



Ministerstwo
Finansów

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2019-2022

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2018 r.

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.mf.gov.pl

I. WPROWADZENIE	3
II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO I KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI	5
III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2017 R. I W I POŁOWIE 2018 R.	9
III.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów	9
III.2. Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW	12
III.3. Ograniczenia związane z ryzykiem	14
IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII	16
IV.1. Założenia makroekonomiczne <i>Strategii</i>	16
IV.2. Krajowy rynek SPW	16
IV.2.1. Banki krajowe.....	17
IV.2.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi.....	18
IV.2.3. Rola inwestorów zagranicznych	20
IV.3. Uwarunkowania międzynarodowe	21
V. CEL STRATEGII	22
VI. ZADANIA STRATEGII	25
VI.1. Zapewnianie płynności rynku SPW	25
VI.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW.....	25
VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW	26
VI.4. Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa	26
VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	27
VII.1. Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego	27
VII.2. Średniookresowe ramy budżetowe.....	28
VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII	29
VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu	29
VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa.....	31
VIII.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa.....	33
VIII.4. Zagrożenia dla realizacji <i>Strategii</i>	34
IX. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	35
IX.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń	35
IX.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń.....	35
<i>Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć</i>	37
<i>Aneks 2. Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku SPW</i>	41
<i>Aneks 3. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE</i>	42
<i>Aneks 4. Wybrane dane statystyczne dotyczące finansów publicznych i wiarygodności kredytowej w Polsce i UE</i>	47

I. WPROWADZENIE

Zgodnie z art. 75 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych Minister Finansów zobowiązany jest do opracowania co roku czteroletniej strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa (SP) oraz oddziaływania na państwowy dług publiczny (PDP). Dokument ten Minister Finansów przedstawia Radzie Ministrów do zatwierdzenia, a następnie Rada Ministrów przedstawia go Sejmowi wraz z uzasadnieniem projektu ustawy budżetowej.

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się na dwóch płaszczyznach:

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

Założenia makroekonomiczne i fiskalne przyjęte w *Strategii* są zgodne z założeniami projektu ustawy budżetowej na rok 2019.

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

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	(wykonanie)					
1. Państwowy dług publiczny						
b) w relacji do PKB	48,5%	47,0%	46,6%	45,2%	42,9%	40,7%
2. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych						
b) w relacji do PKB	47,7%	45,9%	45,4%	44,1%	41,7%	39,7%
3. Dług sektora <i>general government</i>						
b) w relacji do PKB	50,7%	49,2%	48,9%	47,7%	45,4%	43,4%
4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa						
a) w mld zł	29,6	30,7	29,2	30,4 - 31,3	31,9 - 32,7	33,9 - 34,6
b) w relacji do PKB	1,50%	1,46%	1,31%	1,28% - 1,32%	1,27% - 1,30%	1,27% - 1,30%

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

**) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2020-2022 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Przy przyjętych założeniach, relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się do 47,0% na koniec 2018 r., a następnie do 46,6% na koniec 2019 r. W horyzoncie *Strategii* utrzyma się trend spadkowy i na koniec 2022 r. relacja państwowego długu publicznego do PKB osiągnie poziom 40,7%. Relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych, do PKB ukształtuje się na poziomie 45,9% w 2018 r. i 45,4% w 2019 r., tj. poniżej progu 48% zawartego w stabilizującej regule wydatkowej, a następnie będzie się obniżać do 39,7% w 2022 r.

Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE, ang. *general government*) do PKB będzie się obniżała do 49,2% w 2018 r. i 48,9% w 2019 r., a w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 43,4%.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2019 limit kosztów obsługi długu SP będzie w ujęciu nominalnym niższy od poziomu z 2018 r. (29,2 mld zł wobec 30,7 mld zł). W relacji do PKB koszty obsługi długu ulegną obniżeniu z 1,46% w 2018 r. do 1,31% w 2019 r. Założono, że relacja kosztów obsługi długu do PKB w horyzoncie *Strategii* obniży się do poziomu 1,27% - 1,30%.

Niniejsza *Strategia* stanowi kontynuację strategii przygotowanej rok temu. Niezmieniony pozostał cel minimalizacji kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach związanych z ryzykiem. Utrzymane zostały zadania służące realizacji celu *Strategii* związane z rozwojem rynku finansowego, tj. zapewnianie płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW) oraz zadanie dotyczące efektywnego zarządzania płynnością budżetu państwa.

Dla realizacji celu *Strategii* w latach 2019-22 przyjęto, że:

- utrzymane zostanie elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty i instrumentów, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi długu i przy ograniczeniach wynikających z przyjętych poziomów ryzyka oraz możliwego wpływu na politykę pieniężną;
- głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy;
- udział długu nominowanego w walutach obcych w długi SP zostanie obniżony poniżej 30% i w horyzoncie *Strategii* będzie kontynuowane jego stopniowe obniżanie;
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro;
- średnia zapadalność długu krajowego SP utrzymywana będzie na poziomie zbliżonym do 4,5 roku, o ile będzie to możliwe z punktu widzenia warunków rynkowych;
- średnia zapadalność długu SP utrzymywana będzie na poziomie zbliżonym do 5 lat.

Strategia zawiera cztery aneksy, w tym słowniczek pojęć.

II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO I KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI

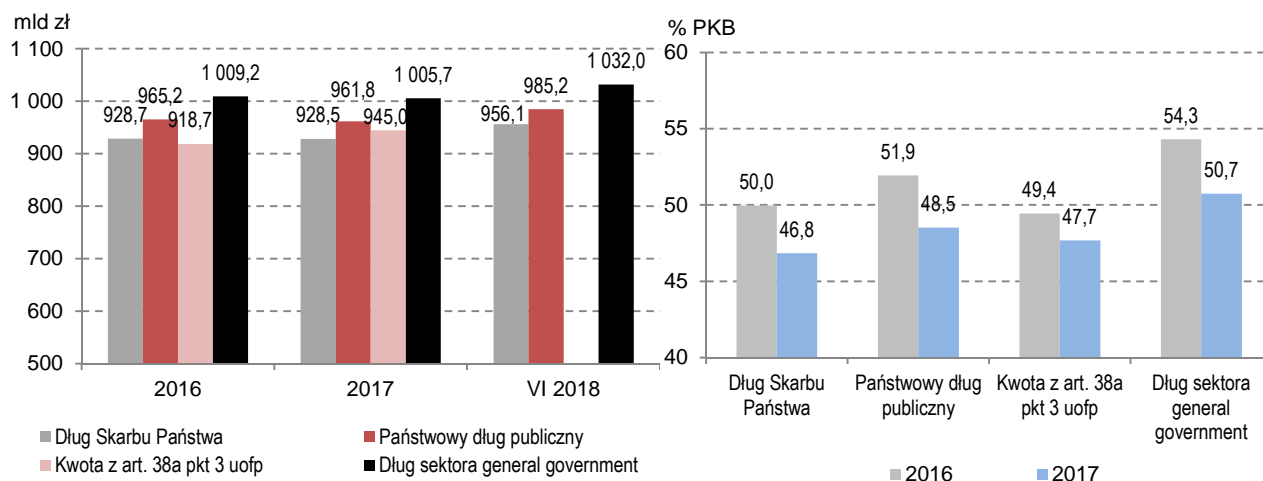
Rok 2017 był pierwszym rokiem z nominalnym spadkiem długu sektora finansów publicznych, odkąd sektor ten został prawnie zdefiniowany i możliwe było liczenie państwowego długu publicznego, tj. od 1999 r. (nie licząc 2014 r., w którym spadek długu wynikał z umorzenia obligacji przekazanych przez OFE do ZUS w ramach reformy systemu emerytalnego). Na koniec 2017 r.:

- państwowy dług publiczny (tj. dług publiczny wg definicji krajowej) wyniósł 961,8 mld zł i był o 3,4 mld zł niższy wobec końca 2016 r.;
- dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government*, tj. dług publiczny wg definicji UE) wyniósł 1 005,7 mld zł i był o 3,5 mld zł niższy w porównaniu z końcem 2016 r.

W 2017 r. obniżeniu uległy również relacje długu do PKB:

- relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniosła 48,5% wobec 51,9% na koniec 2016 r. (spadek o 3,4 pp);
- relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wyniosła 50,7% wobec 54,3% na koniec 2016 r. (spadek o 3,6 pp) i była znacznie niższa od relacji dla całej Unii Europejskiej (81,6% PKB) oraz strefy euro (86,7%)¹⁾;
- relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych (państwowy dług publiczny przeliczony po kursach średnich i pomniejszony o wartość środków na prefinansowanie potrzeb pożyczkowych w kolejnym roku budżetowym), na koniec 2017 r. ukształtowała się na poziomie 47,7% PKB, tj. poniżej progu 48% PKB określonego w stabilizującej regule wydatkowej wobec 49,4% PKB na koniec 2016 r.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego

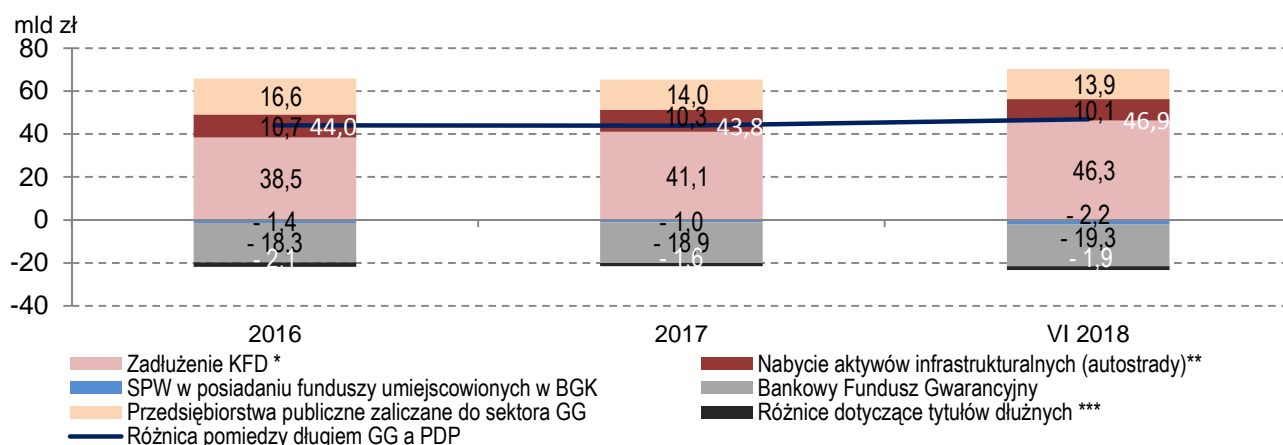


Różnice pomiędzy państwowym długiem publicznym a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych wynikają z następujących czynników:

- innego zakresu sektora finansów publicznych, w tym m.in. zaliczania do sektora wg definicji UE Krajowego Funduszu Drogowego – KFD (którego zadłużenie powiększa dług sektora) oraz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego – BFG (SPW w jego posiadaniu pomniejszają dług sektora);
- różnic dotyczących tytułów dłużnych, głównie zobowiązań wymagalnych jednostek, które są traktowane jako dług publiczny wg definicji krajowej, a nie są do niego zaliczane wg definicji UE.

¹⁾ Zestawienie wyniku i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dla państw UE znajduje się w Aneksie 4.

Wykres 2. Różnice pomiędzy wielkością długu sektora general government (GG) a państwowym długiem publicznym



*) Wartość zadłużenia skonsolidowana w ramach sektora general government, tj. pomniejszona o obligacje KFD w posiadaniu Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD).

**) Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć budowy autostrad dane z zakresu zadłużenia sektora GG uwzględniają zobowiązania strony rządowej z tytułu budowy niektórych odcinków autostrad.

***) Zobowiązania wymagalne, przejęcie zadłużenia w wyniku uruchomienia gwarancji, transakcje CIRS, zrestrukturyzowane/zrefinansowane kredyty handlowe, leasing zwrotny i inne.

Szczegółowy opis różnic dotyczących długu publicznego wg definicji polskiej i unijnej został zawarty w Aneksie 3.

Zmiany wielkości długu publicznego w 2017 r. i I połowie 2018 r. wynikały głównie ze zmian długu SP, który stanowi ok. 93% państwowego długu publicznego oraz ok. 89% długu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Spadek długu SP w 2017 r. był możliwy dzięki bardzo dobrej sytuacji budżetu państwa, która skutkowałą znaczącym obniżeniem potrzeb pożyczkowych w stosunku do wielkości planowanych. Istotną rolę odegrało też umocnienie złotego, które wpłynęło na obniżenie wyrażonego w złotych długu SP w walutach obcych. W I połowie 2018 r. przyrost długu był przede wszystkim wypadkową ujemnych potrzeb pożyczkowych, osłabienia złotego oraz gromadzenia środków na finansowanie potrzeb pożyczkowych w dalszej części roku. Wg stanu na koniec sierpnia 2018 r. poziom sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto 2018 r. wyniósł 68% potrzeb założonych w ustawie budżetowej i 78% przewidywanego wykonania roku 2018 wynikającego z projektu ustawy budżetowej na rok 2019.

Tabela 2. Przyczyny wzrostu długu SP w 2017 r. i I połowie 2018 r. (w mld zł)

Wyszczególnienie	2017	I-VI 2018
Przyrost długu Skarbu Państwa	-0,2	27,7
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa:	26,2	-17,9
1.1. Deficyt budżetu państwa	25,4	-9,5
1.2. Deficyt budżetu środków europejskich	0,4	2,4
1.3. Koszty reformy emerytalnej ¹⁾	3,2	1,7
1.4. Przychody z prywatyzacji	0,0	0,0
1.5. Saldo depozytów JSFP i depozytów sądowych	-2,4	-5,9
1.6. Zarządzanie środkami europejskimi	0,2	-5,9
1.7. Saldo pożyczek udzielonych	0,0	0,1
1.8. Pozostałe potrzeby pożyczkowe ²⁾	-0,5	-0,8
2. Zmiany długu Skarbu Państwa niewynikające z potrzeb pożyczkowych:	-28,6	43,1
2.1. Różnice kursowe	-26,3	15,0
2.2. Zmiana stanu na rachunkach budżetowych	-10,9	27,6

2.3. Pozostałe czynniki, w tym: ³⁾	8,6	0,5
- przekazanie obligacji na zwiększenie funduszu statutowego BGK	5,0	0,0
3. Zmiana pozostałego długu Skarbu Państwa	2,2	2,5
3.1. Depozyty JSFP ⁴⁾	1,3	1,1
3.2. Pozostałe depozyty ⁵⁾	0,2	1,4
3.3. Pozostałe zadłużenie SP	0,7	0,0

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

2) Saldo prefinansowania zadań realizowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu UE, udziały w międzynarodowych instytucjach finansowych (MIF) oraz pozostałe rozliczenia krajowe i zagraniczne.

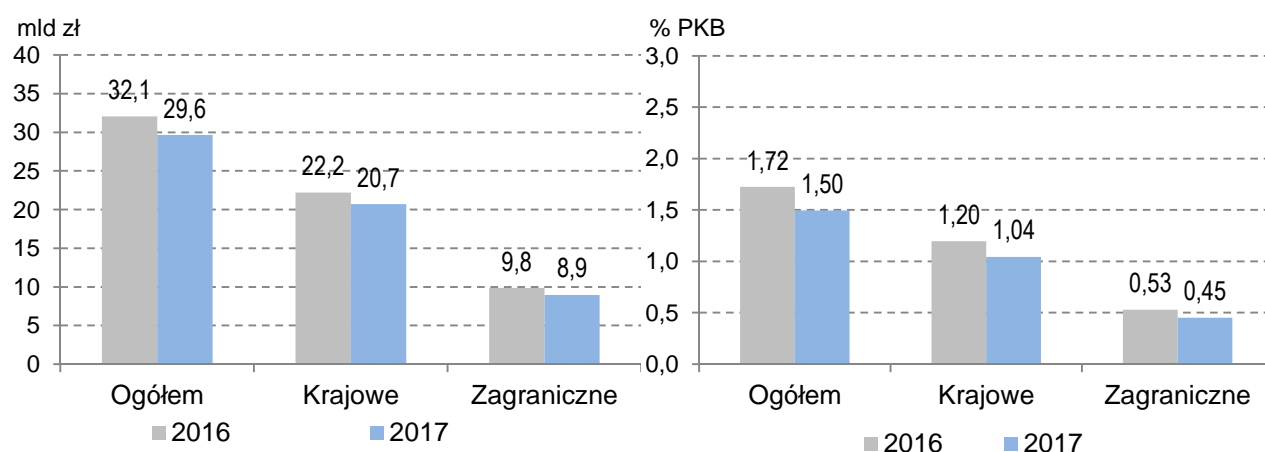
3) Dyskonto od SPW, indeksacja SPW, transakcje sell-buy-back, przekazanie obligacji na zwiększenie funduszu statutowego BGK.

4) Depozyty przyjęte od jednostek sektora finansów publicznych (JSFP) posiadających osobowość prawną – ich wartość nie ma wpływu na wysokość państwowego długu publicznego.

5) Depozyty sądowe od JSFP posiadających osobowość prawną i podmiotów spoza SFP oraz depozyty zabezpieczające wynikające z umów CSA.

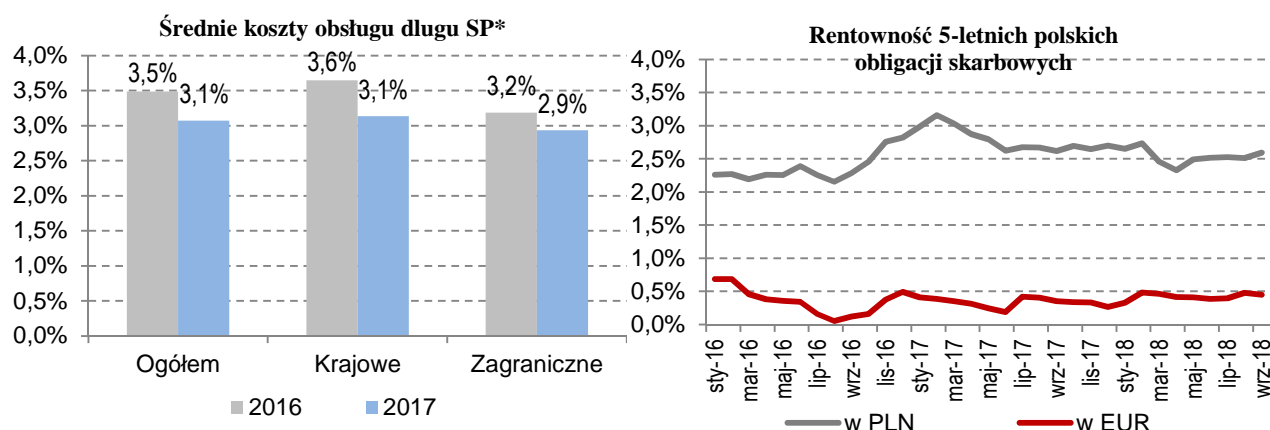
W 2017 r. miał miejsce spadek kosztów obsługi długu SP w ujęciu nominalnym do 29,6 mld zł z 32,1 mld zł w 2016 r. Relacja kosztów obsługi długu do PKB również uległa obniżeniu – do 1,50% na koniec 2017 r. z 1,72% na koniec 2016 r. Koszty obsługi długu zagranicznego były niższe niż krajowego, co wynikało przede wszystkim z mniejszego udziału długu zagranicznego w długi SP.

Wykres 3. Koszty obsługi długu SP



Średnie koszty obsługi długu w 2017 r. zmniejszyły się do 3,1% z 3,5% w 2016 r., głównie na skutek obniżenia kosztów obsługi długu krajowego. Wciąż jest to poziom wyższy od bieżącego kosztu finansowania rynkowego, co wynika z obsługi długu zaciąganego w przeszłości przy wyższych rentownościach.

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

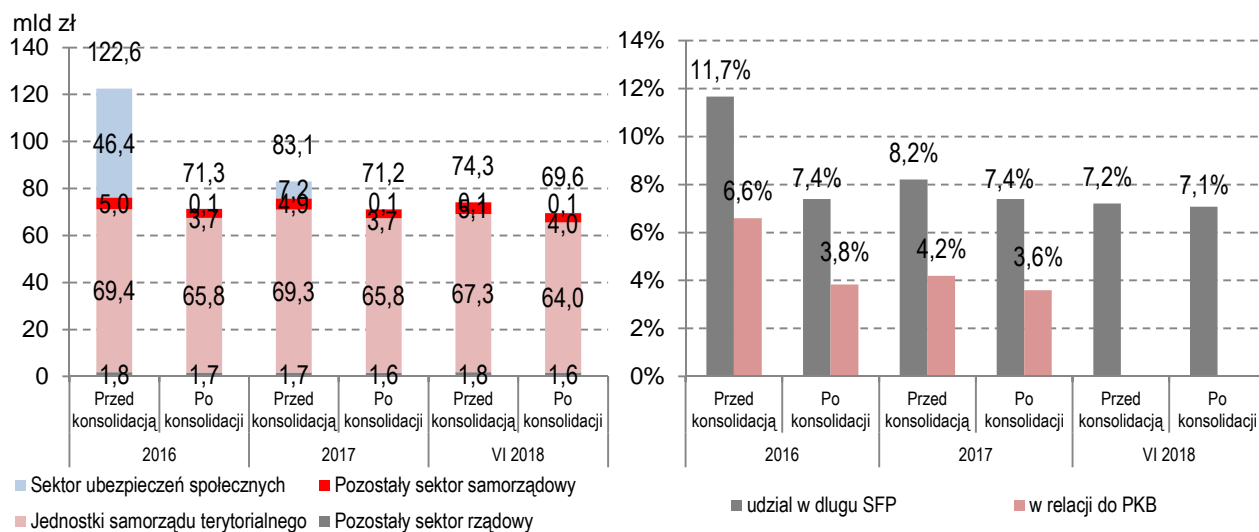


*) Średnie koszty obsługi długu zostały obliczone jako relacja różnicy wydatków i dochodów z tytułu obsługi długu w danym roku do średniej arytmetycznej z wielkości długu na koniec bieżącego i poprzedniego roku.

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2017 r. 8,2% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (7,4% po konsolidacji) wobec 11,7% przed konsolidacją (7,4% po konsolidacji) na koniec 2016 r. Na koniec II kwartału 2018 r. wielkości te kształtowały się odpowiednio na poziomie 7,2% oraz 7,1%.

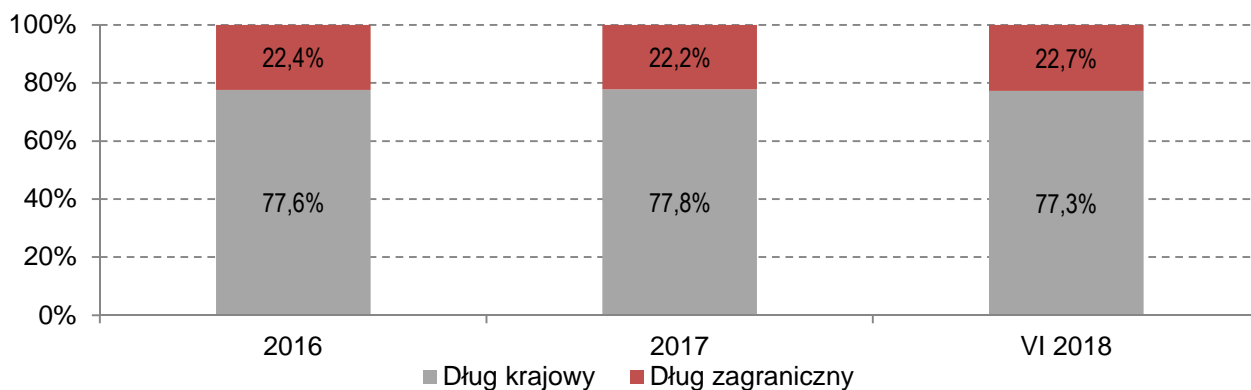
Największy udział w tej części zadłużenia stanowiło zadłużenie sektora samorządowego, w szczególności dług jednostek samorządu terytorialnego (JST) i ich związków. Zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych stanowiły prawie w całości zobowiązania FUS. Różnica pomiędzy wysokością zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych przed i po konsolidacji wynikała z finansowania w przeszłości części niedoboru środków w FUS pożyczkami z budżetu państwa (umorzenie w pierwszych kwartałach 2017 r. oraz 2018 r. całości pożyczek z budżetu państwa dla FUS wpłynęło na zmniejszenie tej różnicy, nie miało natomiast wpływu na wysokość państwowego długu publicznego).

Wykres 5. Wielkość i struktura zadłużenia innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych



W ostatnich latach miał miejsce spadek zadłużenia JST i ich związków. Na koniec 2017 r. zadłużenie tej grupy jednostek (przed konsolidacją) wynosiło 69,3 mld zł wobec 69,4 mld zł na koniec 2016 r. Na koniec I połowy 2018 r. dług JST ukształtował się na poziomie 67,3 mld zł.

Wykres 6. Struktura zadłużenia JST i ich związków wg miejsca emisji



W strukturze zobowiązań JST i ich związków dominuje zadłużenie krajowe (77,8% na koniec 2017 r. oraz 77,3% na koniec I połowy 2018 r.). Dominujący udział w dlużu JST i ich związków stanowiły kredyty i pożyczki (94,3% zarówno na koniec 2017 r., jak i na koniec I połowy 2018 r.).

III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2017 R. I W I POŁOWIE 2018 R.

W 2017 r. i w I połowie 2018 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2017-2020*, zaakceptowanej przez Radę Ministrów we wrześniu 2016 r., oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2018-2021*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2017 r.

Oba dokumenty określały ten sam cel zarządzania długiem, tj. minimalizację kosztów obsługi długu w długim horyzoncie, przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomów ryzyka. Minimalizacja kosztów obsługi długu była rozumiana w dwóch aspektach: doboru instrumentów oraz zapewnienia efektywności rynku SPW.

III.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów

Zgodnie z założeniami *Strategii* głównym źródłem pozyskiwania środków pozostawał rynek krajowy. W 2017 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 128,6 mld zł, w tym 6,0 mld zł bonów skarbowych służących do zarządzania płynnością budżetu państwa w ciągu roku. Na rynkach zagranicznych pozyskano natomiast środki o wartości nominalnej 7,8 mld zł (prawie w całości z emisji obligacji). W I połowie 2018 r. z rynku krajowego pozyskano środki w wysokości 58,4 mld zł, a z rynków zagranicznych 9,0 mld zł, z czego 4,8 mld zł stanowiły kredyty z międzynarodowych instytucji finansowych.

Tabela 3. Sprzedaż SPW na rynku krajowym i zagranicznym oraz kredyty z MIF

Instrumenty	2016		2017		I-VI 2018	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Krajowe SPW	156,1	82,4	128,6	94,3	58,4	86,7
Zagraniczne SPW	28,9	15,3	7,7	5,7	4,2	6,2
Kredyty z MIF	4,4	2,3	0,1	0,05	4,8	7,1

Wśród instrumentów emitowanych na rynku krajowym w dalszym ciągu dominowały papiery oferowane na przetargach, choć udział obligacji oszczędnościowych wyraźnie się zwiększył (z 5,3% w 2017 r. do 9,9% w I połowie 2018 r.).

W strukturze sprzedaży rynkowych SPW oferowanych na rynku pierwotnym w 2017 r. i w I połowie 2018 r. przeważały papiery średnio- i długoterminowe (o terminie zapadalności powyżej 4 lat). Udział tych papierów w sprzedaży wzrósł z 66,2% w 2016 r. do 92,3% w I połowie 2018 r. W 2016 r. i 2017 r., po trzech latach przerwy, w ofercie sprzedaży znalazły się bony skarbowe (o okresie zapadalności 27-37 tygodni), służące zarządzaniu płynnością budżetu państwa w trakcie roku.

Tabela 4. Sprzedaż rynkowych SPW na rynku krajowym wg terminów zapadalności

Instrumenty	2016	2017	I-VI 2018
Bony skarbowe	4,3%	4,9%	0,0%
Obligacje o terminie zapadalności do 4 lat	29,4%	13,5%	7,7%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat do 6 lat	35,9%	43,4%	59,4%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 6 lat	30,3%	38,2%	32,9%

Największy udział w strukturze sprzedaży krajowych SPW na przetargach utrzymały papiery o stałym oprocentowaniu, przy zwiększającym się udziale instrumentów o oprocentowaniu zmiennym (wzrost z 20,3% w 2016 r. do 40,0% w I połowie 2018 r.) i malejącym udziale obligacji zerokuponowych (z 20,3% w 2016 r. do 7,7% w I połowie 2018 r.).

Tabela 5. Sprzedaż rynkowych SPW na rynku krajowym wg rodzaju oprocentowania

Instrumenty	2016	2017	I-VI 2018
Obligacje o oprocentowaniu stałym	54,3%	48,4%	52,4%
Obligacje zerokuponowe	20,3%	13,5%	7,7%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym	20,3%	33,2%	40,0%
Obligacje indeksowane	0,8%	0,0%	0,0%
Bony skarbowe	8,0%	4,9%	0,0%

Na rynkach zagranicznych w omawianym okresie przeprowadzono 4 emisje na rynku euro o łącznej wartości 2,8 mld EUR, w tym 1,5 mld EUR stanowiły papiery 10- i 20-letnie. Emisja 2-letnich obligacji typu *private placement* o wartości nominalnej 300 mln EUR w listopadzie 2017 r. wraz z przeprowadzoną zabezpieczającą transakcją swapową (typu IRS), zmieniającą stopę zmienną na stałą pozwoliła na osiągnięcie ujemnej rentowności transakcji w wysokości -0,15%.

W styczniu 2018 r. Polska po raz drugi w historii wyemitowała obligacje nominowane w euro typu *Green Bonds*. Tym razem były to 8,5-letnie obligacje nominowane w euro. Wysoki popyt (3,25 mld EUR) pozwolił osiągnąć kwotę emisji o wartości 1 mld EUR. Środki z emisji tych obligacji przeznaczone są na finansowanie projektów związanych ze środowiskiem naturalnym.

Tabela 6. Emisje obligacji na rynkach zagranicznych w 2017 r. i w I połowie 2018 r.

Okres	Zapadalność (lata)	Waluta	Wartość emisji	Rentowność
2017	10	EUR	1 000	1,471%
	20	EUR	500	2,198%
	2	EUR	300	-0,150%*
I-VI 2018	8	EUR	1 000	1,153%

* rentowność po uwzględnieniu transakcji swap

Łącznie w 2017 r. i w I połowie 2018 r. zaciągnięto kredyty z MIF o wartości 1,17 mld EUR, w tym 1,15 mld EUR z EBI.

Do głównych czynników, które miały wpływ na przebieg i strukturę finansowania potrzeb pożyczkowych w 2017 r. i w I połowie 2018 r., należy zaliczyć:

1) czynniki zewnętrzne, w tym w szczególności:

- politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne na świecie:
 - **USA:** kontynuację procesu normalizacji polityki pieniężnej: trzy podwyżki stóp po 25 pb w 2017 r. i dwie w 2018 r., w wyniku czego stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 1,75-2,00%; rozpoczęcie od października 2017 r. redukcji sumy bilansowej Fed;
 - **strefa euro:** kontynuację akomodacyjnej polityki pieniężnej i zapowiedź utrzymywania stóp procentowych na niskim poziomie przez dłuższy czas (główna stopa na poziomie 0,00%, stopa depozytowa na poziomie -0,40%), zmniejszenie skali skupu aktywów do 60 mld euro miesięcznie (od kwietnia 2017 r.) wraz z wydłużeniem okresu programu co najmniej do grudnia 2017 r., ogłoszenie (w październiku 2017 r.) decyzji o zmniejszeniu od stycznia 2018 r. programu skupu aktywów do 30 mld euro miesięcznie i kontynuacji programu co najmniej do września 2018 r. lub dłużej w razie potrzeby, ogłoszenie decyzji (w czerwcu 2018 r.) o zmniejszeniu skali programu skupu do 15 mld euro w IV kwartale i zakończeniu programu w grudniu 2018 r. wraz z deklaracją utrzymania stóp na obecnym poziomie co najmniej do lata 2019 r.;
 - **Chiny:** podwyższenie stóp procentowych w operacjach otwartego rynku w marcu 2017 r., co zgodnie z komunikatem banku Chin nie oznaczało podwyżki stóp procentowych (główna stopa pożyczkowa pozostała na poziomie 4,35%);

- **Japonia:** kontynuację akomodacyjnej polityki pieniężnej: program skupu aktywów na poziomie 80 mld JPY w skali roku, główna stopa na poziomie -0,1% (od stycznia 2016 r.), program kontroli krzywej dochodowości (możliwość skupowania obligacji rządowych w celu utrzymania rentowności 10-letniego tenoru na poziomie bliskim 0,0%);
- sytuację geopolityczną na świecie wpływającą na rynki finansowe, w tym m.in.:
 - wybory prezydenckie we Francji (w kwietniu 2017 r.) i zwycięstwo proeuropejskiego E. Macrona pozytywnie przyjęte przez rynki (wyraźne umocnienie obligacji na europejskich rynkach długu, w tym na rynku polskim, oraz umocnienie euro do dolara, a w ślad za tym złotego);
 - wybory do parlamentu w Niemczech (we wrześniu 2017 r.) i obawy o utworzenie nowego rządu koalicyjnego skutkujące osłabieniem euro wobec dolara i silnym osłabieniem złotego wobec głównych walut;
 - wybory parlamentarne we Włoszech (w marcu 2018 r.) i problemy z utworzeniem nowego rządu rodzące obawy o przedterminowe wybory i sytuację budżetową, wpływające na deprecjację euro wobec dolara i osłabienie złotego;
 - wzrost napięcia w stosunkach handlowych pomiędzy USA a Chinami oraz USA-UE wynikający z realizowania przez administrację prezydenta D. Trumpa protekcjonistycznej polityki (od marca 2018 r.); czynnik ten okresowo wpływał na umocnienie euro wobec dolara i skutkowało wzrostem awersji do ryzyka i osłabieniem pozostałych walut, w tym złotego;
- silną aprecjację euro wobec dolara (o 14,1% w 2017 r.), a następnie jego deprecjację w I połowie 2018 r. (o 2,6%), na czym zaważyło znaczne osłabienie euro w II kw. 2018 r. (o 6,7%);
- 2) czynniki lokalne, w tym głównie:
 - politykę pieniężną RPP, sytuację na krajowym rynku finansowym i w gospodarce krajowej, w tym:
 - politykę stabilnych stóp procentowych (w tym stopy repo na poziomie 1,5%) i nastawienia *wait-and-see* w polityce pieniężnej oraz wypowiedzi prezesa NBP o prawdopodobnym utrzymaniu stóp procentowych bez zmian do końca 2018 r. lub nawet 2019 r.;
 - wysokie tempo wzrostu PKB w 2017 r. i w I kwartale 2018 r. oraz korzystne perspektywy gospodarki, przy inflacji utrzymującej się w celu inflacyjnym (1,5%-2,5%);
 - oceny agencji ratingowych: Moody's – podwyższenie perspektywy ratingu Polski do stabilnej z negatywnej (w maju 2017 r.); S&P – podwyższenie perspektywy ratingu do pozytywnej ze stabilnej (w kwietniu 2018 r.), Fitch – utrzymanie ratingu na poziomie A- ze stabilną perspektywą (w całym omawianym okresie);
 - zmiany w przepływach kapitału zagranicznego na krajowym rynku SPW (napływ w 2017 r. w wysokości 10,2 mld zł, a następnie odpływ w I połowie 2018 r. – 10,6 mld zł) będące w znacznym stopniu rezultatem zmian w przepływach kapitału na globalnym rynku finansowym oraz normalizacji polityki pieniężnej przez Fed;
 - umocnienie złotego wobec EUR i USD w 2017 r. (zmiennosc kursu EUR/PLN wyniosła 4,6% wobec 7,5% w 2016 r., kurs na koniec roku spadł do 4,17 z 4,42 na koniec 2016 r.; w przypadku USD/PLN zmienność wyniosła 9,0% wobec 11,6% w 2016 r., a kurs na koniec roku spadł do 3,48 z 4,18), a następnie w I połowie 2018 r. jego osłabienie wobec obu głównych walut, przy mniejszej zmienności (kurs EUR/PLN: zmienność 3,4%, kurs na koniec czerwca 2018 r. wyniósł 4,36; kurs USD/PLN: zmienność 7,4%, kurs na koniec czerwca 3,74);
 - spadek rentowności krajowych obligacji skarbowych w 2017 r. i w mniejszej skali w I połowie 2018 r.;

- nierównomierny rozkład potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, wynikający z realizacji budżetu (w 2017 r. niemal całość zrealizowanych potrzeb pożyczkowych netto miała miejsce w grudniu) oraz z wykupu obligacji przypadających na styczeń, kwiecień, lipiec i październik;
- dużo lepszą od założeń realizację budżetu państwa w 2017 r., skutkującą obniżeniem potrzeb pożyczkowych netto do 26,2 mld zł w stosunku do 79,0 mld zł zakładanych w ustawie budżetowej;
- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa poprzez prefinansowanie znaczącej części potrzeb pożyczkowych brutto kolejnego roku pod koniec poprzedniego roku (odpowiednio 26,0% potrzeb roku 2017 i 27,7% roku 2018).

III.2. Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW

Wśród najważniejszych działań prowadzących do minimalizacji kosztów obsługi długu w rozumieniu zapewnienia efektywności rynku skarbowych papierów wartościowych należy wymienić:

- politykę emisyjną zakładającą tworzenie płynnych serii obligacji benchmarkowych. W połowie 2018 r. 12 emisji przekraczało wartość 25 mld zł, podczas gdy na koniec 2017 r. było to 11 emisji (10 emisji na koniec 2016 r.). Emisje przekraczające 25 mld zł stanowiły 66,3% wartości nominalnej obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu wobec 60,9% na koniec 2017 r. (53,9% na koniec 2016 r.). Duża wartość emisji w istotny sposób wpływa na poziom płynności na rynku wtórnym;
- rozszerzenie aktualnej oferty obligacji emitowanych na rynku krajowym o obligację 30-letnią. Obligacja WS0447 o terminie wykupu 25 kwietnia 2047 r. i kuponie 4,0% została po raz pierwszy wyemitowana na przetargu w lutym 2017 r., po blisko 10 latach przerwy od ostatniej tego typu emisji. Sprzedaż na przetargu wyniosła wówczas 2,1 mld zł, a rentowność 4,27%. Nabywcą obligacji był niemal wyłącznie krajowy sektor ubezpieczeniowy (99,3%). W omawianym okresie obligacja 30-letnia sprzedawana była na 6 przetargach, a jej łączna sprzedaż wyniosła 2,6 mld zł;
- emisję 5-letnich obligacji skarbowych o oprocentowaniu zmiennym opartym o 6-miesięczny WIBOR, terminie wykupu w dniu 21 lipca 2022 r. (PP0722) i wartości nominalnej 2 mld zł. Obligacja wyemitowana w systemie *private placement*, dedykowana Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu, zawiera opcję przedterminowego wykupu. Emisja umożliwiła pozyskanie środków po koszcie finansowania niższym od możliwego do uzyskania przy emisji standardowych obligacji na przetargach. Z punktu widzenia BFG nabycie obligacji pozwoliło uzyskać wyższą rentowność niż alternatywna inwestycja w bony pieniężne NBP, przy utrzymaniu płynności dla realizacji ustawowych zadań BFG;
- emisje obligacji o wartości zapewniającej płynność danej serii na rynku EUR (trzy emisje o wartości 500 mln EUR lub wyższej, w tym dwie o wartości 1 mld EUR);
- dostosowanie poziomu i struktury podaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej oraz oddziaływanie na tę sytuację poprzez politykę informacyjną;
- rozszerzenie oferty obligacji oszczędnościowych:
 - od października 2017 r. o nowe obligacje o oprocentowaniu stałym i trzymiesięcznym terminie wykupu. Celem emisji było rozszerzenie bazy inwestorów, zwiększenie skłonności do oszczędzania oraz promocja wszystkich obligacji oszczędnościowych,
 - w czerwcu 2018 r. została wyemitowana pilotażowa emisja nowego instrumentu oszczędnościowego – dziesięciomiesięcznych skarbowych obligacji premialnych. Są to instrumenty o oprocentowaniu stałym z premią możliwą do wygrania w drodze losowania. Obligacje premialne zostały wyemitowane w ramach działań zachęcających do wzrostu oszczędności i budowy kultury oszczędzania;

- transakcje typu *sell-buy-back* (SBB) pomiędzy dealerami SPW (DSPW) i kandydatami na DSPW a BGK na szczególnych zasadach (mechanizm wprowadzono w lutym 2014 r. w celu wspierania rozrachunku w sytuacji czasowej i istotnie ograniczonej dostępności obligacji konkretnej serii na rynku wtórnym). W 2017 r. i w I połowie 2018 r. przeprowadzono transakcje o wartości nominalnej 17,3 mld zł, co stanowiło 0,2% wszystkich transakcji SBB na rynku SPW;
- zmianę sposobu ustalania struktury podaży obligacji oferowanych na przetargach (od stycznia 2017 r.). Nowy model zakłada m.in.:
 - oferowanie na każdym przetargu (kasowym i zamiany) pakietu 5 serii aktualnie sprzedawanych obligacji (2-, 5- i 10-letnich o stałym oprocentowaniu oraz krótszych i dłuższych o zmiennym oprocentowaniu), dodatkowo w ofercie mogą się znaleźć obligacje stałoprocentowe o terminie zapadalności przekraczającym 10 lat lub indeksowane inflacją, w zależności od zgłaszanego zainteresowania inwestorów;
 - łączna podaż kwartalna, miesięczna czy na konkretnym przetargu pozostaje zachowana w stosunku do poprzedniego modelu;
 - sprzedaż jednej obligacji na przetargu nie przekracza 50% górnej wartości przedziału podaży na dany przetarg, o ile umożliwia to zgłoszony popyt;
 - zasady sprzedaży obligacji na przetargach uzupełniających pozostały niezmiennie.

Celem wprowadzenia nowego modelu było ograniczenie zmienności cen obligacji na rynku wtórnym, zwłaszcza w okresach przed przetargami, oraz ograniczenie ryzyka niedostosowania podaży do aktualnych warunków rynkowych. Nowy model spełnił oczekiwania emitenta, a jego wprowadzeniu towarzyszyło zwiększenie relacji popytu do sprzedaży w porównaniu z ostatnimi latami.

III.3. Ograniczenia związane z ryzykiem

Tabela 7. Ocena realizacji ograniczeń celu Strategii związanych z ryzykiem

Ograniczenia celu Strategii						
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2016	2017	VI 2018
Ryzyko refinansowania	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Wysoki udział sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych w 2017 r. i w I połowie 2018 r. (odpowiednio 81,6% i 92,3% ogółu SPW sprzedanych na przetargach sprzedaży i zamiany); Znaczna rola przetargów zamiany (odkupiono 37,4% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie I 2017 - VI 2018); Utrzymanie średniej zapadalności długu krajowego bezpiecznie powyżej minimalnego poziomu 4 lat określonego w Strategii na lata 2017-2020 i zbliżenie do docelowego poziomu 4,5 roku; Utrzymanie średniej zapadalności długu SP bezpiecznie powyżej określonego w Strategii poziomu 5 lat; Emisja bonów skarbowych w niedużej skali w I kwartale 2017 r. jako instrumentu zarządzania poziomem rezerwy budżetu państwa w ciągu roku. 	Średnia zapadalność (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	4,36	4,49	4,45
				6,92	6,46	6,36
				5,27	5,12	5,07
			Udział w krajowych SPW:			
			- SPW do 1 roku	10,5%	10,7%	11,2%
			- bonów skarbowych	0,0%	0,0%	0,0%
Ryzyko kursowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Obniżanie udziału długu zagranicznego zgodnie z założeniami Strategii; Utrzymanie efektywnego udziału długu w euro w długu zagranicznym (po uwzględnieniu transakcji pochodnych) powyżej minimalnego poziomu założonego w Strategii (70%). 	Udział długu zagranicznego w długu SP	34,4%	30,6%	30,7%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	75,2%	78,3%	78,8%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Utrzymanie ATR długu krajowego w przedziale określonym w Strategii 2,8-3,8 roku; Utrzymanie ryzyka stopy procentowej dla długu zagranicznego na bezpiecznym poziomie, niestanowiącym ograniczenia dla minimalizacji kosztów. 	ATR (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	3,35	3,33	3,24
				5,23	4,92	4,96
				4,02	3,84	3,79
			Duration (w latach)			
			- kraj	3,07	3,04	2,96
			- zagranica	4,71	4,49	4,48
			- razem	3,70	3,54	3,47

Ograniczenia celu <i>Strategii</i>		
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Ryzyko płynności	Wysoki	<p>Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • przetargi zamiany oraz odkup na rynku kasowym (w 2017 r. odkupiono obligacje o wartości nominalnej 47,3 mld zł, a w I połowie 2018 r. o wartości 19,3 mld zł); • oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2017 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 104,1 mld zł, a w I półroczu 2018 r. 53,9 mld zł; • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK - w 2017 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 1 943,6 mld zł, a w I półroczu 2018 r. 1 138,9 mld zł; • rynkowe lokaty złotowe typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi – w 2017 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 2,5 mld zł, a w I półroczu 2018 r. 0,8 mld zł; • lokaty walutowe - w 2017 r. zawarto lokaty na kwotę 14,8 mld EUR, a w I półroczu 2018 r. na kwotę 3,6 mld EUR; • sprzedaż części środków walutowych z funduszy unijnych oraz związanych z zarządzaniem długiem na rynku walutowym (w 2017 r. sprzedano waluty o równowartości 1,5 mld EUR) oraz w NBP (8,0 mld EUR w 2017 r.); • lokaty wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych na rachunkach Ministra Finansów w BGK w ramach konsolidacji zarządzania płynnością - na koniec 2017 r. zgromadzono środki w wysokości 42,2 mld zł, a na koniec czerwca 2018 r. 48,1 mld zł. <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2017 r. i w I połowie 2018 r. zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.</p>
Ryzyko kredytowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> • Lokaty w BGK zabezpieczone SPW nie generowały ryzyka kredytowego; • Funkcjonuje system limitów kredytowych dla niezabezpieczonych lokat w BGK; • Ryzyko związane z transakcjami na instrumentach pochodnych jest ograniczane poprzez wybór partnerów o wysokiej wiarygodności kredytowej; • Funkcjonuje system zabezpieczeń transakcji na instrumentach pochodnych w postaci blokady papierów skarbowych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych oraz wzajemnych zabezpieczeń transakcji w formie depozytu pieniężnego. Transakcje zabezpieczone nie generują ryzyka kredytowego; • Ryzyko kredytowe niezabezpieczonych transakcji na instrumentach pochodnych dywersyfikowane jest poprzez limity nałożone na łączną wartość transakcji zawieranych z poszczególnymi partnerami. Wiarygodność kredytowa potencjalnych partnerów jest na bieżąco monitorowana.
Ryzyko operacyjne	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> • Zarządzanie długiem skupione w jednej jednostce organizacyjnej MF; • Odpowiednia infrastruktura techniczna do zawierania transakcji rynkowych; • Bezpieczeństwo informacji związanych z zarządzaniem długiem; • Zintegrowana baza danych długu SP; • Sytuacja na rynku pracy będąca źródłem ryzyka w zakresie możliwości utrzymania wykwalifikowanej kadry.
Rozkład kosztów obsługi długu w czasie	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> • Kupony nowych emisji ustalane były na poziomie nieznacznie poniżej ich prognozowanej rentowności. Pozytywny wpływ na poziom kosztów miało utrzymywanie się rentowności zarówno krajowych, jak i zagranicznych obligacji na poziomach umożliwiających emisję długu z kuponami niższymi od tych dla wykupywanych instrumentów; • Do równomiernego rozkładu kosztów przyczyniały się przetargi zamiany na rynku krajowym i przetargi odkupu obligacji nominowanych w USD. <p>Na wysokość kosztów obsługi długu miały wpływ transakcje swapowe zawarte w 2017 r., których celem było rozłożenie w czasie tych wydatków poprzez wykorzystanie bieżących oszczędności. W efekcie w 2017 r. koszty zwiększyły się o 2,10 mld zł, a w 2018 r. nastąpiło ich zmniejszenie o 2,13 mld zł. W 2018 r. przeprowadzane były również transakcje służące rozłożeniu w czasie kosztów obsługi długu w ciągu roku.</p>

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

IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII

W kolejnych podrozdziałach przedstawiono główne założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii* oraz uwarunkowania rynkowe mające wpływ na zarządzanie długiem. Omówiona została rola inwestorów krajowych i zagranicznych na krajowym rynku SPW, a także możliwy rozwój sytuacji na głównych rynkach międzynarodowych.

IV.1. Założenia makroekonomiczne *Strategii*

Ocena sytuacji makroekonomicznej i kierunków polityki fiskalnej została przedstawiona w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na rok 2019. W tabeli 8 zawarto założenia makroekonomiczne *Strategii*, zgodne z założeniami projektu ustawy budżetu.

Tabela 8. Założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii*

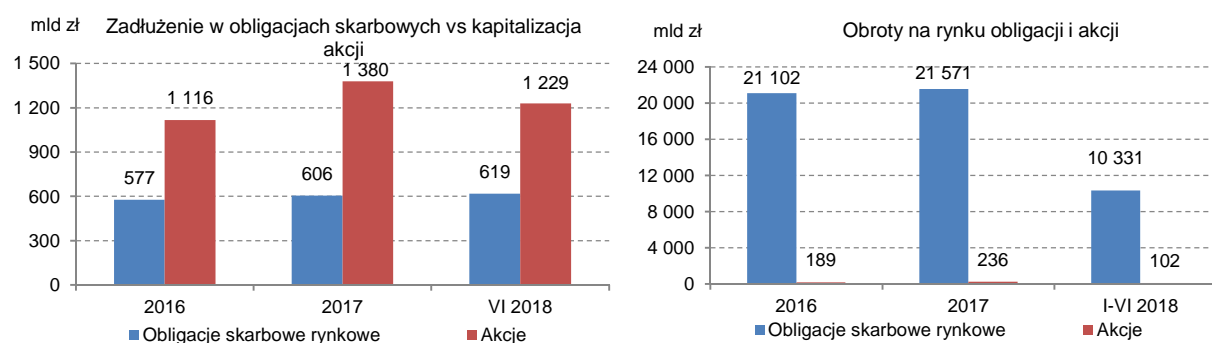
Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Realny wzrost PKB (%)	4,6	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5
PKB w cenach bieżących (mld zł)	1 982,1	2 104,6	2 233,7	2 372,3	2 517,7	2 670,0
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	2,0	2,3	2,3	2,5	2,5	2,5
USD/PLN - na koniec roku	3,4813	3,3442	3,3442	3,3442	3,3442	3,3442
EUR/PLN - na koniec roku	4,1709	4,1461	4,1461	4,1461	4,1461	4,1461

IV.2. Krajowy rynek SPW

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

Pod względem wartości papierów wartościowych w obrocie, wartość krajowego rynku SPW na koniec czerwca 2018 r. odpowiadała 54% kapitalizacji rynku akcji. Rynek ten charakteryzuje się jednak zdecydowanie większą płynnością - obroty na obligacjach skarbowych przewyższały ponad stukrotnie obroty na rynku akcji.

Wykres 7. Porównanie rynku obligacji skarbowych i akcji

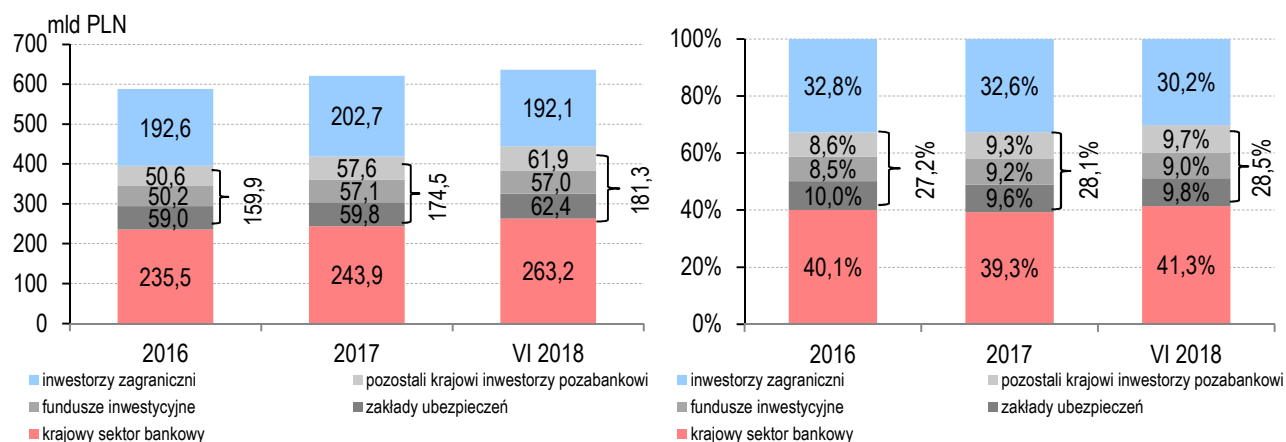


Podmioty inwestujące na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych można podzielić na trzy główne grupy: krajowy sektor bankowy, krajowy sektor pozabankowy i inwestorów zagranicznych. W 2017 r. i w I połowie 2018 r. w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW obserwowane były następujące zmiany:

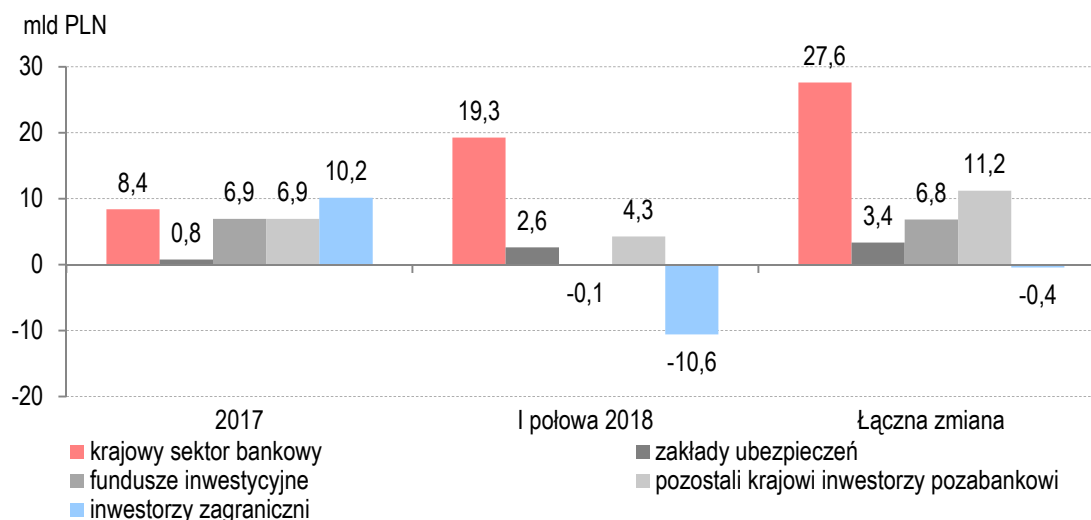
- zwiększenie zaangażowania banków krajowych (łącznie o 27,6 mld zł) i utrzymanie ich dominującego udziału w strukturze podmiotowej zadłużenia (41,3%);
- wzrost portfeli SPW krajowych inwestorów pozabankowych łącznie o 21,4 mld, wynikający głównie ze wzrostu zaangażowania funduszy inwestycyjnych, osób fizycznych, tzw. innych podmiotów (do których należą m.in. BFG i FRD), a także zakładów ubezpieczeniowych;

- zaangażowanie inwestorów zagranicznych na koniec I półrocza 2018 r. pozostawało na zbliżonym poziomie w stosunku do końca 2016 r. – po napływie kapitału zagranicznego w 2017 r., w I połowie 2018 r. nastąpił odpływ nierezydentów z krajowego rynku SPW.

Wykres 8. Struktura portfela krajowych SPW w posiadaniu głównych grup inwestorów



Wykres 9. Zmiany portfela krajowych SPW w posiadaniu głównych grup inwestorów



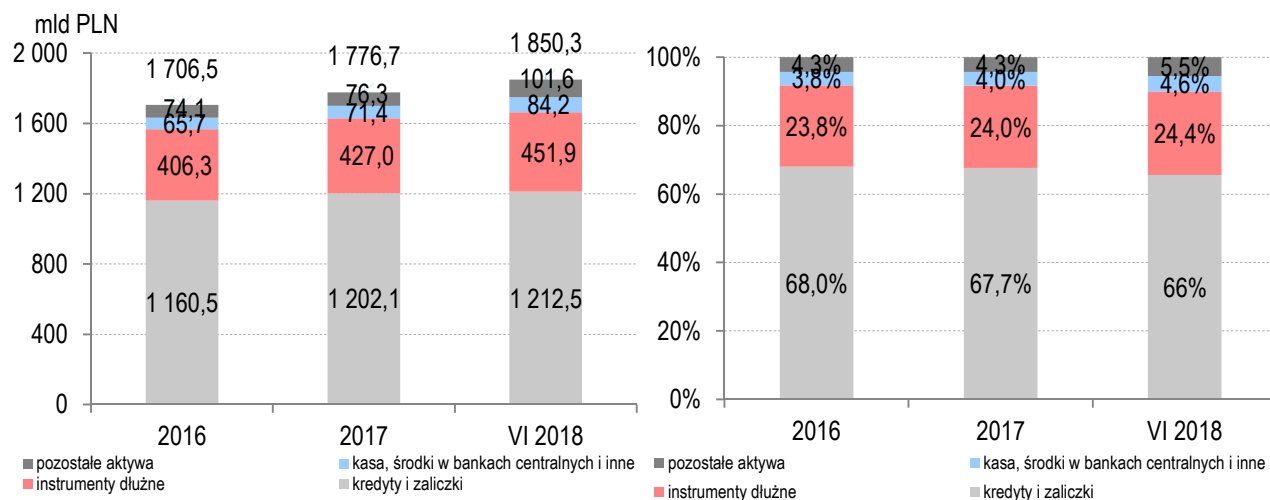
Inwestorzy krajowi według stanu na koniec czerwca 2018 r. posiadali 69,8% zadłużenia w krajowych SPW, co oznaczało wzrost o 2,6 pkt proc. względem końca 2016 r. Wśród inwestorów krajowych dominują inwestorzy instytucjonalni, jednakże w ostatnich latach najwyższą dynamiką cechował się wzrost portfela SPW w posiadaniu osób fizycznych. Od końca 2016 r. ich zaangażowanie zwiększyło się z 11,8 mld zł do 18,0 mld zł, tj. o 53,2%, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu zainteresowania ofertą obligacji oszczędnościowych.

IV.2.1. Banki krajowe

Aktywa banków krajowych na koniec czerwca 2018 r. wynosiły 1,9 bln zł (wzrost o 8,4% wobec końca 2016 r.), przy dominującym udziale kredytów i zaliczek (ok. 66%). Drugim największym składnikiem aktywów były instrumenty dłużne, a ich udział w ostatnich latach nieco się zwiększył – do 24,4% na koniec czerwca 2018 r. wobec 23,8% na koniec 2016 r. W strukturze instrumentów dłużnych przeważający udział miały papiery skarbowe, przede wszystkim polskie (powyżej 99%), oraz bony pieniężne NBP. Wraz ze wzrostem aktywów banków w ostatnich latach wzrosło zaangażowanie banków zarówno w obligacje skarbowe, jak i bony pieniężne NBP. Czynnikiem, który sprzyjał utrzymywaniu się wysokiego popytu banków na SPW, był wprowadzony od 1 lutego 2016 r. podatek od niektórych instytucji finansowych, obejmujący przede wszystkim banki

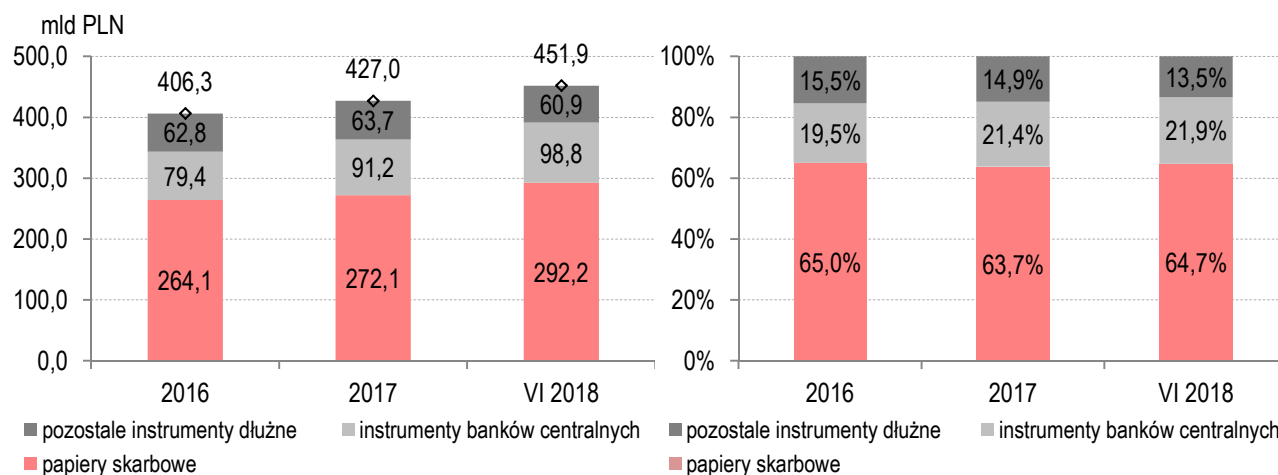
i zakłady ubezpieczeń.²⁾ Jednocześnie zwiększała się również wartość portfela kredytów i zaliczek w bilansach banków.

Wykres 10. Struktura aktywów banków krajowych



Źródło: dane Komisji Nadzoru Finansowego, wg obowiązujących metod wyceny

Wykres 11. Instrumenty dłużne w aktywach banków krajowych



Źródło: dane Komisji Nadzoru Finansowego, wg obowiązujących metod wyceny

Do najistotniejszych czynników, które będą oddziaływały na popyt banków na krajowe SPW w horyzoncie *Strategii*, należy zaliczyć:

- rozwój koniunktury gospodarczej, wpływający na wielkość i strukturę aktywów banków, w tym m.in. na skalę udzielanych kredytów oraz kształtowanie się wielkości depozytów;
- poziom nadpłynności sektora bankowego;
- utrzymujące się niskie stopy procentowe oraz ich prawdopodobny wzrost w horyzoncie średnioterminowym;
- podatek od niektórych instytucji finansowych.

IV.2.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi

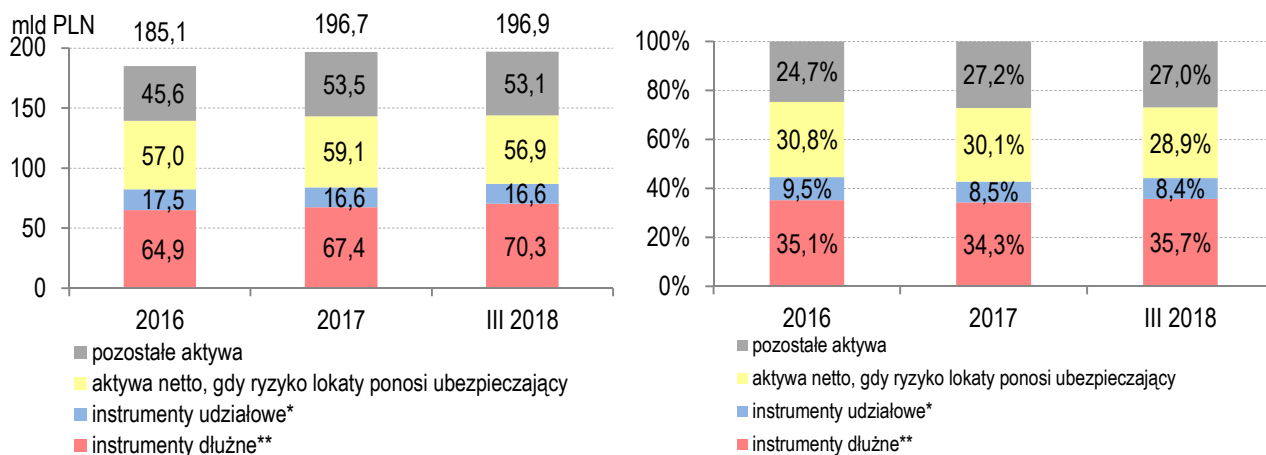
Zakłady ubezpieczeń i fundusze inwestycyjne stanowią dwie największe grupy wśród inwestorów krajowych z sektora pozabankowego. Według stanu na koniec czerwca 2017 r. podmioty te posiadały odpowiednio 9,8% (spadek o 0,2 pkt proc. względem końca 2016 r.) i 9,0% (wzrost o 0,4 pkt proc. wobec końca 2016 r.) krajowych SPW. Głównymi czynnikami oddziałującymi na

²⁾ Podstawą opodatkowania banków są aktywa pomniejszone m.in. o fundusze własne oraz polskie SPW.

wartość portfela SPW w posiadaniu zakładów ubezpieczeniowych i funduszy inwestycyjnych są wysokość aktywów oraz polityka inwestycyjna tych podmiotów.

Aktywa zakładów ubezpieczeń na koniec marca 2018 r. ukształtowały się na poziomie 196,9 mld zł, co oznaczało wzrost o 11,9 mld zł wobec końca 2016 r., tj. o 6,4%. Od końca 2016 r. zwiększeniu uległ portfel instrumentów dłużnych i innych papierów wartościowych przynoszących stały dochód, w których dominują obligacje skarbowe – o 5,4 mld zł, tj. o 8,3%.

Wykres 12. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń



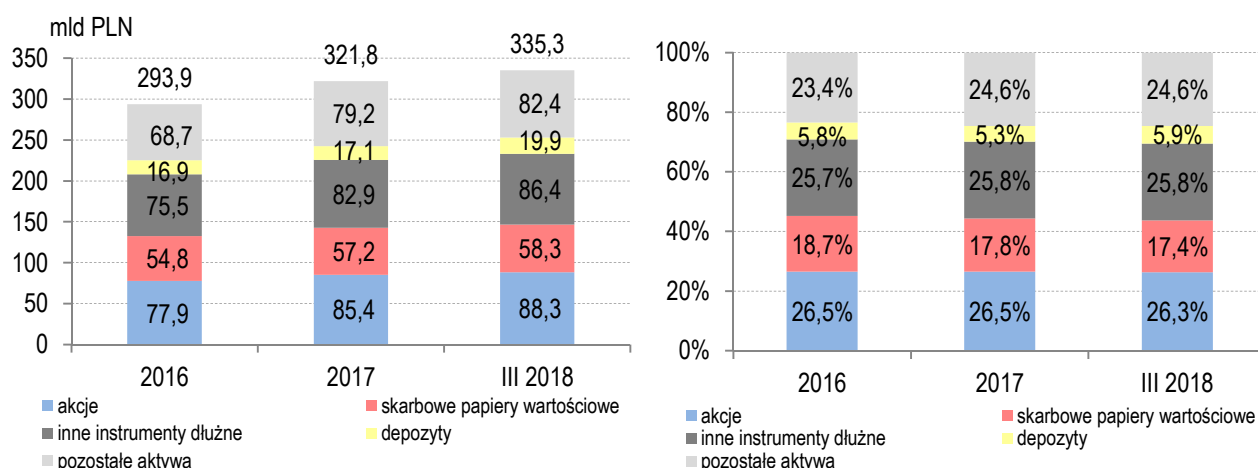
Źródło: dane Komisji Nadzoru Finansowego, wg obowiązujących metod wyceny

*) Udziały, akcje oraz inne papiery wartościowe o zmiennej kwocie dochodu oraz jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne w funduszach inwestycyjnych

***) Dłużne papiery wartościowe i inne papiery wartościowe o stałej kwocie dochodu

Aktywa netto funduszy inwestycyjnych według stanu na koniec marca 2018 r. wzrosły do poziomu 335,3 mld zł, tj. o 41,4 mld zł (14,1%) wobec końca 2016 r. Wartość obligacji skarbowych w posiadaniu funduszy inwestycyjnych wzrosła – o 3,5 mld zł, a ich udział w aktywach utrzymywał się na stabilnym poziomie (17-19%).

Wykres 13. Struktura aktywów netto funduszy inwestycyjnych*



Źródło: dane Narodowego Banku Polskiego, wg obowiązujących metod wyceny

*) Z wyłączeniem funduszy rynku pieniężnego oraz funduszy w stanie likwidacji określonych w metodyce Europejskiego Banku Centralnego

Do głównych czynników, które będą decydowały o wartości portfela SPW w aktywach zarządzanych przez pozabankowe instytucje finansowe w kolejnych latach, należą:

- dalszy rozwój rynku ubezpieczeniowego i funduszy inwestycyjnych;
- kształtowanie się poziomu oszczędności krajowych, w tym w efekcie wdrażania Programu Budowy Kapitału, zakładającego zwiększenie skali oszczędności w gospodarce, a także budowę

kultury długoterminowego oszczędzania gospodarstw domowych. Jednym z jego filarów są Pracownicze Plany Kapitałowe (PPK), które będą tworzone w celu systematycznego gromadzenia długoterminowych oszczędności przez ich uczestników z przeznaczeniem na wypłatę po zakończeniu aktywności zawodowej. W sierpniu 2018 r. Rada Ministrów przyjęła projekt ustawy o PPK, zgodnie z którym wpłaty do PPK będą dokonywane przez podmiot zatrudniający i uczestnika programu; przewidziano także specjalne wsparcie ze strony państwa dla uczestników PPK. Środki zgromadzone w PPK będą stanowić prywatną własność uczestników, a oszczędzanie w PPK będzie dobrowolne (każdy zatrudniony zostanie zapisany do programu automatycznie, ale będzie mógł się z niego wycofać). Pierwsze grupy pracowników będą mogły rozpocząć gromadzenie oszczędności w PPK od połowy 2019 r. Utworzenie PPK znacząco zwiększy aktywa instytucji finansowych, zakwalifikowanych po spełnieniu warunków określonych w ustawie do zarządzania PPK, i w rezultacie popyt ze strony krajowych inwestorów pozabankowych na krajowe SPW;

- koniunktura na rynku akcji, która jest jednym z czynników determinujących decyzje w zakresie alokacji oszczędności przez gospodarstwa domowe;
- utrzymujące się niskie stopy procentowe, skłaniające do poszukiwania alternatywnych względem lokat bankowych możliwości inwestowania kapitału przez gospodarstwa domowe.

Kształtowanie się udziału inwestorów krajowych w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW w najbliższych latach, poza wymienionymi wcześniej czynnikami, w znaczącym stopniu będzie zależało także od poziomu potrzeb pożyczkowych, determinującego wielkość podaży SPW oferowanej inwestorom.

IV.2.3. Rola inwestorów zagranicznych

Inwestorzy zagraniczni odgrywają znaczącą rolę w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym. Po napływie inwestorów zagranicznych na rynek krajowy w 2017 r., w pierwszej połowie 2018 r. miał miejsce odpływ kapitału nierezydentów, głównie z obligacji o krótkich terminach zapadalności (do 3 lat). Udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu w krajowych SPW na koniec czerwca 2018 r. wynosił 30,2% i zmniejszył się o 2,6 pkt proc. względem końca 2016 r. Na spadek udziału nierezydentów wpływ miały zarówno czynniki lokalne, m.in. wynikająca z dobrej sytuacji budżetowej niższa podaż SPW w 2017 r. i w pierwszej połowie 2018 r. oraz utrzymywanie się wysokiego popytu ze strony inwestorów krajowych, jak i międzynarodowe, takie jak polityka pieniężna głównych banków centralnych i sytuacja geopolityczna na świecie.

Popyt ze strony inwestorów zagranicznych jest w dużej mierze uzależniony od sytuacji międzynarodowej i w konsekwencji charakteryzuje się wysoką zmiennością. Ryzyko nagłego odpływu z Polski kapitału zagranicznego jest jednak ograniczone z uwagi na wysoką dywersyfikację, zarówno instytucjonalną, jak i geograficzną struktury nierezydentów. W strukturze podmiotowej zadłużenia wobec nierezydentów dominują stabilni inwestorzy instytucjonalni, w tym ponad 1/4 stanowią banki centralne i instytucje publiczne³⁾. Wysoko zdywersyfikowana jest również struktura geograficzna posiadaczy krajowych SPW – na koniec czerwca 2018 r. znajdowały się one w portfelach inwestorów z 59 krajów.

W horyzoncie *Strategii* do najważniejszych czynników, które będą oddziaływały na popyt nierezydentów na polskie SPW, należą:

- działania banków centralnych;
- silne fundamenty gospodarcze Polski;

³⁾ Struktura nie uwzględnia rachunków zbiorczych.

- ocena ryzyka kredytowego Polski;
- utrzymujący się dysparytet stóp procentowych;
- funkcjonowanie w Polsce dużego i płynnego rynku finansowego (w szczególności rynku SPW) i jego odpowiedniej infrastruktury (wspieraniu rozwoju polskiego rynku kapitałowego ma służyć stworzenie kompleksowej Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego).

W związku ze swobodnym przepływem kapitału zagranicznego inwestycje nierezydentów w krajowe SPW, tak jak pozyskiwanie środków na rynkach międzynarodowych, mogą być źródłem ryzyka kursowego dla długu SP ze względu na ich oddziaływanie na poziom kursu złotego. Czynniki te mają więc wpływ na elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku i waluty.

IV.3. Uwarunkowania międzynarodowe

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

- sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których zaciągane będą zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro i dolara amerykańskiego oraz działania banków centralnych:
 - deklarację stopniowej normalizacji polityki pieniężnej przez Fed – kolejne podwyżki stóp procentowych oraz redukcja jego bilansu; zgodnie z czerwcową projekcją stóp procentowych członkowie Fed przewidują przyspieszenie tempa normalizacji polityki pieniężnej w tym roku przy utrzymaniu skali zacieśnienia w 3-letnim horyzoncie prognozy bez zmian;
 - zapowiedź kontynuowania akomodacyjnej polityki pieniężnej przez EBC – pomimo stopniowego ograniczania miesięcznej skali skupu aktywów i deklaracji zakończenia programu w grudniu 2018 r. bank centralny podtrzymał wolę kontynuowania dotychczasowej polityki reinwestowania spłat kapitału z zapadających obligacji nabytych w ramach programu skupu przez dłuższy czas po zakończeniu programu, a przynajmniej tak długo jak będzie to konieczne do utrzymania korzystnych warunków płynnościowych i łagodnej polityki pieniężnej. EBC przewiduje również utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie co najmniej do lata 2019 lub do czasu, aż dostosowanie ścieżki inflacji do celu inflacyjnego (2,0%) nabierze trwałego charakteru;
 - kontynuację przez Bank Japonii programu skupu aktywów oraz utrzymywanie referencyjnej stopy procentowej na ujemnym poziomie tak długo, jak będzie to konieczne do osiągnięcia celu inflacyjnego;
 - utrzymywanie przez Narodowy Bank Szwajcarii ujemnej stopy depozytowej i ujemnego pasma wahań dla trzymiesięcznej stawki LIBOR, a także gotowości do interwencji na rynku walutowym, jeżeli będzie to niezbędne do przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji CHF;
 - zaostrzenie polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin;
- postrzeganie ryzyka kredytowego Polski i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych;
- uwarunkowania ekonomiczne i polityczne wpływające na poziom apetytu na ryzyko na globalnych rynkach finansowych, w tym m.in.:
 - ryzyko zwiększonego protekcjonizmu w polityce handlowej USA i odpowiedzi na tę politykę ze strony innych krajów;
 - niepewność co do przyszłości negocjacji pomiędzy UE i Wielką Brytanią w sprawie warunków opuszczenia przez ten kraj Wspólnoty Europejskiej.

V. CEL STRATEGII

Celem *Strategii* pozostanie **minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomu:**

- 1) ryzyka refinansowania,
- 2) ryzyka kursowego,
- 3) ryzyka stopy procentowej,
- 4) ryzyka płynności budżetu państwa,
- 5) pozostałych rodzajów ryzyka, w szczególności ryzyka kredytowego i operacyjnego,
- 6) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

Cel ten, któremu podporządkowane będzie zarządzanie długiem, jest rozumiany w dwóch aspektach jako:

- **dobór instrumentów** służący minimalizacji kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych okresach zapadalności i istotnym udziale w długu poprzez odpowiedni dobór rynków, instrumentów zarządzania długiem, struktury finansowania potrzeb pożyczkowych i terminów emisji;
- **zapewnianie efektywności rynku SPW** przyczyniającej się do obniżania rentowności SPW. Oznacza to dążenie do eliminowania lub ograniczania ewentualnych niekorzystnych czynników w organizacji i infrastrukturze rynku.

Podejście do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu nie uległo zmianie w stosunku do strategii z poprzedniego roku. Oznacza to możliwość elastycznego kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty oraz typu instrumentów, w tym również przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych. Wybór tej struktury powinien być rezultatem oceny sytuacji rynkowej (poziomu popytu, stóp procentowych i kształtu krzywej dochodowości na poszczególnych rynkach oraz oczekiwanych poziomów kursów walutowych) i kosztu finansowania w długim horyzoncie czasu, z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z akceptowanego poziomu ryzyka.

Doświadczenia zarządzania długiem wskazują na duże znaczenie elastyczności i dywersyfikacji źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych w zależności od kształtowania się sytuacji rynkowej. Przyczynia się to zarówno do zapewnienia bezpieczeństwa finansowania potrzeb pożyczkowych państwa, jak i obniżenia kosztu pozyskiwanego kapitału, co jest szczególnie istotne w okresie zawirowań na rynkach finansowych.

Podstawowym rynkiem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy. Oferta instrumentów na tym rynku będzie kształtowana w sposób elastyczny, dostosowany do bieżącej sytuacji rynkowej, tj. zgłaszanego poziomu i struktury popytu tak, aby minimalizować wpływ podaży SPW na poziom rentowności. Finansowanie na rynkach międzynarodowych będzie stanowiło uzupełnienie finansowania krajowego, a jego poziom powinien:

- uwzględniać potrzeby pożyczkowe budżetu w walutach obcych oraz napływ środków unijnych;
- zapewniać dywersyfikację źródeł pozyskiwania środków poprzez dostęp Polski do bazy inwestorów na głównych rynkach finansowych;
- utrzymywać pozycję Polski na rynku euro;

- działać stabilizująco na rynek krajowy poprzez zapewnienie bezpieczeństwa finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sytuacji przejściowych zaburzeń na rynku krajowym;
- wykorzystywać możliwości atrakcyjnego finansowania w międzynarodowych instytucjach finansowych;
- uwzględniać możliwość sprzedaży walut na rynku walutowym i w NBP jako instrumentu finansowania potrzeb pożyczkowych i zarządzania środkami walutowymi, z uwzględnieniem uwarunkowań wynikających z polityki pieniężnej i gospodarczej oraz rachunku finansowego.

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

1) ryzyka refinansowania

- utrzymywanie dominującej roli instrumentów średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym, przy uwzględnieniu sytuacji rynkowej;
- utrzymywanie średniej zapadalności długu krajowego na poziomie zbliżonym do 4,5 roku, o ile będzie to możliwe z punktu widzenia sytuacji rynkowej;
- utrzymanie średniej zapadalności długu SP na poziomie zbliżonym do 5 lat;
- dążenie do równomiernego rozkładu wykupów w kolejnych latach;

2) ryzyka kursowego

- obniżenie udziału długu nominowanego w walutach obcych poniżej 30% oraz kontynuację stopniowego jego obniżania w horyzoncie *Strategii*;
- możliwość stosowania instrumentów pochodnych w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu;
- utrzymanie w horyzoncie *Strategii* efektywnego (tj. uwzględniającego transakcje pochodne) udziału euro w długu w walutach obcych na poziomie co najmniej 70%;

3) ryzyka stopy procentowej

- utrzymywanie ATR długu krajowego w przedziale 2,8-3,8 roku;
- oddzielanie zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania poprzez wykorzystanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu i obligacji inflacyjnych oraz możliwość wykorzystania instrumentów pochodnych;
- obecnie poziom ryzyka stopy procentowej długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;

4) ryzyka płynności budżetu państwa

- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami. Ich poziom będzie wypadkową aktualnej i przewidywanej sytuacji budżetowej oraz rynkowej, z uwzględnieniem uwarunkowań sezonowych i dążenia do równomiernego rozkładu podaży SPW w ciągu roku;
- możliwość wykorzystania środków w walutach obcych i transakcji pochodnych w zarządzaniu strukturą walutową płynnych aktywów;

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

- zawieranie transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych z podmiotami o wysokiej wiarygodności kredytowej;
- stosowanie rozwiązań ograniczających ryzyko kredytowe, w tym umów zabezpieczających, oraz pozwalających na jego dywersyfikację przy zawieraniu transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych. W horyzoncie *Strategii* planowane jest zawarcie kolejnych umów zabezpieczających, uwzględniających obecne standardy rynkowe, umożliwiających zawieranie transakcji niegenerujących ryzyka kredytowego na korzystniejszych warunkach;
- dywersyfikację ryzyka kredytowego generowanego przez transakcje niezabezpieczone;

6) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie

- dążenie do równomiernego rozkładu kosztów obsługi długu w poszczególnych latach, w tym również poprzez wykorzystywanie instrumentów pochodnych;
- ustalanie kuponów obligacji na poziomie nieznacznie poniżej ich prognozowanej rentowności w okresie sprzedaży.

VI. ZADANIA STRATEGII

Za najważniejsze zadania służące realizacji celu *Strategii* uznano:

- 1) zapewnianie płynności rynku SPW,
- 2) zapewnianie efektywności rynku SPW,
- 3) zapewnianie przejrzystości rynku SPW,
- 4) efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa.

Zadania *Strategii* związane z rozwojem rynku SPW mają charakter długoterminowy i obejmują działania realizowane w sposób ciągły. Zadania te są w dużej mierze współzależne, tj. poszczególne działania mogą się przyczyniać jednocześnie do realizacji więcej niż jednego zadania. Podejmowane działania powinny służyć przede wszystkim utrzymaniu prawidłowego funkcjonowania rynku bądź jego dalszemu doskonaleniu tak, aby przyczyniać się do lepszej realizacji celu *Strategii*.

Jako samodzielne zadanie wyróżniono działania związane z efektywnym zarządzaniem płynnością budżetu państwa.

VI.1. Zapewnianie płynności rynku SPW

Zadanie to dotyczy zarówno płynności całego rynku SPW, jak i poszczególnych emisji i jest związane z dążeniem do eliminacji premii za niedostateczną płynność (i związanego z nią kosztu wyjścia z inwestycji) oraz zwiększenia popytu ze strony inwestorów zainteresowanych jedynie płynnymi emisjami. Oba czynniki wpływają na obniżenie rentowności SPW i, co za tym idzie, minimalizację kosztów obsługi długu SP. W horyzoncie *Strategii* planowana jest kontynuacja dotychczasowej polityki, tj.:

- budowanie dużych serii obligacji (benchmarków) na rynku krajowym - w przypadku obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu ich wartość powinna wynosić co najmniej 25 mld zł, z uwzględnieniem dążenia do równomiernego rozkładu wykupów w czasie;
- emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro i, w zależności od uwarunkowań rynkowych, również na rynku dolara amerykańskiego;
- dostosowanie polityki emisyjnej, w tym przetargów sprzedaży, zamiany i odkupu, do warunków rynkowych, w tym popytu w poszczególnych segmentach rynku SPW.

VI.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW

Zadanie to służy minimalizacji kosztów obsługi w drugim z przedstawionych w rozdziale V aspektów celu i obejmuje następujące działania na rynku pierwotnym i wtórnym:

- dopasowanie harmonogramu emisji na rynku krajowym i zagranicznym do uwarunkowań rynkowych i budżetowych;
- zwiększanie i umacnianie roli systemu DSPW w zakresie rozwoju rynku SPW oraz operacji związanych z zarządzaniem długiem - w obszarach, gdzie uczestnicy systemu DSPW mogą zapewnić konkurencyjność nie mniejszą niż inni uczestnicy rynku finansowego, zawieranie transakcji i wybór partnera następować będą z uwzględnieniem preferencji wynikających z ich udziału w systemie; w ramach rozwoju systemu planowane jest powiązanie aktywności DSPW z możliwością nabycia w ramach zakupu dodatkowego obligacji oferowanych na przetargu sprzedaży;
- dbałość o relacje z inwestorami na rynku krajowym i zagranicznym, w tym poprzez:
 - regularne spotkania z bankami będącymi uczestnikami systemu DSPW (w ramach Rady Uczestników Rynku SPW),
 - spotkania z podmiotami sektora pozabankowego,

- spotkania z inwestorami i bankami zagranicznymi,
- bieżące spotkania i konsultacje telefoniczne z inwestorami;
- poszerzanie bazy inwestorów, w tym poprzez regularne spotkania z inwestorami zagranicznymi na kluczowych rynkach międzynarodowych, służące promocji SPW emitowanych w kraju i za granicą;
- aktywny udział w konferencjach i seminariach z udziałem inwestorów.

VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW

Zadanie to służy ograniczaniu niepewności związanej z funkcjonowaniem rynku SPW, pozwala jego uczestnikom uzyskać wiarygodną informację o bieżących cenach rynkowych oraz pomaga formułować przewidywania o kształtowaniu się cen w przyszłości. Przejrzystości rynku służy zarówno przewidywalność polityki emisyjnej, jak i transparentne funkcjonowanie rynku wtórnego. W tym zakresie podjęte będą następujące działania:

- prowadzenie przejrzystej komunikacji w zakresie planów emisyjnych w horyzoncie bieżącego roku, kwartału i miesiąca;
- promocja rynku elektronicznego poprzez:
 - odpowiednie regulacje w systemie DSPW, z zachowaniem zasad konkurencyjności oraz transparentności, w szczególności dotyczące obowiązków nałożonych na uczestników systemu w zakresie kwotowań obligacji, utrzymywania określonych spreadów oraz udziału w fixingu SPW,
 - dostosowywanie zasad pełnienia funkcji DSPW do aktualnych potrzeb wynikających z otoczenia regulacyjnego.

VI.4. Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa

Zadanie to polega z jednej strony na pozyskiwaniu i utrzymywaniu środków na poziomie zapewniającym terminową realizację zadań państwa oraz odporność budżetu na zmieniającą się sytuację rynkową, z drugiej strony na ich inwestowaniu, tak aby koszt netto ich utrzymywania był możliwie najniższy. Działania te dokonywane są przy uwzględnieniu uwarunkowań budżetowych, rynkowych oraz ograniczeń odnośnie do ryzyka, w tym kredytowego i operacyjnego.

Utrzymywanie odpowiedniego poziomu płynności powoduje powstanie bezpośredniego kosztu wynikającego z wyższych rentowności sprzedawanych SPW w stosunku do osiągniętych dochodów z krótkoterminowych lokat. Jednakże dzięki utrzymywaniu odpowiedniego stanu wolnych środków występują pośrednie oszczędności wynikające z faktu, że emitent ma możliwość sprzedaży SPW w okresach dostosowanych do sytuacji rynkowej i w wysokości odpowiadającej popytowi.

Realizacji zadania służyć będą następujące instrumenty:

- lokaty środków złotych oraz walutowych w NBP oraz na rynku finansowym za pośrednictwem BGK;
- zawieranie transakcji typu *buy-sell-back* bezpośrednio na rynku finansowym, co stanowi instrument lokowania środków budżetowych bez generowania ryzyka kredytowego;
- sprzedaż części środków walutowych w NBP oraz na rynku walutowym;
- wykorzystywanie wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych oraz środków znajdujących się w depozytach sądowych lokowanych na rachunku Ministra Finansów w BGK; począwszy od 2019 r. możliwość składania depozytów na rachunku Ministra Finansów będą miały jednostki sektora instytucji rządowych i samorządowych, które nie należą do sektora finansów publicznych;
- transakcje FX swap umożliwiające kształtowanie struktury walutowej płynnych środków;
- krótkoterminowe pożyczki na rynku międzybankowym.

VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

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

W przypadku długu sektora finansów publicznych, w tym długu innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych, autonomicznych w zaciąganiu zobowiązań, oddziaływanie na wielkość zadłużenia ma charakter pośredni i wynika z zapisów ustawy o finansach publicznych. Zawierają one przede wszystkim ograniczenia nałożone na sposób zaciągania zobowiązań przez JST oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne, obowiązujące jednostki sektora finansów publicznych w przypadku, gdy relacje do PKB zarówno PDP, jak i kwoty ustalonej w wyniku przeliczenia PDP na walutę polską z zastosowaniem średniej arytmetycznej średnich kursów NBP w danym roku budżetowym dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych pomniejszonej o wartość środków na prefinansowanie potrzeb pożyczkowych w kolejnym roku budżetowym (art. 38a pkt 3) przekraczają 55%.

Ponadto stabilizująca reguła wydatkowa zawarta w ustawie o finansach publicznych określa progi relacji kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych, do PKB na poziomach 43% i 48%. Przekroczenie progów i spełnienie dodatkowych warunków określonych w ustawie uruchamia automatyczny mechanizm korygujący, ograniczający tempo wzrostu kwoty wydatków na określony rok budżetowy.

W Aneksie 3 przedstawione zostały ograniczenia dotyczące zaciągania długu publicznego zapisane w ustawie o finansach publicznych (wynikające z procedur ostrożnościowych i sanacyjnych oraz zasad zaciągania zobowiązań przez JST), a także mechanizm korygujący zawarty w regule wydatkowej.

VII.1. Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego

Rada Ministrów przyjęła w dniu 11 lipca 2018 r. projekt ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw. Projekt zmierza do zrationalizowania możliwości zadłużania się samorządów, uelastycznienia ich gospodarki finansowej oraz wzmocnienia mechanizmów prawnych służących zwiększeniu bezpieczeństwa finansowego. Najważniejsze projektowane zmiany to:

- umożliwienie restrukturyzacji długu JST poprzez spłatę istniejącego zadłużenia nowym długiem o niższych kosztach obsługi lub wcześniejszą spłatę długu w sytuacji posiadania własnych środków finansowych (np. nadwyżki budżetowej z lat poprzednich, środków ze zwrotu udzielonych pożyczek) lub wolnych środków z tytułu rozliczenia zaciągniętych zobowiązań;
- wzmocnienie mechanizmów prawnych służących zwiększeniu bezpieczeństwa finansowego JST poprzez:
 - uwzględnienie, przy wyliczaniu indywidualnego wskaźnika spłaty zadłużenia, tych zobowiązań, które wywołują skutki ekonomiczne podobne do umowy pożyczki lub kredytu (m.in. niestandardowych instrumentów finansowych), co pozwoli na wyeliminowanie obchodzenia wskaźnika zadłużenia, a tym samym zwiększy bezpieczeństwo finansowe JST,
 - objęcie zobowiązań, które wywołują skutki ekonomiczne podobne do umowy pożyczki, ograniczeniem, takim jak dla tradycyjnych kredytów i pożyczek,
 - objęcie limitem spłaty zadłużenia wszystkich wydatków na obsługę długu,
 - zobowiązanie jednostek samorządu do uzyskiwania opinii regionalnej izby obrachunkowej o możliwości spłaty zobowiązania, które wywołuje skutki ekonomiczne podobne do umowy pożyczki lub kredytu, co wzmocni proces monitorowania długu JST,

- wyłączenie wolnych środków z reguły dotyczącej zrównoważenia budżetu, określonej w art. 242 ustawy o finansach publicznych, tak aby JST nie zaciągały nadmiernych kredytów.
- doprecyzowanie możliwości zadłużania JST, polegające na:
 - wyeliminowaniu przy liczeniu wskaźnika zadłużenia dochodów ze sprzedaży majątku, jako elementu poprawiającego możliwości spłaty zadłużenia,
 - zastąpieniu w mianowniku relacji z art. 243 ustawy o finansach publicznych dochodów ogółem dochodami bieżącymi, pomniejszonymi o dotacje i środki na cele bieżące, w tym środki UE,
 - wyłączeniu kwot dochodów i wydatków o charakterze bieżącym związanych z realizacją projektu UE przy wyliczeniu limitu spłaty zadłużenia,
 - wydłużeniu do 7 lat okresu, z którego liczony jest limit spłaty zadłużenia,
 - wyłączeniu wszystkich wydatków bieżących na obsługę długu z prawej strony wzoru,
 - oparciu wyliczeń indywidualnego wskaźnika spłaty zadłużenia zawsze na najbardziej aktualnych danych (z wykonania budżetu), co wyeliminuje sztuczne powiększanie możliwości zadłużania.

VII.2. Średniookresowe ramy budżetowe

W horyzoncie *Strategii* przewiduje się wprowadzenie średniookresowych ram budżetowych oraz dalszą integrację procesów planowania wieloletniego i rocznego. Zmianie powinna podlegać klasyfikacja budżetowa, a także systemy zbierania danych, tj. sprawozdawczości budżetowej oraz sprawozdawczości finansowej. Wypracowywane rozwiązania będą wdrażane etapowo.

W ramach pierwszego etapu przewiduje się wprowadzenie rozwiązań uzupełniających obecny system budżetowy, ułatwiających późniejsze prace nad wdrożeniem docelowych, kompleksowych rozwiązań systemowych.

Pierwsze zmiany dotyczące optymalizacji rozwiązań w zakresie planowania wieloletniego, w tym ściślejszego powiązania z rocznym planowaniem budżetowym, zostały wprowadzone rozporządzeniem Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 13 czerwca 2017 r. w sprawie szczegółowego sposobu, trybu i terminów opracowania materiałów do projektu ustawy budżetowej.

W kolejnym kroku przewiduje się wprowadzenie średniookresowych ram budżetowych. Proponowane w tym zakresie zmiany mogą przynieść istotne korzyści wynikające z wydłużenia horyzontu planowania i zwiększenia rzetelności prognoz budżetowych, pozytywnie wpływając na zarządzanie długiem SP i możliwości oddziaływania na PDP.

VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji *Strategii* obejmują prognozy:

- wielkości długu publicznego i kosztów jego obsługi,
- zmian w zakresie ryzyka związanego z długiem publicznym,
- wielkości długu jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP.

Są one oczekiwanym rezultatem realizacji celów *Strategii* przy przyjętych założeniach makroekonomicznych, budżetowych i rynkowych. Ponadto w podrozdziale VIII.4 wskazane zostały najważniejsze zagrożenia dla realizacji celów *Strategii*.

VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

Przy przyjętych założeniach, relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się do 47,0% na koniec 2018 r., a następnie do 46,6% na koniec 2019 r. W horyzoncie *Strategii* utrzyma się trend spadkowy i na koniec 2022 r. relacja państwowego długu publicznego do PKB osiągnie poziom 40,7%. Relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych, do PKB ukształtuje się na poziomie 45,9% w 2018 r. i 45,4% w 2019 r., tj. poniżej prognozy 48% zawartej w stabilizującej regule wydatkowej, a następnie będzie się obniżać do 39,7% w 2022 r.

Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB będzie się obniżała do 49,2% w 2018 r. i 48,9% w 2019 r., a w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 43,4%.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2019 limit kosztów obsługi długu SP będzie w ujęciu nominalnym niższy od poziomu z 2018 r. (29,2 mld zł wobec 30,7 mld zł). W relacji do PKB koszty obsługi długu ulegną obniżeniu z 1,46% w 2018 r. do 1,31% w 2019 r. Założono, że relacja kosztów obsługi długu do PKB w horyzoncie *Strategii* obniży się do poziomu 1,27% - 1,30%.

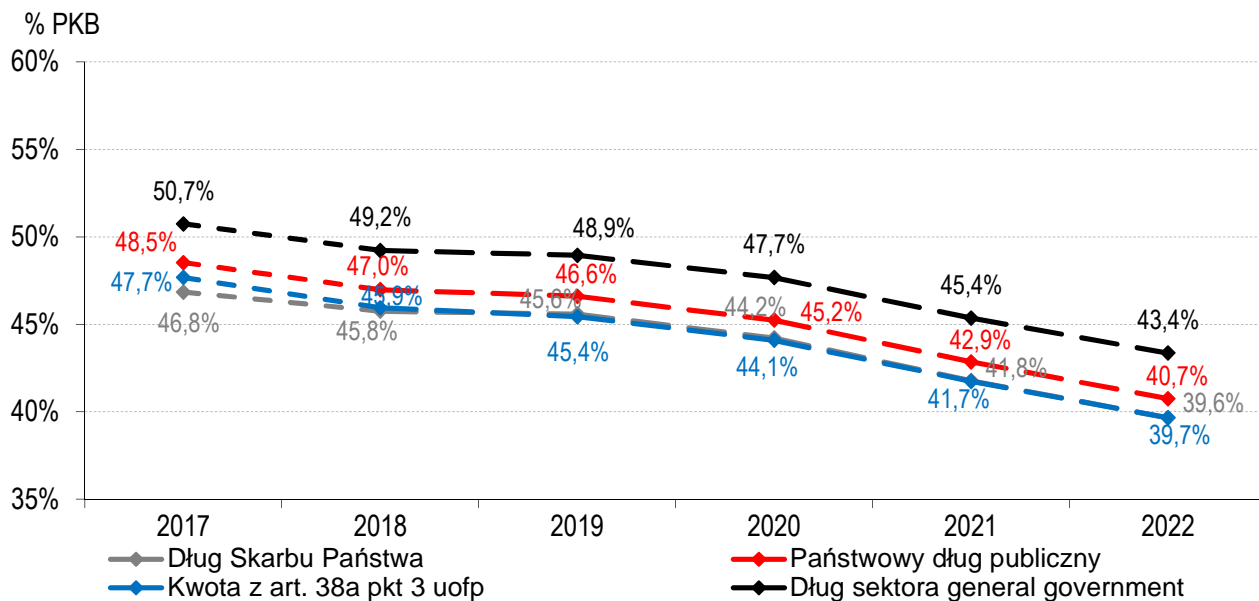
Tabela 9. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1. Dług Skarbu Państwa						
a) w mld zł	928,5	962,9	1 018,3	1 049,0	1 051,8	1 058,6
- krajowy	644,5	683,3	745,2	783,2	796,3	807,3
- zagraniczny	283,9	279,6	273,2	265,7	255,5	251,2
b) w relacji do PKB	46,8%	45,8%	45,6%	44,2%	41,8%	39,6%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	961,8	988,7	1 040,9	1 073,1	1 078,9	1 087,9
b) w relacji do PKB	48,5%	47,0%	46,6%	45,2%	42,9%	40,7%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*						
a) w mld zł	945,0	967,0	1 014,7	1 045,9	1 050,7	1 058,7
b) w relacji do PKB	47,7%	45,9%	45,4%	44,1%	41,7%	39,7%
4. Dług sektora general government						
a) w mld zł	1 005,7	1 036,0	1 093,3	1 131,0	1 142,0	1 157,6
b) w relacji do PKB	50,7%	49,2%	48,9%	47,7%	45,4%	43,4%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)**						
a) w mld zł, w tym:	29,6	30,7	29,2	30,4 - 31,3	31,9 - 32,7	33,9 - 34,6
- długu krajowego	20,7	21,1	20,8	23,2	25,1	27,7
- długu zagranicznego	8,9	9,6	8,4	7,2 - 8,1	6,8 - 7,6	6,2 - 6,9
b) w relacji do PKB	1,50%	1,46%	1,31%	1,28% - 1,32%	1,27% - 1,30%	1,27% - 1,30%

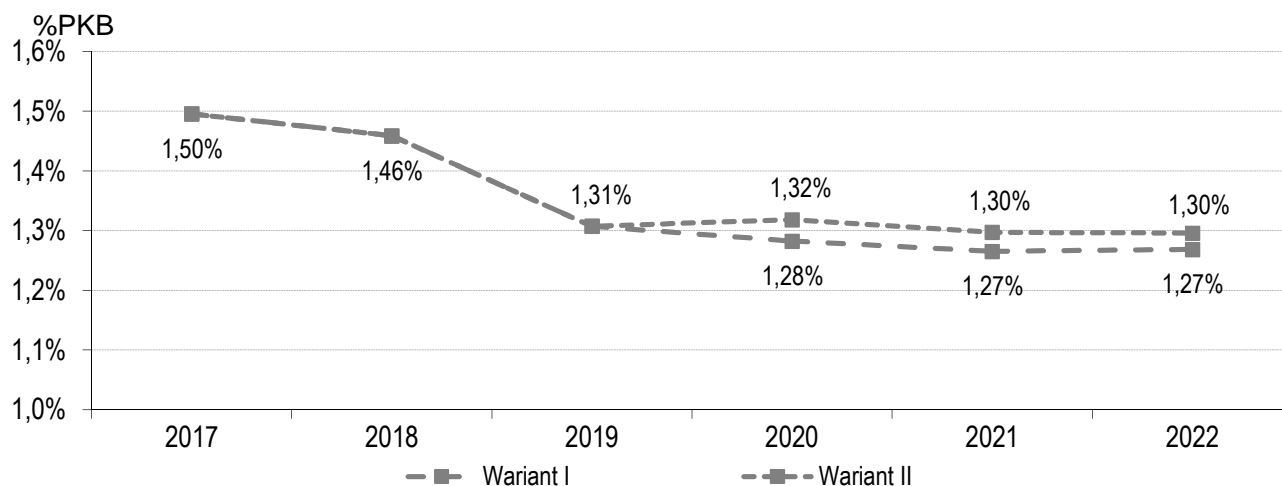
*) Kwota ustalona w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego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

**) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2020-2022 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

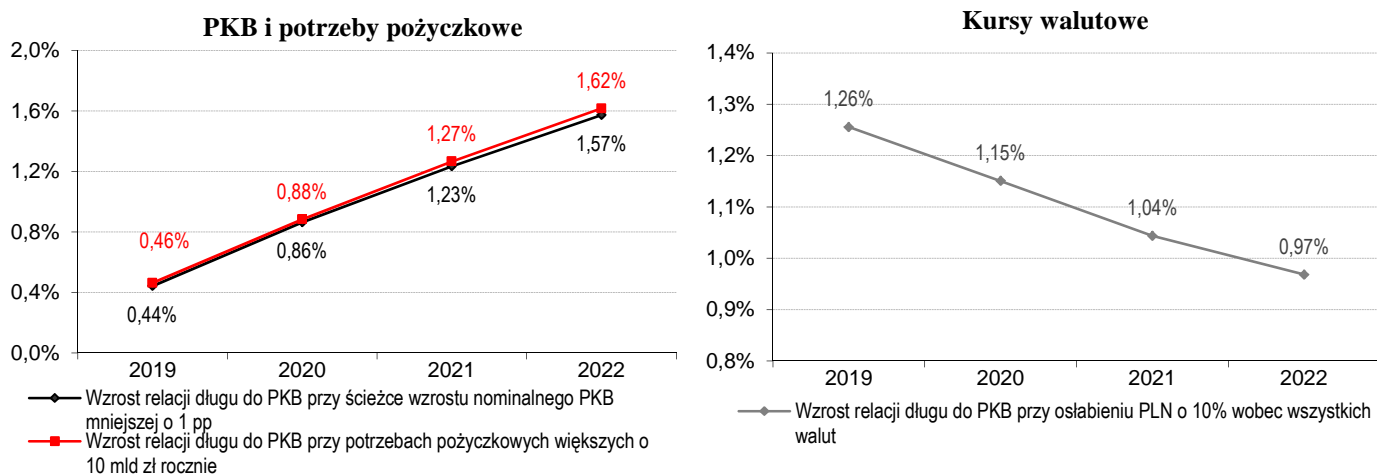
Wykres 14. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 15. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

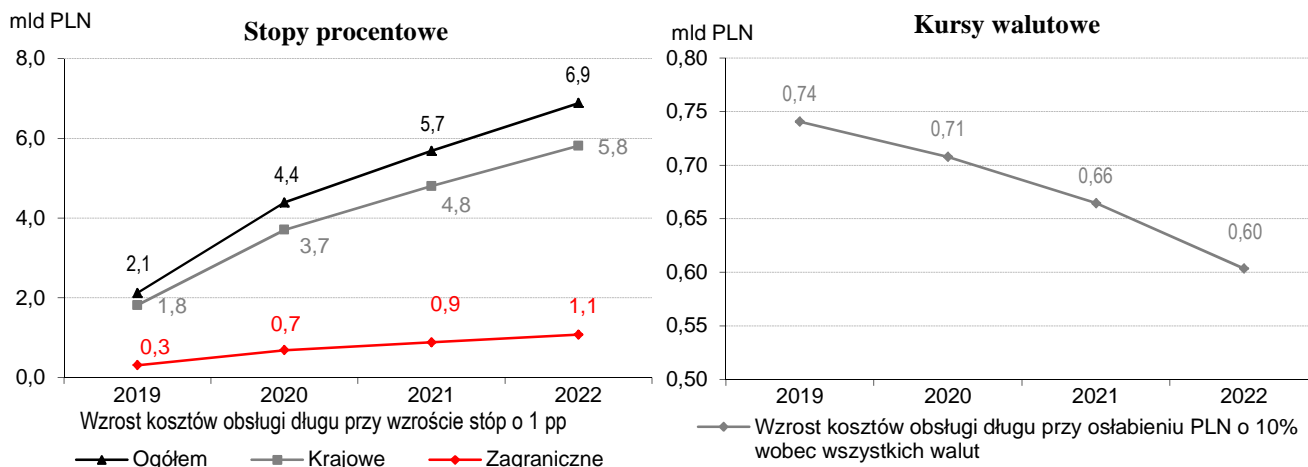


Wykres 16. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń *



*) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2019 r., wrażliwości częściowe przy braku zmian pozostałych założeń.

Wykres 17. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń

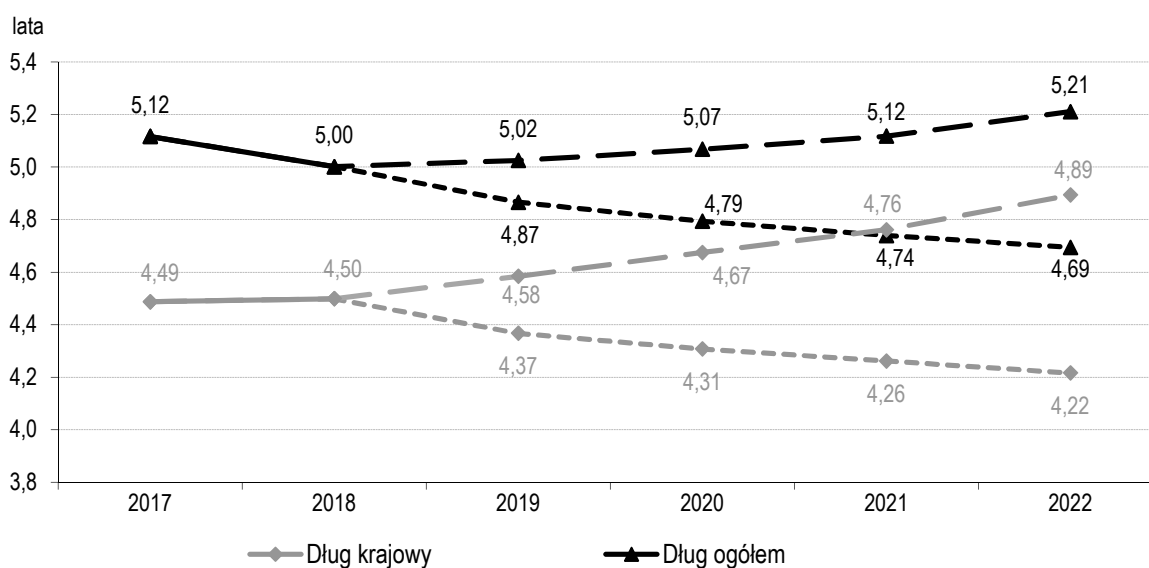


VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

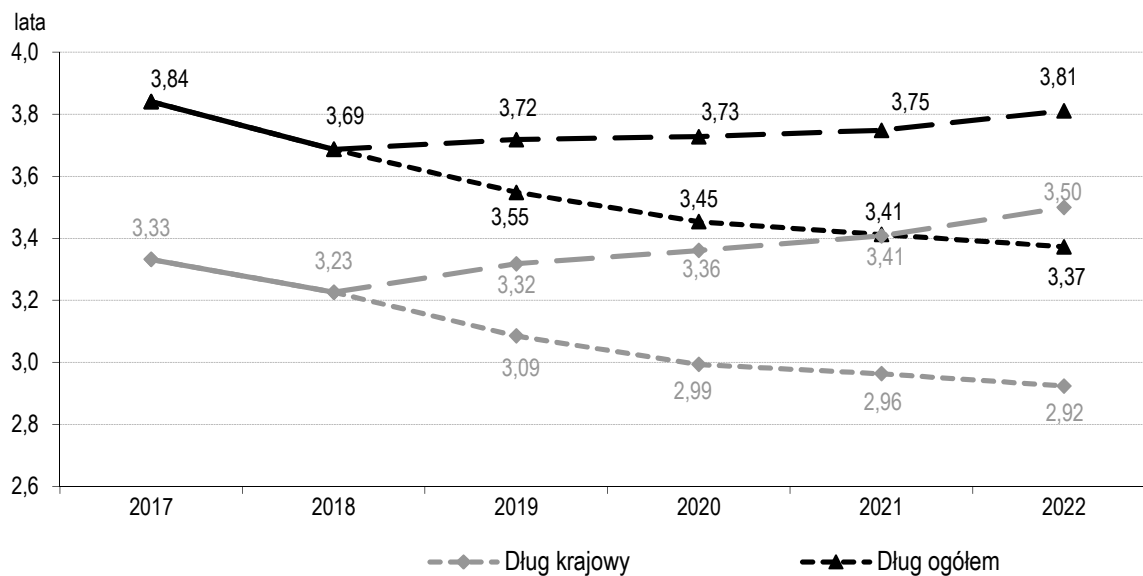
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zakresie ryzyka refinansowania – kierunek zmian średniej zapadalności rynkowego długu krajowego SP będzie zależał od warunków rynkowych tak, że średnia zapadalność w 2022 r. może osiągnąć wartość z przedziału 4,2-4,9 roku, a całego długu SP 4,7-5,2 roku wobec odpowiednio 4,5 oraz 5,0 roku na koniec 2018 r.
- ryzyko stopy procentowej pozostawać będzie w założonym w *Strategii* przedziale, w zależności od przyjętej struktury finansowania, ATR rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 2,9-3,5 roku wobec 3,2 roku na koniec 2018 r., a długu ogółem ok. 3,4-3,8 roku, natomiast *duration* rynkowego długu krajowego w przedziale ok. 2,7-3,2 roku wobec ok. 3,0 roku na koniec 2018 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,1-3,5 roku;
- udział długu w walutach obcych będzie ograniczany i w horyzoncie *Strategii* spadnie do ok. 24%. W scenariuszu bazowym, spadek poniżej 30% powinien nastąpić już w 2018 r.

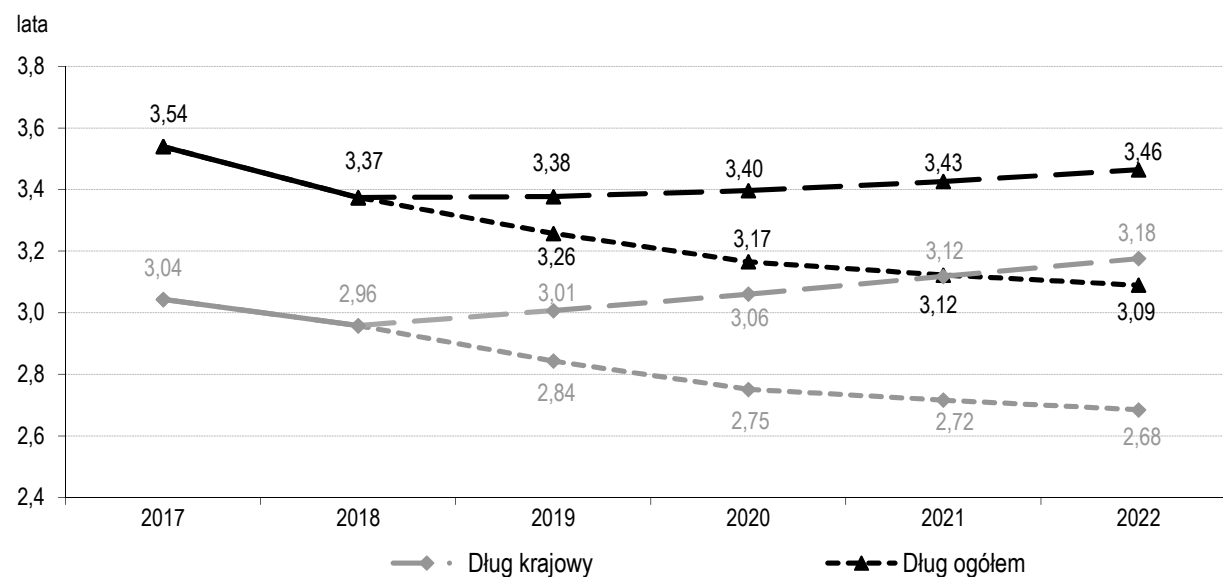
Wykres 18. Średnia zapadalność długu SP



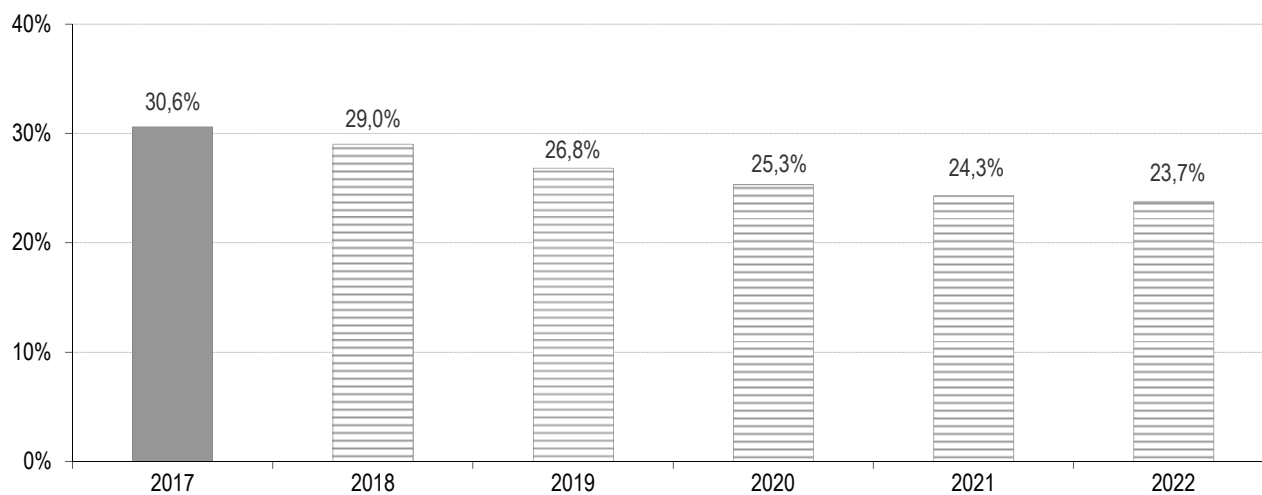
Wykres 19. ATR długu SP



Wykres 20. Duration długu SP



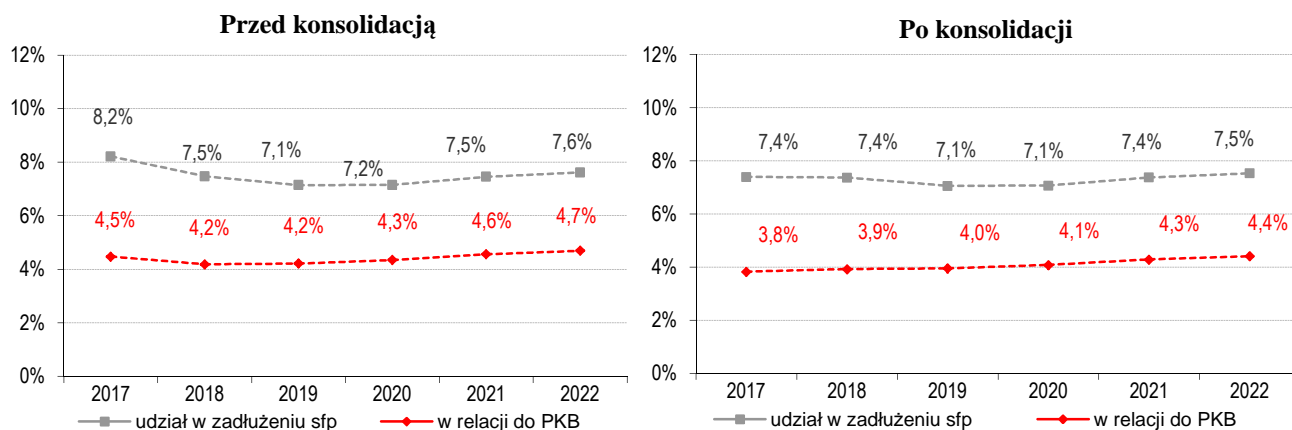
Wykres 21. Udział długu w walutach obcych w długu SP



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

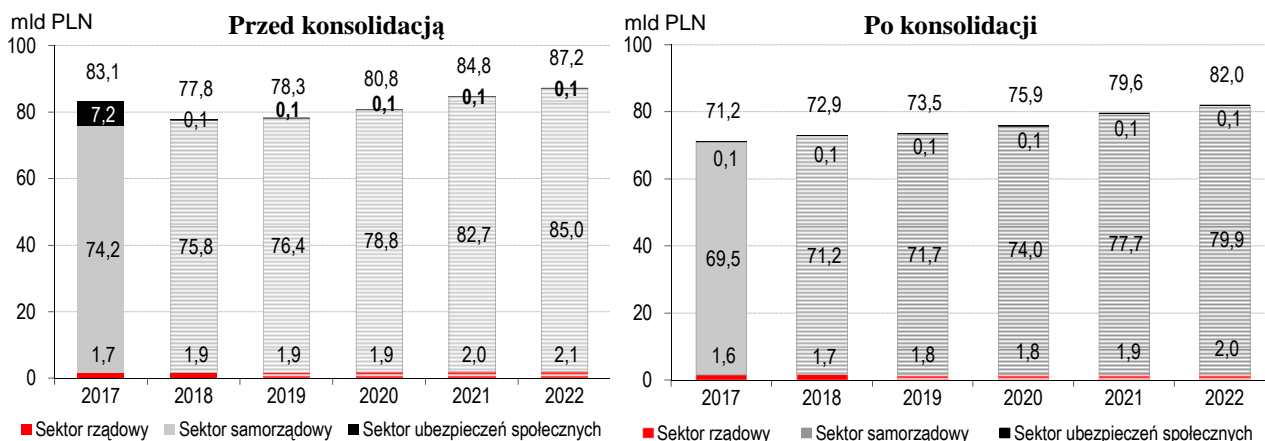
Przy przyjętych założeniach zadłużenie przed konsolidacją pozostałego sektora w relacji do PKB w horyzoncie *Strategii* wzrośnie z 4,2% do 4,7%, a zadłużenie po konsolidacji z 3,9% do 4,4%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych przed konsolidacją będzie się kształtował w przedziale 7,1% – 7,6%, a po konsolidacji 7,1% – 7,5%.

Wykres 22. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji – relacja do PKB i udział w zadłużeniu SFP



Nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP w horyzoncie *Strategii* wzrośnie z 77,8 mld zł do 87,2 mld zł przed konsolidacją, głównie na skutek wzrostu zadłużenia sektora samorządowego. W latach 2018-2019 zadłużenie JST oraz ich związków będzie pozostawało na stosunkowo stabilnym poziomie, a następnie wzrośnie w związku z prognozowanymi deficytami budżetowymi tej grupy jednostek. Na poziom długu JST będą oddziaływać również reguły dotyczące zaciągania zobowiązań przez te jednostki, w tym indywidualny wskaźnik zadłużenia.

Wykres 23. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory



VIII.4. Zagrożenia dla realizacji Strategii

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

- odmiennym od zakładanego scenariuszem sytuacji makroekonomicznej w Polsce, w szczególności wolniejszym wzrostem PKB, wyższymi stopami procentowymi oraz wahaniami kursu walutowego;
- uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
 - wolniejszym od przewidywanego tempem wzrostu światowej gospodarki, w szczególności w Europie;
 - polityką pieniężną głównych banków centralnych, w tym EBC oraz Fed;
 - polityką handlową prowadzoną przez największe gospodarki, w tym USA, Chiny;
 - odpływem kapitału w kierunku rynków bazowych lub innych rynków na skutek m.in. sytuacji geopolitycznej;
- ryzykiem wzrostu relacji długu publicznego do PKB w stosunku do założeń, w związku z:
 - wyższym poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zależnym m.in. od koniunktury w polskiej gospodarce;
 - osłabieniem kursu złotego w stosunku do założonego w *Strategii*;
 - znacznym przyrostem zadłużenia innych niż SP podmiotów sektora finansów publicznych;
 - koniecznością wykonania poręczeń lub gwarancji udzielanych przez podmioty sektora finansów publicznych.

IX. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

IX.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń

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

- udzielanie gwarancji i poręczeń głównie na wspieranie inwestycji prorozwojowych, w szczególności z zakresu infrastruktury, ochrony środowiska, tworzenia nowych miejsc pracy oraz rozwoju regionalnego, realizowanych m.in. w oparciu o fundusze z UE, a także na wsparcie innych zadań inwestycyjnych wynikających z ewentualnych nowych programów wsparcia przewidujących udzielanie poręczeń i gwarancji;
- możliwość wykorzystania gwarancji i poręczeń w celu wsparcia działań, które mogą być potencjalnie podjęte w przypadku ewentualnego pogorszenia warunków działania polskiego systemu finansowego.

Wartość udzielanych w danym roku nowych poręczeń i gwarancji ograniczana jest poprzez ustawę budżetową. Zgodnie z art. 31 ustawy z dnia 8 maja 1997 r. o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne, ustawa budżetowa corocznie określa łączną kwotę, do wysokości której mogą być udzielane przez SP poręczenia i gwarancje. Limit na 2018 r. w projekcie ustawy budżetowej został ustalony na poziomie 200 mld zł. Skala wykorzystania instrumentu gwarancji i poręczeń SP będzie wynikała przede wszystkim z kontynuacji inwestycji infrastrukturalnych. Ponadto znaczna część limitu została zaplanowana w związku z ewentualnymi działaniami, które mogą być podjęte w przypadku pogorszenia warunków działania polskiego systemu finansowego. Istotny wpływ na wzrost potencjalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SP będą miały poręczenia i gwarancje udzielane następującym podmiotom:

- BGK na emisję obligacji oraz spłatę kredytów zaciąganych na rzecz KFD w celu współfinansowania budowy infrastruktury drogowej,
- PKP Polskim Liniom Kolejowym S.A. na spłatę kredytów zaciąganych w celu współfinansowania modernizacji infrastruktury i taboru kolejowego.

IX.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń

Potencjalne (niewymagalne) zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych na koniec I półrocza 2018 r. wyniosły 129,1 mld zł wobec 120,4 mld zł w 2017 r. (6,1% PKB) oraz 128,2 mld zł w 2016 r. (6,9% PKB).

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2018 r. wynosiły one 125,6 mld zł wobec 116,9 mld zł w 2017 r. (5,9% PKB) oraz 124,5 mld zł w 2016 r. (6,7% PKB). Spadek niewymagalnych zobowiązań w 2017 r. był przede wszystkim wynikiem wolniejszego niż zakładano tempa udzielania nowych gwarancji oraz umocnienia złotego. Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. Na koniec 2017 r. ok. 98% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka.

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP (stan na 30 czerwca 2018 r.) wynikały z:

- | | |
|--|-------------|
| • gwarancji udzielonych za BGK | 96,2 mld zł |
| w tym na wsparcie KFD | 95,0 mld zł |
| • gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. | 13,1 mld zł |
| • gwarancji wypłat z KFD dla Gdańsk Transport Company S.A. | 7,9 mld zł |
| • gwarancji wypłat z KFD dla Autostrady Wielkopolskiej II S.A. | 6,2 mld zł |

- gwarancji udzielonych za PKP Intercity S.A.

1,8 mld zł

Przewiduje się, że relacja potencjalnych zobowiązań SP z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB wyniesie na koniec 2018 r. ok. 6,5%, a następnie wzrośnie, jednak w kolejnych okresach prognozy utrzyma się poniżej 10%.

Tabela 10. Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń SFP i SP

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:							
a) sektor finansów publicznych							
w mld zł	128,2	120,4	140,2	149,9	156,1	168,4	190,3
w relacji PKB	6,9%	6,1%	6,7%	6,7%	6,6%	6,7%	7,1%
b) Skarb Państwa							
w mld zł	124,5	116,9	136,8	146,5	152,7	165,1	187,0
w relacji PKB	6,7%	5,9%	6,5%	6,6%	6,4%	6,6%	7,0%

Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć

A. Wykaz skrótów

ATM – średnia zapadalność (*average time to maturity*)
ATR – *average time to refixing*
BFG – Bankowy Fundusz Gwarancyjny
CIRS – *currency interest rate swap*
DSPW – Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
EBC – Europejski Bank Centralny
Fed – System Rezerwy Federalnej w USA (*the Federal Reserve System*)
FUS – Fundusz Ubezpieczeń Społecznych
JST – jednostki samorządu terytorialnego
KFD – Krajowy Fundusz Drogowy
MIF – międzynarodowe instytucje finansowe
NBP – Narodowy Bank Polski
PDP – państwowy dług publiczny
PPK – Pracownicze Plany Kapitałowe
SFP – sektor finansów publicznych
SP – Skarb Państwa
SPW – skarbowe papiery wartościowe
SPZOZ – samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej

B. Słowniczek pojęć

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

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

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

gdzie:

r – termin płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
 t – termin zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
 j – termin zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
 R – zbiór wszystkich terminów płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
 T – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
 J – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
 NZ_r – wyrażony w złotych nominał dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
 NS_t – wyrażony w złotych nominał dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
 NI_j – nominał (niezindeksowany) dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
 I_0 – bieżący wskaźnik indeksacji dla nominału obligacji inflacyjnych.

Benchmark

1. (*emisja*) duża wartościowo emisja SPW, posiadająca płynny rynek wtórny. Rynkowa wycena emisji benchmarkowej stanowi punkt odniesienia dla poziomu stóp procentowych w danym segmencie zapadalności. Na elektronicznym rynku TBS Poland funkcjonuje pojęcie emisji bazowych, oznaczające określone przez Ministra Finansów emisje SPW, w szczególności

obligacji skarbowych o stałym dochodzie, terminie wykupu nie krótszym niż rok i wartości nominalnej co najmniej 10 mld zł lub emisje SPW sprzedawane na bieżąco na przetargach, które osiągnęły wartość co najmniej 2 mld zł. Przy wyznaczaniu benchmarków na polskiej krzywej dochodowości podawanej w serwisach informacyjnych Reuters i Bloomberg stosuje się kryterium terminu do wykupu.

2. (*portfel*) docelowa charakterystyka portfela długu publicznego, stanowiąca *portfel odniesienia* dla portfela istniejącego i wyznaczająca kierunek zarządzania długiem publicznym. Na charakterystykę portfela odniesienia składać się mogą udziały poszczególnych walut, sposobów oprocentowania i typów instrumentów, jak również wartości syntetycznych wskaźników, będących najczęściej miarami ryzyka, np. średnia zapadalność czy *duration*.

Buy-sell back – transakcja, na którą składają się dwie umowy: kupna oraz późniejszej odsprzedaży papierów wartościowych, po cenach ustalonych w dniu transakcji.

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

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

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

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

gdzie:

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

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

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

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

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

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

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

i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s

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

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

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

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

Ryzyko kredytowe – ryzyko, że druga strona transakcji nie wywiąże się, w całości lub w części, ze swojego zobowiązania. Powstaje w wyniku transakcji, których przedmiotem są należności – dla zarządzającego długiem w przypadku stosowania instrumentów pochodnych. Ryzyko kredytowe występuje również w zarządzaniu płynnymi aktywami, np. poprzez dokonywanie lokat w bankach i nabywanie papierów wartościowych. Zarządzanie ryzykiem kredytowym odbywa się głównie poprzez dobór partnerów charakteryzujących się wysoką wiarygodnością kredytową (ocena kredytowa – *rating*) oraz ustalenie limitów kwot zaangażowania uzależnionych od wiarygodności kredytowej partnera oraz rodzaju przeprowadzanej transakcji.

Ryzyko kursowe – ryzyko zmiany poziomu długu nominowanego w walutach obcych i kosztów jego obsługi w reakcji na zmiany kursu walutowego. Aprecjacja lub deprecjacja złotego wobec danej waluty obcej powoduje proporcjonalny spadek lub wzrost wyrażonych w złotych: zadłużenia w tej walucie i kosztów jego obsługi.

Ryzyko operacyjne – ryzyko wynikające z niebezpieczeństwa, że koszty związane z zarządzaniem długiem lub poziom pozostałych rodzajów ryzyka ulegną zwiększeniu w wyniku nieadekwatnej do zakresu zadań infrastruktury oraz organizacji i kontroli zarządzania długiem. Ryzyko operacyjne jest najtrudniej mierzalnym spośród rodzajów ryzyka. Ograniczeniu ryzyka operacyjnego sprzyja integracja zarządzania długiem publicznym w jednej jednostce organizacyjnej, której struktura, infrastruktura i procedury dostosowane są do sprawnego działania zarówno w administracji państwowej, jak i na rynku finansowym.

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

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

Ryzyko stopy procentowej – ryzyko zmiany kosztów obsługi długu w efekcie zmian wysokości stóp procentowych. Jego źródłem jest konieczność refinansowania zapadającego w przyszłości długu po nieznanych stopach procentowych oraz zmienność płatności kuponowych od długu o oprocentowaniu zmiennym.

Ryzyko refinansowania – wiąże się z emisją długu w celu sfinansowania wykupu istniejącego zadłużenia. Ryzyko dotyczy zarówno samej zdolności wykupu zapadającego długu, jak i warunków, na których jest on refinansowany (w tym w szczególności kosztów obsługi generowanych przez nowo emitowany dług). Im wyższa kwota wykupu zapadającego długu i im bliższy jej termin, tym większe jest ryzyko związane z jego refinansowaniem.

Na wielkość ryzyka refinansowania wpływa wielkość długu publicznego oraz jego struktura zapadalności. Do ograniczenia ryzyka refinansowania przyczynia się wydłużenie okresu zapadalności długu oraz równomierne rozłożenie wykupów w czasie.

Spread – różnica występująca pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów dłużnych. W węższym znaczeniu *spread* kredytowy (inaczej marża kredytowa) to różnica pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów o identycznych lub bardzo zbliżonych parametrach, w tym

w szczególności terminie zapadalności, wyemitowanych przez różnych emitentów. *Spread* jest często rozumiany jako różnica pomiędzy rentownością instrumentu obciążonego ryzykiem kredytowym i instrumentu uznawanego za wolny od ryzyka kredytowego lub o najniższym ryzyku w danej klasie.

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

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

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

gdzie:

t – termin zapadalności,

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

N_t – wyrażony w złotych nominal płatny w chwili t ,

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

Aneks 2. Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku SPW

- Raport roczny
- Zadłużenie Skarbu Państwa, biuletyn miesięczny
- Zadłużenie sektora finansów publicznych, biuletyn kwartalny
- Informacja miesięczna o podaży SPW i jej uwarunkowaniach
- Informacja miesięczna o strukturze inwestorów na krajowym rynku SPW
- Informacja miesięczna o transakcjach na rynku wtórnym SPW

Publikacje dostępne na: www.mf.gov.pl

Aneks 3. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
<p>1. Konstytucja RP</p> <ul style="list-style-type: none"> nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5); 	<p>1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 126) – określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (<i>Excessive Deficit Procedure - EDP</i>);
<p>2. Ustawa o finansach publicznych</p> <ul style="list-style-type: none"> regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia; definicja sektora finansów publicznych. 	<p>2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%;
	<p>3. Rozporządzenie Rady (WE) nr 479/2009 z dnia 25 maja 2009 r. o stosowaniu Protokołu w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską</p> <ul style="list-style-type: none"> definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych;
	<p>4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (ESA2010)</p> <ul style="list-style-type: none"> definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych; definicja sektora general government.

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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych
I. Procedury dotyczące limitów na relację państwowego długu publicznego do PKB
1. jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60%:
<p>a) przyjmuje się brak deficytu lub poziom różnicy dochodów i wydatków budżetu państwa w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 zapewniający spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x;</p> <p>b) deficyt budżetowy JST pomniejszony o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych oraz wolne środki w uchwale budżetowej na rok x+2 może wynikać jedynie z wydatków związanych z realizacją zadań współfinansowanych ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA;</p> <p>c) w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2:</p> <ul style="list-style-type: none"> nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej, waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w roku budżetowym x+1, wprowadzony jest zakaz udzielania nowych pożyczek i kredytów z budżetu państwa, wzrost wydatków Kancelarii Sejmu, Kancelarii Senatu, Kancelarii Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Trybunału Konstytucyjnego, Najwyższej Izby Kontroli, Sądu Najwyższego, Naczelnego Sądu Administracyjnego, Krajowej Rady Sądownictwa, sądownictwa powszechnego oraz wojewódzkich sądów administracyjnych, Rzecznika Praw Obywatelskich, Rzecznika Praw Dziecka, Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji, Generalnego Inspektora Ochrony Danych Osobowych, Instytutu Pamięci Narodowej – Komisji Ścigania Zbrodni przeciwko Narodowi Polskiemu, Krajowego Biura Wyborczego, Państwowej Inspekcji Pracy nie może być wyższy niż w administracji rządowej; <p>d) Rada Ministrów przeprowadza przegląd:</p> <ul style="list-style-type: none"> wydatków budżetu państwa finansowanych środkami pochodzącymi z kredytów zagranicznych, programów wieloletnich; <p>e) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB;</p> <p>f) Rada Ministrów dokonuje przeglądu obowiązujących przepisów w celu przedstawienia propozycji rozwiązań prawnych mających wpływ na poziom dochodów budżetu państwa, w tym dotyczących stosowania stawek podatku od towarów i usług;</p> <p>g) Państwowy Fundusz Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych otrzymuje dotację celową z budżetu państwa na realizację zadania dofinansowania do wynagrodzenia pracowników niepełnosprawnych w wysokości do 30% środków zaplanowanych na realizację tego zadania na dany rok;</p>

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

- h) organy administracji rządowej mogą zaciągać nowe zobowiązania na przygotowanie inwestycji, jeżeli mają zapewnione finansowanie z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA, na maksymalnym dopuszczalnym poziomie określonym w przepisach lub procedurach dotyczących danego rodzaju inwestycji, nie mniejszym niż 50% całości kosztów, z tym że ograniczenia te nie dotyczą odbudowy lub przebudowy dróg krajowych w celu usunięcia zagrożenia bezpieczeństwa w ruchu drogowym, inwestycji w infrastrukturę przeciwpowodziową, systemu elektronicznego poboru opłat za korzystanie z dróg publicznych oraz odszkodowań za nieruchomości przejęte w związku z przygotowaniem i realizacją inwestycji w zakresie dróg publicznych;

2. jeśli relacja w roku x jest równa lub większa od 60%:

- a) obowiązują procedury przewidziane w pkt 1 lit. a, c, d, f, g, h dla relacji większej od 55%, a nie większej od 60% PKB;
b) uchwalane na rok x+2 budżety JST muszą być przynajmniej zrównoważone;
c) wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych;
d) Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu ograniczenie relacji państwowego długu publicznego do PKB do poziomu poniżej 60%.

Procedur, o których mowa w pkt 1, nie stosuje się, jeżeli relacja kwoty ustalonej w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego, za który ogłaszana jest relacja pomniejszonej o kwotę wolnych środków służących finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnym roku budżetowym do PKB nie przekracza 55%.

II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST

- a) planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych i wolne środki;
- b) wykonane wydatki bieżące mogą być wyższe niż wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych i wolne środki jedynie o kwotę związaną z realizacją zadań bieżących ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA w przypadku, gdy środki te nie zostały przekazane w danym roku budżetowym;
- c) JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:
- spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów,
 - pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST,
 - finansowanie planowanego deficytu budżetu JST,
 - wyprzedzające finansowanie zadań finansowych ze środków pochodzących z budżetu EU;
- d) zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe na pokrycie deficytu przejściowego budżetu JST podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane;
- e) JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym:
- dyskonto od emitowanych przez jst papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej,
 - kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna;
- f) relacja łącznych kwot z tytułu:
- spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek,
 - wykupów papierów wartościowych emitowanych przez jst wraz z należnymi odsetkami i dyskontem,
 - potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez jst poręczeń oraz gwarancji,
- do planowanych dochodów ogółem budżetu JST nie może przekroczyć w danym roku budżetowym oraz w jakimkolwiek roku następującym po roku budżetowym średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich trzech lat relacji jej dochodów bieżących powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów ogółem budżetu JST;
- g) ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się do:
- spłat rat kredytów i pożyczek zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami,
 - wykupów papierów wartościowych emitowanych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami i dyskontem,
– w terminie nie dłuższym niż 90 dni po zakończeniu programu, projektu lub zadania i otrzymaniu refundacji z tych środków; termin ten nie ma zastosowania do odsetek i dyskonta od zobowiązań zaciągniętych na wkład krajowy,
 - wykupów papierów wartościowych, spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami i dyskontem, odpowiednio emitowanych lub zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego w co najmniej 60% ze środków UE, w części odpowiadającej wydatkom na wkład krajowy finansowanych tymi zobowiązaniami.

Tabela 3. Mechanizm korygujący stabilizującej reguły wydatkowej.

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych	
Wielkość korekty kwoty wydatków spójnej ze stabilizującą regułą wydatkową, zgodnie z art. 112aa ust. 4, wynosi:	
1.	minus dwa punkty procentowe, jeżeli:
	<ul style="list-style-type: none"> • wartość relacji wyniku nominalnego, powiększonego o koszty reformy emerytalnej, do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 mniejsza od -3%, albo jeżeli • wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 większa od 48%;
2.	minus półtora punktu procentowego, jeżeli:
	<ul style="list-style-type: none"> • wartość relacji wyniku nominalnego powiększonego o koszty reformy emerytalnej do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz • wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 większa od 43%, a nie większa od 48% oraz • prognozowana w projekcie ustawy budżetowej na rok n przedłożonym Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku n nie jest mniejsza o więcej niż dwa punkty procentowe od wskaźnika średniokresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;
	<ul style="list-style-type: none"> • wartość relacji wyniku nominalnego powiększonego o koszty reformy emerytalnej do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz • wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie większa niż 43% oraz • suma corocznych różnic między wartością relacji wyniku nominalnego do produktu krajowego brutto oraz poziomem średniokresowego celu budżetowego jest w roku n-2 mniejsza od -6% oraz • prognozowana w projekcie ustawy budżetowej na rok n przedłożonym Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku n nie jest mniejsza o więcej niż dwa punkty procentowe od wskaźnika średniokresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;
3.	plus półtora punktu procentowego, jeżeli:
	<ul style="list-style-type: none"> • wartość relacji wyniku nominalnego powiększonego o koszty reformy emerytalnej do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz • wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków jest w roku n-2 nie większa niż 43% oraz • suma corocznych różnic między wartością relacji wyniku nominalnego do produktu krajowego brutto oraz poziomem średniokresowego celu budżetowego jest w roku n-2 większa od 6% oraz • prognozowana w projekcie ustawy budżetowej na rok n przedłożonym Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku n nie jest większa o więcej niż dwa punkty procentowe od wskaźnika średniokresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;
4.	zero punktu procentowego – w pozostałych przypadkach.

Tabela 4. Podstawowe różnice dotyczące długu publicznego – definicja polska a unijna

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora <i>general government</i>
1. zakres sektora finansów publicznych	
<ul style="list-style-type: none"> • ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do SFP obejmujący: <ul style="list-style-type: none"> - organy władzy publicznej, w tym organy administracji rządowej, organy kontroli państwowej i ochrony prawa oraz sądy i trybunały; - jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki; - związki metropolitalne; - jednostki budżetowe; - samorządowe zakłady budżetowe; - agencje wykonawcze; - instytucje gospodarki budżetowej; - państwowe fundusze celowe; - Zakład Ubezpieczeń Społecznych i zarządzane przez niego fundusze oraz Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego i fundusze zarządzane przez Prezesa Kasy Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego; - Narodowy Fundusz Zdrowia; - samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej; - uczelnie publiczne; - Polska Akademia Nauk i tworzone przez nią jednostki organizacyjne; - państwowe i samorządowe instytucje kultury; - inne państwowe lub samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego; 	<ul style="list-style-type: none"> • zakres sektora <i>general government</i>¹⁾ został zdefiniowany w ESA2010²⁾; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, Fundusz Kolejowy):	
<ul style="list-style-type: none"> • nie są zaliczane do sektora finansów publicznych; 	<ul style="list-style-type: none"> • są zaliczane do sektora <i>general government</i>³⁾;
b) przedsiębiorstwa publiczne nieprowadzące działalności rynkowej (np. PKP PLK S.A., Port Lotniczy Łódź sp. z o.o., szpitale publiczne oraz jednostki ochrony zdrowia)	
<ul style="list-style-type: none"> • nie są zaliczane do sektora finansów publicznych; 	<ul style="list-style-type: none"> • są zaliczane do sektora <i>general government</i>;
c) Bankowy Fundusz Gwarancyjny wraz z funduszami ochrony środków gwarantowanych	
<ul style="list-style-type: none"> • nie jest zaliczany do sektora finansów publicznych 	<ul style="list-style-type: none"> • jest zaliczany do sektora <i>general government</i>;
2. tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego	
<ul style="list-style-type: none"> • papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi); • kredyty i pożyczki; • przyjęte depozyty; • zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone); 	<ul style="list-style-type: none"> • papiery wartościowe; • pożyczki; • gotówka i depozyty;
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
<ul style="list-style-type: none"> • zobowiązania wymagalne; 	<ul style="list-style-type: none"> • - ⁴⁾ • zrestrukturyzowane bądź zrefinansowane kredyty handlowe niezależnie od terminu zapadalności są zaliczane do kategorii pożyczki, czyli także te o pierwotnym terminie zapadalności poniżej lub równej rok⁵⁾
3. wycena zobowiązań wyrażonych w walutach obcych	
<ul style="list-style-type: none"> • wartość nominalna zobowiązań wyrażonych w walutach obcych podlega przeliczeniu na walutę polską według średniego kursu walut obcych, 	<ul style="list-style-type: none"> • zobowiązania wyrażone w obcej walucie lub wymienione na mocy umów — z jednej obcej waluty na jedną lub więcej obcych walut — są przeliczane

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora <i>general government</i>
ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w ostatnim dniu roboczym danego okresu sprawozdawczego.	na inne obce waluty według kursu uzgodnionego w ramach tych umów i są przeliczane na walutę krajową w oparciu o reprezentatywny rynkowy kurs walutowy z ostatniego dnia roboczego każdego roku.
4. dług potencjalny	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
<ul style="list-style-type: none"> nie jest uwzględniany. 	<ul style="list-style-type: none"> ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami; po spełnieniu określonych kryteriów dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejścia długu).

- Urzędem odpowiedzialnym za zakres sektora *general government* jest GUS. Lista jednostek sektora jest dostępna na stronie internetowej GUS: http://stat.gov.pl/download/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5483/6/7/1/lista_jednostek_wg_stanu_na_31_grudnia_2016_r.xlsx
- Zgodnie z ESA2010 (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej) jednostka klasyfikowana jest do sektora instytucji rządowych i samorządowych jeśli nie stanowi odrębnej jednostki instytucjonalnej lub jest oddzielną jednostką instytucjonalną kontrolowaną przez sektor instytucji rządowych i samorządowych i nie prowadzi działalności rynkowej. Zdolność do prowadzenia działalności rynkowej jest sprawdzana głównie za pomocą zwykłego kryterium ilościowego, tzn. jeżeli wskaźnik przychodów ze sprzedaży do kosztów produkcji wynosi powyżej 50%, jednostka ta jest z zasady rynkowa. Jednakże, w celu podjęcia decyzji dotyczącej tego, czy producent, który działa pod kontrolą sektora instytucji rządowych i samorządowych, jest jednostką rynkową należy uwzględnić również kryteria jakościowe.
- Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć związanych z budową infrastruktury, po spełnieniu określonych kryteriów w zadłużeniu sektora *general government* mogą być ujmowane także nakłady inwestycyjne poniesione przez podmioty spoza sektora realizujące inwestycje tego typu (imputed loan = pożyczka przypisana).
- Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie lub nadwyżce) sektora *general government*.
- Warunki zaliczenia zrestrukturyzowanych bądź zrefinansowanych kredytów handlowych do kategorii pożyczki zawarte są w decyzji Eurostatu z dnia 31 lipca 2012 r. *The statistical recording of some operations related to trade credits incurred by government units*.

Aneks 4. Wybrane dane statystyczne dotyczące finansów publicznych i wiarygodności kredytowej w Polsce i UE

Tabela 5. Wynik oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych¹⁾ i rentowność obligacji 10-letnich²⁾ w UE w latach 2016–2017

	2016			2017		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	0,6	180,8	8,4	0,8	178,6	6,0
Włochy	-2,5	132,0	1,5	-2,3	131,8	2,1
Portugalia	-2,0	129,9	3,2	-3,0	125,7	3,1
Belgia	-2,5	106,0	0,5	-1,0	103,4	0,7
Hiszpania	-4,5	99,0	1,4	-3,1	98,3	1,6
Cypr	0,3	106,6	3,8	1,8	97,5	2,6
Francja	-3,4	96,6	0,5	-2,6	96,8	0,8
Wielka Brytania	-3,0	87,9	1,2	-1,9	87,5	1,2
Strefa euro	-1,5	89,0	0,9	-0,9	86,7	1,1
Unia Europejska	-1,6	83,2	1,1	-1,0	81,6	1,3
Austria	-1,6	83,6	0,4	-0,7	78,3	0,6
Chorwacja	-0,9	80,2	3,5	0,8	77,5	2,8
Słowenia	-1,9	78,6	1,2	0,0	73,6	1,0
Węgry	-1,7	76,0	3,1	-2,0	73,6	3,0
Irlandia	-0,5	73,4	0,7	-0,3	68,4	0,8
Niemcy	1,0	68,2	0,1	1,3	64,1	0,3
Finlandia	-1,8	63,0	0,4	-0,6	61,3	0,6
Holandia	0,4	62,0	0,3	1,1	57,1	0,5
Słowacja	-2,2	51,8	0,5	-1,0	50,9	0,9
Malta	1,0	56,2	0,9	3,9	50,7	1,3
Polska	-2,3	54,3	3,0	-1,7	50,7	3,4
Szwecja	1,2	42,1	0,5	1,3	40,5	0,7
Łotwa	0,1	40,5	0,5	-0,5	40,1	0,8
Litwa	0,3	40,1	0,9	0,5	39,7	0,3
Dania	-0,4	37,9	0,3	1,0	36,1	0,5
Rumunia	-3,0	37,1	3,3	-2,9	35,0	4,0
Czechy	0,7	36,8	0,4	1,6	34,7	1,0
Bułgaria	0,2	29,0	2,3	0,9	25,4	1,6
Luksemburg	1,6	20,8	0,3	1,5	23,0	0,5
Estonia	-0,3	9,4	:	-0,3	9,0	:

¹⁾ Dane dot. wyniku deficytu i długu – Eurostat, dane dla Polski - MF.

²⁾ Średnia ze średnich miesięcznych rentowności obligacji 10-letnich za okres ostatnich dwunastu miesięcy, od stycznia do grudnia; Eurostat

Tabela 6. Ocena kredytowa (rating) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE wg stanu na 14 września 2018 r.

	Standard&Poor's	Fitch	Moody's
Austria	AA+	AA+	Aa1
Belgia	AA	AA-	Aa3
Bułgaria	BBB-	BBB	Baa2
Chorwacja	BB+	BB+	Ba2
Cypr	BBB-	BB+	Ba2
Czechy	AA-	AA-	A1
Dania	AAA	AAA	Aaa
Estonia	AA-	A+	A1
Finlandia	AA+	AA+	Aa1
Francja	AA	AA	Aa2
Grecja	B+	BB-	B3
Hiszpania	A-	A-	Baa1
Holandia	AAA	AAA	Aaa
Irlandia	A+	A+	A2
Litwa	A	A-	Baa1
Luksemburg	AAA	AAA	Aaa
Łotwa	A-	A-	A3
Malta	A-	A+	A3
Niemcy	AAA	AAA	Aaa
Polska	BBB+	A-	A2
Portugalia	BBB-	BBB	Ba1
Rumunia	BBB-	BBB-	Baa3
Słowacja	A+	A+	A2
Słowenia	A+	A-	Baa1
Szwecja	AAA	AAA	Aaa
Węgry	BBB-	BBB-	Baa3
Wlk. Brytania	AA	AA	Aa2
Włochy	BBB	BBB	Baa2

Źródło: Reuters

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2007 – VI 2018

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VI 2018
1. Dług Skarbu Państwa												
a) w mld zł	501,5	569,9	631,5	701,9	771,1	793,9	838	779,9	834,6	928,7	928,5	956,1
krajowy*	380,4	420,2	462,7	507	524,7	543	584,3	503,1	543,3	609,2	644,5	662,5
zagraniczny*	121,1	149,7	168,8	194,8	246,4	250,9	253,8	276,9	291,3	319,5	283,9	293,6
b) w relacji do PKB	42,2%	44,3%	46,0%	48,6%	49,2%	48,7%	50,6%	45,3%	46,4%	50,0%	46,8%	-
2. Państwowy dług publiczny												
a) w mld zł	527,4	597,8	669,9	747,9	815,3	840,5	882,3	826,8	877,3	965,2	961,8	985,2
b) w relacji do PKB	44,4%	46,5%	48,8%	51,7%	52,0%	51,6%	53,2%	48,1%	48,8%	51,9%	48,5%	-
3. Dług sektora general government (definicja UE)												
a) w mld zł	524,4	595,4	678,3	767,8	847,7	875,3	922,8	867,3	923,2	1 009,2	1 005,7	1 032,0
b) w relacji do PKB	44,2%	46,3%	49,4%	53,1%	54,1%	53,7%	55,7%	50,4%	51,3%	54,3%	50,7%	-

*) wg kryterium miejsca emisji

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2007 – VI 2018

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VI 2018
1. Produkt krajowy brutto												
w mld zł	1 187,6	1 286,1	1 372,2	1 445,3	1 566,8	1 629,4	1 656,9	1 719,8	1 799,4	1 858,5	1 982,1	-
2. Kursy walutowe (na koniec okresu)												
a) EUR	3,5820	4,1724	4,1082	3,9603	4,4168	4,0882	4,1472	4,2623	4,2615	4,4240	4,1709	4,3616
b) USD	2,4350	2,9618	2,8503	2,9641	3,4174	3,0996	3,0120	3,5072	3,9011	4,1793	3,4813	3,7440

Źródło: GUS, NBP