu terytorialnego, zostaje zmniejszone poprzez pomnożenie przez współczynnik R, wyliczany w następujący sposób:

$$R = (0,6 - \text{PDP/PKB}) : 0,05$$

gdzie: PKB - produkt krajowy brutto, PDP - państwowy dług publiczny, powiększony o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty tego sektora, oznaczają wielkości ogłoszone za poprzedni rok budżetowy;

- c) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora publicznego do PKB.

<sup>5</sup> Zakres sektora finansów publicznych (zamknięty katalog jednostek) został również określony w ustawie.

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

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

W Unii Europejskiej podstawowe kwestie związane z długiem publicznym (długiem sektora *general government*) w krajach członkowskich zostały uregulowane przez następujące akty prawne:

- 1) Traktat z Maastricht (art. 121) - poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich. Komisja ocenia, czy stosunek zadłużenia publicznego do PKB nie przekracza wartości bazowej, chyba że stosunek ten maleje w wystarczającym stopniu i zbliża się do wartości bazowej w zadowalającym tempie.
- 2) Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do traktatu z Maastricht - określa a) wartość bazową relacji długu publicznego do PKB na poziomie 60%, b) ogólną definicję długu.
- 3) Rozporządzenie dot. stosowania Protokołu w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu z Maastricht:
  - a) wprowadza precyzyjną definicję długu sektora *general government* jako skonsolidowanego długu brutto tego sektora liczonego według wartości nominalnej,
  - b) określa kategorie zobowiązań finansowych stanowiące dług sektora *general government*; są nimi:
    - gotówka i depozyty,
    - papiery wartościowe inne niż akcje z wyłączeniem instrumentów pochodnych,
    - pożyczki,
  - c) zawiera definicję wartości nominalnej.

Różnice między długiem sektora *general government*, a państwowym długiem publicznym wynikają z:

- a) innego zakresu sektora *general government* i sektora finansów publicznych:
  - otwarte fundusze emerytalne nie są zaliczane do sektora finansów publicznych (zgodnie z ustawą o finansach publicznych), powinny natomiast stanowić element sektora *general government* (trwają uzgodnienia w tym zakresie z UE)<sup>6</sup>,
  - Agencja Rynku Rolnego jest podmiotem sektora finansów publicznych, nie wchodzi natomiast w skład sektora *general government*,
  - jednostki badawczo-rozwojowe zaliczane do sektora finansów publicznych nie są podmiotami sektora *general government*,
- b) innego zakresu przedmiotowego długu - dług liczony zgodnie z regulacjami UE, w przeciwieństwie do liczonego zgodnie z polskimi regulacjami, nie obejmuje zobowiązań wymagalnych (zgodnie z zasadami UE stanowią one wydatek na bazie memoriałowej).

W Polsce ograniczenia odnośnie do limitów zadłużenia odnoszą się do państwowego długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tyt. poręczeń i gwarancji. W UE wielkości bazowe nie uwzględniają długu potencjalnego.

Wymienione różnice powodują, że obecnie polski dług publiczny liczony zgodnie z zasadami UE (dług sektora *general government*) jest niższy niż obliczony z zastosowaniem polskich regulacji prawnych.

---

<sup>6</sup> ESA 95, z uwagi na ogólny charakter tego dokumentu, nie uwzględnia specyfiki wprowadzonego w Polsce systemu emerytalnego. Dlatego też, gdyby Eurostat ostatecznie nie przychylił się do polskiego postulatu uznania OFE za część sektora *general government*, SPW stanowiące większą część ich portfeli nie mogłyby w wyniku konsolidacji pomniejszać długu publicznego.

#### **IV.2. Przyczyny wzrostu relacji długu do PKB**

Wysokość relacji dług/PKB (długu w najszerszej kategorii, tj. państwowego długu publicznego powiększonego o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji) jest determinowana przez 3 główne elementy:

- 1) poziom zadłużenia sektora finansów publicznych,
- 2) wysokość przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji (dług potencjalny),
- 3) poziom nominalnego PKB.

Ad 1) Przewidywane w najbliższych latach wysokie tempo wzrostu długu jest zdeterminowane przede wszystkim potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa, zwłaszcza poziomem deficytów budżetowych.

Dodatkowo od 2004 r. po stronie rozchodów budżetu państwa wystąpią głównie dwie nowe pozycje:

- dotacja dla FUS na pokrycie ubytku składki do OFE (w 2004 r. w wysokości 11,4 mld zł, w 2005 i 2006 r. po 11,5 mld zł) oraz
- prefinansowanie<sup>7</sup> (odpowiednio: 4,5 mld zł, 2,2 mld zł i 1,1 mld zł).

Na wzrost długu wpływać również będzie:

- finansowanie programu samolotu wielozadaniowego poprzez zaciąganie zobowiązań,
- poziom deficytu JST,
- przejęcie przez Skarb Państwa i konwersja na SPW zobowiązań ZUS wobec OFE; per saldo skutkiem tej operacji będzie wzrost zadłużenia sektora głównie o wartość konwertowanych odsetek od zobowiązań (obecnie odsetki te nie są zaliczane do długu)
- możliwe utrzymanie dotychczas obserwowanych tendencji w zakresie zadłużenia pozostałych jednostek sektora.

Ad. 2) Czynnikiem wpływającym w sposób znaczący na relację dług/PKB w kolejnych latach będą przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji. Zgodnie ze *Strategią udzielania poręczeń i gwarancji* ich poziom będzie stanowił od 2005 r. do 2% PKB w każdym roku.

Ad. 3) Przewidywane tempo wzrostu PKB w latach 2004-2006 będzie niższe niż wzrost długu, pomimo zakładanej wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego. W rezultacie, przy przyjętych założeniach, będzie następował wzrost relacji długu do PKB.

#### **IV.3. Konsekwencje i zagrożenia wzrostu relacji długu do PKB**

Wysokie tempo wzrostu państwowego długu publicznego może doprowadzić do przekroczenia w horyzoncie objętym strategią kolejnych progów ostrożnościowych. W przypadku niekorzystnego rozwoju sytuacji pułap 55% długu do PKB może zostać przekroczony już w 2004 r.

Konsekwencje takiego scenariusza będą następujące:

1. Przekroczenie w 2003 r. 50% długu do PKB oznacza wszczęcie w 2004 r. procedur ostrożnościowych. Relacja deficytu budżetu państwa do dochodów budżetu państwa w 2005 r. nie może być wyższa niż analogiczna relacja z 2004 r. Powyższy wskaźnik stanowić będzie górny limit relacji deficytu każdej jednostki samorządu terytorialnego do jej dochodów.
2. Przekroczenie w 2004 r. kolejnego progu 55% oznaczałoby uchwalenie przez Radę Ministrów w projekcie ustawy budżetowej na 2006 r. deficytu zapewniającego, że relacja długu Skarbu Państwa powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB, będzie niższa niż w 2004 r. Oznaczałoby to, że przy przyjętych założeniach budżet państwa powinien być w 2006 r.

---

<sup>7</sup> Prefinansowanie zadań realizowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oznacza konieczność sfinansowania niektórych działań środkami krajowymi, które następnie zostaną zwrócone przez stronę unijną. Stanowi ono istotną kwotę zwłaszcza w kontekście wspólnej polityki rolnej, ponieważ dopłaty bezpośrednie do produkcji w roku „n” są finansowane ze środków krajowych, które zostają zwrócone dopiero w pierwszym kwartale roku „n+1”.

przynajmniej zrównoważony. Relacja deficytu każdej jednostki samorządu terytorialnego do jej dochodów zostanie wtedy zmniejszona zgodnie z przepisem ustawy o finansach publicznych. Rząd będzie zobowiązany dodatkowo do przedstawienia Sejmowi programu sanacyjnego, którego celem będzie zmniejszenie poziomu długu.

Do czynników wpływających na wzrost ryzyka związanego z przekroczeniem kolejnych progów ostrożnościowych należy zaliczyć:

1. Dużą wrażliwość relacji długu do PKB:

- na kurs walutowy,
- na zmianę poziomu deficytu i przychodów netto z prywatyzacji,
- na tempo wzrostu PKB.

2. Zrealizowanie niższych od założonych wpływów z prywatyzacji.

3. Uchwalanie ustaw i przeprowadzanie operacji skutkujących przyrostem długu sektora finansów publicznych bez uwzględniania ich ciężaru dla finansów publicznych.

4. Duże ryzyko niekontrolowanego zaciągania zobowiązań przez inne niż Skarb Państwa jednostki sektora.

Należy podkreślić, że możliwość sfinansowania wysokich deficytów oraz zapadającego długu jest w znacznym stopniu uzależniona od stopnia rozwoju rynku finansowego i popytu ze strony inwestorów, w tym inwestorów zagranicznych, dla których istotne jest ryzyko kredytowe kraju (*rating* suwerena). Odpływ inwestorów zagranicznych może spowodować trudności ze sfinansowaniem potrzeb pożyczkowych budżetu, wzrost kosztów obsługi długu w latach przyszłych oraz zaburzenia na rynku walutowym.

## V. ANALIZA RYZYKA ZWIĄZANEGO Z DŁUGIEM PUBLICZNYM

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się w warunkach niepewności dotyczącej kształtowania się wielu czynników, mających wpływ na podejmowane decyzje. Dlatego też z zarządzaniem długiem nieodłącznie związane jest zarządzanie ryzykiem. Zgodnie z celami określonymi w poprzedniej strategii, zarządzanie długiem polega nie tyle na minimalizowaniu ryzyka, lecz na niedopuszczeniu, by ryzyko przekroczyło poziom uznany za akceptowalny przy realizacji celów strategii: utrzymania długu na bezpiecznym poziomie oraz minimalizacji kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu.

Ryzyko dotyczy w szczególności:

- otoczenia makroekonomicznego (np. tempa wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie, poziomu inflacji, zjawisk kryzysowych w gospodarce światowej),
- otoczenia budżetowego (np. wielkości deficytu budżetowego w kolejnych latach, przychodów z prywatyzacji),
- otoczenia rynkowego (np. poziomu krajowych i zagranicznych stóp procentowych w poszczególnych segmentach krzywej rentowności, kursów walutowych, wielkości popytu na skarbowe papiery wartościowe),
- otoczenia instytucjonalnego i prawnego (np. zmian obowiązującego prawa, integracji europejskiej, ram organizacyjnych zarządzania długiem).

Istnienie ryzyka wynika zarówno z wielkości długu publicznego, w tym długu potencjalnego związanego z udzielonymi gwarancjami i poręczeniami, jak i jego struktury. Dotyczy potencjalnych zagrożeń nie zrealizowania założonych celów, tj. utrzymania długu na bezpiecznym poziomie oraz minimalizacji kosztów obsługi długu.

### *V.1. Ryzyko związane z wielkością długu publicznego*

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

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

Duże ryzyko związane z wielkością długu publicznego oznacza zagrożenie realizacji celu utrzymania wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie, ze wszystkimi negatywnymi tego konsekwencjami. Należą do nich:

- możliwość powstania kryzysu zadłużeniowego i, częściowej lub całkowitej, utraty zdolności do terminowej obsługi długu,
- niebezpieczeństwo, że duże potrzeby pożyczkowe państwa wynikające z refinansowania zapadającego długu oraz finansowania wysokiego deficytu budżetowego w kolejnych latach natrafiają na barierę popytu na rynku finansowym, czego konsekwencją będzie niemożność sfinansowania potrzeb pożyczkowych po racjonalnym koszcie,
- negatywne następstwa przekroczenia przez relację długu publicznego do PKB progów ostrożnościowych 50% i 55%, wynikających z ustawy o finansach publicznych, jak również konstytucyjnego limitu 60%, w tym w szczególności:
  - ograniczenie swobody tworzenia budżetu państwa, wynikające z przewidzianych w ustawie procedur sanacyjnych, co skutkować może zmniejszeniem możliwości kreowania wydatków prorozwojowych, w tym przeznaczonych na współfinansowanie pomocy bezzwrotnej z budżetu

UE, jak również koniecznością zwiększenia obciążeń fiskalnych, mających negatywny wpływ na długoterminowe perspektywy wzrostu,

- pokusa nowelizacji prawa mającej na celu ograniczenie dotkliwości restrykcji związanych z postępowaniem ostrożnościowym i sanacyjnym, co prowadzić może do ograniczenia wiarygodności Polski jako dłużnika, w konsekwencji do wyższego kosztu pozyskiwania środków pożyczkowych ze względu na wymaganą premię za ryzyko,
- negatywne następstwa przekroczenia przez Polskę nominalnego kryterium konwergencji, (tzw. kryterium z Maastricht) oznaczające przede wszystkim opóźnienie planowanego przez Polskę wejścia do Unii Monetarnej i Walutowej,
- postrzeganie Polski jako kraju o podwyższonym ryzyku, w tym obniżenie (lub też brak spodziewanego podwyższenia) ratingu długu Polski, znajdujące wyraz w wyższym poziomie stóp procentowych i tym samym kosztów obsługi długu oraz w braku dostępu do szerszej bazy inwestorów,
- wypieranie kapitału prywatnego w dostępie do oszczędności krajowych, wynikające z dużych potrzeb pożyczkowych państwa, w rezultacie niższy od możliwego wzrost gospodarczy, będący rezultatem mniejszej niż potencjalna wysokości inwestycji finansowanych kredytem,
- negatywny wpływ na poziom rynkowych stóp procentowych i skuteczność polityki monetarnej. Duże potrzeby pożyczkowe państwa mogą powodować pozostawanie stóp procentowych na poziomie wyższym od pożądanego.

Stosunek długu publicznego do PKB w Polsce jest niższy w porównaniu z wielkością tej relacji dla UE, wynoszącą 62,3% oraz 69,0% dla strefy euro. Niemniej Polska jest krajem o niższej wiarygodności kredytowej, dlatego poziom długu uznawanego za bezpieczny jest odpowiednio niższy. Poziom długu w stosunku do PKB jest w przypadku Polski wyższy niż w większości państw o zbliżonym ratingu. Istotnym zagrożeniem jest tempo przyrostu długu. W ciągu 2002 r. relacja długu publicznego powiększonego o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji do PKB wzrosła o 5,7 p. proc. (4,4 p. proc. wg metodologii UE).

Pomimo silnego wzrostu długu, ryzyko utraty przez Polskę zdolności terminowej jego obsługi jest niewielkie. Ocena taka wynika z potencjału krajowego rynku finansowego, postrzegania Polski przez inwestorów jako części obszaru gospodarczego charakteryzującego się większą stabilnością gospodarczą i polityczną (efekt wejścia Polski do UE) i konsekwentnie prowadzonej polityki ograniczania ryzyka związanego ze strukturą długu. Niemniej, realne jest zagrożenie wystąpienia pozostałych negatywnych zjawisk, wynikających ze wzrostu wielkości długu publicznego. Obserwowane w ostatnim okresie tempo przyrostu długu publicznego sprawia, że realne staje się zagrożenie niemożności sfinansowania gwałtownie rosnących potrzeb pożyczkowych po racjonalnym koszcie.

Warunkiem realizacji pierwszego celu strategii, tj. utrzymania wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie, jest skuteczne przeprowadzenie reformy finansów publicznych, przede wszystkim strony wydatkowej, w kierunku ograniczania deficytu budżetowego, jak również stworzenie warunków dla stabilnego wzrostu gospodarczego.

## ***V.2. Ryzyko związane z kosztami obsługi długu***

Przy określonej wielkości potrzeb pożyczkowych państwa, wysokość kosztów obsługi długu, jak również ryzyka związanego z ich odchyleniem od oczekiwanej wartości, wynika z przyjętej struktury finansowania (tj. rodzajów zastosowanych instrumentów dłużnych) i dokonywanych operacji na długu. Struktura rodzajowa długu publicznego może mieć również wpływ na wysokość samego długu.

Do rodzajów ryzyka związanych z kosztami długu publicznego, stanowiących ograniczenie dla celu minimalizacji kosztów, zalicza się:

- a) ryzyko refinansowania w walucie krajowej,
- b) ryzyko kursowe,
- c) ryzyko refinansowania w walutach obcych,
- d) ryzyko stopy procentowej,
- e) ryzyko płynności budżetu państwa,
- f) pozostałe rodzaje ryzyka, w szczególności ryzyko kredytowe i operacyjne,
- g) ryzyko wynikające z rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

#### Ad a) Ryzyko refinansowania w walucie krajowej

Ryzyko refinansowania w walucie krajowej pozostawało w ostatnich kilku latach na podobnym, stosunkowo wysokim poziomie. Średnia zapadalność długu rynkowego wynosiła 2,47 roku w końcu 1999 r. i 2,82 roku w połowie 2003 r. Wyraźnie wzrostowa tendencja tego wskaźnika wystąpiła w II połowie 2002 r., do czego w dużej mierze przyczyniły się przetargi zamiany obligacji. Stosunkowo duży jest udział SPW o terminie wykupu do 1 roku. W połowie 2003 r. wyniósł on 34,1%, co w wielkościach absolutnych dawało 81,5 mld zł. Przy rosnącej wielkości długu krajowego utrzymywanie się tego wskaźnika na podobnym poziomie oznacza istotny wzrost ryzyka refinansowania.

Ograniczanie ryzyka refinansowania polega na zmianie struktury długu na korzyść instrumentów o dłuższych terminach zapadalności, przy jednoczesnym zmniejszeniu roli instrumentów krótkoterminowych. Ceną jest z reguły akceptowanie wyższych kosztów obsługi długu, wynikających z premii za ryzyko związane z dłuższym horyzontem inwestycji. Należy pamiętać, że rozwój rynku skarbowych papierów wartościowych jest procesem długotrwałym. W Polsce trwa on nieprzerwanie od początku lat 90-tych ubiegłego stulecia. Wraz ze wzrostem zaufania do emitenta oraz popytu inwestorów rynek SPW poszerza się o kolejne segmenty. Każdy nowy segment rynku był początkowo płytki i mało chłonny, z czasem zyskując na znaczeniu. Proces ten sprzyja obniżaniu się rentowności obligacji długoterminowych, jak również zmniejszaniu zmienności ich cen, stwarzając warunki do ograniczania ryzyka refinansowania.

W ostatnich latach wzrastające potrzeby pożyczkowe państwa przekraczały znacząco chłonność średnio- i długoterminowych segmentów rynku. W rezultacie, mimo znacznego wzrostu wielkości zadłużenia w obligacjach o dłuższych terminach wykupu, ich udział w długu rósł nieznacznie, gdyż nadal znacząca część finansowania opierać się musiała na bonach skarbowych i obligacjach o krótszych terminach wykupu.

Należy zakładać, że dalszy rozwój rynku służyć będzie ograniczeniu ryzyka refinansowania w przyszłości, przy założeniu, że zatrzymaniu ulegnie znaczne tempo przyrostu długu. Pogłębieniu rynku sprzyjać będzie poszerzenie bazy inwestorów związane z integracją europejską. Wówczas poziom ryzyka refinansowania będzie rezultatem decyzji co do wysokości kosztów, jakie warto ponieść w celu zmniejszenia ryzyka refinansowania poprzez emisje długoterminowe. O ile nie zostanie powstrzymany szybki wzrost wielkości długu publicznego, w perspektywie średniookresowej krajowy rynek finansowy może nie być w stanie zapewnić bezpiecznego refinansowania zapadającego długu, tym bardziej, że zagrożenie spełnienia kryteriów fiskalnych z Maastricht spowoduje opóźnienie terminu wejścia Polski do unii walutowej i uzyskania szerszego dostępu do rynku europejskiego.

#### Ad b) Ryzyko kursowe

Ryzyko kursowe związane jest z istnieniem w ramach długu Skarbu Państwa instrumentów nominowanych i rozliczanych lub indeksowanych do walut obcych. W obecnej strukturze długu większość, a od końca kwietnia 2004 roku całość zadłużenia w walutach obcych wchodzi w skład zadłużenia zagranicznego.

Aktualny poziom ryzyka kursowego długu Skarbu Państwa jest bezpośrednio związany z obowiązującym reżimem kursowym. Począwszy od kwietnia 2000 r. w Polsce stosowany jest kurs płynny, co w praktyce oznacza, że może występować bardzo duży zakres wahań kursów poszczególnych walut do złotego. Analiza ryzyka kursowego w przypadku strategii przekraczającej jeden rok powinna uwzględniać nie tylko możliwość krótkoterminowych wahań kursów walut, lecz również długoterminowe trendy w kształtowaniu kursu polskiej waluty, które przewidują stopniową realną aprecjację złotego do walut obcych.

Należy stwierdzić, że w najbliższej przyszłości nie jest celowe całkowite wyeliminowanie ryzyka kursowego, gdyż miałyby to również skutki negatywne, takie jak relatywny wzrost kosztów obsługi długu czy innych rodzajów ryzyka.

Ryzyko kursowe w odniesieniu do długu zagranicznego analizować można w dwóch zasadniczych ujęciach:

- 1) poziomu długu Skarbu Państwa,
- 2) kosztów obsługi długu Skarbu Państwa.

*Ryzyko kursowe w kontekście poziomu długu zagranicznego*

Dla określenia ryzyka kursowego w tym przypadku istotne jest stwierdzenie, jaka jest wrażliwość poziomu długu zagranicznego na zmiany kursów walut obcych, w których jest on nominowany. Na ogólny poziom tego ryzyka można wpływać zarówno poprzez kontrolowanie poziomu zadłużenia zagranicznego w ujęciu nominalnym, jak i poprzez odpowiednie kształtowanie struktury tego długu.

Dotychczas przyjmowana była jedna uproszczona miara – udział długu zagranicznego w długi ogółem. Wstąpienie Polski do UE w 2004 r., będzie skutkowało przystąpieniem do mechanizmu kursowego ERM2. W efekcie wymusi to stabilizację kursu złotego wobec euro, w ramach przyjętego pasma wahań. Tak więc jako dodatkową miarę ryzyka kursowego, wprowadza się udział długu nominowanego w euro w całości długu SP.

Udział długu zagranicznego w całości długu spadł z 59,1% w końcu 1999 r. do 34,0% w połowie 2003 r. Udział zobowiązań nominowanych w euro w długi zagranicznym wzrósł z 33,7% pod koniec roku 1999 do 55,5% w połowie 2003 r.

#### *Ryzyko kursowe w kontekście kosztów obsługi długu zagranicznego*

To ujęcie pokazuje jak duża jest wrażliwość kosztów obsługi długu zagranicznego na zmiany kursu walutowego. Istotna jest tu zarówno kwota wypłat w ujęciu nominalnym, jak i ich struktura walutowa. Nominalny poziom płatności z tytułu obsługi długu zagranicznego jest niewielki, w porównaniu z poziomem tego długu (około 3%) jak również w całości wydatków budżetowych (ok. 2,4%, z wyłączeniem wypłat z tytułu gwarancji).

#### Ad c) Ryzyko refinansowania w walutach obcych

Za miary tego ryzyka można przyjąć: średni termin zapadalności długu zagranicznego oraz roczną wielkość kwot długu przypadającą do spłaty. W przypadku średniego terminu zapadalności długu zagranicznego stwierdzić można, że pozostaje on na poziomie zbliżonym do standardów europejskich, osiągając w połowie 2003 r. ok. 6,0 lat, przy czym średnia zapadalność długu rynkowego jest zdecydowanie wyższa i wynosi ok. 10,4 lat. Średni poziom spłat w danym roku budżetowym w horyzoncie objętym strategią jest korzystny, gdyż utrzymuje się na poziomie poniżej 3,8 mld euro.

#### Ad d) Ryzyko stopy procentowej

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

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

Ryzyko stopy procentowej uległo w ostatnich latach wyraźnemu ograniczeniu. *Duration* krajowego długu rynkowego wynosiła 1,55 roku pod koniec 1999 r. i 2,32 roku w połowie 2003 r. Poziom ryzyka jest nadal uważany za zbyt wysoki, a wrażliwość kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych jako zbyt duża. Rozwój rynku krajowego SPW oraz zwiększająca się wiarygodność Polski związana z planowanym wejściem do UE, a następnie do unii monetarnej powodują pogłębianie się segmentów rynku o dłuższych terminach wykupu. Z tego względu chłonność rynku stanowić będzie coraz mniejszą barierę na drodze ograniczania ryzyka refinansowania i ryzyka stopy procentowej poprzez emisję obligacji długoterminowych o stałym oprocentowaniu. Wymaga to określenia docelowej wielkości akceptowanego ryzyka stopy procentowej, wynikającej z preferencji względem wysokości kosztów obsługi długu i związanego z nimi ryzyka. Z dłuższym terminem pozyskiwania środków wiąże się zawsze, niezależnie od kształtu krzywej rentowności, większy oczekiwany koszt, związany z premią za ryzyko, jakiej oczekują inwestorzy, pożyczając na dłuższe terminy. W państwach UE wskaźnik *duration* przyjmuje wyższe niż w Polsce wartości, od ok. 2,7 roku w Szwecji, poprzez ok. 3 lata w Portugalii i Finlandii do ok. 7,2 roku w Wielkiej Brytanii.

Ryzyko stopy procentowej w obszarze długu zagranicznego obrazuje udział w całości portfela zadłużenia zagranicznego zobowiązań o stopie zmiennej oraz zobowiązań zapadających w najbliższym roku, które będą refinansowane po aktualnych stopach procentowych. Udział tych zobowiązań wyniósł w połowie 2003 r. 43,1% (w tym na stopie zmiennej 40,2%). Ryzyko stopy procentowej ograniczają jednak

dwa czynniki. Pierwszym jest średni termin zapadalności długu zagranicznego - a więc termin, w którym zostanie ustalone oprocentowanie dla nowo zaciąganych zobowiązań, refinansujących zapadający dług. Dzięki temu dług zagraniczny jest w dużym stopniu uodporniony na ryzyko stopy procentowej. Drugim czynnikiem stabilizującym są zredukowane stopy w ramach Klubu Paryskiego.

Ryzyko stopy procentowej jest stopniowo ograniczane przez zaciąganie nowych zobowiązań głównie według stopy stałej. Występują też przypadki stosowania innych rozwiązań, jak zawieranie umów ograniczających wzrost stóp w przyszłości lub z góry je ustalających.

#### Ad e) Ryzyko płynności budżetu państwa

Głównym instrumentem zarządzania płynnością budżetu państwa jest utrzymywanie na rachunku budżetu państwa płynnych aktywów finansowych oraz lokowanie nadwyżek na krótkoterminowych lokatach w NBP. Poziom tych lokat gwarantuje bezpieczeństwo finansowania potrzeb pożyczkowych państwa i uniezależnia od przejściowych zjawisk kryzysowych, uniemożliwiających lub czyniących nieefektywnym pozyskiwanie środków pożyczkowych z rynku finansowego.

Na zarządzanie ryzykiem płynności składają się dwa rodzaje działań:

- Dążenie do utrzymywania bezpiecznej rezerwy na możliwie najniższym poziomie - służy temu doskonalenie procesu planowania i monitorowania płynności budżetu państwa, budowa odpowiedniej infrastruktury oraz rozwiązań organizacyjnych, w tym planowane wprowadzenie jednolitego rachunku budżetu państwa i możliwości monitorowania rachunków poszczególnych dysponentów w trybie *on line*. Ograniczy to koszty wynikające z konieczności utrzymywania wyższej ilości rezerw płynnych oraz potencjalnego ryzyka braku płynności w sytuacjach nieprzewidzianych.
- Zarządzanie płynnymi aktywami, które powinno generować dochody budżetowe rekompensujące w jak największym stopniu koszty związane z utrzymywaniem określonego, bezpiecznego poziomu płynności – wskazane jest rozszerzenie zakresu stosowanych instrumentów o lokaty w bankach komercyjnych oraz możliwości stosowania innych operacji na rynku pieniężnym. Oprocentowanie lokat w NBP, będące dochodem budżetu państwa, zmniejsza jednocześnie zysk NBP i wysokość wpłaty z zysku do budżetu państwa.

#### Ad f) Pozostałe rodzaje ryzyka

Do pozostałych rodzajów ryzyka należą wszystkie nie wymienione wcześniej źródła niepewności związane z zarządzaniem długiem publicznym, których bezpieczny poziom stanowi ograniczenie dla celu minimalizacji oczekiwanych kosztów obsługi długu. Najważniejsze rodzaje ryzyka z tej kategorii to ryzyko kredytowe oraz ryzyko operacyjne.

Wobec planowanego w przyszłości zawierania transakcji na instrumentach pochodnych, ograniczeniu ryzyka kredytowego sprzyjać będzie zdefiniowanie listy podmiotów, jakie mogą być partnerami transakcji, oraz limitów kwot zaangażowania, uzależnionych od wielkości ryzyka związanego z danym rodzajem transakcji. Niezbędne jest również zapewnienie zaplecza organizacyjnego i technicznego, sprzyjającego monitorowaniu wartości rynkowej transakcji i szybkiemu reagowaniu na zmieniające się warunki rynkowe.

Coraz większa złożoność i wyrafinowanie instrumentów zarządzania długiem publicznym, jak również postępująca integracja europejska wymagać będzie również dostosowania struktury instytucjonalnej i organizacyjnej zarządzania długiem, mającego na celu ograniczenie ryzyka operacyjnego i dostosowanie struktur organizacyjnych do wymogów współczesności. Towarzyszyć temu powinien stały rozwój metodologii wspomagania zarządzania długiem. Dającą się zauważyć tendencją w państwach rozwiniętych jest stosowanie w ocenie wielkości i struktury długu tzw. portfela odniesienia (benchmarkowego).

#### Ad g) Rozkład kosztów obsługi długu w czasie

Koszty obsługi długu powinny być równomiernie rozłożone w czasie, aby ich zmienna wysokość nie wpływała destabilizująco na konstruowanie budżetu państwa. Przy kasowym systemie księgowości budżetu pozytywny wpływ na stabilizację kosztów w czasie ma unikanie emisji papierów wartościowych z dużym dyskontem, które stają się kosztem w momencie wykupu papieru. W najbliższych latach część zwiększonych kosztów obsługi długu wynikać będzie z wysokiego dyskonta zapadających obligacji 5-letnich, emitowanych na przełomie wieku. Możliwe i wskazane jest aktywne zarządzanie rozkładem kosztów obsługi długu w czasie. Instrumentami zwiększającymi elastyczność kształtowania rozkładu

kosztów są przetargi zamiany i odkupu obligacji, stosowane od 2001 r. W przyszłości celowi temu służyć może również stosowanie instrumentów pochodnych, w tym swapów procentowych.

### ***V.3. Ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami i niektórymi innymi operacjami sektora***

Z udzielaniem przez podmioty sektora finansów publicznych, w tym przede wszystkim przez Skarb Państwa, poręczeń i gwarancji wiąże się ryzyko dwojakiego rodzaju. Wielkość przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń, na skutek wzrostu łącznej kwoty gwarancji i poręczeń lub prawdopodobieństwa ich wykonania, powiększa wartość długu publicznego. Może się zatem przyczyniać do zagrożenia realizacji pierwszego celu strategii. Wypłacone gwarancje i poręczenia stanowią natomiast w całości koszt obsługi długu.

Dotychczasowa działalność Skarbu Państwa w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza zagrożeń dla finansów publicznych. Niemniej, w ostatnim okresie ryzyko związane z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami Skarbu Państwa wzrosło. Wynikało to w głównej mierze z szerokiego stosowania tych instrumentów wsparcia, w szczególności wobec sektorów gospodarki, które wymagają restrukturyzacji, a które jednocześnie cechuje wysokie ryzyko związane z ich finansowaniem. W konsekwencji zwiększyła się kwota przewidywanych wypłat z tego tytułu oraz ich relacji do PKB (z 1,29% w 2001 r. do 1,57% w 2002 r.).

W celu ograniczenia ryzyka związanego z udzielaniem gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa, przy jednoczesnym zachowaniu korzyści z ich stosowania jako instrumentu polityki gospodarczej, należy:

- skoncentrować udzielanie poręczeń i gwarancji na wspieranie inwestycji prorozwojowych, z zakresu infrastruktury oraz realizacji projektów mających na celu ochronę środowiska, przede wszystkim realizowanych w oparciu o fundusze z UE (kredyty i obligacje poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa powinny umożliwić pozyskanie funduszy UE stanowiących wielokrotność ich wartości),
- określić limit relacji przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa do PKB,
- ograniczyć rolę szczególnie ryzykownych dla Skarbu Państwa poręczeń i gwarancji udzielanych na podstawie ustaw specjalnych, "sektorowych",
- odejść od praktyki udzielania poręczeń i gwarancji Skarbu Państwa dla wspierania tradycyjnych sektorów gospodarki.

Dodatkowym źródłem ryzyka mogą być rozważane tzw. transakcje pozabilansowe, zwłaszcza sekurytyzacja. Plasowane na rynku zobowiązania wywodzące się z sektora publicznego stanowiąc będą konkurencję dla zobowiązań finansujących potrzeby pożyczkowe budżetu, stwarzając presję na wzrost kosztów obsługi długu i absorbując część popytu inwestorów. Należy bowiem pamiętać, że wielkość długu, jaką rynek jest w stanie zaabsorbować bez zaburzeń jest ograniczona. Omawiane zobowiązania, nawet jeżeli w świetle istniejących regulacji nie byłyby zaliczane do długu publicznego, stanowiłyby w sensie ekonomicznym obciążenie równoważne. Istnieje bowiem ryzyko, że nawet jeżeli nie wynikałoby to ze zobowiązań umownych (typu gwarancyjnego), Skarb Państwa zmuszony będzie do pokrycia zobowiązań wynikających z długu powstałego w wyniku omawianych operacji.

## VI. WPŁYW WEJŚCIA POLSKI DO UE NA ZARZĄDZANIE DŁUGIEM PUBLICZNYM

Integracja z UE stanowić będzie istotne wydarzenie dla zarządzającego długiem publicznym i będzie miała znaczący wpływ na:

1. Warunki emisji długu na rynku krajowym i międzynarodowym rynku kapitałowym, w tym na:
  - postrzeganie Polski na międzynarodowych rynkach finansowych,
  - rozwój krajowego rynku skarbowych papierów wartościowych.
2. Tendencje w zakresie kształtowania się potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i jednostek samorządu terytorialnego, co jest związane z przepływami finansowymi wynikającymi z członkostwa w UE.

### ***VI.1. Warunki emisji długu na rynku krajowym i międzynarodowym rynku kapitałowym***

Dla rynku SPW oraz warunków zewnętrznych, w jakich odbywa się zarządzanie długiem publicznym, członkostwo Polski w UE będzie miało duże znaczenie. Z jednej strony integracja polskiego rynku finansowego z rynkiem UE stanowi szansę na pozyskanie dostępu do nowych grup inwestorów, z drugiej strony natomiast Polska, jako emitent, będzie musiała sprostać wymaganiom konkurencji innych emitentów. Doświadczenia państw, które w momencie wejścia do UE były na podobnym etapie rozwoju gospodarczego wskazują, że tylko kraje dysponujące dobrze zorganizowanymi, płynnymi i przejrzystymi rynkami SPW mogą skutecznie konkurować z innymi emitentami.

Przewiduje się, że oddziaływanie integracji z UE będzie szczególnie istotne w obszarach:

#### Postrzeganie Polski na międzynarodowych rynkach finansowych.

- Przystąpienie do UE oznaczać będzie lepszy odbiór Polski na międzynarodowych rynkach finansowych. Wpłynie to zarówno na zmniejszenie kosztów pozyskiwania przez Skarb Państwa środków w walutach obcych, jak i finansowania potrzeb pożyczkowych na rynku krajowym (dalsza konwergencja stóp procentowych SPW na rynku krajowym do poziomu rentowności na rynkach UE).
- Lepsze postrzeganie Polski na międzynarodowych rynkach finansowych poważnie wpłynie na ograniczenie ryzyka refinansowania w złotych i walutach obcych. Jest to szczególnie istotne przy realizacji programu refinansowania spłat zadłużenia zagranicznego przypadających na lata 2004-09. Pozycja Polski jako emitenta z obszaru UE spowoduje zdobycie dostępu do nowych grup inwestorów instytucjonalnych preferujących inwestycje w papiery emitentów o stabilnych perspektywach rozwoju.
- Łatwiejszy dostęp do międzynarodowych rynków finansowych (zwłaszcza rynku euro) zyskają także inne podmioty krajowe.

#### Zwiększenia głębokości i płynności krajowego rynku SPW oraz dostosowania infrastruktury rynku SPW do standardów obowiązujących w UE.

- Integracja z UE wymagać będzie zmian organizacyjno-prawnych, związanych z wprowadzaniem zasady równości dostępu rezydentów i nierezydentów do rynku finansowego w Polsce. Zniesienie ograniczeń spowoduje poszerzenie bazy inwestorów detalicznych i hurtowych na rynku pierwotnym i wtórnym.
- Integracja z europejskim rynkiem papierów rządowych wpłynie na zmiany w strukturze podmiotowej systemu DSPW. Wzrost aktywności banków o charakterze międzynarodowym przełoży się na ich uczestnictwo w rynku pierwotnym SPW.
- Większe zainteresowanie polskim rynkiem SPW ze strony inwestorów zagranicznych, wpłynie na wzrost płynności i głębokości rynku wtórnego SPW.
- Konsekwencją procesu integracyjnego i zniesienia ograniczeń może być dalszy wzrost udziału nierezydentów w strukturze podmiotowej długu.

Program działań dostosowujących krajowy rynek SPW do standardów obowiązujących w krajach UE powinien objąć następujące elementy:

- a) rozwijanie płynnego, przejrzystego i efektywnego rynku wtórnego SPW, w tym:

- politykę emitowania dużych, płynnych serii,
  - dostosowanie do rosnącej złożoności zarządzania długiem oraz potrzeb inwestorów zestaw instrumentów,
  - integrację systemu DSPW i infrastruktury techniczno – rozliczeniowej z rynkami UE,
- b) prace metodologiczne nad zintegrowanym systemem zarządzania długiem.

Działania te zostały szerzej omówione w rozdziale VII, dotyczącym zadań strategii w horyzoncie trzyletnim.

## ***VI. 2. Przepływy finansowe związane z członkostwem w UE***

Członkostwo Polski w UE wiązać się będzie z przepływami środków pieniężnych o dużej wartości, zarówno otrzymywanych, jak i płaconych przez Polskę. W okresie objętym prezentowaną strategią Polska należeć będzie do grupy państw będących beneficjentami netto. Oznaczać to będzie dodatnie saldo przepływów pod warunkiem wykorzystania instrumentów oferowanych przez UE w ramach pomocy akcesyjnej.

Przepływy związane z integracją z UE w horyzoncie określonym przez Strategię dotyczyć będą:

### Płatności z budżetu państwa do UE:

- Wpłaty z tytułu uczestnictwa w systemie środków własnych UE. Wpłaty te dokonywane będą w złotych, co w istotny sposób eliminuje konieczność pozyskiwania na rynku środków w euro.
- Płatności składek członkowskich z tytułu uczestnictwa w instytucjach unijnych.

### Środków pomocowych z UE:

- Płatności z UE w ramach Wspólnej Polityki Rolnej – WPR. Obejmują one: dopłaty bezpośrednie, interwencje na rynku rolnym, programy rozwoju obszarów wiejskich.
- Wypłaty z tytułu tzw. instrumentu poprawy płynności. Instrument ten służy zmniejszeniu negatywnych dla budżetu państwa skutków związanych z niedopasowaniem terminów wpłat do budżetu UE i napływu z UE środków pomocowych.
- Płatności z tytułu tzw. instrumentu finansowego Schengen (wsparcie dostosowania granicy zewnętrznej).
- Płatności z Funduszu Spójności i funduszy strukturalnych UE na realizację określonych programów. Przepływy z tytułu tych funduszy, podobnie jak przy funduszach przedakcesyjnych, gromadzone będą na wydzielonych rachunkach z przeznaczeniem na realizację określonych programów.
- Płatności z tytułu dotychczas realizowanych programów przedakcesyjnych w ramach funduszy pomocowych PHARE, ISPA, SAPARD (ze względu na przesunięcia czasowe związane z procedurami otwierania i realizacji tych programów, programy rozpoczęte przed wejściem do UE będą realizowane w pierwszych latach członkostwa).

Prognozowane przepływy z powyższych tytułów oraz pozycję Polski netto przedstawia tabela 5.

Tabela 5.

kwoty w cenach bieżących (mld zł)

<b>Prognozowane transfery Polska-UE</b>				
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2004-2006</b>
Płatności z budżetu UE				
1. Rolnictwo	0,55	7,18	9,34	17,07
2. Fundusze Strukturalne i Fundusz Spójności	4,21	8,44	10,18	22,82
3. Instrument finansowy Schengen	0,44	0,44	0,45	1,33
3. Rekompensaty (Instrument poprawy płynności)	2,11	2,61	2,17	6,89
4. Fundusze przedakcesyjne	6,34	4,12	3,24	13,69
Przewidywane płatności z budżetu UE razem	13,64	22,79	25,37	61,81
Płatności Polski do UE związane z integracją				
Wpłaty z tytułu środków własnych i składki członkowskie do instytucji UE	6,29	12,06	12,81	31,16
<b>Pozycja netto</b>	<b>7,36</b>	<b>10,73</b>	<b>12,57</b>	<b>30,66</b>

Transfery środków wynikające z procesu integracji będą miały duży wpływ na zarządzanie długiem, ze względu na ich skalę. Wpływ ten dotyczyć będzie obszarów związanych z:

- a) potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa i jednostek samorządu terytorialnego,
- b) utrzymaniem bieżącej płynności budżetu państwa,
- c) zarządzaniem płynnością walutową budżetu państwa.

## VII. CELE STRATEGII ZARZĄDZANIA DŁUGIEM W LATACH 2004-06

Cele strategii są następujące:

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

### Ad. 1) Utrzymanie wielkości długu publicznego na bezpiecznym poziomie

Pojęcie *zarządzania długiem* w kontekście tego celu nabiera charakteru szerokiego, tzn. oznaczającego zarządzanie długiem jako jeden z elementów polityki gospodarczej i finansowej rządu. W poprzedniej Strategii za bezpieczny poziom uznano taką wartość długu, która nie powoduje istotnego, negatywnego oddziaływania na sytuację makroekonomiczną kraju, trudności w konstruowaniu budżetu państwa oraz przekroczenia wynikających z ustawy o finansach publicznych limitów nałożonych na poziom długu. Przyrost długu w 2003 r. związany przede wszystkim z wysokim deficytem budżetu państwa przy niskich wpływach z prywatyzacji spowoduje na koniec 2003 r. przekroczenie przez państwowy dług publiczny pierwszego proggu ostrożnościowego z ustawy o finansach publicznych. Jednocześnie nie udało się utrzymać na lata następne poziomu deficytów zgodnych z prognozami przedstawionymi rok wcześniej oraz pojawiły się nowe kategorie rozchodów. W wyniku tego w 2004 r. ustawowa relacja długu do PKB zbliży się do poziomu 55%, a w latach 2005-06 do 60%.

W tej sytuacji dużego znaczenia nabiera polityka społeczno-gospodarcza rządu nakierowana na wzrost PKB oraz reformę finansów publicznych i racjonalizację wydatków, w tym ograniczenia wydatków na cele inne niż programy prorozwojowe. Działania zmierzające do realizacji celu dotyczącego utrzymania długu na bezpiecznym poziomie dotyczyć będą:

- ograniczania poziomu deficytów budżetu państwa w kolejnych latach głównie poprzez:
  - stabilny wzrost dochodów wynikający z przyspieszenia tempa wzrostu PKB,
  - kształtowanie wydatków na poziomie uzależnionym od sytuacji finansowej państwa, tak aby dynamika ich wzrostu była niższa niż tempo wzrostu PKB;
- reformy finansów publicznych poprzez wdrożenie kompleksowego programu zmian w alokacji środków budżetowych. Powinno to pozwolić na możliwie największą absorpcję funduszy z UE przeznaczonych na realizację programów prorozwojowych;
- ograniczania udzielania nowych poręczeń i gwarancji tylko do wspierania inwestycji infrastrukturalnych, w tym współfinansowanych przez UE (oznacza to w znacznym stopniu konieczność ograniczenia działań wspierających restrukturyzację tradycyjnych sektorów gospodarki). „Średniookresowa strategia udzielania gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa do 2010 r.” przyjęta przez Radę Ministrów zakłada, że relacja przewidywanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa do PKB nie powinna być wyższa niż 2,0%. Strategia przewiduje też zaostrenie kryteriów oceny wniosków o udzielenie poręczeń i gwarancji pod kątem ograniczenia ryzyka finansowego obciążającego budżet oraz ograniczenie możliwości udzielania poręczeń i gwarancji na podstawie ustaw specjalnych.
- zahamowania procesu narastania zadłużenia w sektorze finansów publicznych poza Skarbem Państwa i JST.

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

- minimalizowanie kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu (obecnie 10 lat) – poprzez optymalny dobór instrumentów zarządzania długiem, ich struktury i terminów emisji,
- minimalizowanie kosztów obsługi jako stałe działania polegające na podnoszeniu efektywności rynku SPW, w tym dostosowania go do standardów emitentów rządowych UE.

Minimalizacja kosztów obsługi długu odbywać się będzie przy założeniu sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa obejmujących także fundusze na finansowanie wpłat do budżetu UE, współfinansowanie i prefinansowanie programów pomocowych. Realizacja tego celu odbywać się będzie przy uwzględnieniu ograniczeń związanych ze strukturą długu. W związku z tym założono z tytułu:

a) *ryzyka refinansowania w walucie krajowej:*

- wzrost średniej zapadalności długu - w tempie uzależnionym od sytuacji rynkowej,
- dążenie do równomiernego rozłożenia płatności z tytułu obsługiwanego i wykupywanego długu w kolejnych latach,
- zmniejszenie udziału bonów skarbowych w długu krajowym,

b) *ryzyka kursowego:*

- utrzymanie zasady pozyskania środków z emisji długu na rynku zagranicznym przede wszystkim na finansowanie spłaty zapadającego zadłużenia zagranicznego,
- wykorzystywanie środków pochodzących z kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych (MIF) jako jednego ze źródeł finansowania deficytu budżetowego, w zakresie projektów inwestycyjnych i restrukturyzacyjnych oraz do współfinansowania i prefinansowania środków z Unii Europejskiej,
- wykorzystywanie innych źródeł pozarynkowych do finansowania wybranych, ważnych z punktu widzenia państwa, projektów,

c) *ryzyka refinansowania w walutach obcych:*

- uwzględnianie aktualnych terminów zapadalności długu zagranicznego przy zaciąganiu nowego długu w walutach innych niż euro,

d) *ryzyka stopy procentowej:*

- wzrost *duration* długu krajowego, w tempie uzależnionym od sytuacji rynkowej, w tym popytu na średnio i długoterminowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu oraz dalszej konwergencji stóp procentowych,
- dalsze ograniczanie ryzyka stopy procentowej dla długu zagranicznego poprzez zaciąganie większości nowych zobowiązań na stopę stałą.

e) *ryzyka płynności budżetu państwa:*

- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami,
- dalsze rozwijanie systemu zarządzania płynnością walutową budżetu państwa w celu zapewnienia realizacji płatności w walutach obcych, w tym na obsługę długu zagranicznego,

f) *pozostałych rodzajów ryzyka:* zawieranie transakcji z podmiotami krajowymi i zagranicznymi o największej wiarygodności kredytowej i ograniczenie ryzyka operacyjnego związanego z infrastrukturą techniczną i strukturą zarządzania długiem,

g) *rozkładu kosztów obsługi długu w czasie:* ograniczanie zmienności kształtowania się relacji kosztów obsługi długu do PKB, w tym:

- spadek relacji kosztów obsługi długu krajowego do PKB w kolejnych latach jako wypadkowa spadku stóp procentowych na rynku krajowym i przyspieszenia wzrostu PKB (elementy wpływające na spadek relacji koszty/PKB) oraz wzrostu zadłużenia (element oddziałujący na wzrost). Na równomierne kształtowanie kosztów obsługi długu pozytywnie oddziaływać będą operacje na długu krajowym oraz sprzedaż obligacji średnio i długoterminowych o kosztach obsługi rozłożonych równomiernie w czasie,
- w przypadku długu zagranicznego kontynuowana będzie praktyka unikania zaciągania długu z istotnym dyskontem, rodząca - przy kasowym ujęciu budżetu - punktowe, silne wzrosty kosztów

w terminie wykupu zobowiązania. Istniejąca struktura długu charakteryzuje się z góry zadany rozkładem kosztów w czasie, a ich wysokość zależy będzie od zmian stóp procentowych i struktury nowo zaciąganych zobowiązań. Należy jednak liczyć się ze wzrostem tych kosztów w miarę refinansowania zapadających zobowiązań o stopie zredukowanej nowymi zobowiązaniami, oprocentowanymi na rynkowym poziomie i wzrostem wypłat z tytułu gwarancji

## VIII. ZADANIA STRATEGII W HORYZONCIE TRZYLETNIM

Za najważniejsze zadania strategii wynikające z realizacji przyjętych celów należy uznać:

1. Dostosowanie krajowego rynku papierów skarbowych do standardów UE (poprzez zwiększenie płynności, efektywności i przejrzystości).
2. Doskonalenie systemu dealerów skarbowych papierów wartościowych.
3. Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa.
4. Kontynuowanie zamiany krajowego długu nierynkowego na instrumenty rynkowe.
5. Rozwój systemu sprzedaży instrumentów detalicznych.
6. Finansowanie spłat zadłużenia zagranicznego z uwzględnieniem celu minimalizacji kosztu i ograniczenia ryzyka.
7. Przedterminowa spłata wybranych składników długu zagranicznego.
8. Koordynacja zarządzania długiem zagranicznym z innymi przepływami walutowymi.
9. Obniżenie poziomu emisji długu na rynku krajowym poprzez wykorzystanie środków z Międzynarodowych Instytucji Finansowych (MIF) na finansowanie wybranych pozycji budżetu.

### 1. Dostosowanie krajowego rynku papierów skarbowych do standardów UE (poprzez zwiększenie płynności, efektywności i przejrzystości)

Sprzężenia zwrotne zachodzące pomiędzy rynkiem pierwotnym papierów skarbowych a wtórnym nakazują dbałość o efektywność obu rynków. Rynki są efektywne, jeżeli są płynne i przejrzyste. Płynność rynku wtórnego w istotny sposób oddziałuje na poziom cen na rynku pierwotnym, a z kolei struktura i podaż oferowanych na rynku pierwotnym papierów wpływa na płynność rynku wtórnego. Stopień płynności rynku papierów skarbowych bezpośrednio rzutuje na koszty obsługi długu oraz, ze względu na preferencje inwestorów, na możliwość sfinansowania potrzeb pożyczkowych. Zamierzenia mające poprawić efektywność rynku SPW są zadaniem permanentnym dla każdego zarządzającego długiem. Konieczność podejmowania działań zwiększających atrakcyjność rynku SPW nabiera szczególnego znaczenia w sytuacji integracji rynku finansowego Polski z rynkami państw UE. Będą one realizowane w obszarach:

- Kontynuacji polityki emisyjnej SPW polegającej na ograniczaniu liczby emisji obligacji, przy jednoczesnym zwiększeniu ich wartości do poziomu stanowiącego równowagę co najmniej 5 mld EUR. Sprzyjają temu zmiany w kalendarzu emisji SPW, przetargi zamiany oraz przetargi uzupełniające.
- Dalszego rozwoju Elektronicznego Rynku SPW. Ministerstwo Finansów nadzoruje funkcjonowanie tego rynku, którego zorganizowanie i administrowanie zleciło spółce CeTO S.A. W zakresie rozwoju elektronicznego obrotu SPW planuje się podejmowanie działań nakierowanych na pełną integrację platformy elektronicznej z jej europejskimi odpowiednikami.
- Poprawy infrastruktury rynku SPW poprzez usuwanie barier natury technicznej i prawnej oraz w infrastrukturze rozliczeniowej. W dziedzinie organizacji rynku pierwotnego planowane jest wdrożenie systemu elektronicznego przesyłu i przetwarzania ofert przesyłanych na przetargi bonów i obligacji skarbowych. Pozwoli to na skrócenie czasu trwania aukcji, a przez to ograniczenie ryzyka zmiany warunków rynkowych. W dziedzinie systemu rozliczeniowego obligacji zostało wdrożonych przez KDPW wiele usprawnień i nowych rozwiązań w latach 2001-2002. Dotyczy to rozliczeń w systemie wielosesyjnym, procedur ewidencyjno-rozliczeniowych dla transakcji repo i buy-sell back, czy też rozliczeń brutto w czasie rzeczywistym (RTGS). Z punktu widzenia emitenta SPW oraz rynku nadal niedostateczna jest skuteczność wprowadzonych rozwiązań, szczególnie w dziedzinie rynku pożyczek czy systemu RTGS. Potrzebna jest też polityka dalszego obniżania opłat pobieranych przez KDPW, która będzie sprzyjać rozwojowi poszczególnych segmentów rynku. Istotnym elementem, wynikającym z doświadczeń krajów, które przeprowadziły pełną integrację z rynkiem finansowym strefy euro jest stworzenie warunków do współpracy w zakresie rozrachunku papierów wartościowych z europejskimi systemami rozliczeń (jak Euroclear i Clearstream), co umożliwi dużym inwestorom zagranicznym rozliczanie transakcji w środowisku przez nich wykorzystywanym.

### 2. Doskonalenie systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych

W dniu 1 stycznia 2003 roku rozpoczął funkcjonowanie system Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych. Dostęp do rynku pierwotnego został ograniczony do 12 banków, które uzyskały status

DSPW oraz banków państwowych. Jednocześnie z dniem 1 stycznia 2003 roku rozpoczął się konkurs prowadzący do wyłonienia DSPW na rok 2004.

Kolejnym etapem rozwoju systemu DSPW będzie włączenie do konkursu banków zagranicznych. Termin otwarcia systemu dla banków zagranicznych powinien być uwarunkowany efektywną współpracą instytucji nadzorujących system bankowy w Polsce podobnymi instytucjami w innych krajach.

System DSPW poza zwiększeniem przejrzystości i płynności rynku SPW ma zwiększać efektywność współpracy z bankami w zakresie polityki emisji, zamiany i odkupu SPW, a w przyszłości zarządzania płynnością budżetu państwa (lokaty, kredyty, transakcje repo).

### 3. Rozwój systemu zarządzania płynnością budżetu państwa

Elementem zwiększającym efektywność zarządzania płynnością budżetu państwa będzie wprowadzenie jednolitego rachunku budżetu państwa, co pozwoli dysponować pełną wiedzą o stanie wszystkich środków budżetowych na koniec dnia. Wprowadzenie jednolitego rachunku budżetu państwa planowane jest na początek 2005 r. Dalsze działania powinny zmierzać do powiązania rachunków wszystkich jednostek budżetowych w system działający on-line.

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

W dalszej kolejności instrumentarium zarządzania płynnością powinno być rozszerzane w miarę rozwoju polskiego rynku finansowego.

### 4. Kontynuowanie zamiany krajowego długu nierynkowego na instrumenty rynkowe

Zamiana krajowego długu nierynkowego na rynkowy dotyczyć będzie obligacji nierynkowych i przejmowanych przez Skarb Państwa zobowiązań ZUS z tytułu zaległych składek wobec OFE. Operacja konwersji przejmowanych zobowiązań ZUS wobec OFE na obligacje rynkowe trwać będzie w latach 2003-07, a powinna rozpocząć się w IV kw. 2003 r.

W odniesieniu do obligacji nierynkowych możliwe są działania zmierzające do dalszego ograniczania ich udziału w długu ogółem poprzez kontynuację operacji przedterminowego wykupu i konwersję na dług rynkowy. Działania te uwarunkowane będą jednak sytuacją budżetową w zakresie płynności w horyzoncie co najmniej rocznym oraz sytuacją rynkową (poziom stóp procentowych, popyt na SPW).

### 5. Rozwój systemu sprzedaży instrumentów detalicznych

System sprzedaży obligacji detalicznych, skierowanych głównie dla osób fizycznych, został od 1 sierpnia 2003 r. gruntownie zmieniony. Zmiany te wynikają przede wszystkim ze zmiany agenta emisji. W jej wyniku nastąpi znaczne zwiększenie dostępności do obligacji poprzez wzrost liczby punktów sprzedaży oferujących obligacje detaliczne i uruchomienie nowych sposobów sprzedaży. Po wprowadzeniu w 2000 r. sprzedaży obligacji poprzez internet (jako czwarty kraj na świecie), Polska po raz kolejny wdraża rozwiązania, które nie zostały jeszcze wprowadzone w innych państwach. Od sierpnia 2003 r. uruchomiona została sprzedaż obligacji „na telefon” (poza Polską sprzedaż „na telefon” została wprowadzona tylko w Wielkiej Brytanii).

Przyjęcie funkcji przez nowego agenta emisji również wiąże się z „odmiejszczeniem” obligacji (system on-line przy rejestrowaniu obligacji) i w rezultacie skróceniem procedur związanych z obsługą obligacji, co jest korzystne zarówno dla Skarbu Państwa, jak i inwestorów.

Również od 1 sierpnia 2003 r. został rozszerzony krąg odbiorców, którzy mogą nabyć obligacje detaliczne na rynku pierwotnym. Obligacje detaliczne, z wyjątkiem obligacji oszczędnościowych, przeznaczone są dla osób fizycznych, osób prawnych, spółek nieposiadających osobowości prawnej, z wyłączeniem banków, zakładów ubezpieczeń, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, domów maklerskich, spółek z ograniczoną odpowiedzialnością i spółek akcyjnych. Wcześniej obligacje detaliczne na rynku pierwotnym mogły nabywać tylko osoby fizyczne. Po przystąpieniu do UE zniesione zostaną ograniczenia w nabywaniu przez nierezydentów obligacji oszczędnościowych.

### 6. Finansowanie spłat zadłużenia zagranicznego z uwzględnieniem celu minimalizacji kosztu i ryzyka,

Płynne finansowanie spłat zadłużenia zagranicznego obejmować będzie:

- Utrzymanie tendencji do refinansowania spłat kapitału zapadającego długu zagranicznego emisją długu na rynkach zagranicznych, poprzez tzw. finansowanie strukturalne, czyli emisję zobowiązań o

terminie zapadalności co najmniej 3 lat. Polityka emisyjna zakładać będzie również tworzenie polskiej krzywej dochodowości na rynku euro przed przystąpieniem Polski do unii monetarnej.

- Wykorzystanie części środków związanych z transferami z UE oraz kontynuację wykorzystania wpływów z prywatyzacji w ramach rozwijanego systemu zarządzania płynnością walutową budżetu państwa.

#### 7. Przedterminowa spłata wybranych składników długu zagranicznego

W pełni uzasadnione jest kontynuowanie operacji przedterminowego wykupu wybranych składników długu zagranicznego, zmierzające do realizacji przez Skarb Państwa korzyści finansowych i poprawiające parametry długu zagranicznego. Dzięki ich spłacie możliwe będzie uzyskanie następujących korzyści dla Skarbu Państwa (efekty te mogą występować pojedynczo lub łącznie):

- obniżenie nominalnego poziomu długu publicznego, poprawa relacji dług/PKB - przy spłacie długu z dyskontem,
- obniżenie bieżących kosztów odsetkowych obsługi długu - przy refinansowaniu operacji zobowiązaniami o niższym bieżącym koszcie obsługi,
- zmniejszenie ryzyka związanego z długiem, w tym ryzyka refinansowania, ryzyka stopy procentowej, ryzyka kursowego - poprzez odpowiedni dobór źródeł refinansowania operacji.

#### 8. Koordynacja zarządzania długiem zagranicznym z przepływami walutowymi

Operacje na długu zagranicznym powinny być ściśle koordynowane z innymi walutowymi przepływami "około-budżetowymi" (tzn. powiązаныmi bezpośrednio lub pośrednio z sektorem publicznym, np. niektóre rodzaje przepływów z UE), tak aby minimalizować ich negatywny wpływ na sytuację gospodarczą Polski, w szczególności przeciwdziałać nieuzasadnionym zmianom kursu złotego i umożliwić efektywne wykorzystanie wpływających do Polski walut obcych, a jednocześnie wkomponować je w system zarządzania płynnością walutową budżetu państwa.

#### 9. Obniżenie poziomu emisji długu na rynku krajowym poprzez wykorzystanie środków z MIF na finansowanie wybranych pozycji budżetu.

Wykorzystanie długoterminowych kredytów i pożyczek z międzynarodowych instytucji finansowych, w szczególności z EBI, BŚ i BRRE pozwoli na obniżenie poziomu emisji długu na rynku krajowym. Przewiduje się, że środki te będą w coraz szerszym zakresie wykorzystane do współfinansowania funduszy unijnych, finansowania inwestycji infrastrukturalnych i projektów restrukturyzacyjnych oraz do prefinansowania.

## IX. CHARAKTERYSTYKA NOWYCH INSTRUMENTÓW REALIZACJI CELÓW STRATEGII

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

1. System informatyczny zarządzania długiem krajowym – wdrożenie tego systemu (zakończenie prac przewidziane na wrzesień 2003 r.) umożliwi:
  - automatyzację procesu wprowadzania i agregowania danych w ramach zintegrowanej bazy,
  - bieżącą analizę struktury długu i zarządzanie ryzykiem,
  - zastosowanie metod symulacyjnych w zarządzaniu długiem.

Wdrożenie systemu informatycznego z jednolitą bazą danych zmniejszy ryzyko operacyjne związane z zarządzaniem długiem. Dalszy rozwój systemu będzie realizowany w sposób ciągły, zapewniający jego techniczną adaptację do wymagań związanych z rozwojem krajowego rynku finansowego.

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

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

3. Rozwiązania prawno-organizacyjne, w tym głównie nowelizacja ustawy o finansach publicznych, umożliwiająca między innymi:
  - wykorzystanie środków z UE,
  - bardziej efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa,
  - dostosowanie metod księgowych do specyfiki operacji na instrumentach pochodnych.
4. Instrumenty pochodne służące efektywniejszemu i bardziej elastycznemu zarządzaniu ryzykiem i kosztami (głównie swapy). Transakcje na instrumentach pochodnych umożliwić mają:
  - zarządzanie ryzykiem: stopy procentowej, kursu walutowego i refinansowania, związanych ze strukturą długu, poprzez zmianę jego charakterystyki,
  - zarządzanie płynnością poprzez odpowiednie kształtowanie przepływów strumieni pieniężnych związanych z kosztami obsługi długu oraz płatnościami kapitałowymi.
5. Nowe instrumenty zarządzania płynnością złotową budżetu państwa - zamierza się wprowadzić możliwość lokowania wolnych środków budżetu państwa w postaci depozytów składanych w bankach posiadających status dealera SPW.
6. Nowe instrumenty dłużne, które będą wprowadzane w zależności od rozwoju sytuacji na rynku finansowym, zapotrzebowania inwestorów i zgodności z celami strategii. Instrumenty takie dotyczyć mogą rynku detalicznego i hurtowego.

Dodatkowo, z uwagi na fakt wejścia w pierwszy rok okresu, określanego w poprzednich Strategiach jako kumulacja spłaty zadłużenia zagranicznego, przedstawiono wszystkie instrumenty tworzące system zarządzania zadłużeniem zagranicznym Skarbu Państwa.

Podstawowe instrumenty zarządzania długiem zagranicznym obejmują:

### 1. Instrumenty finansowania strukturalnego:

- a) Emisje obligacji typu benchmarkowego, o stałej stopie procentowej i jednorazowym terminie wykupu, realizowane na trzech głównych rynkach: EUR, USD oraz JPY. Ostateczna kwota poszczególnych emisji powinna być wystarczająco duża, aby zapewnić odpowiednią płynność, przy czym może ona zostać uzyskana poprzez kilkakrotne zwiększanie oryginalnej emisji. Z punktu widzenia strategicznego istotne jest zachowanie ciągłego dostępu do trzech ww. rynków będących największymi źródłami kapitału, tak aby w przypadku pogorszenia warunków emisji na jednym z tych rynków móc bez problemu wykorzystać inne. Przy zachowaniu ciągłości dostępu do wymienionych rynków, zasadniczym kryterium wyboru jednego z nich powinien być aktualny koszt pozyskania kapitału.
- b) Kredyty z MIF, w szczególności z EBI BŚ i BRRE. Środki z tych kredytów będą zasadniczo wykorzystywane do finansowania projektów inwestycyjnych oraz restrukturyzacyjnych. Koszt

pozyskania środków w przypadku tego źródła - jakkolwiek powinien być brany pod uwagę - nie jest kryterium przesądzającym o jego wykorzystaniu. Równie ważna jest możliwość uzyskania fachowej ekspertyzy instytucji kredytowych, a także nadzorowanie finansowanych projektów oraz wprowadzenie do stosowania tzw. najlepszych praktyk i standardów międzynarodowych. Korzystanie z kredytów MIF (w szczególności EBI) ułatwia pozyskiwanie środków z UE na finansowane projekty.

- c) Niestandardowe źródła finansowania specyficznych projektów, np. z zakresu obronności państwa. Należy tu wskazać przede wszystkim na system finansowania programu zakupu samolotu wielozadaniowego F-16. Jest to źródło finansowania, w przypadku którego przeznaczenie środków nie może być swobodnie wybierane przez Polskę (podobnie jak w przypadku kredytów MIF). Specyfiką tego systemu jest też jego międzyrządowy charakter.
- d) Inne rodzaje instrumentów dłużnych – cała gama innego rodzaju instrumentów dłużnych, emitowanych we wszystkich akceptowalnych walutach, np. emisje typu prywatnego, emitowane wyłącznie z uwagi na kryterium minimalizacji kosztów pozyskania kapitału, pod warunkiem spełniana założonego poziomu ryzyka - tzw. finansowanie o charakterze oportunistycznym.

Począwszy od 2004 r. pozyskiwane będą rocznie na rynku zagranicznym kwoty przekraczające równowartość 3 mld euro (w przypadku refinansowania zapadających zobowiązań), osiągając kulminację w 2008 r. (4,2 mld euro). Oznacza to, że corocznie konieczne będzie realizowanie co najmniej 2-4 rynkowych operacji pożyczkowych typu strukturalnego.

## 2. Instrument wspomagający zarządzanie płynnością walutową budżetu:

Operacje zarządzania płynnością walutową budżetu państwa, zapewniające krótkoterminowe finansowanie pomostowe, do chwili otrzymania planowanych wpływów z prywatyzacji lub wystąpienia korzystnych warunków umożliwiających emisję długu typu strukturalnego. W obecnej sytuacji pozwoli to również minimalizować koszty obsługi długu, z uwagi na dysparytet krajowych i zagranicznych krótkoterminowych stóp procentowych.

W latach objętych strategią wykorzystywany będzie system składający się ze specjalnego kredytu rewolwingowego oraz rachunku walutowego Ministerstwa Finansów w NBP. Służy on do przejściowego gromadzenia wpływów walutowych z prywatyzacji oraz emisji długu zagranicznego.

W przyszłości rozważane będzie rozszerzenie tego systemu w miarę pojawiania się nowych instrumentów i możliwości.

## 3. Konwersja zobowiązań

Operacje bezpośredniej konwersji jednego rodzaju zobowiązań na inne powinny być wykorzystywane tam, gdzie nie ma możliwości wykupu długu za gotówkę. Doświadczenia innych krajów wskazują bowiem, że na rozwiniętych rynkach konwersja długu jest mniej skuteczna i efektywna finansowo od operacji wykupu długu za gotówkę.

## 4. Instrumenty zmiany charakterystyki długu

Obok wymienionych trzech typów instrumentów w miarę potrzeb i możliwości w zarządzaniu długiem zagranicznym mogą być wykorzystywane instrumenty pochodne.

## X. PROGNOZY ZADŁUŻENIA I KOSZTÓW OBSŁUGI DŁUGU

Prezentowane prognozy wynikają z założeń przyjętych w strategii i z realizacji jej celów. Koszty obsługi długu krajowego przedstawione są wariantowo, gdyż przy przyjętych założeniach makroekonomicznych mogą być zróżnicowane w zależności od struktury sprzedaży SPW i operacji na składnikach długu.

Tabela 6.

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>1. Dług Skarbu Państwa</b>					
a) w mld zł	327,9	371,4	425,7	492,0	534,9
b) w relacji do PKB	42,5%	46,1%	49,4%	53,1%	53,3%
<b>2. Państwowy dług publiczny</b>					
a) w mld zł	352,6	400,7	456,5	530,1	576,0
b) w relacji do PKB	45,7%	49,8%	53,0%	57,2%	57,4%
<b>3. Państwowy dług publiczny powiększony o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji</b>					
a) w mld zł	364,7	414,7	472,5	549,0	596,2
b) w relacji do PKB	47,2%	51,5%	54,8%	59,3%	59,5%
<b>4. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa</b>					
a) w mld zł	24,21	26,11	26,99	29,12-29,62	30,12-30,72
b) w relacji do PKB, w tym:	3,14%	3,24%	3,13%	3,14-3,20%	3,0-3,06%
- długu krajowego	2,65%	2,67%	2,44%	2,35-2,40%	2,25-2,31%
- długu zagranicznego	0,48%	0,57%	0,69%	0,80%	0,75%

Tabela 7.

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Dług sektora <i>general government</i></b> (wg metodologii UE)					
a) w mld zł	321,3	360,4	409,9	475,7	514,4
b) w relacji do PKB	41,6%	44,8%	47,6%	51,4%	51,3%

## XI. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH<sup>8</sup>

### XI.1. Rozwiązania regulacyjne

Minister Finansów nie ma bezpośredniego wpływu na zaciągnięcie zobowiązań finansowych przez jednostki sektora finansów publicznych inne niż Skarb Państwa. Regulacje, zawarte przede wszystkim w ustawie o finansach publicznych, wyznaczają jedynie ogólne ramy zaciągania przez nie zobowiązań. Z wyjątkiem przepisów o nieprzestrzeganiu dyscypliny finansowej ustawa nie przewiduje praktycznie żadnych sankcji. Uregulowano w niej głównie oddziaływanie Ministra Finansów na zadłużanie się jednostek samorządu terytorialnego (JST).

Przepisy ustawy o finansach publicznych dotyczące zaciągania zobowiązań przez pozostałe jednostki sektora finansów publicznych można podzielić na dwie grupy:

- 1) ograniczenia dotyczące celów, rodzaju i wysokości zadłużenia,
- 2) regulacje o charakterze opiniodawczym i informacyjnym.

#### *Ad. 1) Ograniczenia dotyczące celów, rodzaju i wysokości zadłużenia*

- JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe tylko na określone cele wskazane w ustawie;
- dług zaciągany przez JST na pokrycie występującego w ciągu roku niedoboru budżetowego musi być spłacony w tym samym roku, w którym został zaciągnięty;
- koszty z tytułu obsługi zaciągniętych przez pozostałe jednostki sektora (w tym JST) długoterminowych zobowiązań muszą być ponoszone co najmniej raz w roku, a dyskonto od emitowanych papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej; kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna;
- pozostałe jednostki sektora finansów publicznych (w tym JST) mogą zaciągać tylko takie zobowiązania finansowe, których wartość nominalna, wyrażona w złotych, została ustalona w dniu zawierania transakcji;
- łączna kwota z tyt. przypadających do spłaty w danym roku budżetowym kosztów obsługi długu i kapitału od zadłużenia JST nie może przekroczyć 15% planowanych na dany rok budżetowy dochodów JST; w przypadku, gdy łączna kwota państwowego długu publicznego powiększona o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych do PKB przekroczy 55% ww. relacja nie może przekroczyć 12%;
- łączna kwota długu JST na koniec roku budżetowego nie może przekraczać 60% dochodów tej jednostki w tym roku budżetowym.

#### *Ad 2) Regulacje o charakterze opiniodawczym i informacyjnym*

- w przypadku ubiegania się JST o kredyt lub pożyczkę oraz zamiaru wyemitowania papierów wartościowych, na jej wniosek regionalna izba obrachunkowa (RIO) wydaje opinię o możliwości spłaty tego zadłużenia;
- RIO przedstawiają opinie dot. możliwości sfinansowania deficytu JST oraz prawidłowości załączonej do budżetu prognozy kwoty długu JST;
- jednostki będące państwowymi osobami prawnymi sporządzają plany finansowe, które po ich zatwierdzeniu lub uchwaleniu przez organ wskazany w przepisach przekazywane są Ministrowi Finansów w terminie 14 dni od dnia zatwierdzenia bądź uchwalenia.

Regulacje prawne z zakresu zaciągania zobowiązań przez pozostałe jednostki sektora finansów zawarte są również w ustawach, w oparciu o które podmioty te zostały utworzone. Niektóre z nich niosą wyraźne niebezpieczeństwo wzrostu długu, zwłaszcza Skarbu Państwa oraz JST, w następstwie przejścia zadłużenia jednostek przez nie nadzorowanych (kierowanych). Taka sytuacja ma miejsce w przypadku:

- samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej (SPZOZ) - zobowiązania i należności SPZOZ po jego likwidacji stają się zobowiązaniami i należnościami właściwego podmiotu

<sup>8</sup> W niniejszym rozdziale, jeśli nie zostało zaznaczone inaczej, zwrot jednostki/podmioty sektora finansów publicznych odnosi się do podmiotów tego sektora z wyłączeniem Skarbu Państwa.

W aneksie 2 przedstawiono główne regulacje dotyczące zaciągania zobowiązań przez samorzady w przyszłych krajach członkowskich UE.

nadzorującego (kierującego); obecne regulacje prawne nie dopuszczają możliwości upadku samodzielnego publicznego zakładu opieki zdrowotnej;

- instytucji kultury (zobowiązania i wiarygodności likwidowanej instytucji kultury przejmuje organizator, czyli Skarb Państwa lub JST);
- jednostek badawczo-rozwojowych (niezaspokojone zobowiązania likwidowanej jednostki obciążają Skarb Państwa).

## XI.2. Analiza zadłużenia jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa

Wśród jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa najwyższe zadłużenie występuje w JST, ZUS i zarządzanych funduszach oraz SPZOZ.

### 1) Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

Grupa JST obejmuje ponad 3,0 tys. jednostek. Dług tych podmiotów z roku na rok wykazuje tendencję rosnącą. Równocześnie jego struktura pozostaje stosunkowo stabilna, przy dominacji zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek.

Tabela 8.

	XII 2001	XII 2002	VI 2003
<b>Dług JST ogółem</b>	<b>12.266,4</b>	<b>15.358,4</b>	<b>15.196,5</b>
Kredyty i pożyczki	9.791,5	12.237,5	11.910,2
Papiery wartościowe	1.675,1	2.381,0	2.431,9
Pozostały dług, w tym:	799,8	740,0	854,4
<i>zobowiązania wymagalne</i>	<i>730,8</i>	<i>712,4</i>	<i>832,0</i>

Zobowiązania zaciągane są głównie na rynku krajowym (powyżej 96%). Krajowy charakter tego długu wynika przede wszystkim z ograniczeń nałożonych ustawą o finansach publicznych. Do czasu uzyskania przez Polskę członkostwa w UE, JST może finansować swój deficyt, obok emisji papierów wartościowych, kredytami zaciąganych jedynie w bankach krajowych. Należy również podkreślić dominację długu o zapadalności powyżej 1 roku (ok. 88% ogółu zadłużenia).

Wskaźniki obliczone ogółem dla zadłużenia JST wskazują, że grupa jako całość spełnia ograniczenie ustawowe dotyczące relacji długu do dochodów. W okresie 2001 – marzec 2003 r. łączna kwota długu JST na koniec roku budżetowego w stosunku do dochodów tych jednostek nawet nie zbliżyła się do limitu 60%.

Tabela 9.

	XII 2001	XII 2002	VI 2003*
Wskaźnik dług/dochody	15,4%	19,2%	19,2%

\* w stosunku do planowanych dochodów na 2003 r.

Ocena sytuacji w zakresie zadłużenia JST na podstawie danych zbiorczych może prowadzić do zbyt ogólnych wniosków, a nawet błędnych wniosków. Wśród grupy tych jednostek są bowiem takie, które nie są zadłużone, takie, których zadłużenie zbliża się do limitów ustawowych oraz pojedyncze podmioty, w których doszło do przekroczenia limitów określonych w ustawie o finansach publicznych.

Przyczyn kształtowania się w niektórych JST wskaźników zadłużenia (długu do dochodów lub obciążenia z tytułu obsługiwanego długu do planowanych dochodów) na wysokim poziomie należy upatrywać głównie w:

- 1) potrzebach inwestycyjnych i zobowiązaniach zaciąganych na ich sfinansowanie; generują one duże obciążenia dla budżetów JST; problem ten jest szczególnie dotkliwy w małych gminach,
- 2) nieprawidłowości w gospodarce finansowej, w tym w przekraczaniu zakresu upoważnień przez zaciągających zobowiązania obciążające budżet JST,
- 3) narastających zobowiązaniach wymagalnych,
- 4) niższych od planowanych zrealizowanych dochodach.

W następstwie narastającego zadłużenia w niektórych JST może dojść do problemów z płynnością finansową. W skrajnym przypadku może wystąpić konieczność ustanowienia zarządu komisarycznego.

Należy podkreślić, że nawet przy prawidłowej gospodarce finansowej prowadzonej w JST, problemy z jej płynnością mogą nastąpić w wyniku przejęcia zobowiązań innych podmiotów (SPZOZ lub instytucji kultury nadzorowanych/kierowanych przez JST). Dodatkowym zagrożeniem mogą być również gwarancje i poręczenia udzielane przez JST.

## 2) Zadłużenie ZUS i zarządzanych przez niego funduszy

Dług ZUS i zarządzanych przez niego funduszy stanowił na koniec pierwszego półrocza 2003 r. 2,5% długu sektora przed konsolidacją.

Tabela 10.

mln zł

	XII 2001	XII 2002	VI 2003
Dług ZUS i zarządzanych funduszy, w tym:	13.173,5	15.648,9	9.932,2
Kredyty w bankach komercyjnych	1.704,0	2.388,8	3.004,6
Pożyczka ze środków budżetu państwa	6.000,0	6.000,0	0,0
Zobowiązania wymagalne	5.469,5	6.625,8	6.927,6

Główną przyczyną narastających zobowiązań wymagalnych tych podmiotów są problemy z terminowym przekazywaniem do OFE należnej części składek na ubezpieczenie emerytalne (przede wszystkim w następstwie nieprawidłowości w funkcjonowaniu systemu informatycznego w ZUS).

Zaległości ZUS wobec OFE z tytułu nie przekazanych składek (dane szacunkowe) zostały przedstawione w tabeli 11.

Tabela 11.

mln zł

	1999	2000	2001	2002
powstałe zaległości ZUS wobec OFE (w ciągu roku)	944	2.206	2.429	1.008
przyrost odsetek od zaległości ZUS wobec OFE (w ciągu roku)	76	421	1.217	1.154

W omawianym okresie ZUS pozyskiwał również środki na bieżącą wypłatę świadczeń z FUS poprzez zaciąganie zobowiązań (dodatkowe źródło obok dotacji z budżetu państwa). W tym celu wykorzystywane były zarówno pożyczki ze środków budżetu państwa, jak i kredyty bankowe.

W związku z narastającym zadłużeniem ZUS wobec OFE i problemami z jego regulacją podjęta została decyzja o przejęciu przez Skarb Państwa zobowiązań powstałych w okresie 1999 – 2002 wraz z narosłymi odsetkami. Przejmowane przez Skarb Państwa zobowiązania konwertowane będą na obligacje skarbowe.

## 3) Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

Tabela 12.

mln zł

	XII 2001	XII 2002	VI 2003
Dług samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej, w tym:	2.940,5	3.545,8	4.431,7
zobowiązania wymagalne	2.744,4	2.722,2	4.084,1

Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej jest przede wszystkim następstwem nieterminowego regulowania zobowiązań. Problemy z ich bieżącą obsługą mogą wynikać m.in. z niedostatecznych, w stosunku do świadczonych usług, środków finansowych będących w dyspozycji SPZOZ, nieprawidłowości w zarządzaniu dostępnymi zasobami (w tym np. niedostosowaniu struktury zobowiązań i należności, problemach ze ściągalnością należności). Ich źródłem mogą być również czynniki strukturalne – nieadekwatna w stosunku do potrzeb sieć szpitali w Polsce, w tym przede wszystkim niewłaściwy zakres usług oferowanych przez poszczególne placówki (szpitale ogólne czy specjalistyczne).

Narastające zadłużenie SPZOZ może stanowić zagrożenie dla stabilności finansowej jednostek nadzorujących (kierujących), które w przypadku likwidacji SPZOZ przejmują ich zobowiązania.

## 4) Inne jednostki

Spośród innych podmiotów największy niepokój wzbudza zadłużenie agencji rządowych, z uwagi na jego wysokość i utrzymującą się tendencję wzrostową.

Głównym dłużnikiem jest Agencja Rynku Rolnego (ARR). Narastający dług tej jednostki jest przede wszystkim konsekwencją pozyskiwania w formie kredytów środków na interwencyjny skup zbóż. Dług

ten generuje także dodatkowe obciążenie dla finansów publicznych, wynikające z udzielonych przez Skarb Państwa poręczeń lub gwarancji spłaty części zaciągniętych przez ARR kredytów.

Zadłużenie pozostałych podmiotów sektora jest głównie rezultatem nieterminowego regulowania przez nie zobowiązań.

### **XI.3. Propozycje nowych regulacji**

W obecnej sytuacji konieczne jest wprowadzenie rozwiązań systemowych w zakresie zaciągania zobowiązań przez pozostałe jednostki sektora. Nie powinny one jednak stanowić barier dla ich rozwoju, przy danych uwarunkowaniach wynikających m.in. z istniejących limitów. Ponadto istnieje konieczność wyważenia dwóch kwestii: roli Ministra Finansów jako odpowiedzialnego za przestrzeganie konstytucyjnej zasady dotyczącej górnego limitu zadłużenia oraz niezależności prawnej tych podmiotów. Proponowane zmiany muszą uwzględniać:

- zbliżanie się państwowego długu publicznego do limitów ustawowych, przede wszystkim w następstwie szybkiego wzrostu długu Skarbu Państwa (również długu potencjalnego z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji),
- zobowiązania Polski wynikające z członkostwa w UE – głównie w zakresie konieczności współfinansowania programów unijnych (problem szczególnie istotny z punktu widzenia zaciągania zobowiązań przez JST).

Przepisy zawarte w projekcie nowej ustawy o finansach publicznych zmierzają w kierunku umożliwienia JST pełnego wykorzystania środków UE, przy równoczesnym zapobieganiu nadmiernemu zadłużaniu się samorządów. Proponowane zmiany dotyczą m.in.:

- 1) wyłączenia z ograniczeń dot. limitów związanych z zadłużeniem JST (tj. 60% limitu dług/dochody oraz 12-15% limitu dot. obsługi zaciągniętych zobowiązań do planowanych dochodów) kredytów i pożyczek zaciągniętych w związku z przyrzeczonymi środkami w umowie z podmiotem dysponującym funduszami strukturalnymi oraz Funduszem Spójności UE, a także emitowanych w tym celu papierów wartościowych;
- 2) restrykcyjnego traktowania wykorzystania środków w formie pożyczki z budżetu państwa na prefinansowanie programów unijnych - pożyczka wykorzystana niezgodnie z przeznaczeniem podlega zwrotowi do budżetu państwa, wraz z odsetkami ustalonymi jak dla zaległości podatkowych, w terminie 7 dni od dnia stwierdzenia nieprawidłowego wykorzystania pożyczki;
- 3) nałożenia obowiązku uzyskiwania opinii RIO o możliwości spłaty zaciąganych zobowiązań;
- 4) nałożenia obowiązku ujmowania w uchwale budżetowej prognozy łącznej kwoty długu na koniec roku budżetowego i lata następne, wynikającej z planowanych i zaciągniętych zobowiązań;
- 5) wprowadzenia przepisu zakazującego udzielania przez JST zabezpieczenia kredytów w formie udzielania kredytodawcom, nieodwołalnego do czasu spłaty zobowiązania, pełnomocnictwa do dysponowania rachunkiem bankowym JST.

## **XII. ZAGROŻENIA REALIZACJI STRATEGII**

Prezentowana Strategia realizowana będzie w zmieniającej się zewnętrznej i wewnętrznej sytuacji Polski, w związku z tym realizacja celów i kształtowanie się głównych relacji charakteryzujących dług publiczny odbywać się będzie w warunkach zależnych od wystąpienia przedstawionych poniżej zagrożeń i czynników ryzyka. Dotyczą one zarówno sytuacji makroekonomicznej jak i sytuacji sektora finansów publicznych.

### Czynniki ryzyka makroekonomicznego

- a) niekorzystny rozwój sytuacji makroekonomicznej w kraju, m.in.:
  - mniejsze niż w założeniach tempo wzrostu PKB w okresie 2004-06,
  - wzrost inflacji powyżej założonego poziomu,
- b) nasilenie fluktuacji kursów walutowych w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do mechanizmu ERM 2 (przed wstąpieniem Polski do UGW) spowodowane między innymi tzw. grą na konwergencję ze strony inwestorów zagranicznych (możliwość wystąpienia ataków spekulacyjnych),
- c) pogorszenie lub utrzymanie się słabej koniunktury międzynarodowej (zwłaszcza w krajach UE), uniemożliwiającej realizację założonego tempa wzrostu PKB,
- d) wzrost stóp procentowych na rynkach zagranicznych.

### Zagrożenia związane z sytuacją finansów publicznych

- a) brak działań zmierzających do ograniczenia wydatków, a w konsekwencji prowadzących do obniżenia tempa przyrostu długu poprzez obniżenie poziomu deficytów i pozostałych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Podjęcie reformy finansów publicznych, w tym głównie strony wydatkowej budżetu państwa, wymaga koordynacji prac na poziomie Rady Ministrów oraz zaangażowania ustawodawcy. Przesunięcie programu zmian na kolejne lata skutkować będzie wzrostem stopnia ich dotkliwości, przy jednoczesnym wydłużeniu horyzontu wystąpienia ich pozytywnych efektów.
- b) niskie wpływy z prywatyzacji oznaczające konieczność wzrostu zadłużenia w SPW.
- c) działania zmierzające do wypłat różnego rodzaju rekompensat (w tym rekompensat z tytułu przejęcia przez SP majątku w latach 1944-62 oraz z tytułu mienia utraconego przez obywateli polskich w związku ze zmianą po 1945 r. granicy wschodniej) w formie pieniężnej lub SPW, zamiast w formie świadczeń materialnych.
- d) niekontrolowany wzrost zadłużenia innych niż Skarb Państwa podmiotów sektora finansów publicznych. Realizacja projektów z wykorzystaniem środków unijnych będzie wymagała współfinansowania ze strony JST. Środki na ten cel będą najprawdopodobniej pozyskiwane przez emisję zadłużenia. Duże ryzyko skokowego wzrostu długu związane jest z pogłębiającym się problemem terminowej regulacji zobowiązań w sektorze służby zdrowia.
- e) gwałtowny wzrost poręczeń i gwarancji udzielanych przez podmioty sektora finansów publicznych (zwłaszcza Skarb Państwa) na cele nie związane bezpośrednio z działaniami prorozwojowymi i związane z tym ryzyko wzrostu długu potencjalnego.

Wystąpienie powyższych zagrożeń wpłynie negatywnie na ocenę przez rynki finansowe poziomu ryzyka związanego z inwestycjami w SPW i skutkować będzie wzrostem kosztów obsługi długu i zaburzeniami w płynnym finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa.

### **XIII. EFEKTY REALIZACJI STRATEGII**

Podstawowym efektem realizacji będzie odwrócenie tendencji narastania długu publicznego w relacji do PKB od 2006 r. W 2006 r. osiągnięte będą następujące parametry długu Skarbu Państwa:

- nastąpi spadek udziału długu zagranicznego z 33,1% na koniec 2002 r. do ok. 25,9%,
- średnia zapadalność rynkowego długu krajowego wzrośnie z 2,73 roku w 2002 r. do ok. 3,0-3,5 roku,
- *duration* rynkowego długu krajowego wzrośnie z 2,16 roku na koniec 2002 r. do ok. 2,4-2,9 roku,
- udział długu nierynkowego w długi krajowym spadnie z 7,2% na koniec 2002 r. do ok. 2,2%,
- udział sektora bankowego w długi krajowym zmniejszy się z 35,8% na koniec 2002 r. do 31,8% (w tym NBP z 3,0% do zera), udział krajowego sektora pozabankowego wzrośnie z 49,9% na koniec 2002 r. do ok. 53,9%, udział inwestorów zagranicznych zaś pozostanie na dotychczasowym poziomie 14,3%.

**Aneks 1. Dług sektora *general government* oraz rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE i wybranych państwach kandydujących**

	2001		2002	
	Dług/PKB	Stopa 10-letnia *	Dług/PKB	Stopa 10-letnia *
Włochy	<b>109,5%</b>	5,18%	<b>106,7%</b>	4,41%
Belgia	<b>108,5%</b>	5,19%	<b>105,8%</b>	4,30%
Grecja	<b>106,9%</b>	5,23%	<b>104,7%</b>	4,44%
Austria	<b>67,3%</b>	5,17%	<b>67,3%</b>	4,24%
Niemcy	59,5%	5,00%	<b>60,8%</b>	4,18%
Francja	56,8%	5,07%	59,0%	4,27%
Portugalia	55,5%	5,14%	58,1%	4,32%
Hiszpania	56,8%	5,25%	53,8%	4,25%
Szwecja	54,4%	5,34%	52,7%	4,70%
Holandia	52,9%	5,11%	52,4%	4,20%
Dania	45,4%	5,15%	45,5%	4,45%
Finlandia	44,0%	5,20%	42,7%	4,28%
Wielka Brytania	38,9%	5,05%	38,5%	4,37%
Irlandia	36,1%	5,04%	32,4%	4,28%
Luksemburg	5,5%	-	5,7%	-
<b>Unia Europejska</b>	<b>63,0%</b>	<b>5,15%</b>	<b>62,3%</b>	<b>4,34%</b>
Węgry	53,4%	7,08%	56,3%	6,50%
Polska	37,2%	8,82%	41,6%	5,56%
Słowacja	43,0%	7,63%	39,3%	5,40%
Czechy	23,3%	5,34%	27,1%	4,14%
Estonia	4,8%	-	5,8%	-

\*) Na koniec roku.

## Aneks 2. Główne regulacje dotyczące zaciągania zobowiązań przez samorzady w przyszłych krajach członkowskich UE

W tabeli przedstawione zostały podstawowe regulacje dot. ograniczeń na zaciąganie zobowiązań przez rządy lokalne w krajach, które wraz z Polską w 2004 r. uzyskują członkostwo w UE.

Kraj	Regulacje dot. poziomu długu	Regulacje dot. kosztów obsługi
Czechy	Miasta mogą zaciągać zobowiązania w walucie krajowej i obcej;	
Słowacja	1. Zaciąganie długu ograniczone głównie do finansowania wydatków kapitałowych; krótkoterminowe zobowiązania są dopuszczalne w celu pokrycia bieżących deficytów – konieczność spłaty w tym samym roku; 2. Całkowity dług nie może przekroczyć 60% zrealizowanych w poprzednim roku dochodów budżetowych;	Koszty obsługi długu (na bazie memoriałowej) nie mogą przekroczyć 25% zrealizowanych w poprzednim roku dochodów budżetowych;
Węgry	Dług krótkoterminowy może być zaciągany tylko na finansowanie niezbędnych wydatków;	Roczne koszty obsługi długoterminowego długu nie mogą przekroczyć 70% prognozowanych dochodów własnych; brak limitów dot. długu krótkoterminowego;
Słowenia	Dopuszczalne zaciąganie zobowiązań jedynie w walucie krajowej; trwają dyskusje dot. umożliwienia zaciągania zobowiązań na rynkach zagranicznych; Obowiązek informowania MF o zaciąganiu zobowiązań;	
Litwa	Reguły określone corocznie przez Parlament;	
Łotwa	Roczny limit zaciągania zobowiązań określony przez Parlament; przy zaciąganiu zobowiązań wymagana zgoda MF;	
Estonia	Poziom długu nie może przekroczyć 60% dochodów budżetowych (z wyłączeniem zobowiązań);	Koszty obsługi długu nie mogą przekroczyć 20% dochodów budżetowych (z wyłączeniem nowych zobowiązań);
Cypr	1. Wymagana zgoda rządu na zaciąganie zobowiązań; 2. Budżety lokalne muszą być zrównoważone; przychody z zaciąganych zobowiązań służą finansowaniu wydatków kapitałowych; 3. Zobowiązania krótkoterminowe nie mogą przekraczać 20% dochodów roku bieżącego; Całkowite zadłużenie nie może przekroczyć 40% dochodów – wymaga zgody rządu;	
Malta	Wymagana zgoda Ministra odpowiedzialnego za rządy lokalne i MF na zaciąganie zobowiązań; brak ograniczeń dot. zaciągania zobowiązań na rynkach zagranicznych;	

Przy wykorzystaniu materiału „Local and regional governments: the 2004 accession countries” ABN-AMRO, 2003.