



Ministerstwo
Finansów

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2021-2024

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2020 r.

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.gov.pl/finanse

I. WPROWADZENIE.....	6
II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO I KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI.....	8
III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2019 R. I W POŁOWIE 2020 R.	13
III.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów	13
III.2. Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW	18
III.3. Ograniczenia związane z ryzykiem	20
IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII	22
IV.1. Założenia makroekonomiczne Strategii.....	22
IV.2. Uwarunkowania międzynarodowe	22
IV.3. Krajowy rynek SPW	23
IV.3.1. Banki krajowe.....	24
IV.3.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi	26
IV.3.3. Inwestorzy zagraniczni.....	27
V. CEL STRATEGII.....	28
VI. ZADANIA STRATEGII.....	31
VI.1. Zapewnianie płynności rynku SPW	31
VI.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW.....	31
VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW	32
VI.4. Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa	32
VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH.....	33
VII.1. Średniookresowe ramy budżetowe.....	33
VII.2. Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego.....	34
VII.2.1. Zmiany systemowe	34
VII.2.2. Rozwiązania wprowadzone w związku z COVID-19.....	34
VII.3. Stabilizująca reguła wydatkowa.....	35
VII.4. Wieloletni Plan Finansowy Państwa	35
VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII.....	36
VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu	36
VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa.....	39
VIII.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	40
VIII.4. Zagrożenia dla realizacji Strategii.....	42
IX. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH.....	43
IX.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń	43
IX.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń.....	43
Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć.....	45

<i>Aneks 2. Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku SPW</i>	<i>49</i>
<i>Aneks 3. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE</i>	<i>50</i>
<i>Aneks 4. Wybrane dane statystyczne dotyczące finansów publicznych i wiarygodności kredytowej w Polsce i UE</i>	<i>55</i>

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 2021.

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

Wyszczególnienie	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	(wykonanie)					
1. Państwowy dług publiczny						
b) w relacji do PKB	43,6%	50,4%	52,7%	51,4%	49,9%	48,1%
2. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*						
b) w relacji do PKB	42,1%	48,5%	51,4%	50,2%	48,8%	47,0%
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych						
b) w relacji do PKB	46,0%	61,9%	64,1%	63,1%	61,9%	59,5%
4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa**						
a) w mld zł	27,3	29,8	28,0	24,1 - 24,5	22,0 - 22,3	20,9 - 21,1
b) w relacji do PKB	1,20%	1,33%	1,19%	0,97% - 0,98%	0,84% - 0,85%	0,75% - 0,76%

*) 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 2022-2024 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Przy przyjętych założeniach, relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniesie na koniec 2020 r. 50,4%, a następnie wzrośnie do 52,7% na koniec 2021 r. W kolejnych latach objętych prognozą *Strategii* relacja państwowego długu publicznego do PKB będzie spadała i na koniec 2024 r. osiągnie poziom 48,1%.

Relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych, do PKB ukształtuje się na poziomie 48,5% w 2020 r. i 51,4% w 2021 r., tj. powyżej prognozy 48% zawartej w stabilizującej regule wydatkowej, a następnie będzie się obniżać do 47,0% w 2024 r. Ze względu na spełnienie warunków określonych w art. 112d ustawy o finansach publicznych w 2020 r. zastosowanie ma zapisana w ustawie o finansach publicznych klauzula wyjścia ze stabilizującej reguły wydatkowej. Jednocześnie, zgodnie z mechanizmem powrotu oraz przedstawionymi prognozami makroekonomicznymi, w drugim roku budżetowym od zawieszenia reguły (tj. w roku 2022) nastąpi powrót do jej stosowania zgodnie z pierwotną formułą z art. 112aa ustawy o finansach publicznych.

Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB wyniesie w latach 2020-2021 odpowiednio 61,9% i 64,1%, a następnie będzie się obniżać i w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 59,5%. Oznacza to przekroczenie w latach 2020-2023 zawartej w traktacie z Maastricht wartości referencyjnej relacji długu do PKB na poziomie 60%. Jednak w związku z obserwowanym w całej Unii Europejskiej poważnym spowolnieniem gospodarczym wywołanym pandemią koronawirusa, Komisja Europejska uruchomiła tzw. ogólną klauzulę wyjścia, przewidzianą w Pakcie Stabilności i Wzrostu. Klauzula umożliwi państwom członkowskim czasowe odejście od zaleceń Rady Ecofin dotyczących średniookresowego celu budżetowego. Elastyczne podejście UE nie zawiesza unijnych reguł budżetowych ani nie wyklucza procedury nadmiernego deficytu, ma natomiast ułatwić skoordynowaną reakcję państw na kryzys.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2021 limit kosztów obsługi długu SP będzie w ujęciu nominalnym niższy od limitu na 2020 r. określonego w projekcie nowelizacji ustawy budżetowej na rok 2020 (29,8 mld zł w 2020 r. i 28,0 mld zł w 2021 r.). W relacji do PKB limity kosztów obsługi długu ulegną obniżeniu z 1,33% w 2020 r. do 1,19% w 2021 r. Założono, że relacja kosztów obsługi długu do PKB w horyzoncie *Strategii* obniży się do poziomu 0,75% - 0,76%.

Niniejsza *Strategia* stanowi kontynuację strategii przygotowanej rok temu, mimo, że otoczenie uległo zmianie i realizacja będzie przebiegała w warunkach zwiększonych wydatków publicznych związanych z realizacją działań mających na celu zapobieganie skutkom epidemii COVID-19. Niezmieniony pozostał cel *Strategii*, tj. minimalizacja 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 2021-24 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;
- głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy;
- udział długu nominowanego w walutach obcych w długu SP zostanie utrzymany na poziomie poniżej 25%;
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro;
- utrzymywana będzie średnia zapadalność krajowego długu SP na poziomie zbliżonym do 4,5 roku, a całego długu SP na poziomie zbliżonym do 5 lat, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyleń wynikających z uwarunkowań rynkowych i budżetowych związanych ze skutkami epidemii COVID-19.

Strategia zawiera cztery aneksy, w tym słowniczek pojęć.

II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO I KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI

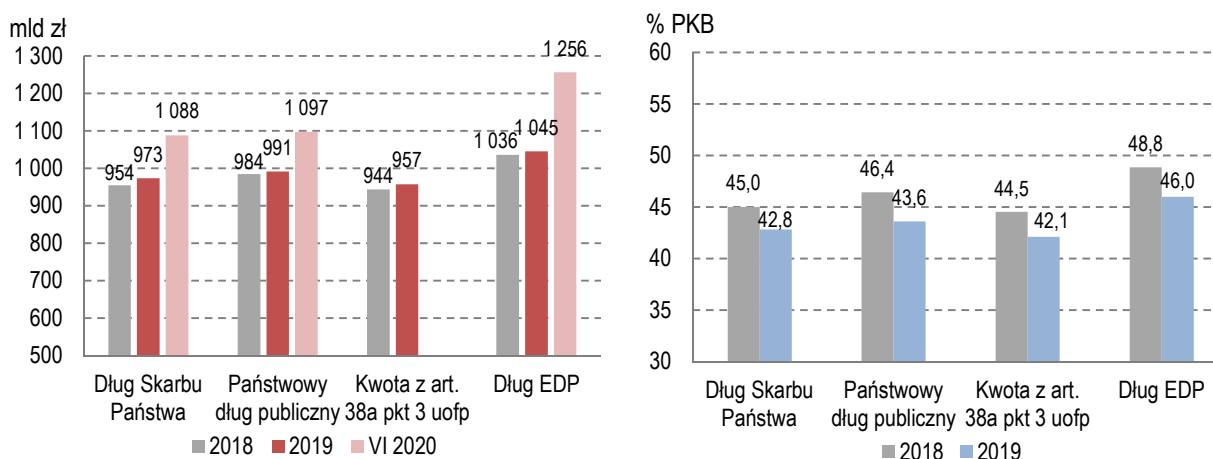
W 2019 r. państwowy dług publiczny (tj. dług publiczny wg definicji krajowej) wyniósł 990,9 mld zł, co oznaczało wzrost o 6,6 mld zł w porównaniu z końcem 2018 r. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (dług EDP, tj. dług publiczny wg definicji UE) wyniósł 1 045,4 mld zł i był o 9,7 mld zł wyższy w porównaniu z końcem 2018 r.

W 2019 r. dług publiczny w relacji do PKB uległ obniżeniu:

- relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniosła 43,6% wobec 46,4% na koniec 2018 r. (spadek o 2,8 p.p.);
- relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wyniosła 46,0% wobec 48,8% na koniec 2018 r. (spadek o 2,9 p.p.) i była znacznie niższa od relacji dla całej Unii Europejskiej (79,3% PKB) oraz strefy euro (84,1% PKB)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 finansowanie potrzeb pożyczkowych w kolejnym roku budżetowym), na koniec 2019 r. ukształtowała się na poziomie 42,1% PKB, tj. poniżej progu 43% PKB określonego w stabilizującej regule wydatkowej, wobec 44,5% PKB na koniec 2018 r.

Prowadzona w ostatnich latach polityka, która konsekwentnie obniżała dług publiczny w relacji do PKB, stworzyła duży bufor bezpieczeństwa, pozwalający reagować na sytuację kryzysową bez obaw o osiągnięcie przez dług niebezpiecznych poziomów.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego

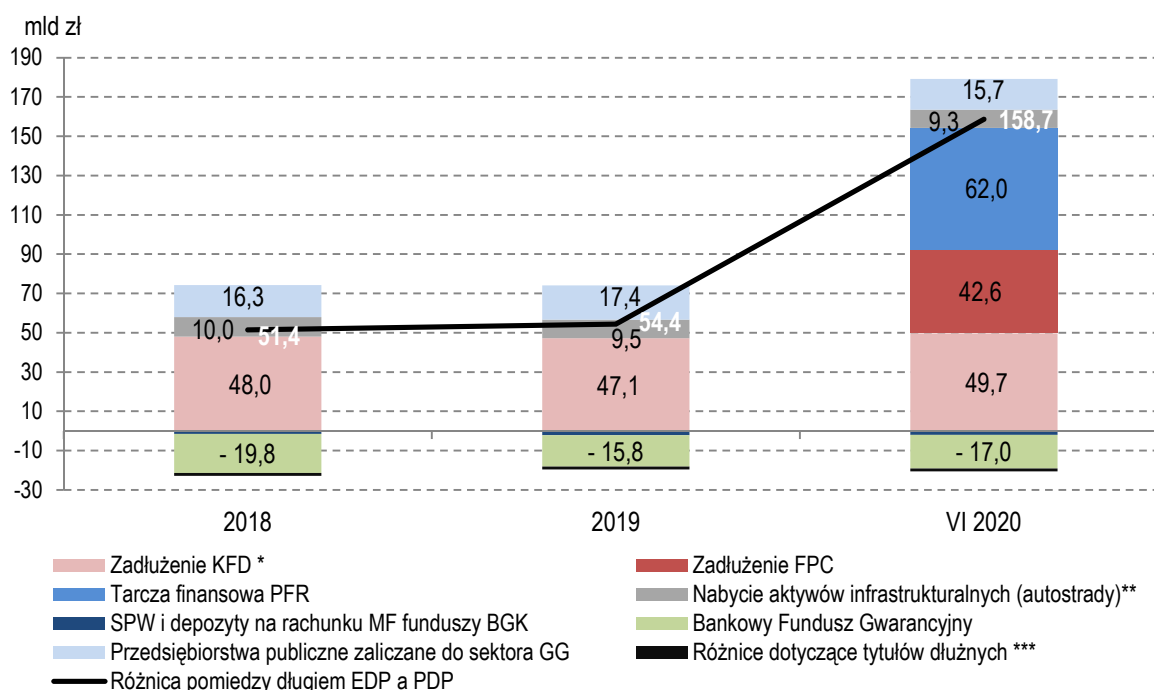


Różnice pomiędzy państwowym długiem publicznym a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych wynikają z następujących czynników:

- innego zakresu sektora finansów publicznych, w tym m.in. zaliczenia do sektora wg definicji UE Krajowego Funduszu Drogowego (KFD), Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (FPC), których zadłużenie powiększa dług sektora oraz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego – BFG (SPW w jego posiadaniu pomniejszają dług sektora);
- przekierowania transakcji do sektora instytucji rządowych i samorządowych, w tym Tarczy Finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) – obligacje wyemitowane na sfinansowanie Tarczy powiększają dług EDP;
- 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 instytucji rządowych i samorządowych (dług EDP) a państwowym długiem publicznym (PDP)



*) Wartość zadłużenia skonsolidowana w ramach sektora instytucji rządowych i samorządowych, 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 instytucji rządowych i samorządowych 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 państwowego długu publicznego wynikają głównie ze zmian długu SP, który stanowi ok. 92% PDP, a długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dodatkowo przede wszystkim z emisji od kwietnia 2020 r. obligacji Polskiego Funduszu Rozwoju w ramach Tarczy Finansowej oraz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19.

Przyrost długu Skarbu Państwa w 2019 r. (o 19,1 mld zł) spowodowany był głównie czynnikami niewynikającymi z potrzeb pożyczkowych, przede wszystkim z przekazania obligacji na podstawie innych ustaw niż ustawa budżetowa (5,9 mld zł) oraz wzrostu pozostałego długu SP: depozytów JSFP (5,7 mld zł) oraz pożyczki udzielonej Funduszowi Solidarnościowemu (FS) przez Fundusz Rezerwy Demograficznej (FRD; 8,7 mld zł). W 2019 r. potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa były ujemne i wyniosły -0,2 mld zł. Składały się na nie przede wszystkim deficyt budżetu państwa (13,7 mld zł) i saldo zarządzania środkami europejskimi (5,2 mld zł), ale również pozycje pomniejszające potrzeby pożyczkowe, w tym saldo depozytów jednostek sektora finansów publicznych i depozytów sądowych (-15,2 mld zł) oraz nadwyżka budżetu środków europejskich (-2,6 mld zł).

W I połowie 2020 r. na wzrost długu SP (o 114,9 mld zł) złożyły się przede wszystkim:

- potrzeby pożyczkowe (8,3 mld zł), będące głównie wypadkową deficytu budżetu państwa w wysokości 17,1 mld zł, spadku salda depozytów JSFP i depozytów sądowych o 8,8 mld zł oraz salda zarządzania środkami europejskimi (-15,7 mld zł);
- przyrost stanu środków na rachunku budżetu państwa gromadzonych na finansowanie potrzeb pożyczkowych (69,8 mld zł),

- różnice kursowe (wzrost długu o 13,4 mld zł);
- przekazanie obligacji na podstawie innych ustaw niż ustawa budżetowa (17,0 mld zł);
- wzrost pozostałego długu SP: głównie pożyczki udzielonej FS przez FRD (11,5 mld zł).

Wg stanu na koniec sierpnia 2020 r. poziom sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto roku 2020 założonych w projekcie ustawy o zmianie ustawy budżetowej na rok 2020 wyniósł 97%.

Tabela 2. Przyczyny wzrostu długu SP w 2019 r. i w I połowie 2020 r. (w mld zł)

Wyszczególnienie	2019	I-VI 2020
Przyrost długu Skarbu Państwa	19,1	114,9
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa:	-0,2	8,3
1.1. Deficyt budżetu państwa	13,7	17,1
1.2. Deficyt budżetu środków europejskich	-2,6	0,0
1.3. Saldo depozytów JSFP i depozytów sądowych	-15,2	8,8
1.4. Zarządzanie środkami europejskimi	5,2	-15,7
1.5. Saldo pożyczek udzielonych	0,0	0,1
1.6. Pozostałe potrzeby pożyczkowe ¹⁾	-1,3	-2,0
2. Zmiany długu Skarbu Państwa niewynikające z potrzeb pożyczkowych:	3,9	99,7
2.1. Różnice kursowe	-1,2	13,4
2.2. Zmiana stanu na rachunkach budżetowych	0,0	69,8
2.3. Pozostałe czynniki, w tym: ²⁾	5,1	16,5
- przekazanie obligacji na podstawie innych ustaw niż ustawa budżetowa	5,9	17,0
3. Zmiana pozostałego długu Skarbu Państwa	15,3	6,9
3.1. Depozyty JSFP ³⁾	5,7	-4,8
3.2. Pozostałe depozyty ⁴⁾	0,9	0,2
3.3. Pożyczki udzielone przez JSFP ⁵⁾	8,7	11,5
3.4. Pozostałe zadłużenie SP	0,0	0,0

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

2) Dyskonto od SPW, indeksacja SPW, przekazanie obligacji na podstawie innych ustaw niż ustawa budżetowa.

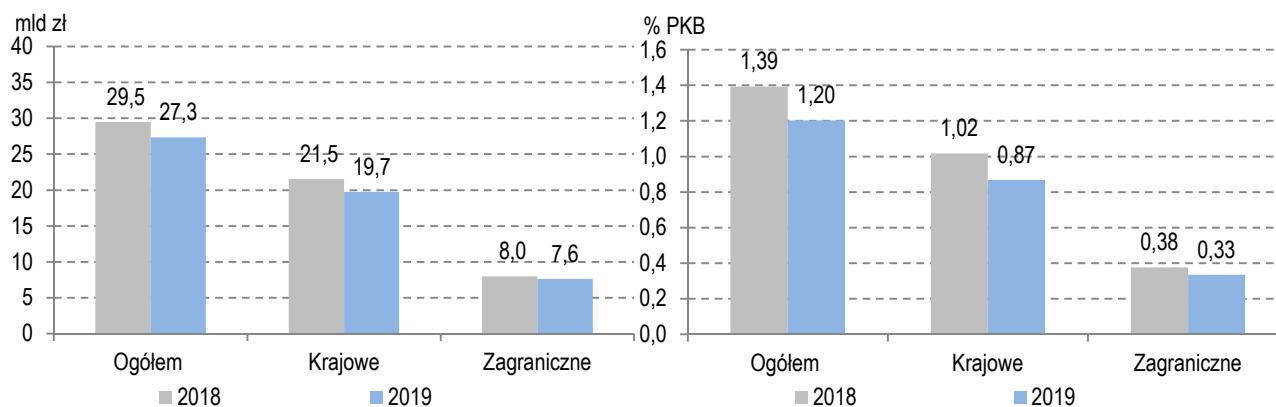
3) Depozyty przyjęte od JSFP posiadających osobowość prawną oraz depozyty sądowe od JSFP posiadających osobowość prawną, bez wpływu na państwowy dług publiczny ze względu na eliminację wzajemnych zobowiązań JSFP.

4) Depozyty od jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych nienależących do SFP, depozyty sądowe od podmiotów spoza SFP oraz depozyty zabezpieczające wynikające z umów CSA.

5) Pożyczka Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD) udzielona Funduszowi Solidarnościowemu (FS), bez wpływu na państwowy dług publiczny ze względu na eliminację wzajemnych zobowiązań JSFP.

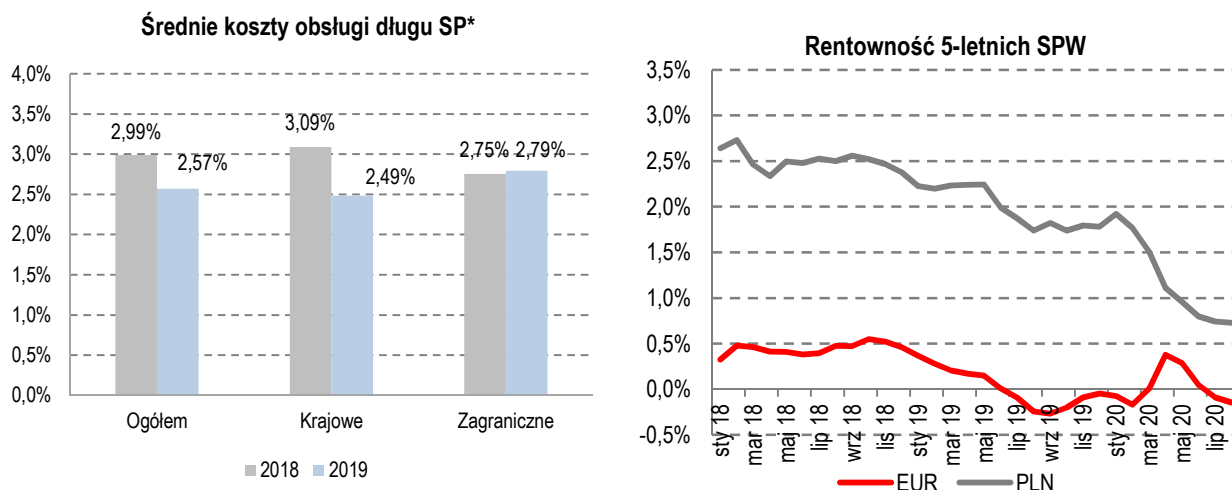
W 2019 r. miał miejsce spadek kosztów obsługi długu SP w ujęciu nominalnym do 27,3 mld zł z 29,5 mld zł w 2018 r. Relacja kosztów obsługi długu do PKB również uległa obniżeniu – do 1,20% w 2019 r. z 1,39% w 2018 r. Koszty obsługi długu zagranicznego były niższe niż krajowego, co wynikało przede wszystkim z mniejszego udziału długu zagranicznego w długu SP.

Wykres 3. Koszty obsługi długu SP



Średnie koszty obsługi długu w 2019 r. zmniejszyły się do 2,57% z 2,99% w 2018 r., na skutek obniżenia kosztów obsługi długu krajowego. Jest to poziom wyższy od bieżącego kosztu finansowania rynkowego, co wynika z obsługi długu zaciąganego w przeszłości po wyższych rentownościach.

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

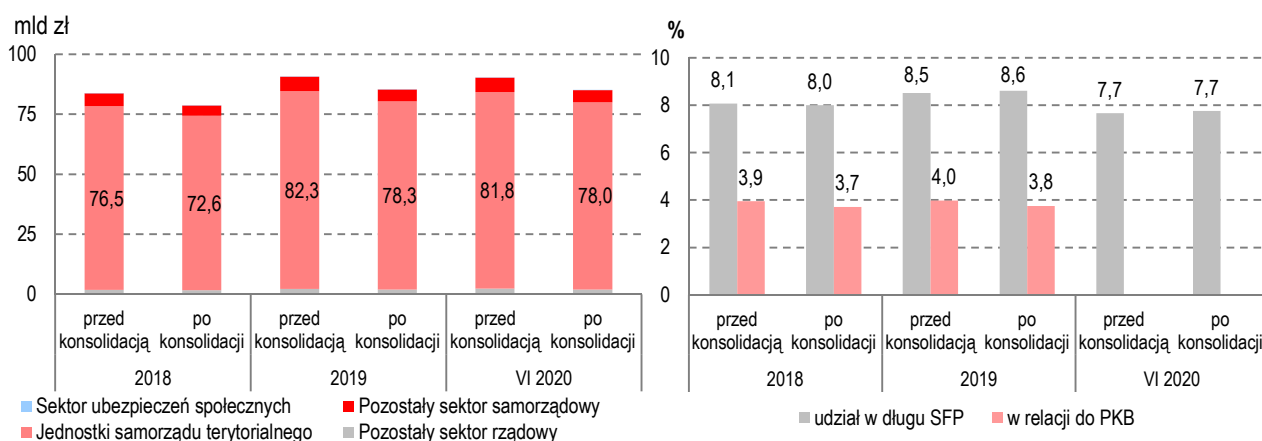


*) Średnie koszty obsługi długu zostały obliczone jako relacja różnicy wydatków i dochodów z tytułu obsługi długu w danym roku do średniej arytmetycznej z wielkości długu SP na koniec 13 kolejnych miesięcy.

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2019 r. 8,5% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (8,6% po konsolidacji) wobec 8,1% przed konsolidacją (8,0% po konsolidacji) na koniec 2018 r. Na koniec II kwartału 2020 r. wielkości te kształtowały się w obu przypadkach na poziomie 7,7%.

Największy udział w tej części zadłużenia stanowiło zadłużenie sektora samorządowego, w szczególności dług jednostek samorządu terytorialnego (JST) i ich związków.

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



Po 3 latach spadku nieskonsolidowanego zadłużenia, w 2018 r. i 2019 r. nastąpił wzrost zadłużenia JST i ich związków o odpowiednio 7,2 mld zł i 5,9 mld zł do poziomu 82,3 mld zł, przy ich względnej stabilizacji w relacji do PKB. Spadek zobowiązań JST w latach 2015-2017 był związany przede wszystkim z zakończeniem okresu kwalifikowalności środków wydawanych w ramach projektów współfinansowanych ze środków unijnych. Wzrost zadłużenia w samorządach związany jest zwykle z realizacją wydatków majątkowych. Wydatki majątkowe wiążą się bezpośrednio z różnego rodzaju inwestycjami, które są współfinansowane ze środków unijnych. Z tego powodu bardzo duże znaczenie dla kształtowania się zadłużenia JST mają kolejne okresy kwalifikowalności wydatków współfinansowanych ze środków UE.

W 2018 r. nastąpił dynamiczny wzrost wydatków majątkowych, co przełożyło się na wzrost zobowiązań. Wydatki majątkowe JST i ich związków w latach 2018-2019 wyniosły 53,1 mld zł i 51,4 mld zł, przy 35,5 mld zł w 2017 r.

W 2019 r. skonsolidowany w ramach sektora finansów publicznych dług JST i ich związków wzrósł o 5,7 mld zł i wyniósł 78,3 mld zł. W pierwszym półroczu 2020 r. zadłużenie JST i ich związków przed i po konsolidacji spadło odpowiednio o 0,6 mld zł i 0,4 mld zł.

III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2019 R. I W POŁOWIE 2020 R.

W 2019 r. i w I połowie 2020 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2019-2022*, zaakceptowanej przez Radę Ministrów we wrześniu 2018 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2020-2023*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2019 r. i jej aktualizacji, przyjętej przez Radę Ministrów w grudniu 2019 r.

Oba dokumenty definiowały 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 na finansowanie potrzeb pożyczkowych pozostawał rynek krajowy. W 2019 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 134,8 mld zł i były to wyłącznie obligacje skarbowe. Na rynkach zagranicznych pozyskano natomiast środki o wartości nominalnej 11,7 mld zł, z czego 3,1 mld zł stanowiły środki z kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych, a 8,6 mld zł z emisji obligacji. W I połowie 2020 r. z rynku krajowego pozyskano środki w wysokości 149,9 mld zł (wraz z bonami skarbowymi), a z rynków zagranicznych 8,6 mld zł (głównie z emisji obligacji zagranicznych).

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

Instrumenty	2018		2019		I-VI 2020	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Krajowe SPW	124,5	93,2	134,8	92,0	149,9	94,5
Zagraniczne SPW	4,2	3,1	8,6	5,9	7,2	4,6
Kredyty z MIF	4,9	3,7	3,1	2,1	1,4	0,9

Wśród instrumentów emitowanych na rynku krajowym dominowały papiery hurtowe przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych (w 2019 r. stanowiły 87,2% wartości łącznej sprzedaży, w I połowie 2020 r. 90,2%), podczas gdy udział obligacji oszczędnościowych, po wzroście do najwyższego w historii poziomu w 2019 r. (12,8%), spadł do 9,8% w połowie 2020 r.

W strukturze sprzedaży rynkowych SPW oferowanych na rynku pierwotnym w 2019 r. i w I połowie 2020 r. przeważały papiery średnio- i długoterminowe (o terminie zapadalności powyżej 4 lat). W kwietniu 2020 r., po trzech latach przerwy, w ofercie znalazły się bony skarbowe (o terminach zapadalności 9-52 tygodnie) sprzedawane na początku pandemii COVID-19 i służące zarówno do bieżącego zarządzania płynnością budżetu państwa, jak i częściowo do finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu. Rentowności uzyskane na przetargach były najniższe w historii (średnia rentowność na przetargach w I połowie 2020 r. wyniosła 0,69%).

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

Instrumenty	2018	2019	I-VI 2020
Bony skarbowe	0,0%	0,0%	13,1%
Obligacje o terminie zapadalności do 4 lat	15,3%	11,1%	15,5%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat do 6 lat	50,9%	51,9%	40,6%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 6 lat	33,8%	37,0%	30,8%

Największy udział w strukturze sprzedaży krajowych SPW na rynku hurtowym utrzymały papiery o stałym oprocentowaniu, przy malejącym udziale instrumentów o oprocentowaniu zmiennym (spadek z 32,8% w 2018 r. do 14,5% w I połowie 2020 r.) i obligacji zerokuponowych (z 10,0% w 2018 r. do 7,5% w połowie 2020 r.).

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

Instrumenty	2018	2019	I-VI 2020
Obligacje o oprocentowaniu stałym	57,2%	51,2%	64,9%
Obligacje zerokuponowe	10,0%	11,1%	7,5%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym	32,8%	37,7%	14,5%
Obligacje indeksowane	0,0%	0,0%	0,0%
Bony skarbowe	0,0%	0,0%	13,1%

Na rynkach zagranicznych w omawianym okresie przeprowadzono 5 emisji na rynku euro o łącznej wartości 5,7 mld EUR. W marcu 2019 r. Polska po raz trzeci w historii wyemitowała obligacje nominowane w euro typu *Green bonds*, o zapadalności 10 i 30 lat. Duży popyt pozwolił osiągnąć wysokie wartości emisji, zwłaszcza dla papierów 10-letnich. Środki z emisji tych obligacji przeznaczone są na finansowanie projektów związanych ze środowiskiem naturalnym. Z kolei w I połowie 2020 r. wyemitowano 3- i 5-letnie obligacje benchmarkowe o dużych kwotach emisji oraz roczną obligację w systemie private placement. Wszystkie trzy emisje uzyskały ujemną rentowność, przy kupnie 0%.

Tabela 6. Emisje obligacji na rynkach zagranicznych w 2019 r. i w I połowie 2020 r.

Okres	Zapadalność (lata)	Waluta	Wartość emisji	Rentowność
2019	10	EUR	1 500	1,057%
	30	EUR	500	2,071%
I-VI 2020	1	EUR	200	-0,310%
	5	EUR	1 500	-0,102%
	3	EUR	2 000	-0,110%

Łącznie w 2019 r. i w I połowie 2020 r. zaciągnięto kredyty z MIF o wartości 1,04 mld EUR, w tym 1,0 mld EUR z EBI.

Do głównych czynników, które miały wpływ na przebieg i strukturę finansowania potrzeb pożyczkowych w 2019 r. i w I połowie 2020 r., należy zaliczyć:

1) czynniki zewnętrzne, w tym w szczególności:

- politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne, na którą składały się:
 - **w USA:** trzy obniżki stóp procentowych po 25 pb w 2019 r. (na koniec roku stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 1,50–1,75%) oraz zakończenie procesu redukcji sumy bilansowej Fed (we wrześniu 2019 r.), dwie obniżki stóp w łącznej wysokości 150 pb (w marcu 2020 r.), w wyniku czego stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 0,00-0,25%, i rozszerzenie bilansu Fed o co najmniej 700 mld USD w kolejnych tygodniach w celu ograniczenia negatywnego wpływu epidemii koronawirusa na gospodarkę; działania umożliwiające swobodny przepływ środków finansowych do amerykańskich korporacji, banków i samorządów; wprowadzenie (od 23 marca 2020 r.) 7-dniowych operacji swapowych we współpracy z innymi bankami centralnymi (Bankiem Kanady, Japonii, Szwajcarii, Anglii i EBC); uruchomienie skupu nieograniczonej liczby obligacji w celu utrzymania niskich kosztów finansowania kredytem, programów zapewniających finansowanie kredytem dla firm, władz stanowych i lokalnych o wartości do 300 mld USD oraz programu pożyczek biznesowych dla małych i średnich przedsiębiorstw; uruchomienie nowego programu pożyczkowego o wartości 2,3 bln USD, który ma zapewnić płynność m.in. małym i średnim przedsiębiorstwom oraz samorządom lokalnym i władzom stanowym;
 - **w strefie euro:** utrzymanie głównej stopy repo na poziomie 0,00% i obniżenie stopy depozytowej o 10 pb do -0,50% (we wrześniu 2019 r.), ogłoszenie trzeciej transzy długoterminowych pożyczek dla banków (od września 2019 r.) i ponowne uruchomienie

programu skupu aktywów w skali 20 mld EUR miesięcznie (od listopada 2019 r.); działania mające na celu łagodzenie skutków epidemii COVID-19: uruchomienie nowego programu ultra-tanich pożyczek dla banków (o wartości 109 mld EUR) i nowego programu skupu aktywów o wartości 750 mld EUR (w marcu 2020 r.) w ramach przeciwdziałania negatywnemu wpływowi pandemii koronawirusa na europejską gospodarkę (tzw. PEPP), zaplanowanego do końca 2020 r. i obejmującego różne klasy aktywów z sektora publicznego i prywatnego oraz dodatkowego skupu aktywów w ramach programu APP w wysokości 120 mld EUR do końca 2020 r.;

- **w Chinach:** dwie obniżki stopy rezerw w 2019 r. (łącznie o 150 pb, w styczniu i wrześniu) i trzy kolejne w I połowie 2020 r. (o 50 pb w styczniu, 50-100 pb w marcu i kolejne 50 pb w kwietniu); dwie obniżki rocznej stopy pożyczkowej, łącznie o 10 pb do 4,15% (we wrześniu i listopadzie 2019 r.), obniżenie 5-letniej stopy pożyczkowej o 5 pb do 4,80% (w listopadzie 2019 r.) i stopy reverse repo o 5 pb do 2,50% (w listopadzie 2019 r.); zapowiedź (w lutym 2020 r.) prowadzenia operacji zasilających w płynność na skalę 1,2 bln CNY i wprowadzenia innych narzędzi polityki monetarnej w celu zapewnienia płynności i wsparcia firm dotkniętych epidemią, obniżenie rocznej stopy pożyczkowej o 10 pb do 4,05% i 5-letniej o 5 pb do 4,75% oraz oprocentowania rocznych pożyczek dla instytucji finansowych o 10 pb do 3,15% (w lutym 2020 r.); kolejne obniżki rocznej i 5-letniej stopy pożyczkowej o odpowiednio 20 pb (z 4,05% do 3,85%) i o 10 pb (z 4,75% do 4,65%) w kwietniu oraz obniżenie kosztu średnioterminowego finansowania dla instytucji finansowych (stopę MLF) o 20 pb do 2,95% (najniższego poziomu w historii);
- **w Japonii:** kontynuacja akomodacyjnej polityki pieniężnej: program skupu obligacji skarbowych na poziomie 80 bln JPY w skali roku, główna stopa na poziomie -0,1%, kontrola krzywej dochodowości (poprzez skup obligacji rządowych w celu utrzymania rentowności 10-letniego benchmarku na poziomie ok. 0,0%) i zapowiedź utrzymywania stóp na obecnym lub niższym poziomie do czasu osiągnięcia celu inflacyjnego na poziomie 2%; rozszerzenie programu skupu o fundusze akcyjne ETF na poziomie 6 bln JPY rocznie (od stycznia 2020 r.) i zwiększenie tego limitu do 12 bln JPY (w kwietniu); zapowiedź zwiększenia zakupów korporacyjnych papierów dłużnych do wysokości 20 bln JPY;
- **w Wielkiej Brytanii:** dwie obniżki stóp procentowych w marcu 2020 r., łącznie o 65 pb (główna stopa procentowa na poziomie 0,10%), zwiększenie programu skupu aktywów o 200 mld GBP do 645 mld GBP i wprowadzenie programu finansowania dla małych przedsiębiorstw (w marcu 2020 r.); w kwietniu Bank Anglii zgodził się czasowo na bezpośrednie finansowanie rządowych potrzeb pożyczkowych w sytuacji trudności z pozyskaniem środków na rynkach finansowych; w czerwcu 2020 r. program skupu aktywów Banku Anglii został zwiększony do 745 mld GBP;
- sytuację geopolityczną na świecie wpływającą na poziom apetytu na ryzyko na globalnym rynku finansowym, w tym m.in.:
 - kontynuację protekcyjnej polityki handlowej USA wobec głównych partnerów, osiągnięcie wstępnego porozumienia z Chinami (w styczniu 2020 r.) oraz nową umowę o wolnym handlu z Kanadą i Meksykiem; eskalacja działań w tym obszarze wpływała na pogorszenie nastrojów i obawy o wpływ wojen handlowych na globalną gospodarkę;
 - niepewność co do warunków opuszczenia Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię i obawy o realizację scenariusza wyjścia z UE bez umowy, termin Brexitu został ustalony na 31 października 2019 r., a następnie przesunięty na 31 stycznia 2020 r.;
 - wzrost obaw o przyszłe relacje handlowe między UE a Wielką Brytanią, związany z brakiem postępów w negocjacjach i zbliżającym się terminem zakończenia okresu przejściowego;

- przejściowy wzrost napięcia geopolitycznego pomiędzy USA i Iranem w styczniu 2020 r., co spowodowało spadek rentowności obligacji na rynkach bazowych i wzrost cen ropy naftowej;
- obawy przed wpływem epidemii koronawirusa w Chinach na światową gospodarkę, a następnie o globalną recesję w związku z rozszerzeniem się pandemii na cały świat i wstrzymaniem działalności wielu branż gospodarki; wzrost obaw o drugą falę zakażeń związanych z przyspieszeniem rozprzestrzeniania się COVID-19 na świecie;
- niestandardowe działania rządów i instytucji międzynarodowych ukierunkowane na ograniczenie negatywnych skutków pandemii na światową gospodarkę, w tym:
 - przyjęcie pakietu pomocowego dla gospodarki o wartości 750 mld EUR przez rząd Niemiec (w marcu 2020 r.) i kolejnego o wartości 130 mld EUR na wsparcie gospodarki po kryzysie związanym z pandemią (w czerwcu), w tym obniżenie podatku VAT, pomoc dla samorządów i jednorazowe wypłaty na każde dziecko w rodzinie;
 - przyjęcie pakietu stymulacyjnego dla gospodarki o wartości ponad 2 bln USD przez rząd USA w marcu 2020 r. (największa pomoc finansowa dla gospodarki w historii USA). W pakiecie przewidziano 500 mld USD dla branż znajdujących się w trudnej sytuacji, 350 mld USD na pożyczki dla małych firm, 250 mld USD na pomoc dla bezrobotnych i 100 mld USD dla szpitali. Przewidziano również jednorazowe transfery pieniężne w wysokości 1200 USD dla każdego obywatela zarabiającego mniej niż 75 tys. USD rocznie i dodatkowe 500 USD na dziecko. Na pomoc dla bezdomnych przeznaczono 4 mld USD;
 - przyjęcie nowego programu pomocowego dla gospodarki o wartości 500 mld USD przez Senat USA (w kwietniu 2020 r.), w tym 332 mld USD na uzupełnienie programu pożyczek dla małego biznesu;
 - zapowiedź programu łagodzenia skutków epidemii o wartości 37 mld EUR i pożyczki dla 100 tys. firm w wysokości 8 mld EUR przez Komisję Europejską (w marcu 2020 r.);
 - uruchomienie w marcu przez Komisję Europejską tzw. ogólnej klauzuli wyjścia w związku z obserwowanym w Unii Europejskiej poważnym spowolnieniem gospodarczym wywołanym pandemią koronawirusa. Klauzula umożliwia państwom członkowskim odejście w 2020 r. od zaleceń Rady Ecofin dotyczących pożądanego tempa wzrostu wydatków;
 - decyzja przywódców państw G20 o przyznaniu wsparcia finansowego dla światowej gospodarki w walce ze skutkami pandemii w wysokości co najmniej 5 bln USD;
 - zapowiedź uruchomienia do 40 mld EUR na walkę z kryzysem przez EBI;
 - podwojenie pakietu pomocowego dla firm do 40 mld CHF przez rząd Szwajcarii, w tym pożyczki gwarantowane oprocentowane na 0,0% dla przedsiębiorstw;
 - program pomocy rządu Austrii dla firm, w tym gwarancje państwa dla kredytów firmowych do 120 mln EUR lub sumy stanowiącej trzykrotność miesięcznych obrotów (plan obejmuje 90% pożyczek dla firm) oraz wprowadzenie przymusowego moratorium na spłaty kredytów konsumentów i małych firm dotkniętych skutkami pandemii;
 - przyjęcie przez państwa UE przepisów zmieniających zasady wykorzystania środków z polityki spójności, aby łatwiej było je wydawać na walkę z pandemią koronawirusa. Nowe regulacje umożliwiają wykorzystanie wszystkich rezerw funduszy strukturalnych na 2020 r. na walkę ze skutkami pandemii;
 - projekt budżetu Unii Europejskiej na lata 2021-27 (27 maja 2020 r.) i projekt funduszu odbudowy dla gospodarek dotkniętych pandemią, w którym budżet UE miałby wynieść 1,1 bln EUR, a dodatkowy instrument ożywienia gospodarczego 750 mld EUR, z czego 500 mld EUR miałyby mieć formę bezzwrotnych grantów, a 250 mld EUR formę pożyczek. Porozumienie w sprawie budżetu i funduszu odbudowy zostało osiągnięte na szczycie państw UE w lipcu i wyniesie łącznie 1,8 bln EUR, w tym 750 mld EUR na fundusz

odbudowy (w tej kwocie 390 mld EUR stanowią będą granty, a 360 mld EUR pożyczki). W ramach porozumienia UE Polska otrzyma ponad 124 mld EUR w formie dotacji bezpośrednich, a wraz z uprzywilejowanymi pożyczkami 160 mld EUR;

2) czynniki lokalne, w tym głównie:

- politykę pieniężną RPP, sytuację na rynku finansowym i w gospodarce krajowej, w tym:
 - kontynuację polityki stabilnych stóp procentowych (w tym stopy repo na poziomie 1,5%) i nastawienia *wait-and-see* w polityce pieniężnej w 2019 r. oraz wyraźne poluzowanie polityki monetarnej w I połowie 2020 r. w celu ograniczenia negatywnych konsekwencji gospodarczych związanych z pandemią koronawirusa: obniżenie stóp procentowych po raz pierwszy od marca 2015 r. (stopy referencyjnej łącznie o 140 pb do 0,1% w maju, stopy lombardowej łącznie o 200 pb do 0,50% w maju i stopy depozytowej o 50 pb do 0,0% w kwietniu); obniżenie stopy rezerw obowiązkowych z 3,5% do 0,5% (od 30 kwietnia), wprowadzenie kredytu wekslowego na refinansowanie nowych kredytów dla podmiotów gospodarczych oraz rozpoczęcie od marca operacji zasilających w płynność (repo) i skupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym, a następnie rozszerzenie programu skupu o obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa (obligacje PFR i BGK) i bony skarbowe (od kwietnia 2020 r.);
 - relatywnie wysokie tempo PKB w 2019 r. (4,1% pomimo spowolnienia w IV kwartale) i znaczący spadek dynamiki PKB w I kw. i II kw. 2020 r. (odpowiednio +2,0% r/r i -8,2% r/r), przy utrzymywaniu się inflacji w granicach celu inflacyjnego (2,5%±1%) i przejściowym jej wzroście w I kwartale 2020 r.;
 - utrzymanie oceny ratingowej Polski przez główne agencje ratingowe (A- przez agencję S&P i Fitch oraz A2 przez agencję Moody's) ze stabilną perspektywą ratingu;
 - odpływ kapitału zagranicznego z krajowego rynku SPW (o 34,1 mld zł w 2019 r. i o 19,7 mld zł w I połowie 2020 r.), jako efekt normalizacji polityki pieniężnej Fed, zmian w polityce inwestycyjnej niektórych dużych posiadaczy krajowych SPW i wzrostu popytu na bezpieczne aktywa w warunkach pandemii;
 - osłabienie złotego wobec euro i dolara w 2019 r. przy mniejszej zmienności obu walut (zmienność kursu EUR/PLN wyniosła 3,4% wobec 4,7% w 2018 r., kurs rynkowy średnioroczny wyniósł 4,2955 wobec 4,2590 średnio w 2018 r.; w przypadku USD/PLN zmienność wyniosła 6,5% wobec 9,8% w 2018 r., a średni kurs wyniósł 3,8387 wobec 3,6125 średnio w 2018 r.) i dalsza deprecjacja złotego wobec obu walut w I połowie 2020 r., przy wzroście zmienności kursu EUR/PLN i mniejszej zmienności kursu USD/PLN (kurs EUR/PLN: zmienność 5,8%, średni kurs 4,41, kurs USD/PLN: zmienność 5,8%, średni kurs 4,00);
 - dużą zmienność na rynku krajowych obligacji skarbowych w 2019 r. i w I połowie 2020 r., przy znacznie niższym poziomie stóp procentowych, zwłaszcza średnio- i długoterminowych (średnie rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich w 2019 r. wyniosły odpowiednio 1,55% (1,6% w 2018 r.), 2,0% (2,5%) i 2,4% (3,2%), a w I połowie 2020 r. wyniosły odpowiednio: 0,97%, 1,35% i 1,75%;
- korzystną realizację budżetu państwa w 2019 r., w wyniku której potrzeby pożyczkowe netto były znacznie niższe od zakładanych w ustawie budżetowej;
- uruchomienie rządowego programu ratunkowego „Tarcza antykryzysowa” (w marcu 2020 r.) mającego na celu wsparcie gospodarki i przeciwdziałanie negatywnym skutkom koronawirusa o łącznej wartości 212 mld zł, w tym wydatki rządowe o wartości 66 mld zł (wydatki budżetu państwa, ZUS i funduszy celowych), wsparcie płynności ze strony rządu o wartości 74,5 mld zł i pakiet płynnościowy ze strony NBP o wartości 70 mld zł. Program składa się z pięciu filarów, tj. bezpieczeństwo pracowników, finansowanie przedsiębiorstw, ochrona zdrowia, wzmocnienie systemu finansowego i program inwestycji publicznych. Skala i zakres

instrumentów Tarczy antykryzysowej w ramach wydatków rządowych uległy rozszerzeniu w kolejnych miesiącach. W celu ich sfinansowania powołany został w BGK Fundusz Przeciwdziałania COVID-19;

- uruchomienie rządowego programu Tarcza Finansowa (w kwietniu 2020 r.), skierowanego do przedsiębiorstw, które ucierpiały podczas pandemii koronawirusa, o łącznej wartości do 100 mld zł. W ramach programu za pośrednictwem Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) do mikrofirm ma trafić 25 mld zł, do małych i średnich firm 50 mld zł, a do dużych przedsiębiorstw 25 mld zł. Podmioty, które skorzystają z programu i spełnią określone warunki otrzymają łącznie środki bezzwrotne o wartości 60 mld zł;
- emisję obligacji PFR gwarantowanych przez Skarb Państwa w ramach programu Tarcza Finansowa: do końca sierpnia 2020 r. PFR wyemitował łącznie 62,0 mld zł obligacji o terminie zapadalności 4-10 lat. Obligacje te zostały wyemitowane w ramach programu opiekującego na 100 mld zł;
- emisję obligacji Banku Gospodarstwa Krajowego gwarantowanych przez Skarb Państwa na zasilenie funduszu pomocowego Fundusz Przeciwdziałania COVID-19: do końca sierpnia BGK wyemitował łącznie 77,2 mld zł obligacji o terminie zapadalności od 5 do 13 lat. Bank może zasilić Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 łącznie kwotą 112,5 mld zł;
- pogorszenie sytuacji budżetowej w I połowie 2020 r. (w okresie I-VI deficyt wyniósł 17,1 mld zł) i zapowiedź nowelizacji ustawy budżetowej na 2020 r., której projekt został przyjęty przez Radę Ministrów w sierpniu 2020 r.;
- uchwalenie przez Sejm w dniu 28 maja 2020 r. ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych (projektu rządowego), która rozszerza katalog zdarzeń wyłączających stosowanie stabilizującej reguły wydatkowej o stan epidemii i określa ścieżki automatycznego powrotu do stosowania tej reguły. W efekcie zastosowania przepisów ustawy zawieszono stosowanie reguły wydatkowej w 2020 r.;
- wzrost potrzeb pożyczkowych związany z wysokim deficytem budżetowym i realizacją rządowego programu pomocowego.

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

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

- politykę emisyjną zakładającą tworzenie płynnych serii obligacji benchmarkowych. W połowie 2020 r. 16 emisji przekraczało wartość 25 mld zł, podczas gdy na koniec 2019 r. było to 15 emisji (13 emisji na koniec 2018 r.). Emisje przekraczające 25 mld zł stanowiły 76,6% wartości nominalnej obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu wobec 74,2% na koniec 2019 r. (71,5% na koniec 2018 r.). Duża wartość emisji w istotny sposób wpływa na poziom płynności na rynku wtórnym;
- emisje obligacji na rynku euro o wartości zapewniającej ich płynność (w 2019 r. i I połowie 2020 r. wyemitowano 3 obligacje o wartości powyżej 1 mld EUR);
- elastyczne dostosowanie poziomu podaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej oraz prowadzenie przejrzystej polityki informacyjnej;
- rozszerzenie oferty obligacji oszczędnościowych o obligacje premiowe: druga emisja 10-miesięcznych obligacji premiowych w czerwcu 2019 r. (pierwsza miała miejsce w czerwcu 2018 r.). Są to instrumenty o stałym oprocentowaniu z premią możliwą do wygrania w drodze losowania. Obligacje premiowe zostały wyemitowane w ramach działań zachęcających do wzrostu oszczędności i budowy kultury oszczędzania, zgodnie ze Strategią na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju;
- 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 2019 r. i w I połowie 2020 r. przeprowadzono transakcje o wartości nominalnej 20,2 mld zł, co stanowiło 0,2% wszystkich transakcji SBB na rynku SPW;

- zastąpienie od stycznia 2019 r. przetargów uzupełniających obligacji skarbowych, a od czerwca 2019 r. bonów skarbowych sprzedażą dodatkową. Daje ona nabywcom SPW na przetargu podstawowym możliwość zakupu w tym samym dniu dodatkowych SPW po cenie ustalonej na przetargu sprzedaży. Mogą oni nabyć dowolne SPW z oferty przetargu, przy czym maksymalna wartość zakupu jest określona przez iloczyn wartości nominalnej obligacji nabytych na przetargu i procentowego mnożnika odpowiadającego pozycji danego dealera SPW w bieżącym rankingu DSPW. Wprowadzenie sprzedaży dodatkowej miało na celu zwiększenie sprzedaży SPW i umożliwienie inwestorom dodatkowego zakupu dowolnych SPW oferowanych na przetargu sprzedaży niezależnie od tego, które SPW zakupili na przetargu sprzedaży. Stworzyło również mechanizm, który poprzez powiązanie miejsca dealera w rankingu DSPW z wielkością dodatkowej sprzedaży powinien pozytywnie wpływać na poziom konkurencji wśród DSPW;
- wprowadzenie od stycznia 2019 r. na przetargach zamiany modelu globalnej jednej ceny (wszystkie sprzedawane papiery o danym terminie wykupu są nabywane przez inwestorów po tej samej cenie, niezależnie od obligacji odkupywanej).

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		
				2018	2019	VI 2020
Ryzyko refinansowania	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> Wysoki udział sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych w 2019 r. i wyraźny spadek w I połowie 2020 r. (odpowiednio 88,9% i 71,4% ogółu SPW sprzedanych na przetargach sprzedaży i zamiany); Duża rola przetargów zamiany: <ul style="list-style-type: none"> odkupiono 55,7% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie I 2019 - VI 2020; w 2019 r. i w I połowie 2020 r. odkupiono w sumie obligacje o wartości nominalnej 107,4 mld zł; Utrzymanie średniej zapadalności długu krajowego na poziomie określonym w Strategii, tj. zbliżonym do 4,5 roku i nieznaczne jej obniżenie w I połowie 2020 r.; Utrzymanie średniej zapadalności długu SP w 2019 r. na poziomie założonym w Strategii, czyli zbliżonym do 5 lat i nieznaczne jej obniżenie w I połowie 2020 r.; Emisja bonów skarbowych w kwietniu 2020 r. 	Średnia zapadalność (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	4,49	4,53	4,39
			Udział w krajowych SPW:			
			- SPW do 1 roku	9,6%	6,2%	12,0%
			- bonów skarbowych	0,0%	0,0%	2,3%
Ryzyko kursowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Obniżenie udziału długu w walutach obcych w długi SP poniżej poziomu 30% określonego w Strategii na lata 2019-2022 i do poziomu założonego w Strategii na lata 2020-2023, tj. poniżej 25%; Utrzymanie efektywnego udziału długu w euro w długi zagranicznym (po uwzględnieniu transakcji pochodnych) wyraźnie powyżej minimalnego poziomu założonego w Strategii (70%). 	Udział długu zagranicznego w długi SP	29,3%	26,4%	23,3%
			Udział długu w euro w długi zagranicznym	78,5%	81,5%	80,1%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Utrzymanie ATR długu krajowego w przedziale określonym w Strategii 2,8-3,8 roku (w strategii na lata 2019-2022) i 2,8-3,6 roku (w strategii na lata 2020-2023); 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 	3,27	3,18	3,29
			Duration (w latach)			
			- kraj	3,03	3,10	3,21
			- zagranica	4,32	4,71	4,85
			- razem	3,45	3,58	3,64

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"> • oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2019 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 116,7 mld zł, a w I połowie 2020 r. 88,9 mld zł; • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK - w 2019 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 1 899,2 mld zł, a w I połowie 2020 r. 1 244,8 mld zł; • rynkowe lokaty złotowe typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi – w 2019 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 285,6 mld zł, a w I połowie 2020 r. 232,6 mld zł; • lokaty walutowe - w 2019 r. zawarto lokaty na kwotę 7,9 mld EUR, a w I połowie 2020 r. na kwotę 4,5 mld EUR; • wymiana skonsolidowanych środków walutowych w NBP i na rynku; w 2019 r. sprzedano waluty o równowartości 10,6 mld EUR w NBP, na rynku sprzedaż nie była przeprowadzana, w I połowie 2020 r. wymieniono 5,3 mld EUR w NBP oraz o równowartości 0,04 mld EUR na rynku; <p>W ramach konsolidacji zarządzania płynnością lokaty wolnych środków na rachunkach Ministra Finansów w BGK wyniosły na koniec 2019 r. 70,1 mld zł, a na koniec czerwca 2020 r. 61,4 mld zł.</p> <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2019 r. i w I połowie 2020 r. zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.</p>
Ryzyko kredytowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> • Rynkowe lokaty złotowe typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi 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 oraz wzajemnych zabezpieczeń transakcji w formie depozytu pieniężnego; Transakcje zabezpieczone nie generują ryzyka kredytowego; • Ryzyko kredytowe niezabezpieczonych transakcji na instrumentach pochodnych jest dywersyfikowane 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"> • Odpowiednia infrastruktura techniczna do zawierania transakcji rynkowych, bezpieczeństwo informacji związanych z zarządzaniem długiem oraz zintegrowana baza danych długu SP wspierają utrzymywanie ryzyka operacyjnego na bezpiecznym poziomie; • Odpowiednia infrastruktura techniczna umożliwiająca pracę zdalną; • Źródłem ryzyka w zakresie możliwości utrzymania i pozyskania wykwalifikowanej kadry jest sytuacja na rynku pracy.
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. <p>Na wysokość kosztów obsługi długu miały wpływ transakcje swapowe zawarte w 2018 r. oraz 2019 r., których celem było rozłożenie w czasie tych wydatków poprzez wykorzystanie bieżących oszczędności. W efekcie tych operacji koszty w 2019 r. zmniejszyły się o 2,7 mld zł, a w 2020 r. o 1,3 mld zł.</p>

*) Wg skali: wysoki, zadowalający, 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 2021. W tabeli 8 zawarto główne założenia makroekonomiczne *Strategii*, zgodne z założeniami projektu ustawy budżetowej.

Tabela 8. Założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii*

Wyszczególnienie	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Realny wzrost PKB (%)	4,1	-4,6	4,0	3,4	3,0	3,0
PKB w cenach bieżących (mld zł)	2 273,6	2 234,6	2 356,1	2 490,5	2 625,5	2 772,3
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	2,3	3,3	1,8	2,2	2,4	2,5
USD/PLN - na koniec roku	3,7977	3,9603	3,9603	3,9603	3,9603	3,9603
EUR/PLN - na koniec roku	4,2585	4,4545	4,4545	4,4545	4,4545	4,4545

IV.2. Uwarunkowania międzynarodowe

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

- sytuację gospodarczą krajów UE - lipcowe prognozy Komisji Europejskiej wskazują na głęboką recesję w strefie euro w 2020 r., oraz stopniową odbudowę aktywności gospodarczej w drugiej połowie 2020 r. i w 2021 r. Skala spadku PKB w strefie euro w 2020 r. szacowana jest na 8,7%, natomiast w roku przyszłym oczekiwany jest wzrost o 6,1%. Oznacza to pogorszenie prognoz w porównaniu do publikacji Komisji Europejskiej z maja 2020 r., gdy przewidywane zmiany realnego PKB w latach 2020-2021 wynosiły odpowiednio -7,7% oraz 6,3%. Na koniec 2021 r., prognozowany poziom PKB w strefie euro pozostanie o ok. 2% niższy niż przed wybuchem kryzysu spowodowanego pandemią COVID-19. Impuls fiskalny w krajach strefy euro spowoduje, że konsumpcja publiczna będzie czynnikiem ograniczającym skalę spadku PKB w bieżącym roku. Z kolei w 2021 r. odbudowa inwestycji i konsumpcji prywatnej powinna być głównym motorem wzrostu;
- sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których zaciągane będą zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro oraz działania głównych banków centralnych wpływające na poziom rentowności na krajowym rynku długu:
 - zapowiedź utrzymania przez dłuższy czas bardzo łagodnego nastawienia polityki pieniężnej EBC, w czerwcu br. bank zapowiedział zwiększenie programu PEPP o dalsze 600 mld EUR do 1,35 bln EUR i wydłużenie okresu obowiązywania programu co najmniej do czerwca 2021 r. wraz z deklaracją reinwestowania zapadających z programu PEPP aktywów przynajmniej do końca 2022 r., ogłosił również, że udostępni pożyczki zabezpieczone rynkowymi aktywami w EUR bankom centralnym spoza strefy euro (instrument ten będzie dostępny do końca czerwca 2021 r.);
 - ultra-łagodną politykę pieniężną prowadzoną przez Fed – zgodnie z najnowszymi projekcjami członkowie Fed spodziewają się utrzymania stóp procentowych na obecnym, rekordowo niskim poziomie co najmniej do końca 2022 r. Bank zapowiedział utrzymanie obecnego tempa zakupu aktywów na poziomie 120 mld USD miesięcznie, podtrzymał linie swapowe z bankami centralnymi z innych krajów dla zapewnienia płynności w USD i przedłużył do końca 2020 r. część programów pożyczkowych dla firm, władz stanowych oraz osób fizycznych. Fed zadeklarował gotowość dalszych działań i użycia wszystkich swoich narzędzi, jeśli tylko będzie to konieczne dla wsparcia gospodarki; W sierpniu 2020 r.

Fed zmienił cel inflacyjny z punktowego na uśredniony w przedziale na poziomie 2%; Oznacza to, że inflacja będzie mogła przejściowo przekraczać 2% po okresach, w których wzrost cen był niższy niż od celu;

- kontynuację programu skupu aktywów przez Bank Japonii oraz utrzymywanie referencyjnej stopy procentowej na ujemnym poziomie tak długo, jak będzie to konieczne do osiągnięcia celu inflacyjnego; bank centralny podwyższył specjalny program wsparcia dla przedsiębiorstw w związku z pandemią koronawirusa z 75 bln JPY do 110 bln JPY (1 bln USD) i podtrzymał stanowisko, że gospodarka będzie stopniowo wracać do wzrostu po pandemii koronawirusa, sugerując, że bank podjął już wystarczające działania dla wsparcia gospodarki;
- utrzymywanie przez Narodowy Bank Szwajcarii ekspansywnej polityki pieniężnej i ujemnych stóp procentowych (stopa referencyjna i stopa depozytowa na poziomie minus 0,75%) oraz prowadzenie interwencji na rynku walutowym w celu przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji CHF; możliwość podjęcia dodatkowych kroków w razie pogorszenia płynności systemu bankowego;
- dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin i zapowiedź skupu od banków kredytów udzielonych małym firmom o wartości 400 mld CNY, co ma pozwolić na udzielenie nowych kredytów bankowych o wartości ok. 1 bln CNY;
- postrzeganie ryzyka kredytowego Polski i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych;
- obawy przed globalną recesją wywołaną przez pandemię koronawirusa i o dalszy jej przebieg w związku z informacjami z WHO o przyspieszeniu tempa rozprzestrzeniania się pandemii na świecie i obawy o drugą falę zakażeń koronawirusem.

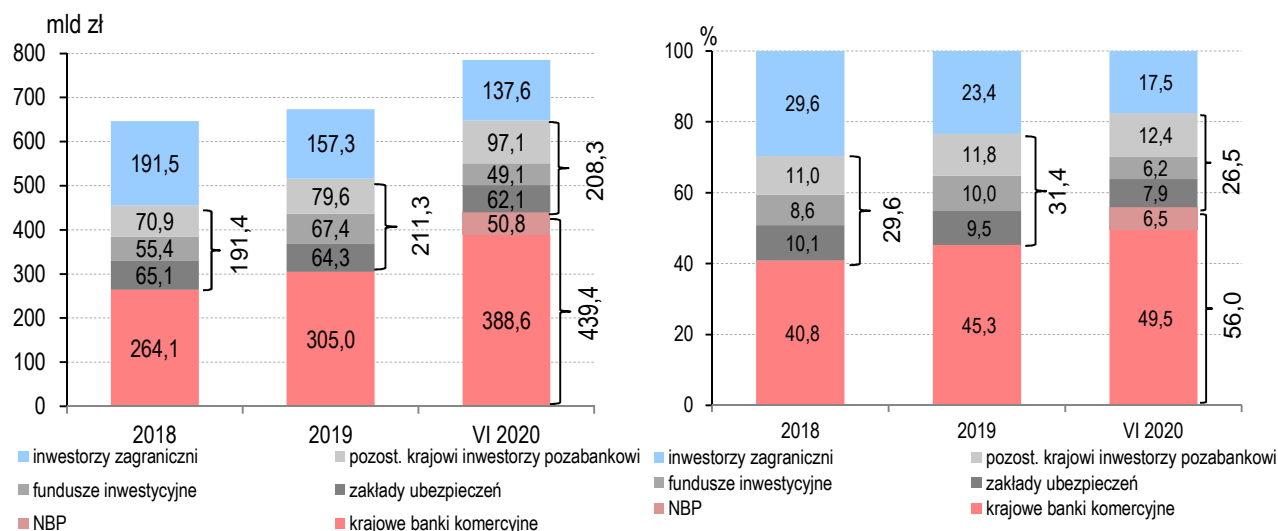
IV.3. Krajowy rynek SPW

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.

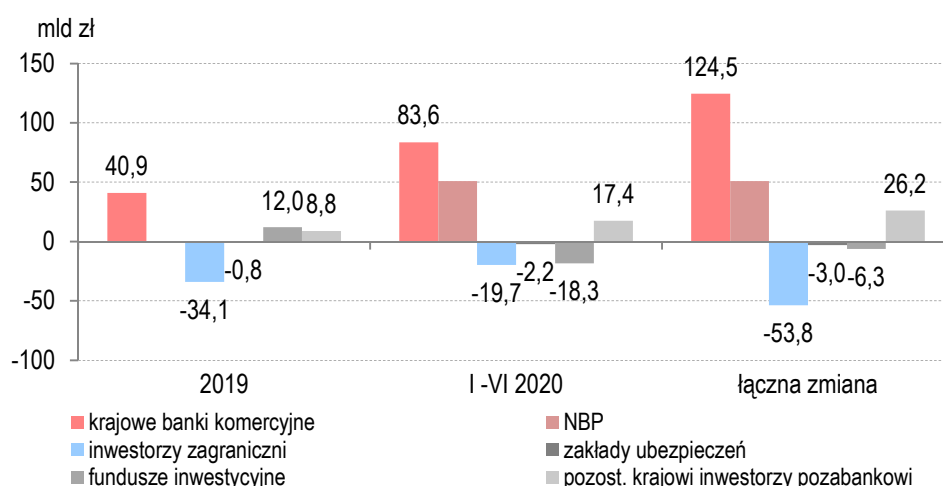
Podmioty inwestujące na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych można podzielić na trzy główne grupy: krajowy sektor bankowy, krajowy sektor pozabankowy i inwestorów zagranicznych. Od końca 2018 r. do I połowy 2020 r. w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW zaobserwowano następujące zmiany:

- znaczne zwiększenie zaangażowania banków krajowych, szczególnie w I połowie br. (łącznie o 175,3 mld zł, w tym NBP o 50,8 mld zł od kwietnia br.) i utrzymanie ich dominującego udziału w strukturze podmiotowej zadłużenia (56,0% na koniec czerwca 2020 r.);
- wzrost zaangażowania krajowych inwestorów pozabankowych łącznie o 16,9 mld zł;
- dalsze ograniczanie zaangażowania w krajowe SPW przez inwestorów zagranicznych, łącznie o 53,8 mld zł. Ich udział obniżył się o 12,1 p.p. do 17,5%.

Wykres 6. Struktura portfela krajowych SPW w posiadaniu głównych grup inwestorów*



Wykres 7. Zmiany portfela krajowych SPW w posiadaniu głównych grup inwestorów*



* Wg wartości nominalnej.

Inwestorzy krajowi według stanu na koniec czerwca 2020 r. posiadali 82,5% zadłużenia w krajowych SPW, co oznaczało wzrost o 12,1 p.p. względem końca 2018 r. Wśród inwestorów krajowych dominują inwestorzy instytucjonalni, jednakże w ostatnich latach wysoką dynamiką wzrostów cechuje się wartość portfela SPW w posiadaniu osób fizycznych. Od końca 2018 r. ich zaangażowanie wzrosło o 76,2% do poziomu 35,3 mld zł, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu zainteresowania ofertą obligacji oszczędnościowych.

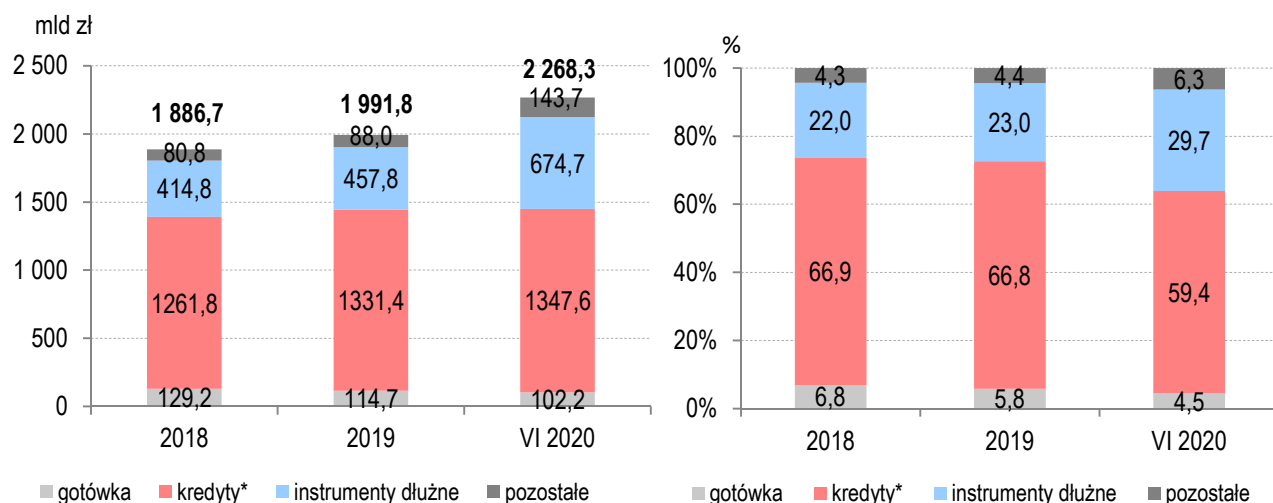
Kształtowanie się udziału inwestorów krajowych w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW w najbliższych latach, poza czynnikami wymienionymi w kolejnych podrozdziałach, w znaczącym stopniu będzie zależało także od poziomu potrzeb pożyczkowych, determinującego wielkość podaży SPW oferowanej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

IV.3.1. Banki krajowe

Aktywa krajowych banków komercyjnych na koniec czerwca 2020 r. wynosiły 2,3 bln zł (wzrost o 20,2% wobec końca 2018 r.), przy dominującym udziale kredytów i innych należności od podmiotów krajowych (ok. 59,4%). Drugim największym składnikiem aktywów były instrumenty dłużne – na koniec czerwca 2020 r. ich udział wyniósł 29,7%. W strukturze instrumentów dłużnych przeważający udział miały papiery skarbowe (62,3%) oraz bony pieniężne NBP (ok. 20,6%). Czynnikiem sprzyjającym utrzymywaniu się wysokiego popytu banków na SPW był obowiązujący od 1 lutego 2016 r. podatek od niektórych instytucji finansowych, obejmujący przede wszystkim

banki²⁾ i zakłady ubezpieczeń, a także obecna sytuacja na rynkach finansowych. W okresie wzrostu potrzeb pożyczkowych w I połowie 2020 r., związanych ze wzrostem deficytu budżetowego, znaczną część podaży SPW zaabsorbowały banki komercyjne przy historycznie niskich poziomach rentowności. Zgodnie z komunikatem Zarządu NBP, przeprowadzane od kwietnia 2020 r. przez NBP operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa – na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku, mają na celu zmianę długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym oraz zapewnienie płynności rynku wtórnego skupowanych papierów wartościowych.

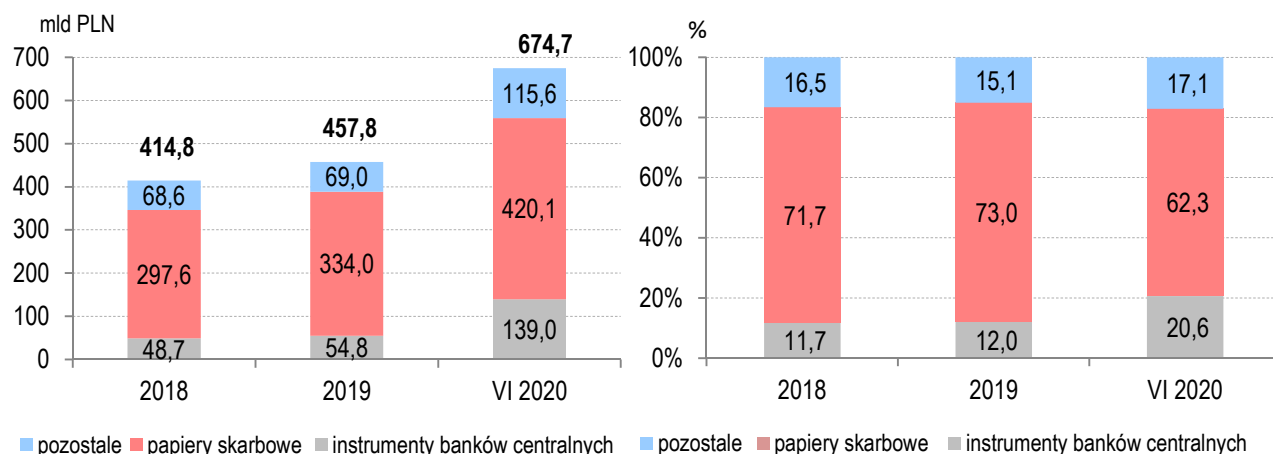
Wykres 8. Struktura aktywów krajowych banków komercyjnych



* Kredyty – kredyty i inne należności od podmiotów krajowych.

Źródło: Narodowy Bank Polski, wg obowiązujących metod wyceny.

Wykres 9. Instrumenty dłużne w aktywach krajowych banków komercyjnych



Źródło: Narodowy Bank Polski, wg obowiązujących metod wyceny.

Do najistotniejszych czynników oddziałujących na popyt banków na krajowe SPW w horyzoncie *Strategii* należy zaliczyć:

- rozwój koniunktury gospodarczej, wpływający na wielkość i strukturę aktywów banków;
- poziom nadpłynności sektora bankowego;
- zakładany poziom stóp procentowych;
- podatek od niektórych instytucji finansowych.

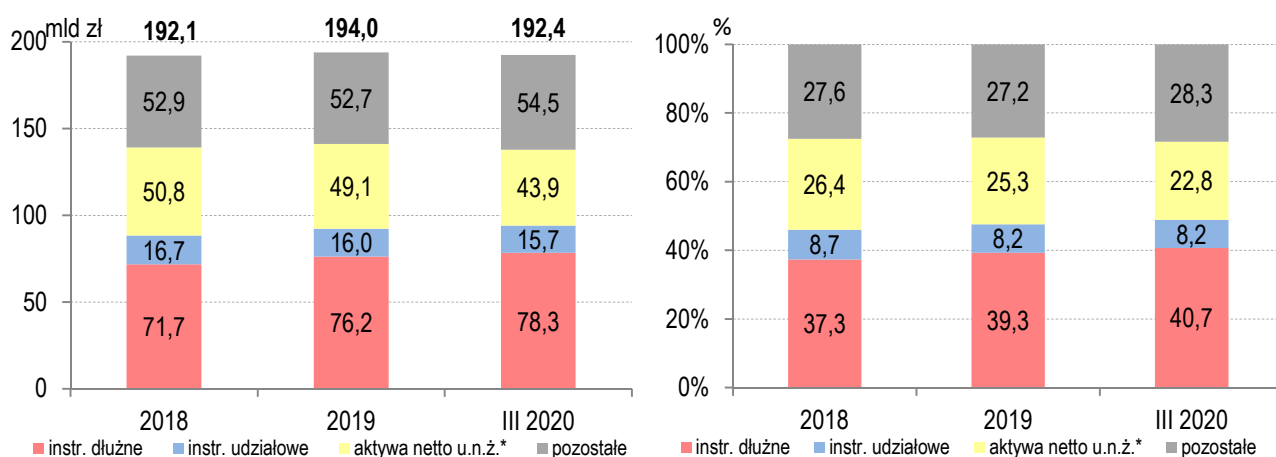
²⁾ Podstawą opodatkowania banków są aktywa pomniejszone m.in. o fundusze własne oraz SPW.

IV.3.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi

Grupę inwestorów krajowych z sektora pozabankowego stanowią zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne oraz pozostali krajowi inwestorzy pozabankowi (głównie osoby fizyczne i inne podmioty). Według stanu na koniec czerwca 2020 r. zakłady ubezpieczeń posiadały 7,9% krajowych SPW (spadek udziału o 2,2 p.p. względem końca 2018 r.), fundusze inwestycyjne 6,2% (spadek o 2,3 p.p.) oraz pozostali krajowi inwestorzy pozabankowi 12,4% (wzrost o 1,4 p.p.). Głównymi czynnikami oddziałującymi na wartość portfela SPW w posiadaniu zakładów ubezpieczeniowych i funduszy inwestycyjnych są wysokość aktywów oraz polityka inwestycyjna tych podmiotów.

Aktywa zakładów ubezpieczeń na koniec marca 2020 r. ukształtowały się na poziomie 192,4 mld zł, co oznaczało wzrost o 0,3 mld zł wobec końca 2018 r., tj. o 0,2%.

Wykres 10. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń

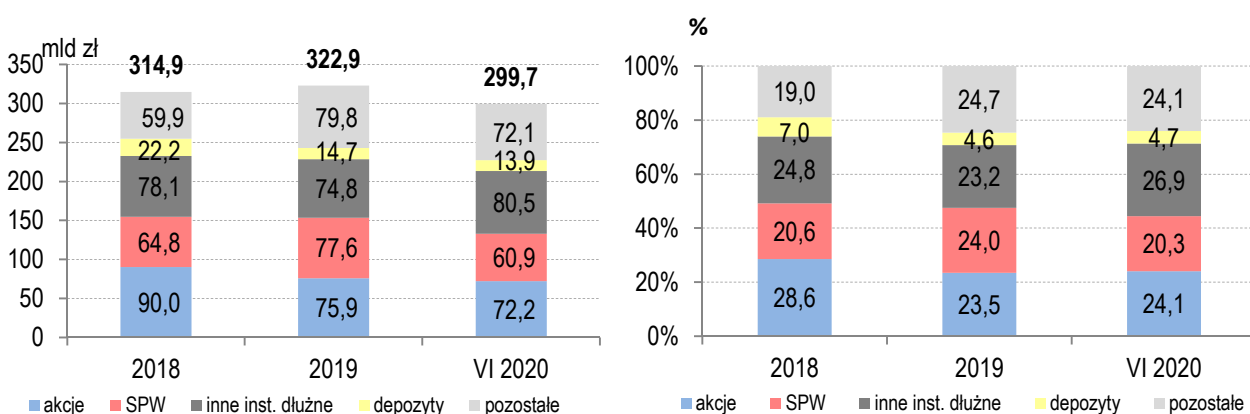


* aktywa netto u.n.ż. – aktywa netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający.

Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego, wg aktualnych metod wyceny.

Aktywa funduszy inwestycyjnych według stanu na koniec czerwca 2020 r. spadły do poziomu 299,7 mld zł, tj. o 15,3 mld zł (o 4,8%) wobec końca 2018 r. Wartość obligacji skarbowych (wyemitowanych na rynku krajowym i zagranicznym) w posiadaniu funduszy inwestycyjnych spadła w tym czasie o 3,9 mld zł, a ich udział w aktywach spadł o 0,3 p.p.

Wykres 11. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych



Źródło: Narodowy Bank Polski, wg aktualnych metod wyceny.

Do głównych czynników decydujących o wartości portfela SPW w aktywach pozabankowych instytucji finansowych w kolejnych latach należą:

- dalszy rozwój rynku ubezpieczeniowego i funduszy inwestycyjnych;
- koniunktura na rynku akcji, będąca jednym z czynników determinujących alokację

oszczędności przez gospodarstwa domowe;

- niskie stopy procentowe, skłaniające do poszukiwania alternatywnych wobec depozytów bankowych inwestycji kapitału przez gospodarstwa domowe;
- zmiany w systemie emerytalnym mające na celu zwiększenie skali długoterminowych oszczędności gospodarstw domowych z przeznaczeniem na wypłatę po zakończeniu aktywności zawodowej. Zmiany w systemie emerytalnym obejmują powołanie Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK) (od lipca 2019 r.) oraz przekształcenie OFE w fundusze inwestycyjne prowadzące indywidualne konta emerytalne (IKE) (z uwagi na pandemię koronawirusa termin wprowadzenia uległ przesunięciu).

IV.3.3. Inwestorzy zagraniczni

Udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu w krajowych SPW na koniec czerwca 2020 r. wyniósł 17,5% i zmniejszył się o 12,1 p.p. względem końca 2018 r. W 2019 r. oraz w I połowie 2020 r. inwestorzy zagraniczni ograniczyli swoje zaangażowanie w krajowych SPW łącznie o 53,8 mld zł. Na spadek udziału nierezydentów wpływ miały zarówno czynniki lokalne (m.in. niższa podaż SPW w 2019 r. oraz utrzymywanie się wysokiego popytu ze strony inwestorów krajowych), jak i międzynarodowe, przede wszystkim polityka pieniężna głównych banków centralnych.

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. Odpływ części inwestorów zagranicznych z krajowego rynku SPW został zaabsorbowany przez banki krajowe. W strukturze podmiotowej zadłużenia wobec nierezydentów dominują inwestorzy instytucjonalni³⁾: banki centralne i instytucje publiczne (22,0% udziału w czerwcu 2020 r.), fundusze inwestycyjne (21,7%), fundusze emerytalne (10,4%) i zakłady ubezpieczeń (15,7%). Wysoko zdywersyfikowana jest również struktura geograficzna posiadaczy krajowych SPW – na koniec czerwca 2020 r. znajdowały się one w portfelach inwestorów z 62 krajów.

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

- działania banków centralnych;
- rozwój sytuacji gospodarczej oraz stabilność rynków finansowych na świecie, na co istotny wpływ będzie miał dalszy przebieg pandemii COVID-19 na świecie;
- fundamenty gospodarcze i ocena ryzyka kredytowego Polski;
- funkcjonowanie w Polsce dużego i płynnego rynku finansowego (w szczególności rynku SPW) i jego odpowiedniej infrastruktury (wspieraniu rozwoju polskiego rynku kapitałowego ma służyć realizacja Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego).

W związku ze swobodnym przepływem kapitału zagranicznego inwestycje nierezydentów w krajowe SPW mogą, podobnie jak pozyskiwanie środków na rynkach międzynarodowych być źródłem ryzyka kursowego dla długu SP. Czynnikiem ten ma więc wpływ na elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku i waluty.

³⁾ Struktura nie uwzględnia rachunków zbiorczych, na których znajduje się 1/3 zadłużenia w krajowych SPW wobec nierezydentów.

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.

Podjęcie do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu nie uległo zmianie w stosunku do strategii z poprzedniego roku. Oznacza to możliwość elastycznego kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, sposobu emisji, 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) i kosztu finansowania w długim horyzoncie czasu, z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z akceptowanego poziomu ryzyka.

Doświadczenia zarządzania długiem wskazują na duże znaczenie elastyczności i możliwości 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 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 możliwość dostosowywania struktury finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa do sytuacji rynkowej;

- uwzględniać instrumenty finansowe oferowane przez UE na walkę ze skutkami pandemii COVID-19;
- wykorzystywać możliwość atrakcyjnego finansowania w międzynarodowych instytucjach finansowych;
- uwzględniać możliwość sprzedaży walut w NBP i na rynku walutowym jako instrumentu zarządzania środkami walutowymi i płynnością budżetu państwa, z uwzględnieniem uwarunkowań wynikających z polityki pieniężnej, gospodarczej i budżetowej.

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;
- dążenie do utrzymywania średniej zapadalności długu krajowego na poziomie zbliżonym do 4,5 roku, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyleń wynikających z uwarunkowań rynkowych i budżetowych związanych ze skutkami epidemii COVID-19;
- dążenie do utrzymania średniej zapadalności długu SP na poziomie zbliżonym do 5 lat, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyleń wynikających z uwarunkowań rynkowych i budżetowych związanych ze skutkami epidemii COVID-19;
- dążenie do równomiernego rozkładu wykupów w czasie;

2) ryzyka kursowego

- utrzymywanie udziału długu nominowanego w walutach obcych w dłuży SP poniżej 25%;
- możliwość stosowania instrumentów pochodnych w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu;
- utrzymanie w horyzoncie *Strategii* efektywnego (tj. uwzględniającego transakcje pochodne) udziału euro w dłuży w walutach obcych na poziomie co najmniej 70%;

3) ryzyka stopy procentowej

- utrzymywanie ATR długu krajowego w przedziale 2,8-3,6 roku;
- oddzielanie zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania poprzez wykorzystanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu i obligacji inflacyjnych oraz możliwość wykorzystania instrumentów pochodnych;
- utrzymywanie dominującego udziału instrumentów o oprocentowaniu stałym w dłuży SP nominowanym w walutach obcych;

4) ryzyka płynności budżetu państwa

- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami poprzez operacje walutowe (sprzedaż walut, transakcje pochodne). Poziom środków będzie wypadkową aktualnej i przewidywanej sytuacji budżetowej oraz rynkowej, z uwzględnieniem uwarunkowań sezonowych i dążenia do równomiernego rozkładu podaży SPW w ciągu roku. Odpowiednio wysoki poziom zgromadzonych środków oznacza większą odporność budżetu na zmienną sytuację rynkową oraz wpływa pozytywnie na wycenę długu na rynku pierwotnym SPW;

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* możliwe jest zawieranie kolejnych umów zabezpieczających, uwzględniających obecne standardy rynkowe, umożliwiających zawieranie transakcji niegenerujących ryzyka kredytowego na korzystniejszych warunkach;
- dywersyfikację ryzyka kredytowego generowanego przez transakcje niezabezpieczone;
- procesowe podejście do zarządzania jednostką odpowiedzialną za zarządzanie długiem;
- dysponowanie infrastrukturą umożliwiającą w razie potrzeby zdalną realizację procesów związanych z zarządzaniem długiem;

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 przyczynić 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 oraz do 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 i budżetowych, również na rynku dolara amerykańskiego;
- dostosowanie polityki emisyjnej, w tym przetargów sprzedaży, zamiany i odkupu, do warunków rynkowych.

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;
- dbałość o relacje z inwestorami na rynku krajowym i zagranicznym, w okresie pandemii COVID-19 główną formą kontaktu są tele- i wideokonferencje, w tym poprzez:
 - regularne spotkania z bankami będącymi uczestnikami systemu DSPW (w ramach Rady Uczestników Rynku SPW),
 - kontakty z podmiotami krajowego sektora pozabankowego,
 - kontakty z inwestorami i bankami zagranicznymi,
 - bieżącą komunikację z inwestorami;

- poszerzanie bazy inwestorów, w tym poprzez regularne kontakty z inwestorami zagranicznymi, 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 dotyczące rynku SPW. Przejrzystości rynku służy zarówno przewidywalność polityki emisyjnej, jak i transparentne funkcjonowanie rynku wtórnego. W tym zakresie kontynuowane 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 dostosowania sprzedaży SPW do sytuacji rynkowej bez zwiększania ryzyka płynności i kosztów obsługi długu.

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 środków walutowych w NBP oraz na rynku walutowym;
- transakcje FX swap umożliwiające kształtowanie struktury walutowej płynnych środków;
- krótkoterminowe pożyczki na rynku międzybankowym.

Ponadto, w ramach zarządzania płynnością sektora finansów publicznych na rachunku Ministra Finansów w BGK lokowane są wolne środki jednostek sektora finansów publicznych i jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych, które nie należą do sektora finansów publicznych oraz środki znajdujące się w depozytach sądowych, zmniejszając potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa.

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, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy, 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, z zastrzeżeniem klauzuli wyjścia opisanej w rozdziale VII.3, 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. Średniokresowe ramy budżetowe

W okresie objętym *Strategią* – zgodnie z Załoženiami reformy systemu budżetowego oraz *Strategią* na rzecz odpowiedzialnego rozwoju – kontynuowane będą prace dotyczące uporządkowania systemu zbierania danych o finansach publicznych, a także powiązania, a docelowo integracji, procesów planowania wieloletniego i rocznego oraz przygotowania do wprowadzenia średniokresowych ram budżetowych.

W ramach współpracy technicznej z Międzynarodowym Funduszem Walutowym, finansowanej ze środków Programu Wspierania Reform Strukturalnych, prowadzone są prace dotyczące przygotowania i wdrożenia jednolitego, wielowymiarowego planu kont rachunkowości publicznej, zintegrowanego z klasyfikacją budżetową. Narzędzie to pozwoli na pozyskiwanie ujednoliconych, wysokiej jakości i spójnych danych o operacjach dotyczących środków publicznych, a także aktywach i pasywach jednostek sektora finansów publicznych, niezbędnych do sprawozdawczości budżetowej, finansowej i statystycznej.

Plan kont zintegrowany z klasyfikacją budżetową stanowić będzie podstawę dalszych zmian w obszarach budżetowania i rachunkowości, w tym wdrażania średniokresowych ram budżetowych. Dotychczas, w celu etapowego przygotowania do wdrożenia ram, rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 28 stycznia 2019 r. w sprawie szczegółowego sposobu, trybu i terminów opracowania materiałów do projektu ustawy budżetowej wprowadzono zmiany, które miały na celu integrację procesu przygotowania projektu ustawy budżetowej z pracami nad Wieloletni Plan Finansowy Państwa (WPPF) i aktualizacją Programu Konwergencji oraz ukierunkowanie planowania budżetowego na perspektywę wieloletnią.

Wprowadzone w obszarze planowania wieloletniego zmiany umożliwiają Ministrowi Finansów przekazywanie dysponentom w procesie budżetowym nie tylko wstępnych kwot wydatków na rok następny, ale także tzw. wyjściowych kwot wydatków na dwa kolejne lata. Prace w tym zakresie będą kontynuowane przy uwzględnieniu doświadczeń wynikających z wdrożonych rozwiązań.

Przygotowywane zmiany systemowe przynieść mogą istotne korzyści wynikające z poprawy jakości danych o finansach publicznych, wydłużenia horyzontu planowania budżetowego i zwiększenia rzetelności prognoz budżetowych, pozytywnie wpływając na zarządzanie płynnością budżetu państwa, zarządzanie długiem SP i możliwości oddziaływania na PDP.

VII.2. Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego

VII.2.1. Zmiany systemowe

Rok 2021 będzie ostatnim, w którym będą obowiązywały przepisy sprzed nowelizacji ustawy o finansach publicznych z 2018 r. dotyczące zrównoważenia budżetu w części bieżącej. Od 2022 r. w tym zakresie będą obowiązywały przepisy wprowadzone ustawą z dnia 14 grudnia 2018 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw. Planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące powiększone o przychody wynikające z:

- spłaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych;
- nadwyżki budżetu jednostki samorządu terytorialnego z lat ubiegłych, pomniejszonej o środki w rozumieniu art. 217 ust. 2 pkt 6 ustawy o finansach publicznych.

W zakresie limitów określających możliwości spłaty zadłużania jednostek samorządu terytorialnego, w okresie *Strategii* obowiązywał będzie dotychczasowy indywidualny wskaźnik zadłużenia, opierający się na średniej arytmetycznej z obliczonej dla ostatnich trzech lat relacji dochodów bieżących powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów bieżących budżetu JST.

Od 2026 r. będą miały zastosowanie pozostałe przepisy wprowadzone ww. ustawą z dnia 14 grudnia 2018 r., tj.:

- wydłużenie do 7 lat okresu, z którego liczony jest limit spłaty zadłużenia;
- wyeliminowanie przy liczeniu wskaźnika zadłużenia dochodów ze sprzedaży majątku, jako elementu poprawiającego możliwości spłaty zadłużenia.

VII.2.2. Rozwiązania wprowadzone w związku z COVID-19

Dodatkowo w związku z wystąpieniem epidemii COVID-19 wprowadzono w zakresie reguł fiskalnych obowiązujących JST, zarówno zmiany tymczasowe obejmujące wyłącznie rok 2020, jak również zmiany, które mają wpływ na kolejne lata.

Na podstawie przepisu ustawy z dnia 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych JST planując i wykonując budżet w 2020 r. będzie mogła przekroczyć relację dotyczącą zrównoważenia dochodów i wydatków bieżących o kwotę ubytku w dochodach jednostki będącego skutkiem wystąpienia epidemii COVID-19. Tym samym wydatki bieżące JST będą mogły być wyższe niż dochody bieżące o kwotę ubytku w dochodach jednostki wynikającego z epidemii COVID-19, a co za tym idzie w 2020 r. JST będą mogły mieć deficyt w części bieżącej budżetu.

Ponadto, wyłącznie dla 2020 r., wprowadzono zmianę umożliwiającą przekroczenie relacji dotyczącej zrównoważenia dochodów i wydatków bieżących o wydatki ponoszone w celu realizacji zadań związanych z przeciwdziałaniem COVID-19.

W zakresie reguły spłaty zadłużenia JST (art. 243 ustawy o finansach publicznych) przyjęto rozwiązania polegające na:

- wyłączeniu z indywidualnego wskaźnika spłaty zadłużenia JST zobowiązań z tytułu pożyczek, kredytów i emisji obligacji, które zostaną zaciągnięte przez JST w związku z ubytkiem dochodów jednostki wynikającym z wystąpienia epidemii COVID-19. Wyłączeniu ze wskaźnika będą podlegały zobowiązania w kwocie ubytku dochodów, a samo wyłączenie

będzie mieć charakter długoterminowy – tzn. spłata kredytu (pożyczki, kredytu, obligacji) będzie poza limitem przez cały okres jego spłaty;

- pomniejszaniu wydatków bieżących o wydatki bieżące poniesione w 2020 r. w celu realizacji zadań związanych z przeciwdziałaniem COVID-19 – przy ustalaniu na 2021 r. i lata kolejne - relacji ograniczającej wysokość spłaty długu.

Dodatkowo, wyłącznie dla 2020 r. wprowadzono mechanizm zabezpieczający finanse JST w postaci jednorocznego limitu długu na poziomie 80% dochodów jednostki. Jednakże jednostki, które nie wyłączając spłaty zobowiązań zaciągniętych w związku z ubytkami w dochodach będą spełniać limit spłaty długu, określony w art. 243 ust. 1 ustawy o finansach publicznych, będą mogły nie spełniać limitu w postaci 80% dochodów.

Ponadto ustawą z dnia 31 marca 2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw przyspieszono na 2020 r. wyłączenie wydatków na obsługę długu z wydatków bieżących budżetu jednostki przy ustalaniu relacji ograniczającej wysokość spłaty długu JST.

VII.3. Stabilizująca reguła wydatkowa

Zaproponowana w marcu 2020 r. przez Komisję Europejską i zaakceptowana przez Radę Ecofin ogólna klauzula wyjścia, umocowana w unijnym Pakcie Stabilności i Wzrostu, umożliwiła tymczasowe odejście od zaleceń Rady UE dotyczących polityki budżetowej. Klauzula wyjścia pozwala w 2020 r. na skoordynowany impuls fiskalny dla wsparcia gospodarki. Analogiczne podejście zawarto w znowelizowanej ustawie o finansach publicznych – art. 112d ustawy umożliwił wyłączenie stabilizującej reguły wydatkowej (SRW) i zastosowanie klauzuli wyjścia w sytuacji stanu epidemii oraz jednoczesnego znacznego pogorszenia sytuacji makroekonomicznej (tj. gdy prognozowane tempo wzrostu w 2020 r. jest niższe niż 6-letnia średnia historyczna minus 2 p.p.). Umożliwiło to uruchomienie dodatkowych środków w ramach działań antykryzysowych podjętych przez rząd (tj. Tarczy Antykryzysowej, Tarczy Finansowej).

W kolejnych latach zostanie aktywowana tzw. klauzula powrotu, która umożliwi automatyczny, stopniowy powrót do stabilizującej reguły wydatkowej w horyzoncie od 2 do 4 lat. Tempo powrotu do SRW zależy od sytuacji makroekonomicznej, tj. nominalnego poziomu PKB oraz tempa wzrostu gospodarczego w roku następującym po ogłoszeniu stanu epidemii. Wysokość korekty (dodatkowych wydatków) w poszczególnych latach po wyłączeniu SRW będzie uzależniona od sumy skutków finansowych działań dyskrecyjnych bezpośrednio nakierowanych na powstrzymanie i walkę ze skutkami stanu epidemii. Skala odejścia w poszczególnych latach od pierwotnej ścieżki SRW będzie więc proporcjonalna do ostatecznego łącznego kosztu działań związanych z epidemią COVID-19 poniesionego w 2020 r. przez podmioty objęte regułą. Zgodnie z obecnymi prognozami makroekonomicznymi klauzula powrotu obejmie 2 lata.

VII.4. Wieloletni Plan Finansowy Państwa

Zgodnie z art. 76 ustawy z dnia 31 marca 2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw w 2020 r. nie został sporządzony WFPF, który stanowi podstawę przygotowywania projektu ustawy budżetowej na kolejny rok budżetowy.

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 wyniesie na koniec 2020 r. 50,4%, a następnie wzrośnie do 52,7% na koniec 2021 r. W kolejnych latach objętych prognozą *Strategii* relacja państwowego długu publicznego do PKB będzie spadała i na koniec 2024 r. osiągnie poziom 48,1%.

Relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych, do PKB ukształtuje się na poziomie 48,5% w 2020 r. i 51,4% w 2021 r., tj. powyżej progu 48% zawartego w stabilizującej regule wydatkowej, a następnie będzie się obniżać do 47,0% w 2024 r. Ze względu na spełnienie warunków określonych w art. 112d ustawy o finansach publicznych w 2020 r. zastosowanie ma zapisana w ustawie o finansach publicznych klauzula wyjścia ze stabilizującej reguły wydatkowej. Jednocześnie, zgodnie z mechanizmem powrotu oraz przedstawionymi prognozami makroekonomicznymi, w drugim roku budżetowym od zawieszenia reguły (tj. w roku 2022) nastąpi powrót do jej stosowania zgodnie z pierwotną formułą z art. 112aa ustawy o finansach publicznych.

Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB wyniesie w latach 2020-2021 odpowiednio 61,9% i 64,1%, a następnie będzie się obniżać i w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 59,5%. Oznacza to przekroczenie w latach 2020-2023 zawartej w traktacie z Maastricht wartości referencyjnej relacji długu do PKB na poziomie 60%. Jednak w związku z obserwowanym w całej Unii Europejskiej poważnym spowolnieniem gospodarczym wywołanym pandemią koronawirusa, Komisja Europejska uruchomiła tzw. ogólną klauzulę wyjścia, przewidzianą w Pakcie Stabilności i Wzrostu. Klauzula umożliwia państwom członkowskim czasowe odejście od zaleceń Rady Ecofin dotyczących średniookresowego celu budżetowego. Elastyczne podejście UE nie zawiesza unijnych reguł budżetowych ani nie wyklucza procedury nadmiernego deficytu, ma natomiast ułatwić skoordynowaną reakcję państw na kryzys.

Wzrost długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, poza czynnikami wpływającymi na wzrost państwowego długu publicznego, wynika przede wszystkim z finansowania rządowych programów walki z epidemią COVID-19 przez utworzony w Banku Gospodarstwa Krajowego Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 oraz Polski Fundusz Rozwoju. Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 oraz Tarcza Finansowa realizowana przez Polski Fundusz Rozwoju zostały zaliczone do sektora instytucji rządowych i samorządowych, nie są natomiast zaliczane do sektora finansów publicznych określonego w ustawie o finansach publicznych.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2021 limit kosztów obsługi długu SP będzie w ujęciu nominalnym niższy od limitu na 2020 r. określonego w projekcie nowelizacji ustawy budżetowej na rok 2020 (29,8 mld zł w 2020 r. i 28,0 mld zł w 2021 r.). W relacji do PKB limity kosztów obsługi długu ulegną obniżeniu z 1,33% w 2020 r. do 1,19% w 2021 r. Założono, że relacja kosztów obsługi długu do PKB w horyzoncie *Strategii* obniży się do poziomu 0,75% - 0,76%.

Tabela 9. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

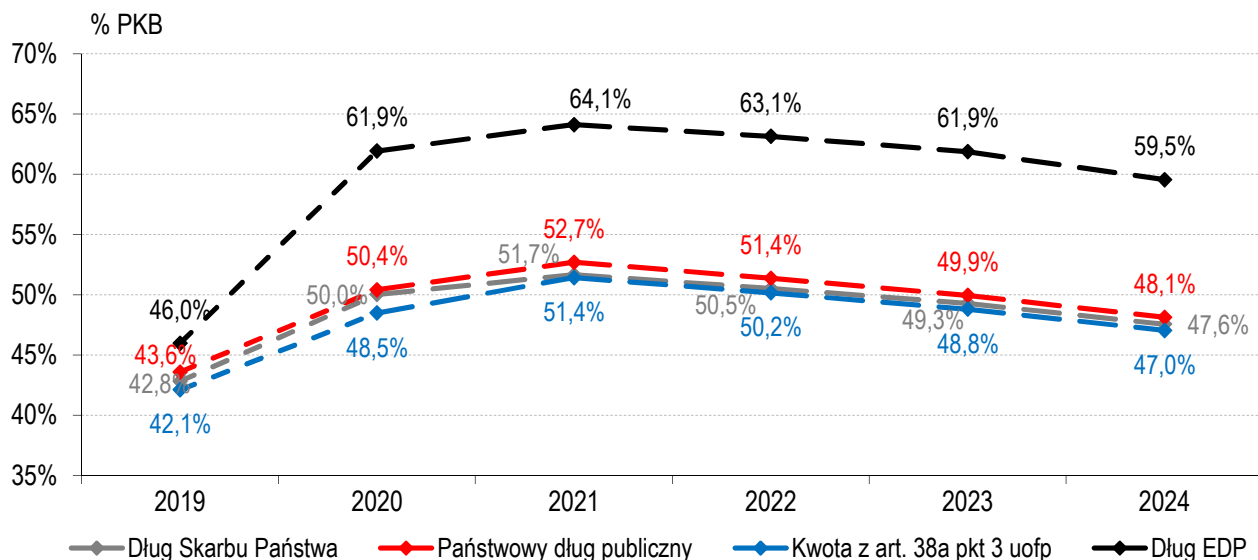
Wyszczególnienie	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. Dług Skarbu Państwa*						
a) w mld zł	973,3	1 117,8	1 217,0	1 257,9	1 293,9	1 318,4
- krajowy	716,5	846,6	924,0	964,0	1 010,2	1 037,9
- zagraniczny	256,9	271,2	293,0	293,9	283,7	280,5
b) w relacji do PKB	42,8%	50,0%	51,7%	50,5%	49,3%	47,6%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	990,9	1 126,5	1 241,6	1 279,4	1 311,4	1 334,2
b) w relacji do PKB	43,6%	50,4%	52,7%	51,4%	49,9%	48,1%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych**						
a) w mld zł	957,4	1 083,3	1 211,5	1 249,2	1 281,1	1 303,9
b) w relacji do PKB	42,1%	48,5%	51,4%	50,2%	48,8%	47,0%
4. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych						
a) w mld zł	1 045,4	1 384,0	1 510,8	1 572,7	1 624,7	1 650,8
b) w relacji do PKB	46,0%	61,9%	64,1%	63,1%	61,9%	59,5%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)***						
a) w mld zł, w tym:	27,3	29,8	28,0	24,1 - 24,5	22,0 - 22,3	20,9 - 21,1
- długu krajowego	19,7	22,8	21,5	19,1	17,8	16,9
- długu zagranicznego	7,6	7,0	6,5	5,0 - 5,4	4,2 - 4,5	3,9 - 4,2
b) w relacji do PKB	1,20%	1,33%	1,19%	0,97% - 0,98%	0,84% - 0,85%	0,75% - 0,76%

*) Kwota długu Skarbu Państwa uwzględnia, zgodnie z planem finansowym Funduszu Solidarnościowego zobowiązania tego funduszu w ramach sektora finansów publicznych, niemające wpływu na państwowy dług publiczny ze względu na eliminację wzajemnych zobowiązań podmiotów należących do sektora.

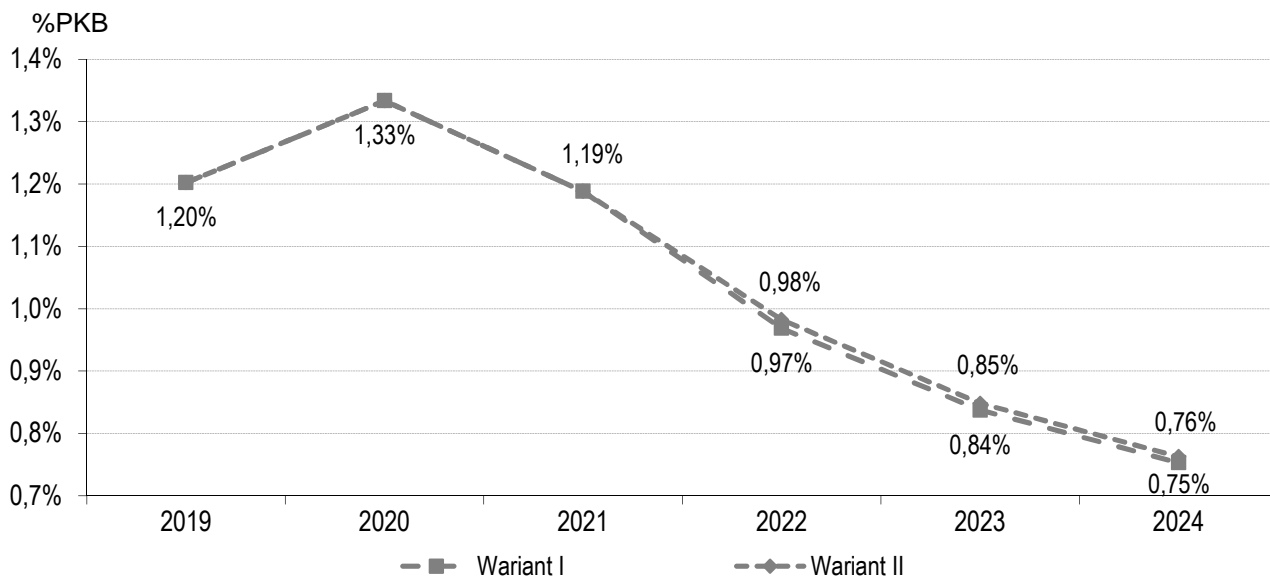
**) Kwota ustalona w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego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

***) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2022-24 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

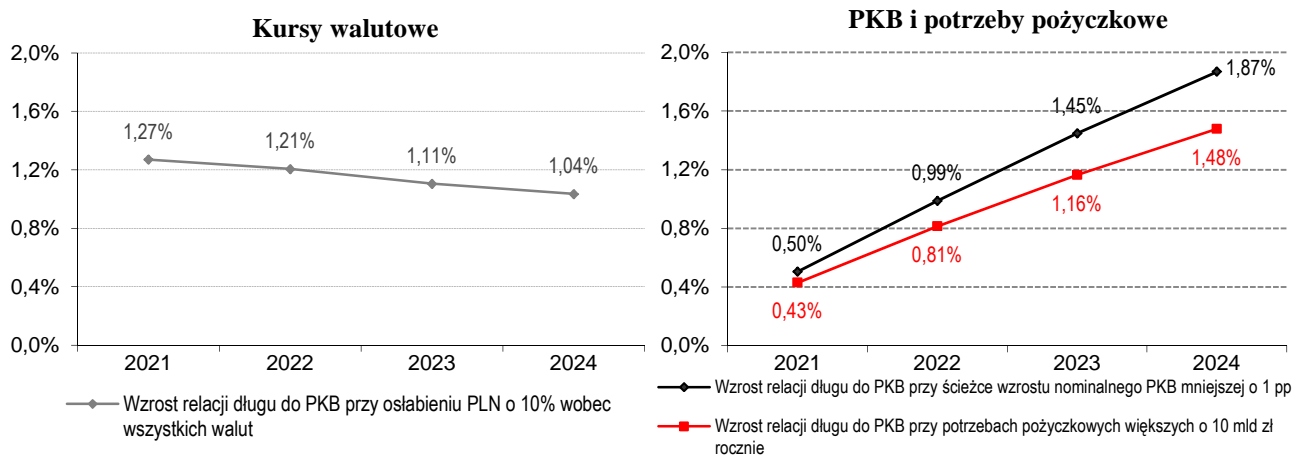
Wykres 12. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 13. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

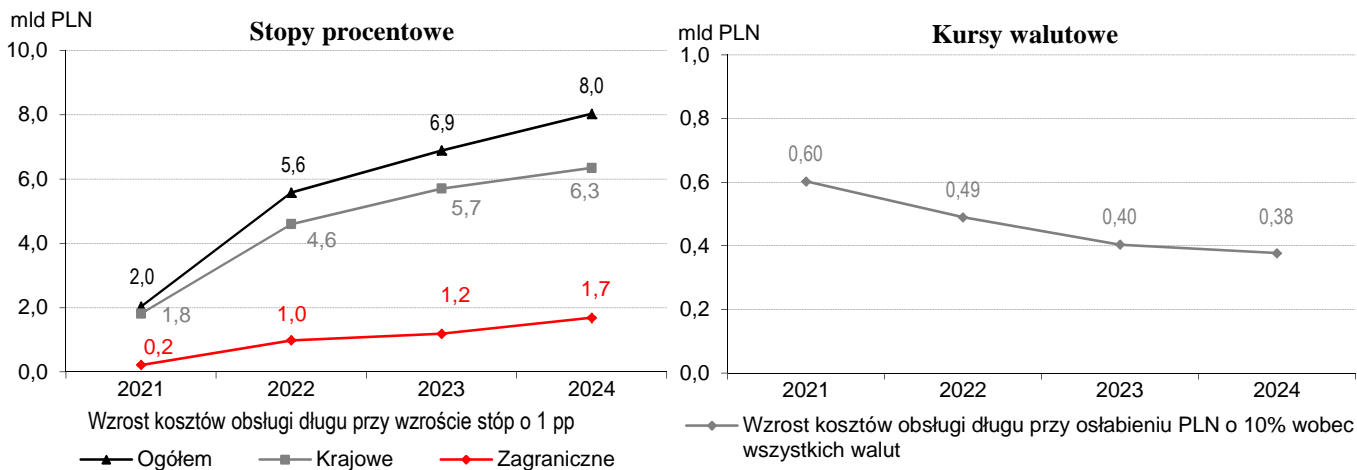


Wykres 14. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń *



*) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2021 r., wrażliwości częściowe przy braku zmian pozostałych założeń.

Wykres 15. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń

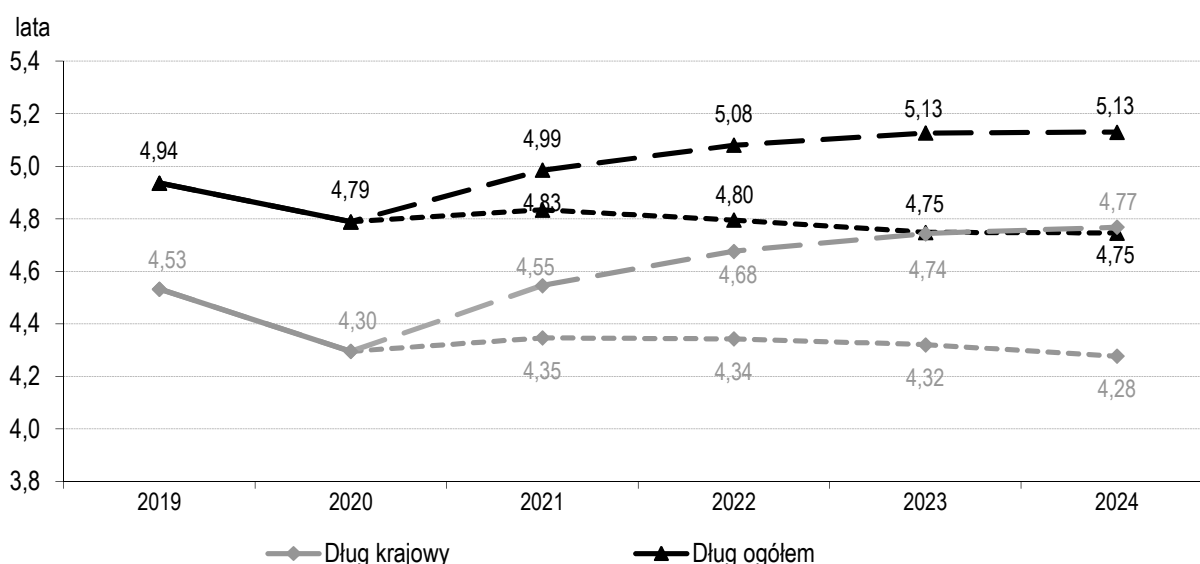


VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

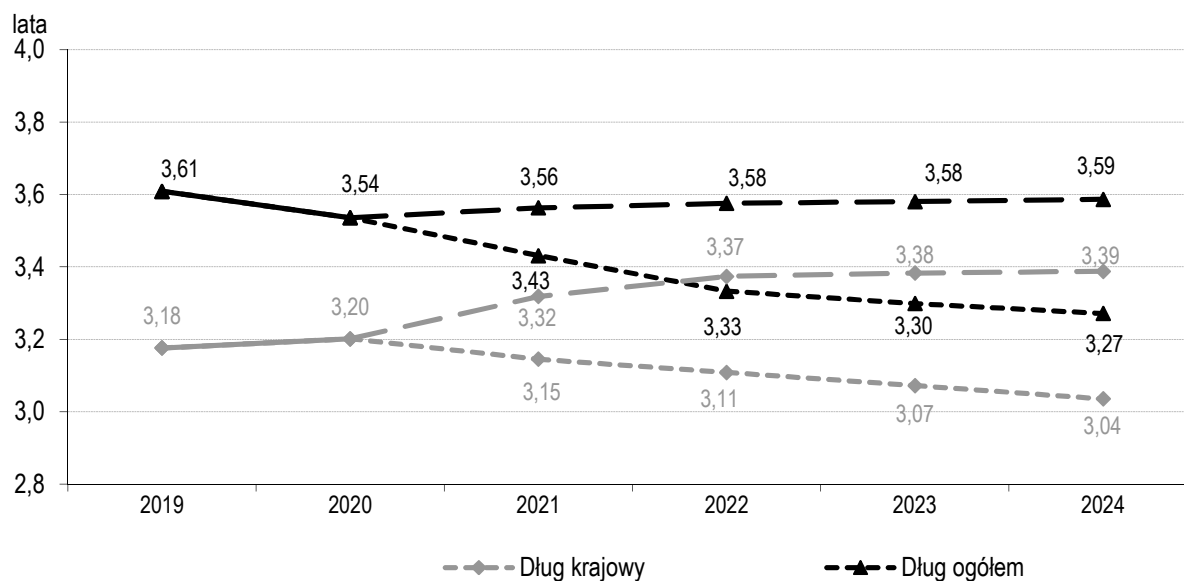
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zakresie ryzyka refinansowania – kierunek zmian średniej zapadalności krajowych SPW będzie zależał od warunków rynkowych w ten sposób, że średnia zapadalność w 2024 r. może osiągnąć wartość z przedziału 4,3-4,8 roku, a całego długu SP 4,8-5,1 roku wobec odpowiednio ok. 4,3 oraz ok. 4,8 roku na koniec 2020 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. 3,0-3,4 roku wobec ok. 3,2 roku na koniec 2020 r., a długu ogółem ok. 3,3-3,6 roku wobec ok. 3,5 roku na koniec 2020 r., natomiast *duration* rynkowego długu krajowego w przedziale ok. 2,9-3,3 roku wobec ok. 3,2 roku na koniec 2020 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,2-3,6 roku wobec ok. 3,6 roku na koniec 2020 r.;
- udział długu w walutach obcych będzie ograniczany i w horyzoncie *Strategii* spadnie do ok. 21,3% w 2024 r.

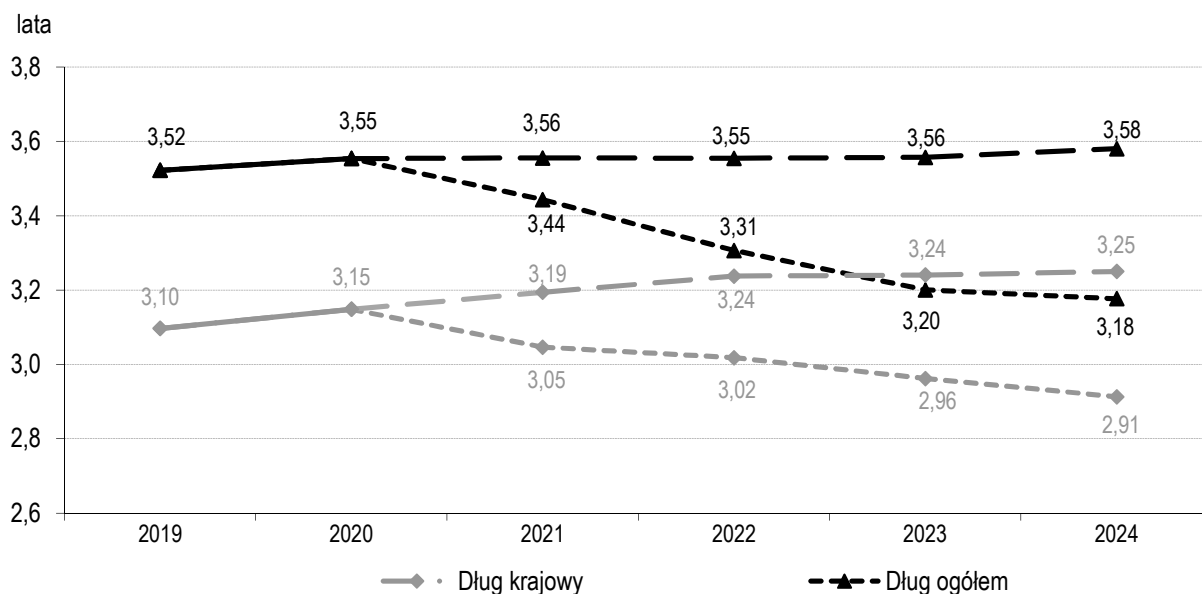
Wykres 16. Średnia zapadalność długu SP



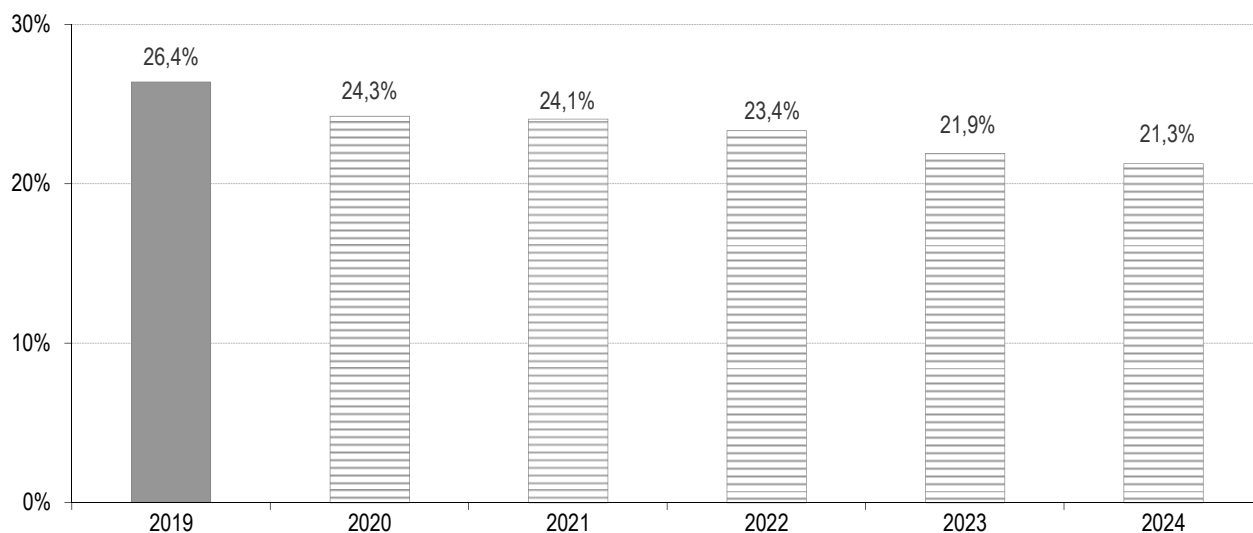
Wykres 17. ATR długu SP



Wykres 18. Duration długu SP



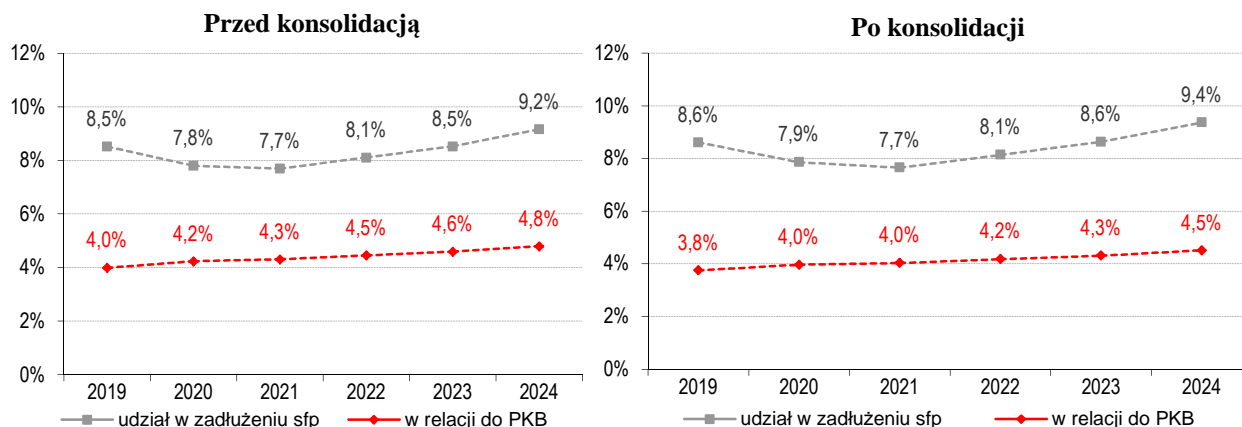
Wykres 19. Udział długu w walutach obcych w długu SP



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

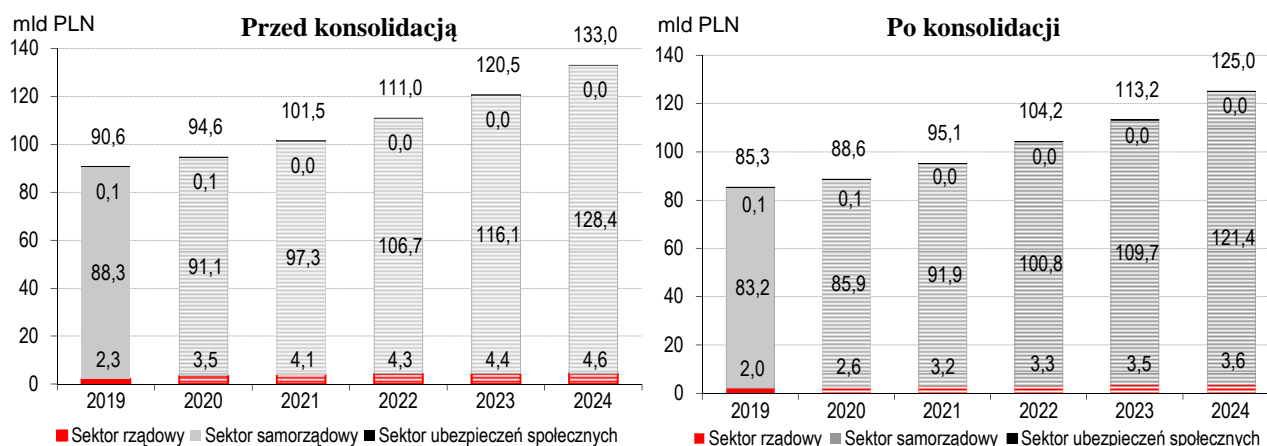
Przy przyjętych założeniach zadłużenie przed konsolidacją pozostałych jednostek sektora w relacji do PKB w horyzoncie *Strategii* wzrośnie z 4,2% do 4,8%, a zadłużenie po konsolidacji z 4,0% do 4,5%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych po konsolidacji wzrośnie z 7,9% w 2020 r. do 9,4% w 2024 r.

Wykres 20. 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 94,6 mld zł do 133,0 mld zł przed konsolidacją, głównie na skutek wzrostu zadłużenia sektora samorządowego. W latach 2020-2024 zadłużenie JST oraz ich związków będzie rosło 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 21. 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 kształtowania się sytuacji makroekonomicznej i budżetowej w Polsce, przede wszystkim w związku ze skutkami epidemii COVID-19 wolniejszym wzrostem PKB, wahaniami kursu walutowego oraz potencjalnym wzrostem stóp procentowych;
- uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
 - wolniejszym od przewidywanego tempem wzrostu światowej gospodarki, w szczególności w Europie, wynikającego głównie z przebiegu pandemii COVID-19;
 - polityką pieniężną głównych banków centralnych, w tym EBC oraz Fed;
 - odpływem kapitału w kierunku rynków bazowych lub innych rynków na skutek m.in. potencjalnych zawirowań na rynkach finansowych;
- ryzykiem wzrostu relacji długu publicznego do PKB w stosunku do założeń, w związku z:
 - wyższym poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zależnym m.in. od skali działań związanych ze skutkami epidemii COVID-19 oraz koniunktury w polskiej gospodarce;
 - osłabieniem kursu złotego w stosunku do poziomu założonego w *Strategii*;
 - emisją SPW i ich przekazywaniem w wyniku realizacji innych ustaw niż ustawa budżetowa;
 - 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;
- ewentualne kontynuowanie, w koniecznym zakresie, wykorzystania gwarancji i poręczeń w celu przeciwdziałania skutkom pandemii COVID-19.

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 2021 r. w projekcie ustawy budżetowej został ustalony na poziomie 500 mld zł. Skala wykorzystania tego limitu 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. Zaproponowany limit poręczeń i gwarancji Skarbu Państwa ma również zapewnić możliwość potencjalnego wykorzystania tego instrumentu w celu przeciwdziałania negatywnym skutkom gospodarczym i społecznym pandemii COVID-19.

Istotny wpływ na wzrost potencjalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SP, oprócz gwarancji Skarbu Państwa udzielonych za zobowiązania zaciągnięte przez PFR S.A. oraz BGK w celu przeciwdziałania skutkom COVID-19, 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 2020 r. wyniosły 234,3 mld zł wobec 114,9 mld zł w 2019 r. (5,1% PKB) oraz 112,4 mld zł (5,3% PKB) na koniec 2018 r.

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2020 r. wynosiły 230,9 mld zł, a na koniec 2019 r. 111,4 mld zł (4,9% PKB) wobec 108,8 mld zł w 2018 r. (5,1% PKB). Znaczny wzrost w I półroczu 2020 r. ww. potencjalnych zobowiązań był wynikiem udzielenia nowych gwarancji związanych ze zwalczaniem skutków COVID-19. Gwarancje te wynoszą na koniec I półrocza 2020 r. 116,3 mld zł, czyli około połowy potencjalnych zobowiązań.

Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. Na koniec 2019 r. ok. 88% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji

i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Jednocześnie konstrukcja finansowania gwarancji związanych z COVID-19 minimalizuje ryzyko wypłat z tytułu tych gwarancji.

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP (stan na 30 czerwca 2020 r.) wynikały z:

- gwarancji udzielonych za BGK 85,6 mld zł
w tym na wsparcie KFD 84,8 mld zł
- gwarancji udzielonych za Polski Fundusz Rozwoju S.A. na realizację Programów rządowych w ramach Tarczy Finansowej PFR w związku ze zwalczaniem skutków COVID-19 67,3 mld zł
- gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego na zasilenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 49,0 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. 14,3 mld zł
- gwarancji wypłat z KFD dla Gdańsk Transport Company S.A 7,2 mld zł
- gwarancji wypłat z KFD dla Autostrady Wielkopolskiej S.A II 5,9 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Intercity S.A. 1,5 mld zł

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:							
a) sektor finansów publicznych							
w mld zł	112,4	114,9	371,3	400,6	421,1	437,8	451,6
w relacji PKB	5,3%	5,1%	16,6%	17,0%	16,9%	16,7%	16,3%
b) Skarb Państwa							
w mld zł	108,8	111,4	367,9	397,2	417,8	434,5	448,4
w relacji PKB	5,1%	4,9%	16,5%	16,9%	16,8%	16,6%	16,2%

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 Stanach Zjednoczonych (*the Federal Reserve System*)
FRD – Fundusz Rezerwy Demograficznej
FPC – Fundusz Przeciwdziałania COVID-19
FUS – Fundusz Ubezpieczeń Społecznych
IKE – indywidualne konta emerytalne
JST – jednostki samorządu terytorialnego
JSFP – jednostki sektora finansów publicznych
KFD – Krajowy Fundusz Drogowy
MIF – międzynarodowe instytucje finansowe
NBP – Narodowy Bank Polski
OFE – Otwarte Fundusze Emerytalne
PDP – państwowy dług publiczny
PR – Polski Fundusz Rozwoju
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 nominal dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
 NS_t – wyrażony w złotych nominal dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
 NI_j – nominal (niezindeksowany) dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
 I_0 – bieżący wskaźnik indeksacji dla nominalu obligacji inflacyjnych.

Benchmark

1. (*emisja*) duża wartościowo emisja SPW, posiadająca płynny rynek wtórny. Rynkowa wycena emisji benchmarkowej stanowi punkt odniesienia dla poziomu stóp procentowych w danym segmencie zapadalności. 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 ramach postępowania przygotowawczego 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.

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 nominal),

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

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

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

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

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

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

i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s

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

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 najmniejszym 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 nominału),

N_t – wyrażony w złotych nominal płatny w chwili t ,

I_0 – bieżący wskaźnik indeksacji nominału (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: <https://www.gov.pl/web/finanse/dlug-publiczny>

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</i> - EDP);
<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 (ESA 2010)</p> <ul style="list-style-type: none"> definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych; definicja sektora instytucji rządowych i samorządowych.

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
<i>1. jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60%:</i>
<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, Prezesa Urzędu 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> <p>h) organy administracji rządowej mogą zaciągać nowe zobowiązania na przygotowanie inwestycji, jeżeli mają zapewnione finansowanie z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA, na maksymalnym dopuszczalnym poziomie określonym w przepisach lub procedurach dotyczących danego rodzaju inwestycji, nie mniejszym niż 50% całości kosztów, z tym że ograniczenia te nie dotyczą</p>

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

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%:

- obowiązują procedury przewidziane w pkt 1 lit. a, c, d, f, g, h dla relacji większej od 55%, a nie większej od 60% PKB;
- uchwalane na rok $x+2$ budżety JST muszą być przynajmniej zrównoważone;
- wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych;
- 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

- planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące powiększone o przychody wynikające ze:
 - spłaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych,
 - nadwyżki budżetu jednostki samorządu terytorialnego z lat ubiegłych, pomniejszonej o środki wskazane w bulecie poniżej,
 - niewykorzystanych środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu, wynikających z rozliczenia dochodów i wydatków nimi finansowanych związanych ze szczególnymi zasadami wykonywania budżetu określonymi w odrębnych ustawach oraz wynikających z rozliczenia środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi środków z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA i dotacji na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem tych środków;
- wykonane wydatki bieżące mogą być wyższe niż wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych jedynie o kwotę związaną z realizacją wydatków bieżących z udziałem 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;

Reguła dotycząca zrównoważenia budżetu w części bieżącej będzie obowiązywała w powyższej postaci od 2022 r. Zmiany w stosunku do obecnie obowiązującej reguły i przepisy przejściowe zostały opisane w rozdziale VII.1.

- 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 UE;
- 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;
- 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;

- 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,
 - spłat rat zobowiązań, które wywołują skutki ekonomiczne podobne do umowy pożyczki lub kredytu wraz z należnymi w danym roku odsetkami,
 - potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń oraz gwarancji,do planowanych dochodów bieżących budżetu JST nie może przekroczyć w danym roku budżetowym oraz w jakimkolwiek roku następującym po roku budżetowym średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich siedmiu lat relacji jej dochodów bieżących pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów ogółem budżetu JST (ograniczenia dotyczące spłat długu JST);

Powyższa reguła będzie obowiązywała w całości od 2026 r. Zmiany w stosunku do obecnie obowiązującej reguły i przepisy przejściowe zostały opisane w rozdziale VII.1.

- 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,
 - poręczeń i gwarancji udzielonych samorządowym osobom prawnym realizującym zadania jednostki samorządu

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

terytorialnego w ramach programów finansowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA.

- 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;

h) ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się także do następującej wyłącznie w roku budżetowym, na który uchwalono budżet, wcześniejszej spłaty zobowiązań, która przypadłaby po roku budżetowym, na który uchwalono budżet:

- środkami pochodzącymi z nowego zobowiązania, jeżeli obniża to łączny koszt obsługi długu w całym okresie spłaty,
- wynikających z posiadania wolnych środków, jako nadwyżki środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu jednostki samorządu terytorialnego, wynikających z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek z lat ubiegłych, środkami z tego tytułu,
- środkami z tytułu innego niż wymieniony powyżej, w szczególności z posiadanych przychodów z prywatyzacji majątku JST i spłaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych, jeżeli jednostka nie zaciąga zobowiązań na finansowanie planowanego deficytu budżetu.

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:

- 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 przeliczonego z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów walut obcych ogłaszanych przez NBP w dni robocze roku budżetowego, pomniejszonego o kwotę wolnych środków, do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 większa od 48%;

2. minus półtora punktu procentowego, jeżeli:

- 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 przeliczonego z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów walut obcych ogłaszanych przez NBP w dni robocze roku budżetowego, 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 średniookresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;
- 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 przeliczonego z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów walut obcych ogłaszanych przez NBP w dni robocze roku budżetowego, 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 średniookresowego 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 średniookresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;

3. plus półtora punktu procentowego, jeżeli:

- 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 przeliczonego z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów walut obcych ogłaszanych przez NBP w dni robocze roku budżetowego, 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 średniookresowego celu budżetowego jest w roku n-2 większa od 6%, oraz

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:

- 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 średniookresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;

4. zero punktu procentowego – w pozostałych przypadkach.

Wyłączenie zastosowania przepisów dotyczących stabilizującej reguły wydatkowej

Przepisów stabilizującej reguły wydatkowej nie stosuje się w przypadku:

- wprowadzenia stanu wojennego,
- wprowadzenia stanu wyjątkowego na całym terytorium Rzeczypospolitej Polskiej,
- wprowadzenia stanu klęski żywiołowej na całym terytorium Rzeczypospolitej Polskiej,
- ogłoszenia stanu epidemii na całym obszarze Rzeczypospolitej Polskiej

- jeżeli prognozowana w projekcie ustawy budżetowej lub w projekcie ustawy zmieniającej ustawę budżetową na rok, na który jest obliczana kwota wydatków roczna dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych jest mniejsza o więcej niż dwa punkty procentowe od 6-letniej średniej historycznej.

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

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
<i>1. zakres sektora finansów publicznych</i>	
<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, instytutów działających w ramach Sieci Badawczej Łukasiewicz, banków oraz spółek prawa handlowego; 	<ul style="list-style-type: none"> • zakres sektora instytucji rządowych i samorządowych¹⁾ został zdefiniowany w ESA 2010²⁾; 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 instytucji rządowych i samorządowych³⁾;
b) przedsiębiorstwa publiczne nieprowadzące działalności rynkowej w rozumieniu ESA 2010 (np. PKP PLK S.A., Port Lotniczy Łódź sp. z o.o. 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 instytucji rządowych i samorządowych;
c) Bankowy Fundusz Gwarancyjny wraz z funduszami ochrony środków gwarantowanych	

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
<ul style="list-style-type: none"> nie jest zaliczany do sektora finansów publicznych; 	<ul style="list-style-type: none"> jest zaliczany do sektora instytucji rządowych i samorządowych;
d) przekierowanie transakcji do sektora instytucji rządowych i samorządowych - transakcje przeprowadzone przez jednostki nienależące do sektora instytucji rządowych i samorządowych mogą być traktowane jako odrębna, zlecona działalność prowadzona w imieniu rządu, co skutkuje wykazywaniem tych transakcji w rachunkach sektora instytucji rządowych i samorządowych, np. Tarcza finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju	
<ul style="list-style-type: none"> nie jest częścią finansów publicznych 	<ul style="list-style-type: none"> jest częścią rachunków sektora instytucji rządowych i samorządowych
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;
różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji	
<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, ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w ostatnim dniu roboczym danego okresu sprawozdawczego; 	<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 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	
różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB	
<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 przejęcia długu).

- Urzędem odpowiedzialnym za określenie zakresu sektora *instytucji rządowych i samorządowych* jest Główny Urząd Statystyczny. Lista jednostek sektora według stanu na 31 grudnia 2017 r. jest dostępna na stronie internetowej GUS: https://stat.gov.pl/download/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5483/6/8/1/lista_jednostek_sektora_instytucji_rzadowych_i_samorzadowych_s.13.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 instytucji rządowych i samorządowych 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 instytucji rządowych i samorządowych.
- 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 2018–2019

	2018			2019		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	1,0	181,2	4,19	1,5	176,6	2,59
Włochy	-2,2	134,8	2,61	-1,6	134,8	1,95
Portugalia	-0,4	122,0	1,84	0,2	117,7	0,76
Belgia	-0,8	99,8	0,79	-1,9	98,6	0,19
Francja	-2,3	98,1	0,78	-3,0	98,1	0,13
Cypr	-3,7	100,6	2,18	1,7	95,5	1,07
Hiszpania	-2,5	97,6	1,42	-2,8	95,5	0,66
Wielka Brytania	-2,2	85,7	1,41	-2,1	85,4	0,88
Strefa euro	-0,5	85,8	1,12	-0,6	84,1	0,44
Unia Europejska (do 2020)	-0,7	80,4	1,39	-0,8	79,3	0,74
Unia Europejska (od 2020)	-0,4	79,6	1,38	-0,6	77,8	0,71
Chorwacja	0,2	74,7	2,17	0,4	73,2	1,29
Austria	0,2	74,0	0,69	0,7	70,4	0,06
Węgry	-2,1	70,2	3,06	-2,0	66,3	2,47
Słowenia	0,7	70,4	0,93	0,5	66,1	0,28
Niemcy	1,9	61,9	0,40	1,4	59,8	-0,25
Finlandia	-0,9	59,6	0,66	-1,1	59,4	0,07
Irlandia	0,1	63,5	0,95	0,4	58,8	0,33
Holandia	1,4	52,4	0,58	1,7	48,6	-0,07
Słowacja	-1,0	49,4	0,89	-1,3	48,0	0,25
Polska	-0,2	48,8	3,20	-0,7	46,0	2,35
Malta	1,9	45,6	1,39	0,5	43,1	0,67
Łotwa	-0,8	37,2	0,90	-0,2	36,9	0,34
Litwa	0,6	33,8	0,31	0,3	36,3	0,31
Rumunia	-2,9	34,7	4,69	-4,3	35,2	4,54
Szwecja	0,8	38,8	0,65	0,5	35,1	0,04
Dania	0,7	33,9	0,45	3,7	33,2	-0,18
Czechy	0,9	32,6	1,98	0,3	30,8	1,55
Luksemburg	3,1	21,0	0,56	2,2	22,1	-0,12
Bułgaria	2,0	22,3	0,89	2,1	20,4	0,43
Estonia	-0,6	8,4	:	-0,3	8,4	:

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

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 2020 r.

Kraj	Standard&Poor's	Fitch	Moody's
Austria	AA+	AA+	Aa1
Belgia	AA	AA-	Aa3
Bułgaria	BBB	BBB	Baa2
Chorwacja	BBB-	BBB-	Ba2
Cypr	BBB-	BBB-	Ba2
Czechy	AA-	AA-	AA3
Dania	AAA	AAA	Aaa
Estonia	AA-	AA-	A1
Finlandia	AA+	AA+	Aa1
Francja	AA	AA	Aa2
Grecja	B+	BB	B1
Hiszpania	A	A-	Baa1
Holandia	AAA	AAA	Aaa
Irlandia	AA-	A+	A2
Litwa	A	A	A3
Luksemburg	AAA	AAA	Aaa
Łotwa	A	A-	A3
Malta	A-	A+	A2
Niemcy	AAA	AAA	Aaa
Polska	A-	A-	A2
Portugalia	BBB	BBB	Baa3
Rumunia	BBB-	BBB-	Baa3
Słowacja	A+	A	A2
Słowenia	AA-	A	Baa1
Szwecja	AAA	AAA	Aaa
Węgry	BBB	BBB	Baa3
Wlk. Brytania	AA	AA-	Aa2
Włochy	BBB	BBB-	Baa3

Źródło: Reuters

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2009 – VI 2020

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	VI 2020
1. Dług Skarbu Państwa												
a) w mld zł	631,5	701,9	771,1	793,9	838,0	779,9	834,6	928,7	928,5	954,3	973,3	1 088,2
krajowy*	462,7	507,0	524,7	543,0	584,3	503,1	543,3	609,2	644,5	674,4	716,5	835,0
zagraniczny*	168,8	194,8	246,4	250,9	253,8	276,9	291,3	319,5	283,9	279,8	256,9	253,2
b) w relacji do PKB	46,0%	48,6%	49,2%	48,7%	50,6%	45,3%	46,4%	49,9%	46,7%	45,0%	42,8%	-
2. Państwowy dług publiczny												
a) w mld zł	669,9	747,9	815,3	840,5	882,3	826,8	877,3	965,2	961,8	984,3	990,9	1 097,3
b) w relacji do PKB	48,8%	51,7%	52,0%	51,6%	53,3%	48,1%	48,7%	51,9%	48,3%	46,4%	43,6%	-
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (definicja UE)												
a) w mld zł	683,6	774,7	856,6	883,5	931,1	873,9	923,4	1 010,0	1 007,2	1 035,7	1 045,4	1 256,0
b) w relacji do PKB	49,8%	53,6%	54,7%	54,2%	56,2%	50,8%	51,3%	54,3%	50,6%	48,8%	46,0%	-

*) Wg kryterium miejsca emisji.

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2009 – VI 2020

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	VI 2020
1. Produkt krajowy brutto												
w mld zł	1 372,2	1 445,3	1 566,8	1 629,4	1 656,9	1 720,4	1 800,2	1 861,1	1 989,4	2 120,5	2 273,6	-
2. Kursy walutowe (na koniec okresu)												
a) EUR	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,17	4,30	4,26	4,47
b) USD	2,85	2,96	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,98

Źródło: GUS, NBP.