

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2020-2023

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2019 r.

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.mf.gov.pl

I. WPROWADZENIE.....	5
II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO I KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI.....	7
III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2018 R. I W POŁOWIE 2019 R.	11
III.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów	11
III.2. Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW	13
III.3. Ograniczenia związane z ryzykiem	15
IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII	17
IV.1. Założenia makroekonomiczne <i>Strategii</i>	17
IV.2. Krajowy rynek SPW	17
IV.2.1. Banki krajowe.....	18
IV.2.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi	19
IV.2.3. Rola inwestorów zagranicznych.....	22
IV.3. Uwarunkowania międzynarodowe	23
V. CEL STRATEGII.....	24
VI. ZADANIA STRATEGII.....	27
VI.1. Zapewnianie płynności rynku SPW	27
VI.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW	27
VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW	28
VI.4. Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa	28
VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH.....	29
VII.1. Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego.....	29
VII.2. Średniookresowe ramy budżetowe.....	30
VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII.....	31
VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu	31
VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa.....	33
VIII.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	35
VIII.4. Zagrożenia dla realizacji <i>Strategii</i>	36
IX. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH.....	37
IX.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń	37
IX.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń.....	37
Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć.....	39
Aneks 2. Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku SPW	43
Aneks 3. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE	44
Aneks 4. Wybrane dane statystyczne dotyczące finansów publicznych i wiarygodności kredytowej w Polsce i UE	49

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 2020.

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

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	(wykonanie)					
1. Państwowy dług publiczny						
b) w relacji do PKB	46,5%	44,9%	43,5%	40,9%	39,1%	38,2%
2. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*						
b) w relacji do PKB	44,6%	43,6%	42,1%	39,6%	37,9%	37,0%
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych						
b) w relacji do PKB	49,2%	47,7%	46,3%	43,8%	42,2%	41,3%
4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa**						
a) w mld zł	29,5	29,2	28,5	28,3 - 28,8	27,1 - 27,5	25,4 - 25,8
b) w relacji do PKB	1,39%	1,31%	1,20%	1,12% - 1,15%	1,02% - 1,03%	0,90% - 0,92%

*) 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 2021-2023 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Przy przyjętych założeniach, relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się do 44,9% na koniec 2019 r., a następnie do 43,5% na koniec 2020 r. W horyzoncie *Strategii* utrzyma się trend spadkowy i na koniec 2023 r. relacja państwowego długu publicznego do PKB osiągnie poziom 38,2%. Relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych, do PKB ukształtuje się na poziomie 43,6% w 2019 r. i 42,1% w 2020 r., tj. poniżej progu 43% zawartego w stabilizującej regule wydatkowej, a następnie będzie się obniżać do 37,0% w 2023 r.

Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB będzie się obniżała do 47,7% w 2019 r. i 46,3% w 2020 r., a w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 41,3%.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2020 limit kosztów obsługi długu SP będzie w ujęciu nominalnym niższy od limitu z 2019 r. (29,2 mld zł w 2019 r. i 28,5 mld zł w 2020 r.). W relacji do PKB limity kosztów obsługi długu ulegną obniżeniu z 1,31% w 2019 r. do 1,20% w 2020 r. Założono, że relacja kosztów obsługi długu do PKB w horyzoncie *Strategii* obniży się do poziomu 0,90% - 0,92%.

Niniejsza *Strategia* stanowi kontynuację strategii przygotowanej rok temu. Niezmieniony pozostał cel, 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 2020-23 przyjęto, że:

- utrzymane zostanie elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty i instrumentów, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi długu i przy ograniczeniach wynikających z przyjętych poziomów ryzyka oraz możliwego wpływu na politykę pieniężną;
- głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy;
- udział długu nominowanego w walutach obcych w długu SP zostanie zmniejszony poniżej poziomu 25%;
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro;
- średnia zapadalność długu krajowego SP utrzymywana będzie na poziomie zbliżonym do 4,5 roku, o ile będzie to możliwe z punktu widzenia warunków rynkowych;
- średnia zapadalność długu SP utrzymywana będzie na poziomie zbliżonym do 5 lat.

Strategia zawiera cztery aneksy, w tym słowniczek pojęć.

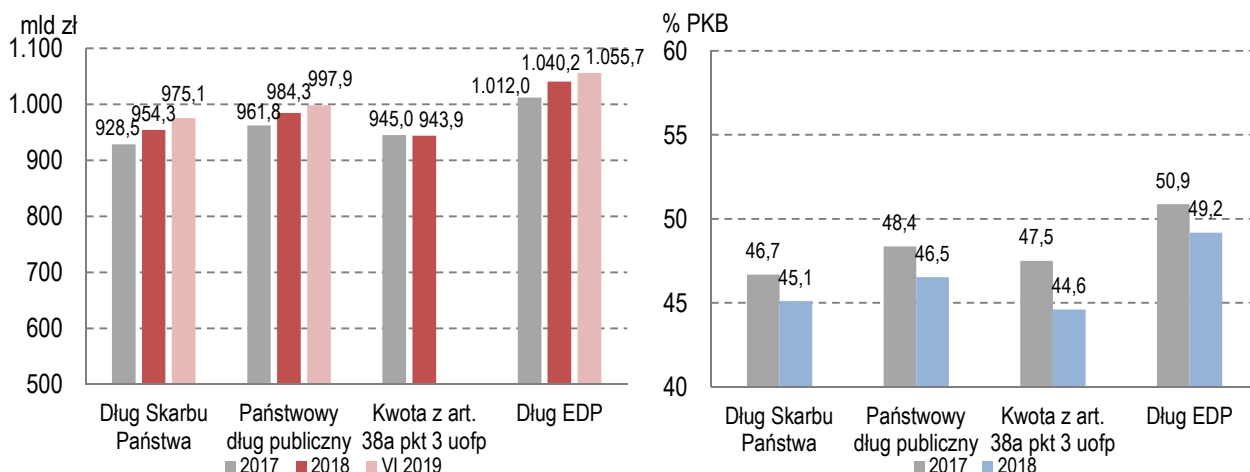
II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO I KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI

W 2018 r. państwowy dług publiczny (tj. dług publiczny wg definicji krajowej) wyniósł 984,3 mld zł, co oznaczało wzrost o 22,5 mld zł, po spadku o 3,4 mld zł w 2017 roku. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (dług EDP, tj. dług publiczny wg definicji UE) wyniósł 1 040,3 mld zł i był o 28,3 mld zł wyższy w porównaniu z końcem 2017 r.

W 2018 r. dług publiczny w relacji do PKB uległ obniżeniu:

- relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniosła 46,5% wobec 48,4% na koniec 2017 r. (spadek o 1,8 p.p.),
- relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wyniosła 49,2% wobec 50,9% na koniec 2017 r. (spadek o 1,7 p.p.) i była znacznie niższa od relacji dla całej Unii Europejskiej (80,0% PKB) oraz strefy euro (85,1% 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 2018 r. ukształtowała się na poziomie 44,6% PKB, tj. poniżej progu 48% PKB określonego w stabilizującej regule wydatkowej wobec 47,5% PKB na koniec 2017 r.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego



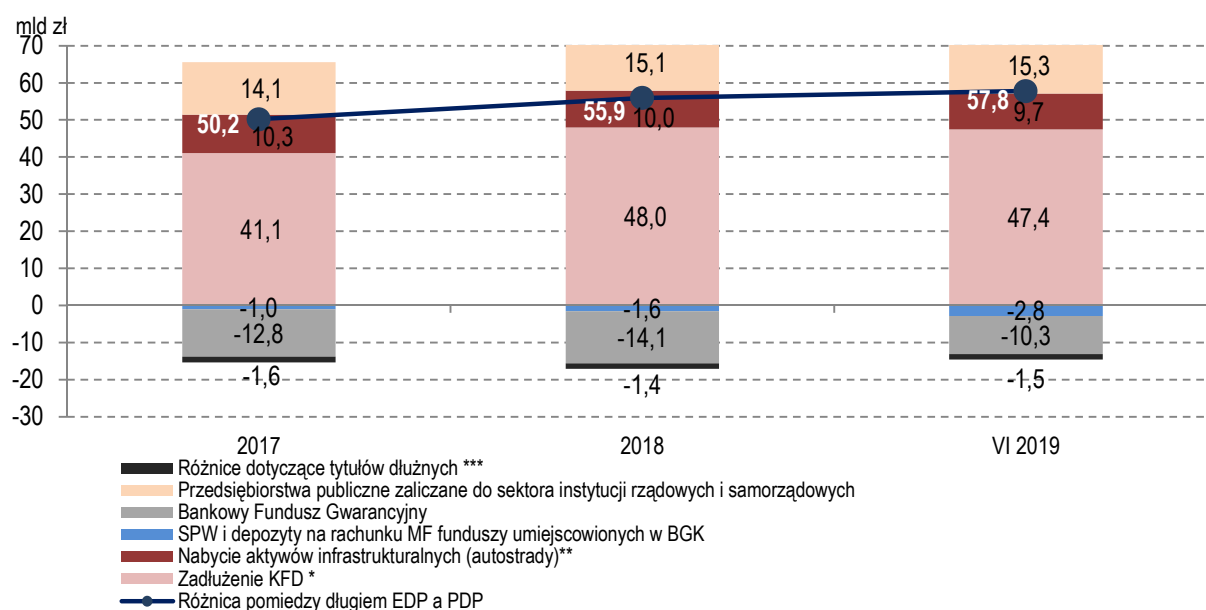
Różnice pomiędzy państwowym długiem publicznym a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych wynikają z następujących czynników:

- innego zakresu sektora finansów publicznych, w tym m.in. zaliczania do sektora wg definicji UE Krajowego Funduszu Drogowego – KFD (którego zadłużenie powiększa dług sektora) oraz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego – BFG (SPW w jego posiadaniu pomniejszają dług sektora)²⁾;
- 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.

²⁾ Począwszy od danych do jesiennej notyfikacji fiskalnej w 2019 r., decyzją Eurostatu fundusze ochrony środków gwarantowanych funkcjonujące w ramach obowiązkowego systemu gwarantowania depozytów zostały wyłączone z sektora instytucji rządowych i samorządowych. Głównym składnikiem aktywów funduszy są SPW, które pomniejszały dług sektora instytucji rządowych i samorządowych. W związku z tą zmianą rewizji podlegają dane od 2010 r.

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 długu publicznego w 2018 r. i w I połowie 2019 r. wynikały głównie ze zmian długu SP, który stanowi ok. 92% państwowego długu publicznego oraz ok. 86% długu sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Przyrost długu Skarbu Państwa w 2018 r. (o 25,8 mld zł) wynikał głównie z czynników niewynikających z potrzeb pożyczkowych, przede wszystkim z różnic kursowych (wzrost długu o 12,0 mld zł na skutek osłabienia złotego) oraz zwiększenia stanu środków na rachunkach budżetu państwa, służących finansowaniu przyszłych potrzeb pożyczkowych (przyrost o 8,2 mld zł). W 2018 r. potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa wyniosły zaledwie 1,3 mld zł. Składał się na nie przede wszystkim deficyt budżetu państwa (10,4 mld zł) i deficyt budżetu środków europejskich (3,5 mld zł), ale również pozycje pomniejszające potrzeby pożyczkowe, w tym saldo depozytów jednostek sektora finansów publicznych i depozytów sądowych (-12,7 mld zł).

W I połowie 2019 r. przyrost długu (o 20,8 mld zł) był przede wszystkim wypadkową:

- ujemnych potrzeb pożyczkowych (-13,4 mld zł), będących głównie wypadkową deficytu budżetu państwa w wysokości 5,0 mld zł oraz działających pomniejszająco na potrzeby: wzrostu salda depozytów jednostek sektora finansów publicznych (JSFP) i depozytów sądowych oraz ujemnego salda zarządzania środkami europejskimi (łącznie -17,6 mld zł),
- przyrostu stanu środków na rachunku budżetu państwa gromadzonych na finansowanie potrzeb pożyczkowych (+30,4 mld zł).

Wg stanu na koniec sierpnia 2019 r. poziom sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto 2019 r. założonych w ustawie budżetowej na rok 2019 wyniósł 85%, natomiast uwzględniając przewidywane wykonanie wynikające z projektu ustawy budżetowej na rok 2020, potrzeby

pożyczkowe
w całości sfinansowane.

zostały

Tabela 2. Przyczyny wzrostu długu SP w 2018 r. i w I połowie 2019 r. (w mld zł)

Wyszczególnienie	2018	I-VI 2019
Przyrost długu Skarbu Państwa	25,8	20,8
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa:	1,3	-13,4
1.1. Deficyt budżetu państwa	10,4	5,0
1.2. Deficyt budżetu środków europejskich	3,5	0,0
1.3. Koszty reformy emerytalnej ¹⁾	3,3	-
1.4. Saldo depozytów JSFP i depozytów sądowych	-12,7	-9,8
1.5. Zarządzanie środkami europejskimi	-2,4	-7,8
1.6. Saldo pożyczek udzielonych	0,2	0,0
1.7. Pozostałe potrzeby pożyczkowe ²⁾	-1,0	-0,7
2. Zmiany długu Skarbu Państwa niewynikające z potrzeb pożyczkowych:	20,4	30,9
2.1. Różnice kursowe	12,0	-2,6
2.2. Zmiana stanu na rachunkach budżetowych	8,2	30,4
2.3. Pozostałe czynniki, w tym: ³⁾	0,2	3,2
- przekazanie SPW uczelniom wyższym i międzynarodowym instytutom naukowym ⁴⁾	0,0	3,0
3. Zmiana pozostałego długu Skarbu Państwa	4,1	3,3
3.1. Depozyty JSFP ⁵⁾	3,2	2,6
3.2. Pozostałe depozyty ⁶⁾	1,6	0,7
3.3. Pozostałe zadłużenie SP	-0,7	0,0

1) Środki dla FUS z tytułu ubytku składki przekazywanej do OFE, od 2019 r. środki te zostały ujęte w wydatkach budżetu państwa.

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

3) Dyskonto od SPW, indeksacja SPW, transakcje sell-buy-back, przekazanie obligacji na podstawie innych ustaw niż ustawa budżetowa.

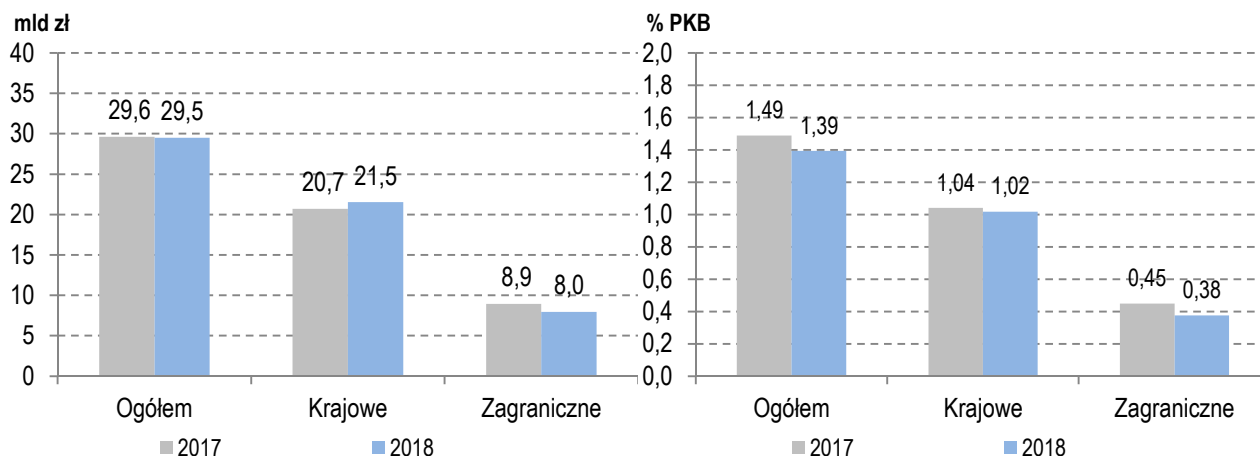
4) Na podstawie art. 310 ustawy z dnia 3 lipca 2018 r. – Przepisy wprowadzające ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce.

5) Depozyty przyjęte od JSFP posiadających osobowość prawną oraz depozyty sądowe od JSFP posiadających osobowość prawną – ich wartość nie ma wpływu na wysokość państwowego długu publicznego.

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

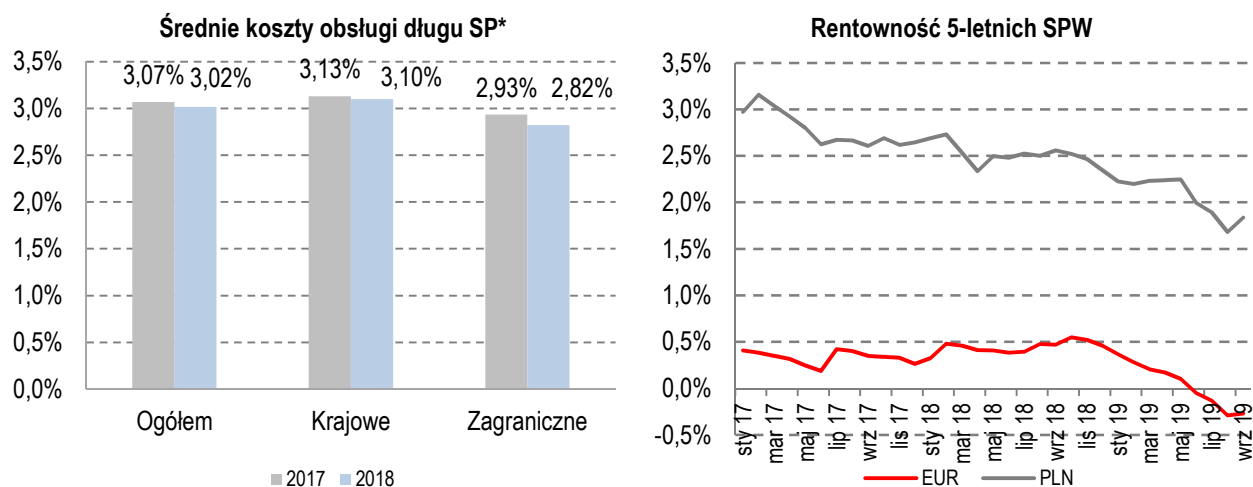
W 2018 r. miał miejsce spadek kosztów obsługi długu SP w ujęciu nominalnym do 29,5 mld zł z 29,6 mld zł w 2017 r. Relacja kosztów obsługi długu do PKB również uległa obniżeniu – do 1,39% w 2018 r. z 1,49% w 2017 r. Koszty obsługi długu zagranicznego były niższe niż krajowego, co wynikało przede wszystkim z mniejszego udziału długu zagranicznego w długu SP.

Wykres 3. Koszty obsługi długu SP



Średnie koszty obsługi długu w 2018 r. zmniejszyły się do 3,02% z 3,07% w 2017 r., zarówno na skutek obniżenia kosztów obsługi długu krajowego, jak i zagranicznego. Wciąż 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

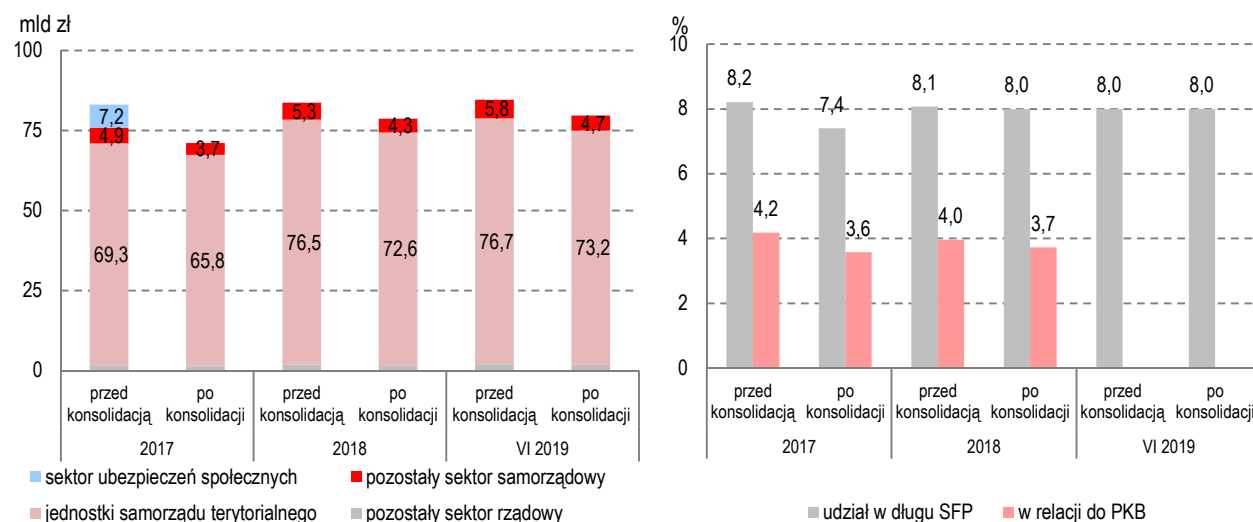


*) Średnie koszty obsługi długu zostały obliczone jako relacja różnicy wydatków i dochodów z tytułu obsługi długu w danym roku do średniej arytmetycznej z wielkości długu na koniec bieżącego i poprzedniego roku.

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2018 r. 8,1% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (8,0% po konsolidacji) wobec 8,2% przed konsolidacją (7,4% po konsolidacji) na koniec 2017 r. Na koniec II kwartału 2019 r. wielkości te kształtowały się w obu przypadkach na poziomie zbliżonym do 8,0%.

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 zadłużenia przed konsolidacją i 2 latach spadku zadłużenia po konsolidacji, w 2018 r. nastąpił wzrost zadłużenia JST. Przed konsolidacją zadłużenie tej grupy jednostek wynosiło 76,5 mld zł, czyli wzrosło o 7,2 mld zł wobec 2017 r. (po konsolidacji odpowiednio 72,6 mld zł i 6,9 mld zł). Na koniec I połowy 2019 r. dług JST ukształtował się na poziomie 76,7 mld zł przed konsolidacją i 73,2 mld zł po konsolidacji.

III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2018 R. I W POŁOWIE 2019 R.

W 2018 r. i w I połowie 2019 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2018-2021*, zaakceptowanej przez Radę Ministrów we wrześniu 2017 r., oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2019-2022*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2018 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 pozostawał rynek krajowy. W 2018 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 124,5 mld zł i były to wyłącznie obligacje skarbowe. Na rynkach zagranicznych pozyskano natomiast środki o wartości nominalnej 9,1 mld zł, z czego 4,9 mld zł z kredyty z międzynarodowych instytucji finansowych, a 4,2 mld zł z emisji obligacji. W I połowie 2019 r. na rynku krajowym wyemitowano obligacji o wartości nominalnej 74,2 mld zł, a z rynków zagranicznych 9,3 mld zł (głównie z emisji obligacji zagranicznych).

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

Instrumenty	2017		2018		I-VI 2019	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Krajowe SPW	128,6	94,3	124,5	93,2	74,2	88,9
Zagraniczne SPW	7,7	5,7	4,2	3,1	8,6	10,3
Kredyty z MIF	0,1	0,05	4,9	3,7	0,7	0,8

Wśród instrumentów emitowanych na rynku krajowym dominowały papiery oferowane na przetargach, choć udział obligacji oszczędnościowych wyraźnie się zwiększył (z 5,3% w 2017 r. do 10,2% w 2018 r. i 9,5% w połowie 2019 r.).

W strukturze sprzedaży rynkowych SPW oferowanych na rynku pierwotnym w 2018 r. i w I połowie 2019 r. przeważały papiery średnio- i długoterminowe (o terminie zapadalności powyżej 4 lat). Udział tych papierów w sprzedaży wzrósł z 81,6% w 2017 r. do 90,0% w I połowie 2019 r.

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

Instrumenty	2017	2018	I-VI 2019
Bony skarbowe	4,9%	0,0%	0,0%
Obligacje o terminie zapadalności do 4 lat	13,5%	15,3%	10,0%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat do 6 lat	43,4%	50,9%	53,2%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 6 lat	38,2%	33,8%	36,8%

Największy udział w strukturze sprzedaży krajowych SPW na przetargach utrzymały papiery o stałym oprocentowaniu, przy rosnącym udziale instrumentów o oprocentowaniu zmiennym (wzrost z 33,2% w 2017 r. do 34,4% w I połowie 2019 r.) i malejącym udziale obligacji zerokuponowych (z 13,5% w 2017 r. do 10,0% w połowie 2019 r.).

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

Instrumenty	2017	2018	I-VI 2019
Obligacje o oprocentowaniu stałym	48,4%	57,2%	55,6%
Obligacje zerokuponowe	13,5%	10,0%	10,0%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym	33,2%	32,8%	34,4%
Obligacje indeksowane	0,0%	0,0%	0,0%
Bony skarbowe	4,9%	0,0%	0,0%

Na rynkach zagranicznych w omawianym okresie przeprowadzono 3 emisje na rynku euro obligacji typu *Green bonds* o łącznej wartości 3,0 mld EUR. W lutym 2018 r. Polska po raz drugi w historii wyemitowała obligacje nominowane w euro typu *Green bonds*, o zapadalności 8,5 roku, a w marcu 2019 r. obligacje tego typu o dłuższym okresie 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.

Tabela 6. Emisje obligacji na rynkach zagranicznych w 2018 r. i w I połowie 2019 r.

Okres	Zapadalność (lata)	Waluta	Wartość emisji	Rentowność
2018	8	EUR	1 000	1,153%
I-VI 2019	10	EUR	1 500	1,057%
	30	EUR	500	2,071%

Łącznie w 2018 r. i w I połowie 2019 r. zaciągnięto kredyty z MIF o wartości 1,33 mld EUR, w tym 1,28 mld EUR z EBI.

Wśród głównych czynników, które miały wpływ na przebieg i strukturę finansowania potrzeb pożyczkowych w 2018 r. i w I połowie 2019 r., należy zaliczyć:

1) czynniki zewnętrzne, w tym w szczególności:

- politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne na świecie, na które składały się:
 - **USA:** kontynuacja procesu normalizacji polityki pieniężnej w 2018 r. - cztery podwyżki stóp po 25 pb, w wyniku czego stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 2,25-2,50% wraz z systematyczną redukcją sumy bilansowej Fed; wycofanie się z podwyżek stóp procentowych w 2019 r. (na styczniowym posiedzeniu) w związku z pogorszeniem perspektyw dla gospodarki USA;
 - **strefa euro:** utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie (główna stopa na poziomie 0,00%, stopa depozytowa na poziomie -0,40%), kontynuacja skupu aktywów w skali 30 mld euro miesięcznie, redukcja jego skali do 15 mld EUR od października i zakończenie programu w grudniu 2018 r.; złagodzenie retoryki EBC w 2019 r.: deklaracja wydłużenia horyzontu stabilnych stóp procentowych do końca 2019 r., a następnie do połowy 2020 r. i ogłoszenie trzeciej transzy długoterminowych pożyczek dla banków (TLTRO) od września 2019 r. (do końca marca 2021 r.);
 - **Chiny:** podwyższenie głównej stopy procentowej o 5 pb do poziomu 2,55% (w marcu 2018 r.), 2 obniżki stopy rezerw obowiązkowych po 100 pb w 2018 r. (w kwietniu i październiku), kolejna obniżka stopy rezerw o 100 pb w styczniu 2019 r. i zapowiedź dalszych obniżek dla niektórych małych i średnich banków (od maja do lipca);
 - **Japonia:** kontynuacja akomodacyjnej polityki pieniężnej: program skupu aktywów na poziomie 80 bln JPY w skali roku, główna stopa na poziomie -0,1%, program kontroli krzywej dochodowości (możliwość skupowania obligacji rządowych w celu utrzymania rentowności 10-letniego tenoru na poziomie bliskim 0,0%);
- sytuację geopolityczną na świecie wpływającą na poziom apetytu na ryzyko na globalnym rynku finansowym, w tym m.in.:
 - wzrost protekcjonizmu w polityce handlowej USA i odpowiedź na tę politykę ze strony innych krajów, eskalację działań w tym obszarze wpływała na pogorszenie nastrojów i obawy o wpływ wojen handlowych na globalną gospodarkę; czynnik ten okresowo wpływał na umocnienie euro wobec dolara i skutkowało wzrostem awersji do ryzyka i osłabieniem walut Europy Środkowo-Wschodniej, w tym złotego;

- 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.;
- konflikt pomiędzy UE a Włochami w kwestii deficytu budżetowego Włoch na 2019 r.;

2) czynniki lokalne, w tym głównie:

- politykę pieniężną RPP, sytuację na rynku finansowym i w gospodarce krajowej, w tym:
 - politykę stabilnych stóp procentowych (w tym stopy repo na poziomie 1,5%) i nastawienie *wait-and-see* w polityce pieniężnej oraz deklaracje prezesa NBP o prawdopodobnym utrzymaniu stóp procentowych bez zmian do końca 2019 r., a nawet do końca kadencji RPP (2022 r.);
 - wysokie tempo wzrostu PKB w 2018 r. i w I kwartale 2019 r., przy inflacji utrzymującej się w celu inflacyjnym (2,5%+/-1 pkt proc.); zgodnie z najnowszymi prognozami RPP oczekuje stopniowego hamowania gospodarki i umiarkowanej inflacji pozostającej w średnim okresie w pobliżu celu inflacyjnego;
 - podwyższenie perspektywy ratingu do pozytywnej ze stabilnej przez agencję S&P (w kwietniu 2018 r.), a następnie podwyższenie ratingu z poziomu „BBB+” do „A-” z perspektywą stabilną (w październiku 2018 r.), przy niezmiennych ocenach innych agencji;
 - odpływ kapitału zagranicznego z krajowego rynku SPW (o 11,3 mld zł w 2018 r. i 17,7 mld zł w I połowie 2019 r.), będący w dużym stopniu wynikiem normalizacji polityki pieniężnej przez Fed i zmian w polityce inwestycyjnej niektórych dużych posiadaczy krajowych SPW;
 - osłabienie złotego wobec euro i dolara w 2018 r. przy wzroście zmienności obu walut (zmienność kursu EUR/PLN wyniosła 4,7% wobec 4,6% w 2017 r., kurs rynkowy na koniec roku wzrósł do 4,2886 z 4,1755 na koniec 2017 r.; w przypadku USD/PLN zmienność wyniosła 9,8% wobec 9,0% w 2017 r., a kurs na koniec roku wyniósł 3,7397 wobec 3,4809 na koniec 2017 r.), a następnie w I połowie 2019 r. wyraźne umocnienie wobec euro i nieznaczne wobec dolara, przy mniejszej zmienności (kurs EUR/PLN: zmienność 1,8%, kurs na koniec czerwca wyniósł 4,24; kurs USD/PLN: zmienność 4,6%, kurs na koniec czerwca wyniósł 3,73);
 - dużą zmienność na rynku krajowych obligacji skarbowych w 2018 r. i w I połowie 2019 r., przy niższym poziomie stóp procentowych (średnie rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich w 2018 r. wyniosły odpowiednio 1,6% (1,9% w 2017 r.), 2,5% (2,8%) i 3,2% (3,4%), a w I połowie 2019 r. wyniosły odpowiednio: 1,6%, 2,2% i 2,8%;
- dużo lepszą od założeń realizację budżetu państwa w 2018 r., skutkującą istotnym zmniejszeniem deficytu budżetowego (do 10,4 mld zł wobec 41,4 mld zł zakładanych w ustawie budżetowej) i potrzeb pożyczkowych oraz ograniczeniem emisji długu.

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 2019 r. 15 emisji przekraczało wartość 25 mld zł, podczas gdy na koniec 2018 r. było to 13 emisji (11 emisji na koniec 2017 r.). Emisje przekraczające 25 mld zł stanowiły 69,5% wartości nominalnej obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu wobec 71,5% na koniec 2018 r. (60,9% na koniec 2017 r.). Duża wartość emisji w istotny sposób wpływa na poziom płynności na rynku wtórnym;
- emisje obligacji na rynku euro o wartości zapewniającej ich płynność (2 emisje obligacji *Green bonds* o wartości co najmniej 1 mld EUR);

- dostosowanie poziomu podaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej oraz prowadzenie przejrzystej polityki informacyjnej;
- rozszerzenie oferty obligacji oszczędnościowych o obligacje premiowe: pilotażowa emisja 10-miesięcznych obligacji premiowych w czerwcu 2018 r. i ponownie w czerwcu 2019 r. Są to obligacje 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 2018 r. i w I połowie 2019 r. przeprowadzono transakcje o wartości nominalnej 18,2 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. W nowym sposobie dystrybucji uczestnicy, którzy nabyli SPW na przetargu, mają możliwość nabycia w tym samym dniu dodatkowych SPW po cenie ustalonej na przetargu sprzedaży. Mogą oni nabyć dowolne SPW z oferty przetargu, a maksymalna wartość zakupu jest określona przez iloczyn wartości nominalnej obligacji nabytych na przetargu i procentowego mnożnika odpowiadającego miejscu, jakie dany dealer SPW zajmuje w bieżącym rankingu DSPW. Celem wprowadzenia sprzedaży dodatkowej było:
 - zwiększenie sprzedaży SPW,
 - umożliwienie inwestorom dodatkowego zakupu SPW,
 - zwiększenie elastyczności operacyjnej – wydłużony czas na podjęcie decyzji o zakupie SPW w stosunku do przetargu uzupełniającego,
 - stworzenie mechanizmu umożliwiającego powiązanie miejsca w rankingu DSPW z wielkością dodatkowej sprzedaży, co powinno mieć pozytywny wpływ 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		
				2017	2018	VI 2019
Ryzyko refinansowania	Wysoki	- Wysoki udział sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych w 2018 r. i w I połowie 2019 r. (odpowiednio 84,7% i 90,0% ogółu SPW sprzedanych na przetargach sprzedaży i zamiany); - Duża rola przetargów zamiany: - odkupiono 41,9% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie I 2018 - VI 2019; - w 2018 r. i w I połowie 2019 r. odkupiono w sumie obligacje o wartości nominalnej 88,2 mld zł); - Utrzymanie średniej zapadalności długu krajowego na poziomie określonym w Strategii, tj. zbliżonym do 4,5 roku; - Utrzymanie średniej zapadalności długu SP na poziomie założonym w Strategii, czyli zbliżonym do 5 lat; - Brak emisji bonów skarbowych.	Średnia zapadalność (w latach)			
			- kraj - zagranica - razem	4,49 6,46 5,12	4,49 6,08 4,98	4,52 6,14 5,00
Ryzyko kursowe	Wysoki	- Obniżenie udziału długu zagranicznego zgodnie z założeniami Strategii, tj. poniżej 30%; - Utrzymanie efektywnego udziału długu w euro w długu zagranicznym (po uwzględnieniu transakcji pochodnych) powyżej minimalnego poziomu założonego w Strategii (70%).	Udział długu zagranicznego w długu SP	30,6%	29,3%	28,1%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	78,3%	78,5%	79,4%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	- Utrzymanie ATR długu krajowego w przedziale określonym w Strategii 2,8-3,8 roku; - Utrzymanie ryzyka stopy procentowej dla długu zagranicznego na bezpiecznym poziomie, niestanowiącym ograniczenia dla minimalizacji kosztów.	ATR (w latach)			
			- kraj - zagranica - razem	3,33 4,92 3,84	3,27 4,65 3,69	3,25 4,74 3,69
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki		Duration (w latach)			
			- kraj - zagranica - razem	3,04 4,49 3,54	3,03 4,32 3,45	3,14 4,54 3,58

Ograniczenia celu Strategii		
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Ryzyko płynności	Wysoki	Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były: • oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2018 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 108,9 mld zł, a w I półroczu 2019 r. 52,3 mld zł; • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK - w 2018 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 2 149,9 mld zł, a w I półroczu 2019 r. 976,1 mld zł; • rynkowe lokaty złotowe typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi – w 2018 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 5,4 mld zł, a w I półroczu 2019 r. 33,1 mld zł; • lokaty walutowe - w 2018 r. zawarto lokaty na kwotę 6,6 mld EUR, a w I półroczu 2019 r. na kwotę 3,6 mld EUR; • wymiana skonsolidowanych środków walutowych w NBP i na rynku; w 2018 r. sprzedano waluty o równowartości 7,7 mld EUR w NBP oraz o równowartości 1,1 mld EUR na rynku, w I półroczu 2019 r. wymieniono 5,0 mld EUR w NBP; a sprzedaż na rynku nie była przeprowadzana; • lokaty wolnych środków na rachunkach Ministra Finansów w BGK w ramach konsolidacji zarządzania płynnością - na koniec 2018 r. zgromadzono środki w wysokości 54,9 mld zł, a na koniec czerwca 2019 r. 64,7 mld zł. Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2018 r. i w I połowie 2019 r. zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.
Ryzyko kredytowe	Wysoki	• 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 dywersyfikowane jest poprzez limity nałożone na łączną wartość transakcji zawieranych z poszczególnymi partnerami. Wiarygodność kredytowa potencjalnych partnerów jest na bieżąco monitorowana.
Ryzyko operacyjne	Zadawalający	• 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; • Źródłem ryzyka w zakresie możliwości utrzymania i pozyskania wykwalifikowanej kadry jest sytuacja na rynku pracy.
Rozkład kosztów obsługi długu w czasie	Wysoki	• 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. Na wysokość kosztów obsługi długu miały wpływ transakcje swapowe zawarte w 2018 r. oraz w I połowie 2019 r., których celem było rozłożenie w czasie tych wydatków poprzez wykorzystanie bieżących oszczędności. W efekcie działań w 2018 r. nastąpił wzrost kosztów o 3,9 mld zł w 2018 r., a w 2019 r. koszty zmniejszyły się o 4,0 mld zł. W efekcie działań w pierwszej połowie 2019 r. koszty zwiększyły się w 2019 r. o 0,90 mld zł, a w 2020 r. będą mniejsze o 0,92 mld zł. Ponadto w 2018 r. przeprowadzane były transakcje służące rozłożeniu w czasie kosztów obsługi długu w ciągu roku.

*) 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 2020. W tabeli 8 zawarto główne założenia makroekonomiczne *Strategii*, zgodne z założeniami projektu ustawy budżetowej.

Tabela 8. Założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii*

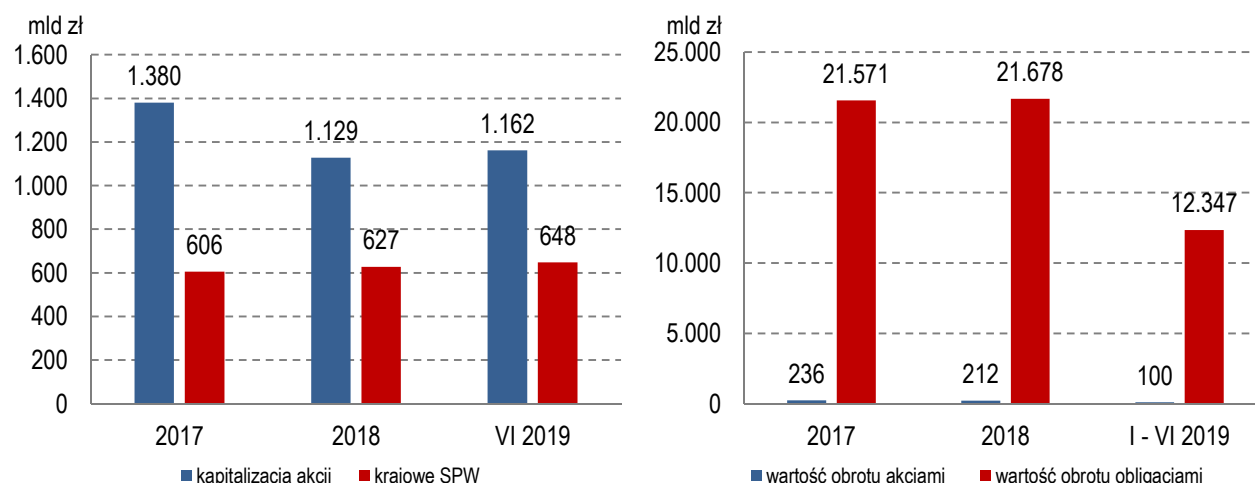
Wyszczególnienie	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Realny wzrost PKB (%)	5,1	4,0	3,7	3,4	3,3	3,1
PKB w cenach bieżących (mld zł)	2 115,7	2 236,5	2 373,3	2 514,8	2 662,0	2 809,6
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	1,6	1,8	2,5	2,5	2,5	2,5
USD/PLN - na koniec roku	3,7597	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
EUR/PLN - na koniec roku	4,3000	4,2955	4,2955	4,2955	4,2955	4,2955

IV.2. Krajowy rynek SPW

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

Pod względem wartości papierów wartościowych w obrocie wartość krajowego rynku SPW na koniec czerwca 2019 r. odpowiadała 56% kapitalizacji rynku akcji. Rynek ten charakteryzuje się jednak zdecydowanie większą płynnością - obroty na obligacjach skarbowych przewyższały ponad stukrotnie obroty na rynku akcji.

Wykres 6. Porównanie rynku obligacji skarbowych i akcji

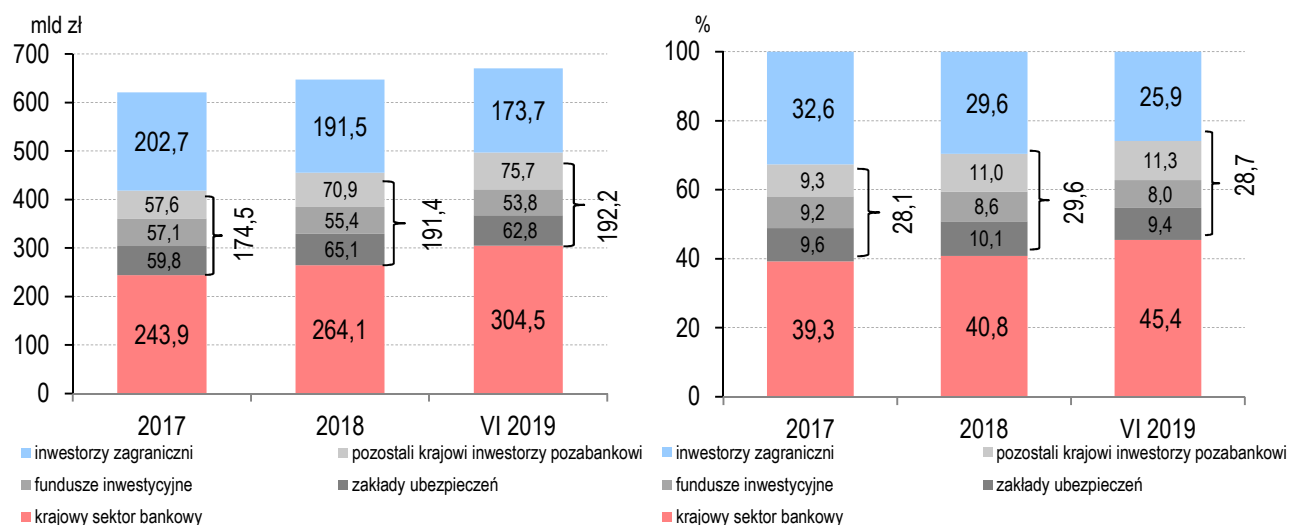


Podmioty inwestujące na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych można podzielić na trzy główne grupy: krajowy sektor bankowy, krajowy sektor pozabankowy i inwestorów zagranicznych. Od końca 2017 r. do I połowy 2019 r. w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW zaobserwowano następujące zmiany:

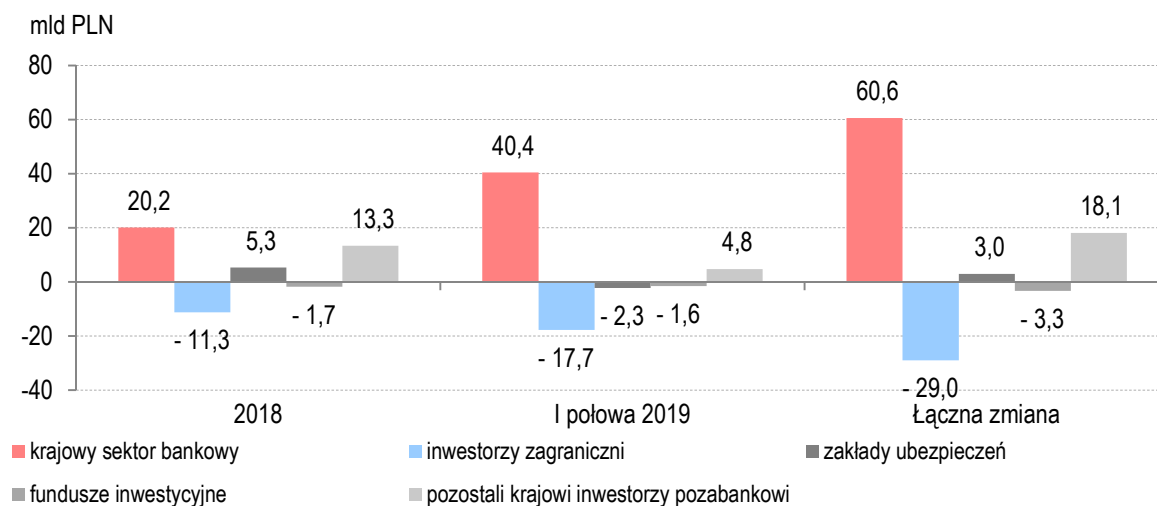
- zwiększenie zaangażowania banków krajowych (łącznie o 60,6 mld zł) i utrzymanie ich dominującego udziału w strukturze podmiotowej zadłużenia (45,4% na koniec czerwca 2019 r.);

- wzrost zaangażowania krajowych inwestorów pozabankowych łącznie o 17,7 mld zł;
- ograniczenie przez inwestorów zagranicznych zaangażowania w krajowe SPW łącznie o 29,0 mld zł. Ich udział obniżył się o 6,7 p.p. do 25,9%.

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



Wykres 8. Zmiany portfela krajowych SPW w posiadaniu głównych grup inwestorów*



* Wg wartości nominalnej.

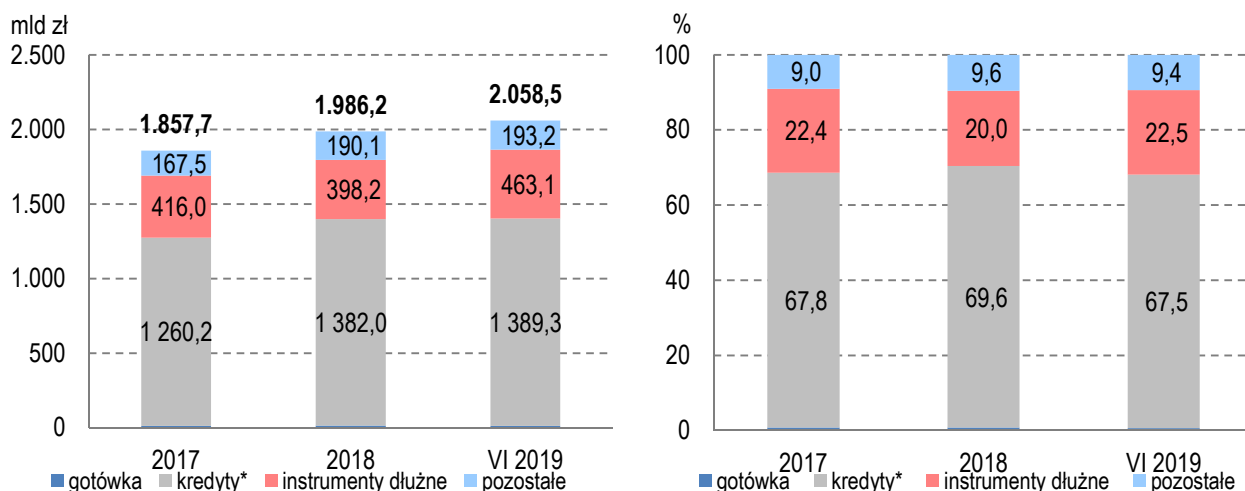
Inwestorzy krajowi według stanu na koniec czerwca 2019 r. posiadali 74,1% zadłużenia w krajowych SPW, co oznaczało wzrost o 6,7 p.p. względem końca 2017 r. Wśród inwestorów krajowych dominują inwestorzy instytucjonalni, jednakże w ostatnich latach wysoką dynamiką cechowała się wartość portfela SPW w posiadaniu osób fizycznych. Od końca 2017 r. ich zaangażowanie wzrosło o 40,9% do poziomu 22,5 mld zł, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu zainteresowania ofertą obligacji oszczędnościowych.

IV.2.1. Banki krajowe

Aktywa banków krajowych na koniec czerwca 2019 r. wynosiły 2,1 bln zł (wzrost o 10,8% wobec końca 2017 r.), przy dominującym udziale kredytów i innych należności od podmiotów krajowych (ok. 67,5%). Drugim największym składnikiem aktywów były instrumenty dłużne – na koniec czerwca 2019 r. ich udział wyniósł 22,5%. W strukturze instrumentów dłużnych przeważający udział miały papiery skarbowe (75,2%) oraz bony pieniężne NBP (19,5%). Czynnikiem sprzyjającym utrzymywaniu się wysokiego popytu banków na SPW był obowiązujący od 1 lutego

2016 r. podatek od niektórych instytucji finansowych, obejmujący przede wszystkim banki i zakłady ubezpieczeń.³⁾

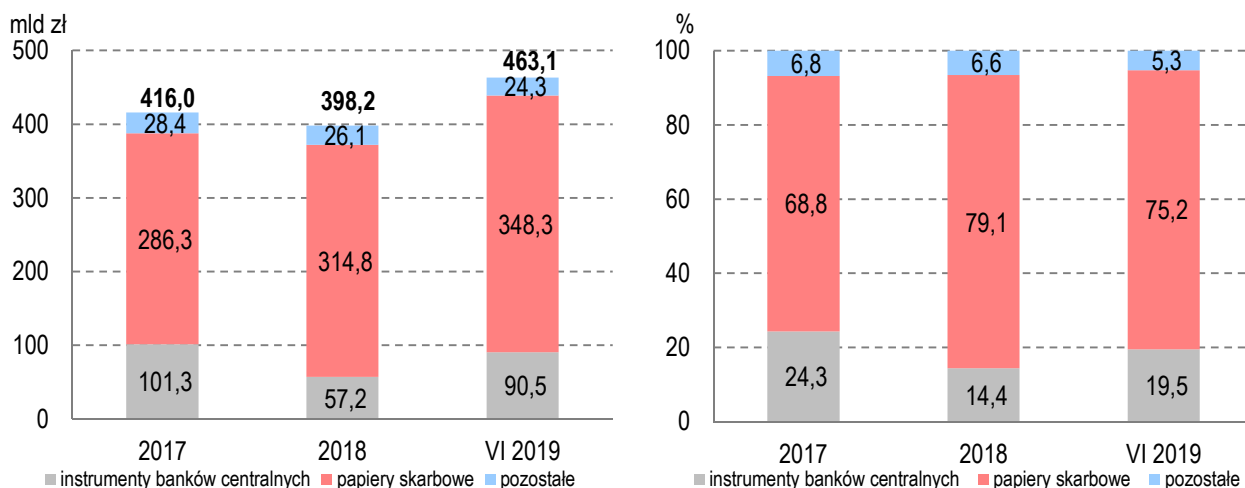
Wykres 9. Struktura aktywów banków krajowych



* Kredyty – kredyty i inne należności od podmiotów krajowych.

Źródło: Narodowy Bank Polski, wg obowiązujących metod wyceny.

Wykres 10. Instrumenty dłużne w aktywach banków krajowych



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;
- niskie stopy procentowe;
- podatek od niektórych instytucji finansowych.

IV.2.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi

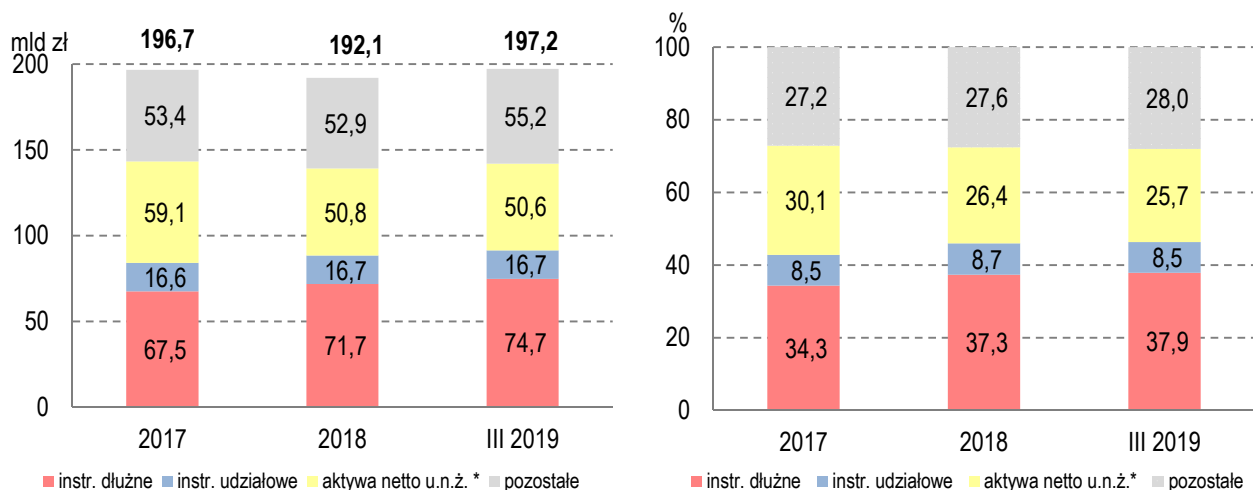
Zakłady ubezpieczeń i fundusze inwestycyjne stanowią dwie największe grupy wśród inwestorów krajowych z sektora pozabankowego. Według stanu na koniec czerwca 2019 r. podmioty te posiadały odpowiednio 9,4% oraz 8,0% krajowych SPW (spadek udziału odpowiednio o 0,5 p.p. i 1,3 p.p. względem końca 2017 r.). Głównymi czynnikami oddziałującymi na wartość portfela

³⁾ Podstawą opodatkowania banków są aktywa pomniejszone m.in. o fundusze własne oraz polskie SPW.

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

Aktywa zakładów ubezpieczeń na koniec marca 2019 r. ukształtowały się na poziomie 197,2 mld zł, co oznaczało wzrost o 0,5 mld zł wobec końca 2017 r., tj. o 0,3%.

Wykres 11. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń

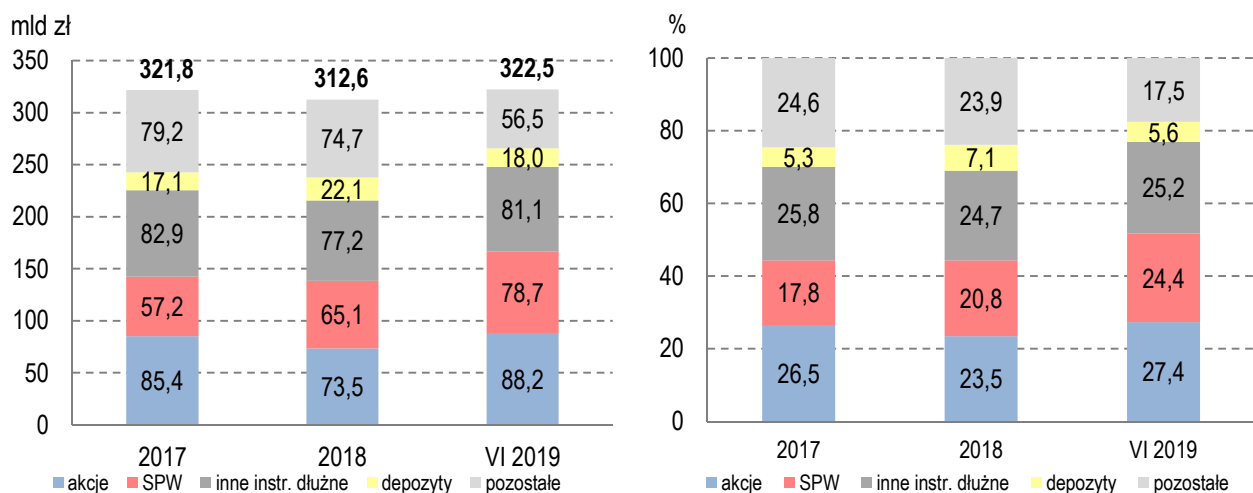


* Aktywa netto u.n.ż. – aktywa netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający.

Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego, wg aktualnych metod wyceny.

Aktywa funduszy inwestycyjnych według stanu na koniec czerwca 2019 r. wzrosły do poziomu 322,5 mld zł, tj. o 0,7 mld zł (o 0,2%) wobec końca 2017 r. Wartość obligacji skarbowych (wyemitowanych na rynku krajowym i zagranicznym) w posiadaniu funduszy inwestycyjnych wzrosła w tym czasie o 21,4 mld zł, a ich udział w aktywach wzrósł o 6,6 p.p.

Wykres 12. 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:

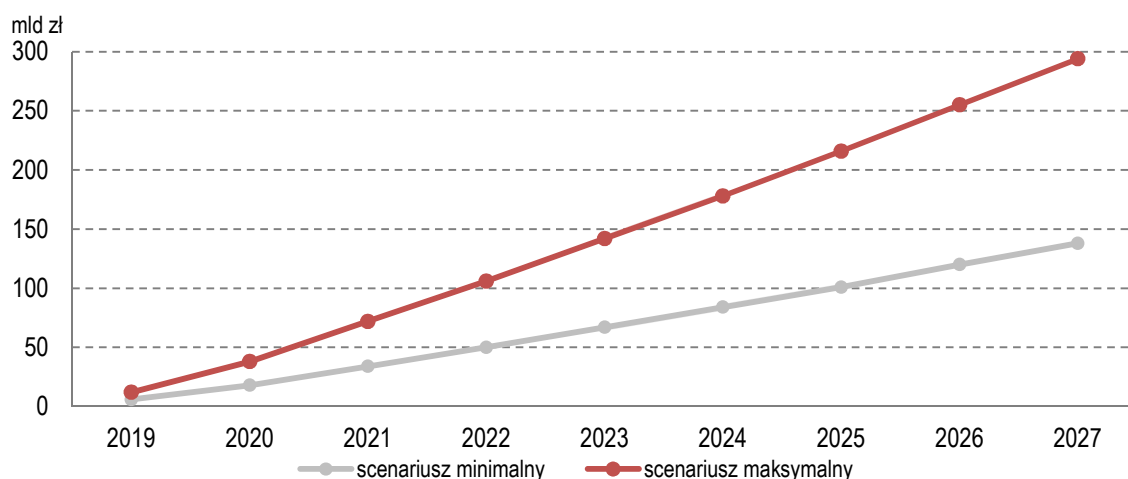
- dalszy rozwój rynku ubezpieczeniowego i funduszy inwestycyjnych;
- koniunktura na rynku akcji, będąca jednym z czynników determinujących alokację oszczędności przez gospodarstwa domowe;
- niskie stopy procentowe, skłaniające do poszukiwania alternatywnych wobec depozytów bankowych inwestycji kapitału 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) oraz przekształcenie OFE w fundusze inwestycyjne prowadzące indywidualne konta emerytalne (IKE).

Ustawa o **Pracowniczych Planach Kapitałowych** zobowiązuje wszystkie podmioty zatrudniające do prowadzenia programów emerytalnych dla wszystkich pracowników, dla których odprowadzane są składki na ubezpieczenie społeczne. Od 1 lipca 2019 r. obowiązek dotyczy przedsiębiorstw zatrudniających więcej niż 250 pracowników, stopniowo obowiązek będzie obejmował mniejszych pracodawców, a od 2021 r. do PPK przystąpią jednostki sektora finansów publicznych. Udział pracowników w PPK jest dobrowolny, każdy zatrudniony będzie zapisany automatycznie z możliwością wycofania się. Wpłaty do PPK będą dokonywane zarówno przez pracodawcę (minimalna składka wynosi 1,5%, a maksymalna 4,0% wynagrodzenia brutto), jak i pracownika (od 2,0% do 4,0% wynagrodzenia brutto). Dodatkową zachętą do uczestnictwa w PPK jest wsparcie państwa, w ustawie przewidziano wpłatę powitalną (250 zł jednorazowo) oraz wpłatę roczną (240 zł). Wpłaty finansowane będą z Funduszu Pracy. Standardowa forma wypłaty środków z PPK przewiduje wypłatę 25% zgromadzonych aktywów po ukończeniu przez pracownika 60. roku życia, a następnie pozostałe środki wypłacane będą przez kolejne 10 lat.

Utworzenie PPK zwiększy aktywa instytucji finansowych uprawnionych do zarządzania PPK. Zarówno wzrost aktywów, jak i określona w ustawie polityka inwestycyjna będą istotnymi czynnikami oddziałującymi na wzrost popytu krajowych inwestorów pozabankowych na krajowe SPW. W konsekwencji powinno to również korzystnie wpływać na poziom kosztów obsługi długu. Zgodnie z szacunkiem przyjętym w ocenie skutków regulacji, przy założeniu 75% partycypacji pracowników w PPK łączne aktywa wynikające z prowadzenia PPK w 2027 r. wyniosą od ok. 140 mld zł do ok. 300 mld zł, w zależności od wysokości składek wpłacanych przez uczestników (od 3,5% do 8,0%).

Wykres 13. Projekcja wielkości aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych z tytułu PPK



Źródło: OSR ustawy o Pracowniczych Planach Kapitałowych z 27.08.2018 r.

Kolejnym elementem zmian w systemie emerytalnym jest **przekształcenie OFE w fundusze inwestycyjne prowadzące IKE**. Zgodnie z przedstawionym przez Ministra Inwestycji i Rozwoju projektem ustawy⁴ każdy ubezpieczony w OFE będzie miał możliwość wyboru, czy zgromadzone przez niego środki mają trafić do IKE (III filar emerytalny, środki zyskują status prywatnych i będą zarządzane przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne) czy do ZUS (I filar, środki zostaną zapisane na indywidualnym koncie w ZUS, a aktywa trafią do FRD). Wypłata środków z IKE po osiągnięciu przez ubezpieczonego wieku emerytalnego nie będzie opodatkowana, dlatego dla

⁴ <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12321848>

zachowania porównywalności z emeryturą z ZUS środki przenoszone z OFE do IKE objęte będą jednorazową opłatą przekształceniową w wysokości 15% wartości aktywów.

Przekształcenie OFE w fundusze inwestycyjne będzie miało istotne znaczenie dla krajowego rynku SPW. Obecnie OFE mają zakaz inwestycji w SPW, a istotną część ich aktywów stanowią instrumenty udziałowe (ok. 77%). Zgodnie z projektem ustawy fundusze inwestycyjne prowadzące IKE będą miały możliwość inwestycji w SPW, a ich polityka inwestycyjna będzie dostosowana do wieku i profilu ryzyka ubezpieczonych. Projekt ustawy zakłada również, że środki zgromadzone w FRD będą zarządzane przez fundusz inwestycyjny należący do Polskiego Funduszu Rozwoju S.A. Wachlarz dostępnych dla FRD aktywów finansowych ulegnie rozszerzeniu, co z kolei może mieć wpływ na inwestycje FRD w SPW.

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

IV.2.3. Rola inwestorów zagranicznych

Inwestorzy zagraniczni odgrywają znaczącą rolę w rynku krajowych SPW. Ich udział w zadłużeniu w krajowych SPW na koniec czerwca 2019 r. wyniósł 25,9% i zmniejszył się o 6,7 p.p. względem końca 2017 r. W 2018 r. oraz w I połowie 2019 r. inwestorzy zagraniczni ograniczyli swoje zaangażowanie w krajowych SPW łącznie o 29,0 mld zł. Na spadek udziału nierezydentów wpływ miały zarówno czynniki lokalne (m.in. wynikająca z dobrej sytuacji budżetowej niższa podaż SPW w 2018 r. i w pierwszej połowie 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, który miał miejsce na początku 2019 r., został zaabsorbowany przez krajowe banki przy spadających rentownościach. W strukturze podmiotowej zadłużenia wobec nierezydentów dominują stabilni inwestorzy instytucjonalni⁵⁾: fundusze inwestycyjne (23,2% udziału w czerwcu 2019 r.), banki centralne i instytucje publiczne (15,9%), fundusze emerytalne (10,2%) i zakłady ubezpieczeń (8,8%). Wysoko zdywersyfikowana jest również struktura geograficzna posiadaczy krajowych SPW – na koniec czerwca 2019 r. znajdowały się one w portfelach inwestorów z 61 krajów.

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

- działania banków centralnych,
- 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 stworzenie kompleksowej Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego).

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

⁵⁾ Struktura nie uwzględnia rachunków zbiorczych, na których znajduje się 1/3 zadłużenia w krajowych SPW wobec nierezydentów.

IV.3. Uwarunkowania międzynarodowe

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

- sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których zaciągane będą zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro oraz działania głównych banków centralnych wpływające na poziom rentowności na krajowym rynku długu:
 - zapowiedź utrzymania przez dłuższy czas bardzo łagodnego nastawienia polityki pieniężnej EBC – bank centralny zadeklarował utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie co najmniej do pierwszej połowy 2020 r. lub do czasu, aż dostosowanie ścieżki inflacji do celu inflacyjnego (2,0%) nabierze trwałego charakteru, podtrzymał zamiar reinwestowania w całości spłat kapitału z zapadających obligacji nabytych w ramach programu skupu przez dłuższy czas po tym, jak zacznie podwyższać stopy procentowe i zapowiedział wprowadzenie dalszych instrumentów, w tym uruchomienie nowego programu skupu aktywów; na posiedzeniu w dniu 12 września br. bank obniżył stopę depozytową do -0,50% (z -0,40%) i zapowiedział utrzymanie stóp na obecnym lub niższym poziomie do czasu, aż prognozy inflacji pokażą zbliżenie się do celu, ogłosił rozpoczęcie od listopada br. programu skupu obligacji rządowych w skali 20 mld euro miesięcznie i zapowiedział kolejne rundy pożyczek dla banków (TLTRO);
 - zmianę retoryki polityki pieniężnej przez Fed w kierunku łagodniejszej - w czerwcowej projekcji stóp procentowych członkowie Fed przewidywali utrzymanie stóp procentowych bez zmian w 2019 r., jedną obniżkę stóp w 2020 r. i jedną podwyżkę w 2021 r. Obawy o wpływ otoczenia zewnętrznego na wzrost gospodarczy USA i ograniczona presja inflacyjna (inflacja poniżej 2%) skłoniły jednak Fed do obniżenia stóp procentowych o 25 p.b. w lipcu br. i zakończenia programu redukcji sumy bilansowej banku już w sierpniu, dwa miesiące przed wyznaczonym terminem. Prezes Fed podkreślił jednocześnie, że obniżka stóp nie jest początkiem dłuższego cyklu obniżek stóp procentowych, co jednak nie oznacza, że będzie to jedyny taki ruch;
 - kontynuację przez Bank Japonii programu skupu aktywów oraz utrzymywanie referencyjnej stopy procentowej na ujemnym poziomie tak długo, jak będzie to konieczne do osiągnięcia celu inflacyjnego;
 - utrzymywanie przez Narodowy Bank Szwajcarii ekspansywnej polityki pieniężnej z ujemną stopą depozytową i wprowadzenie nowej stopy referencyjnej, która zastąpi poprzednio używany przedział wahań dla trzymiesięcznej stawki LIBOR, oraz podtrzymanie gotowości do interwencji na rynku walutowym, jeżeli będzie to niezbędne do przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji CHF;
 - łagodzenie polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin;
- postrzeganie ryzyka kredytowego Polski i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych;
- uwarunkowania ekonomiczne i polityczne wpływające na poziom awersji do ryzyka i zmienność cen aktywów na globalnych rynkach finansowych, w tym m.in.:
 - obawy o globalny wzrost gospodarczy i negatywny wpływ na perspektywy wzrostu prowadzonej obecnie wojny handlowej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i Chinami;
 - obawy o impas w negocjacjach pomiędzy UE i Wielką Brytanią w sprawie warunków opuszczenia Unii Europejskiej przez ten kraj.

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:

- **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, 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.

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;
- wykorzystywać możliwość atrakcyjnego finansowania w międzynarodowych instytucjach finansowych;

- uwzględniać możliwość sprzedaży walut w NBP i na rynku walutowym jako instrumentu finansowania potrzeb pożyczkowych i zarządzania środkami walutowymi, 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;
- utrzymywanie średniej zapadalności długu krajowego na poziomie zbliżonym do 4,5 roku;
- utrzymanie średniej zapadalności długu SP na poziomie zbliżonym do 5 lat;
- dążenie do równomiernego rozkładu wykupów w kolejnych latach;

2) ryzyka kursowego

- zmniejszenie udziału długu nominowanego w walutach obcych w długu 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 długu 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;
- obecnie, ze względu na malejący udział długu zagranicznego, oprocentowanego przede wszystkim wg stałej stopy procentowej, poziom ryzyka stopy procentowej długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;

4) ryzyka płynności budżetu państwa

- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami 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* planowane jest zawarcie kolejnych umów zabezpieczających, uwzględniających obecne standardy rynkowe, umożliwiających zawieranie transakcji niegenerujących ryzyka kredytowego na korzystniejszych warunkach;

- dywersyfikację ryzyka kredytowego generowanego przez transakcje niezabezpieczone;
- procesowe podejście do zarządzania jednostką odpowiedzialną za zarządzanie 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 utrzymywaniu prawidłowego funkcjonowania rynku bądź jego dalszemu doskonaleniu tak, aby przyczyniać się do lepszej realizacji celu *Strategii*.

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

VI.1. Zapewnianie płynności rynku SPW

Zadanie to dotyczy zarówno płynności całego rynku SPW, jak i poszczególnych emisji i jest związane z dążeniem do eliminacji premii za niedostateczną płynność 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 tym poprzez:
 - regularne spotkania z bankami będącymi uczestnikami systemu DSPW (w ramach Rady Uczestników Rynku SPW),
 - spotkania z podmiotami krajowego sektora pozabankowego,
 - spotkania z inwestorami i bankami zagranicznymi,
 - bieżącą komunikację z inwestorami;

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

VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW

Zadanie to służy ograniczaniu niepewności związanej z funkcjonowaniem rynku SPW, pozwala jego uczestnikom uzyskać wiarygodną informację o bieżących cenach rynkowych oraz pomaga formułować przewidywania 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;
- wykorzystywanie wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych i jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych, które nie należą do sektora finansów publicznych oraz środków znajdujących się w depozytach sądowych lokowanych na rachunku Ministra Finansów w BGK;
- transakcje FX swap umożliwiające kształtowanie struktury walutowej płynnych środków;
- krótkoterminowe pożyczki na rynku międzybankowym.

VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

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

W przypadku długu sektora finansów publicznych, w tym długu innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych, autonomicznych w zaciąganiu zobowiązań, oddziaływanie na wielkość zadłużenia ma charakter pośredni i wynika z zapisów ustawy o finansach publicznych. Zawierają one przede wszystkim ograniczenia nałożone na sposób zaciągania zobowiązań przez JST oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne, obowiązujące jednostki sektora finansów publicznych w przypadku, gdy relacje do PKB zarówno PDP, jak i kwoty, 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, ograniczający tempo wzrostu kwoty wydatków na określony rok budżetowy.

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

VII.1. Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego

W okresie objętym *Strategią* stopniowo będą wchodzić w życie zmiany reguł fiskalnych obowiązujących jednostki samorządu terytorialnego. Ustawą z dnia 14 grudnia 2018 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw został zmodyfikowany indywidualny wskaźnik zadłużania jednostek samorządu terytorialnego oraz zasady zaciągania i restrukturyzacji długu.

Zmiany te mają na celu zracjonalizowanie możliwości zadłużania się samorządów, uelastycznienie ich gospodarki finansowej oraz wzmocnienie mechanizmów prawnych służących zwiększeniu bezpieczeństwa finansowego. Najważniejsze wprowadzane zmiany to:

- uwzględnienie, przy wyliczaniu indywidualnego wskaźnika spłaty zadłużenia, tych zobowiązań, które wywołują skutki ekonomiczne podobne do umowy pożyczki lub kredytu (m.in. niestandardowe instrumenty finansowe), które zostaną zaciągnięte od dnia wejścia w życie ustawy;
- objęcie limitem spłaty zadłużenia wszystkich wydatków bieżących na obsługę długu;
- zastąpienie w mianowniku relacji z art. 243 dochodów ogółem dochodami bieżącymi, pomniejszonymi o dotacje i środki na cele bieżące, w tym środki UE;
- wyłączenie kwot dochodów i wydatków o charakterze bieżącym związanych z realizacją projektu UE przy wyliczeniu limitu spłaty zadłużenia.

Pozostałe zmiany w zakresie indywidualnego wskaźnika zadłużenia będą miały zastosowanie od roku 2026, w tym m.in.:

- 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;
- wyłączenie wydatków na obsługę długu z wydatków bieżących.

Ponadto począwszy od roku 2022 z reguły dotyczącej zrównoważenia wydatków bieżących budżetu JST zostaną wyłączone wolne środki w rozumieniu art. 217 ust. 2 pkt 6 ustawy o finansach publicznych. Zmiana ta ograniczy możliwość obchodzenia ustawowej reguły przez JST.

VII.2. Średniookresowe ramy budżetowe

W horyzoncie Strategii przewiduje się wprowadzenie średniookresowych ram budżetowych oraz dalszą integrację procesów planowania wieloletniego i rocznego.

Pierwsze zmiany dotyczące optymalizacji rozwiązań w zakresie planowania wieloletniego, w tym ściślejszego powiązania z rocznym planowaniem budżetowym, zostały wprowadzone rozporządzeniem Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 13 czerwca 2017 r. w sprawie szczegółowego sposobu, trybu i terminów opracowania materiałów do projektu ustawy budżetowej (tzw. nota budżetowa). Kolejne zmiany noty budżetowej, mające na celu dalszą integrację planowania wieloletniego i rocznego, zostały wprowadzone rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 28 stycznia 2019 r. W następnym kroku przewiduje się wprowadzenie średniookresowych ram budżetowych.

Przebudowie powinna podlegać klasyfikacja budżetowa, a także systemy zbierania danych o finansach publicznych. W tym celu w Ministerstwie Finansów ustanowiona została formalna struktura projektowa, w ramach której kontynuowane są działania dotyczące powiązania, a docelowo integracji procesów planowania wieloletniego i rocznego oraz wprowadzenia zmian w systemie klasyfikacyjnym, umożliwiających pozyskiwanie wysokiej jakości danych o dochodach i wydatkach ze środków publicznych.

Zmiany te mogą przynieść istotne korzyści wynikające z wydłużenia horyzontu planowania i zwiększenia rzetelności prognoz budżetowych, pozytywnie wpływając na zarządzanie płynnością budżetu państwa, zarządzanie długiem SP i możliwości oddziaływania na PDP.

VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji *Strategii* obejmują prognozy:

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

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

VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

Przy przyjętych założeniach relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się do 44,9% na koniec 2019 r., a następnie do 43,5% na koniec 2020 r. W horyzoncie *Strategii* utrzyma się trend spadkowy i na koniec 2023 r. relacja państwowego długu publicznego do PKB osiągnie poziom 38,2%. Relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych, do PKB ukształtuje się na poziomie 43,6% w 2019 r. i 42,1% w 2020 r., tj. poniżej progu 43% zawartego w stabilizującej regule wydatkowej, a następnie będzie się obniżać do 37,0% w 2023 r.

Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB będzie się obniżała do 47,7% w 2019 r. i 46,3% w 2020 r., a w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 41,3%.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2020 limit kosztów obsługi długu SP będzie w ujęciu nominalnym niższy od limitu z 2019 r. (29,2 mld zł w 2019 r. i 28,5 mld zł w 2020 r.). W relacji do PKB limity kosztów obsługi długu ulegną obniżeniu z 1,31% w 2019 r. do 1,20% w 2020 r. Założono, że relacja kosztów obsługi długu do PKB w horyzoncie *Strategii* obniży się do poziomu 0,90% - 0,92%.

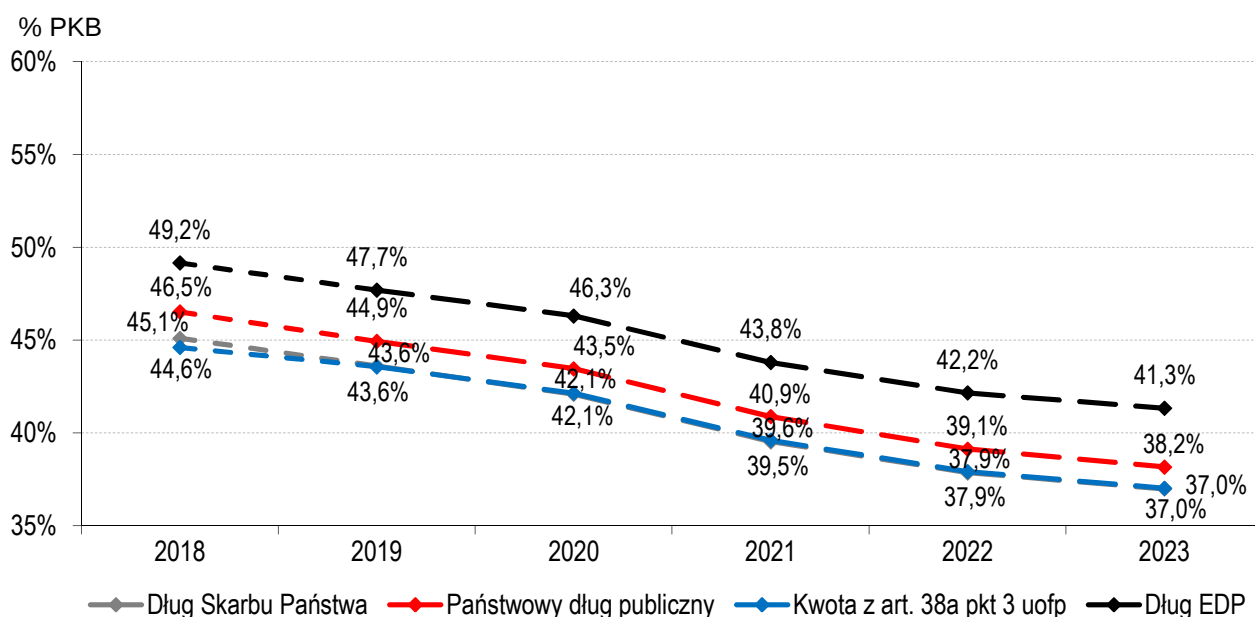
Tabela 9. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

Wyszczególnienie	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1. Dług Skarbu Państwa						
a) w mld zł	954,3	975,4	999,0	994,3	1 007,9	1 039,3
- krajowy	674,4	711,6	751,8	759,4	776,7	811,7
- zagraniczny	279,8	263,7	247,3	234,9	231,3	227,6
b) w relacji do PKB	45,1%	43,6%	42,1%	39,5%	37,9%	37,0%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	984,3	1 005,2	1 031,7	1 028,3	1 042,0	1 072,5
b) w relacji do PKB	46,5%	44,9%	43,5%	40,9%	39,1%	38,2%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*						
a) w mld zł	943,9	974,3	1 000,2	996,3	1 009,5	1 040,4
b) w relacji do PKB	44,6%	43,6%	42,1%	39,6%	37,9%	37,0%
4. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych						
a) w mld zł	1 040,2	1 066,9	1 099,2	1 101,6	1 122,5	1 161,4
b) w relacji do PKB	49,2%	47,7%	46,3%	43,8%	42,2%	41,3%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)**						
a) w mld zł, w tym:	29,5	29,2	28,5	28,3 - 28,8	27,1 - 27,5	25,4 - 25,8
- długu krajowego	21,5	20,8	21,0	22,1	22,0	20,9
- długu zagranicznego	8,0	8,4	7,5	6,1 - 6,7	5,1 - 5,5	4,5 - 4,9
b) w relacji do PKB	1,39%	1,31%	1,20%	1,12% - 1,15%	1,02% - 1,03%	0,90% - 0,92%

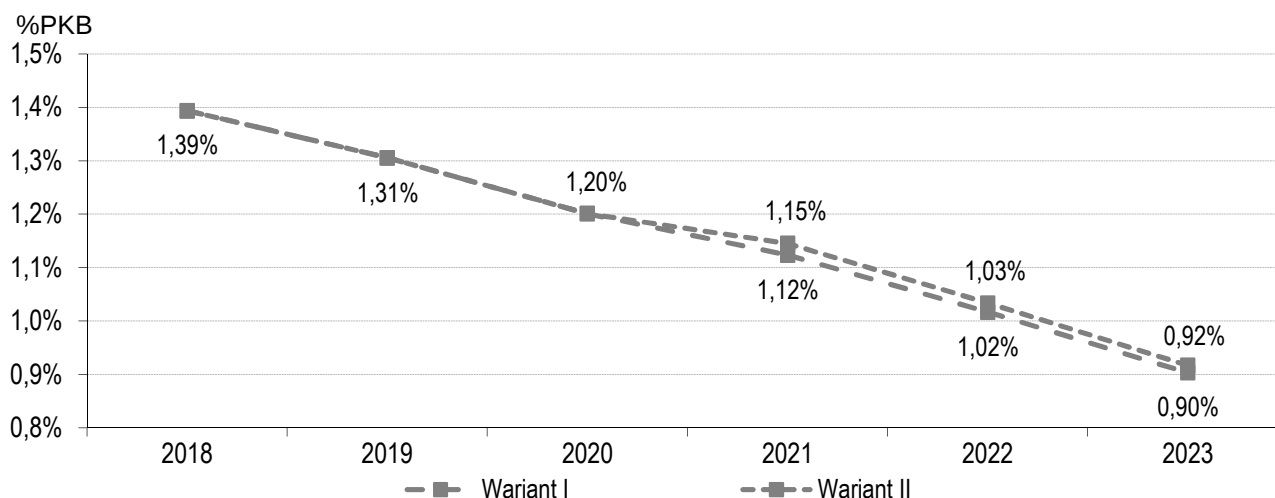
*) Kwota ustalona w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego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

**) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2021-2023 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

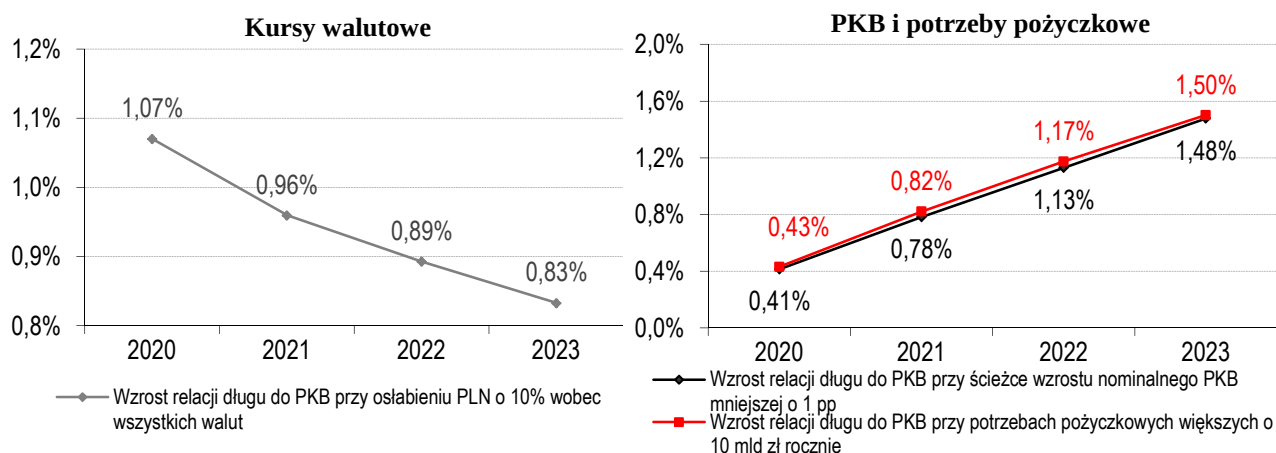
Wykres 14. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 15. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

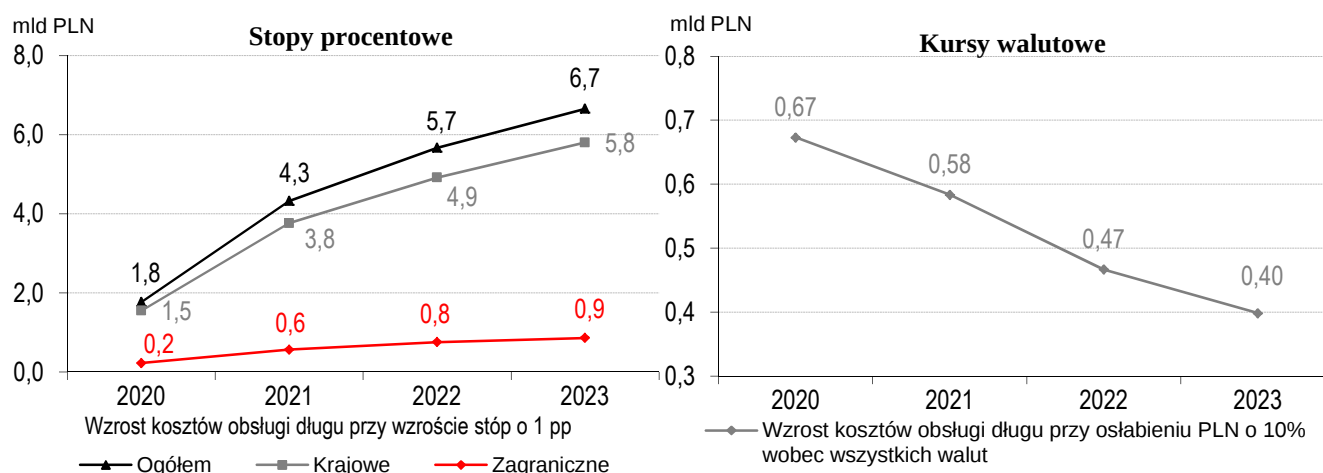


Wykres 16. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń *



*) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2020 r., wrażliwości częściowe przy braku zmian pozostałych założeń.

Wykres 17. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń

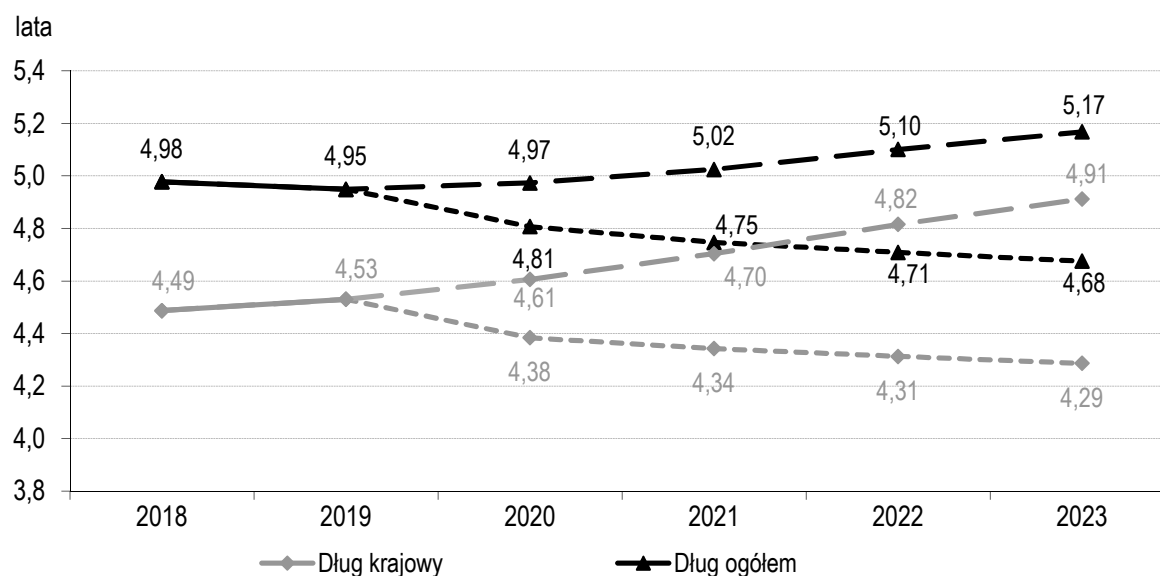


VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

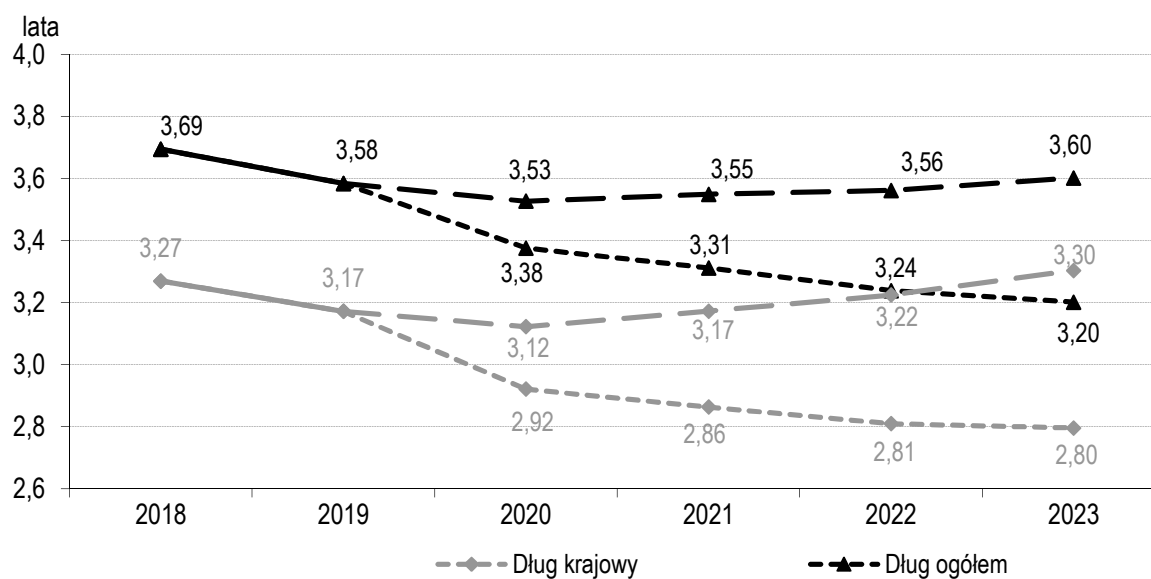
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zakresie ryzyka refinansowania – kierunek zmian średniej zapadalności krajowych SPW będzie zależał od warunków rynkowych w ten sposób, że średnia zapadalność w 2023 r. może osiągnąć wartość z przedziału 4,3-4,9 roku, a całego długu SP 4,7-5,2 roku wobec odpowiednio ok. 4,5 oraz ok. 4,9 roku na koniec 2019 r.;
- ryzyko stopy procentowej pozostawać będzie w założonym w *Strategii* przedziale, w zależności od przyjętej struktury finansowania, ATR rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 2,8-3,3 roku wobec ok. 3,2 roku na koniec 2019 r., a długu ogółem ok. 3,2-3,6 roku wobec ok. 3,6 na koniec roku 2019, natomiast *duration* rynkowego długu krajowego w przedziale ok. 2,8-3,2 roku wobec ok. 3,1 roku na koniec 2019 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,0-3,4 roku wobec ok. 3,4 na koniec roku 2019;
- udział długu w walutach obcych będzie ograniczany i w horyzoncie *Strategii* spadnie do ok. 22% w 2023 r.

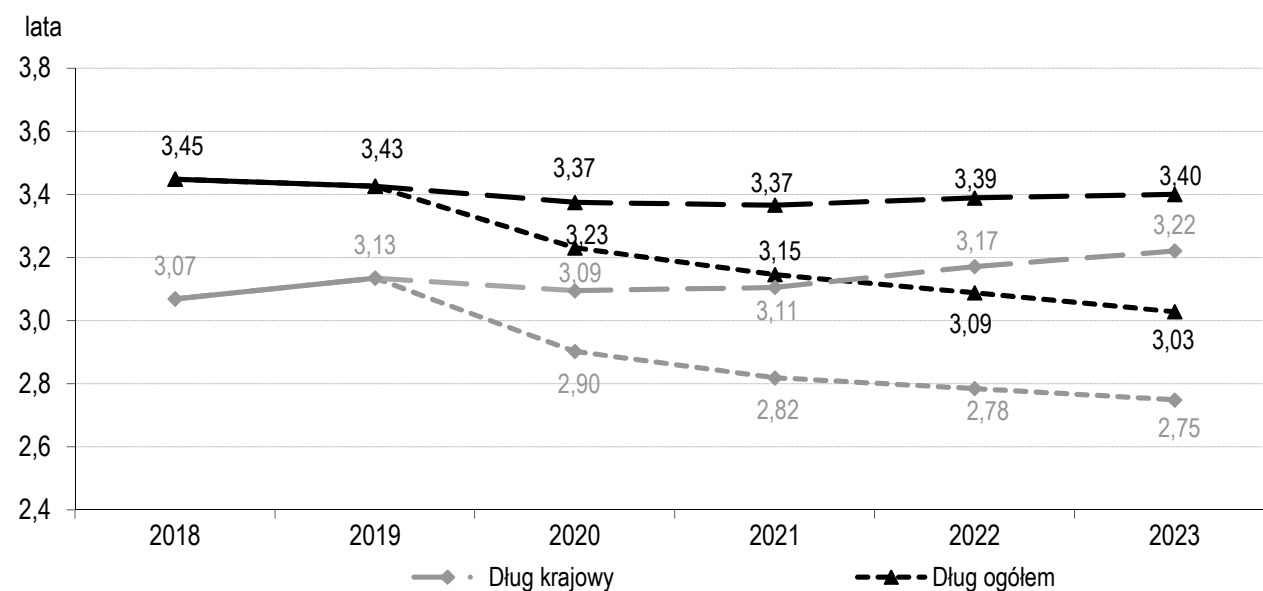
Wykres 18. Średnia zapadalność długu SP



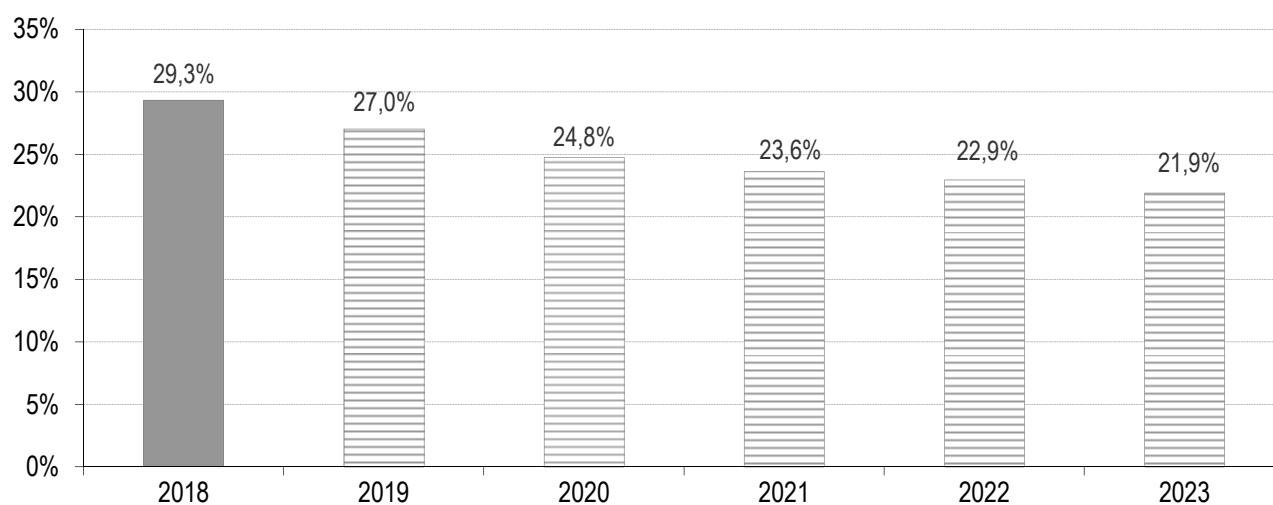
Wykres 19. ATR długu SP



Wykres 20. Duration długu SP



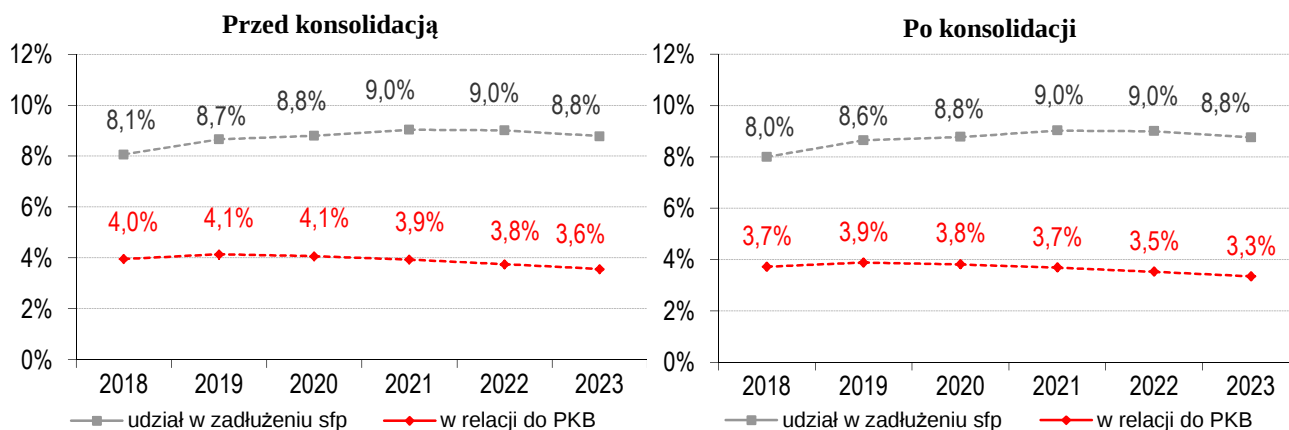
Wykres 21. Udział długu w walutach obcych w długu SP



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

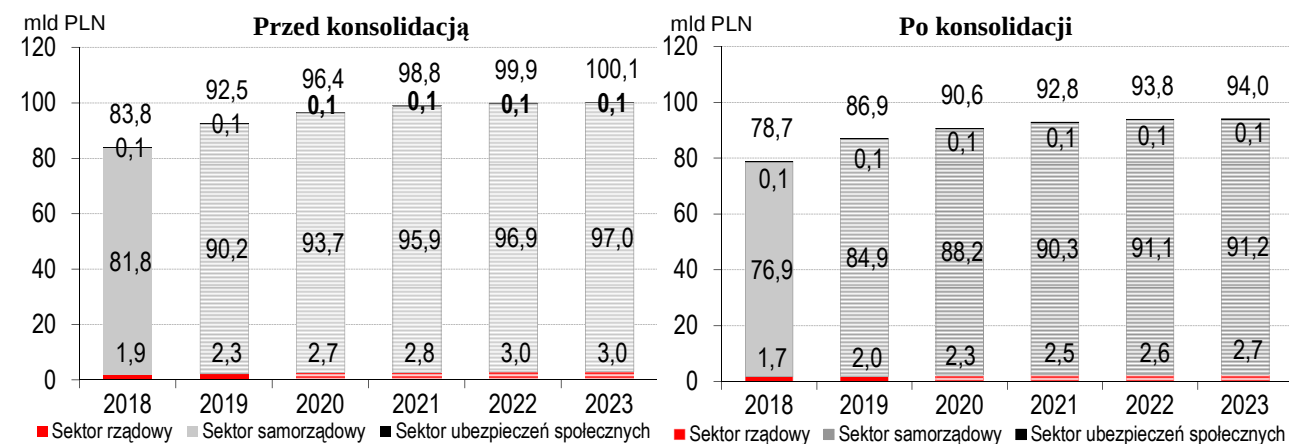
Przy przyjętych założeniach zadłużenie przed konsolidacją pozostałych jednostek sektora w relacji do PKB w horyzoncie *Strategii* spadnie z 4,1% do 3,6%, a zadłużenie po konsolidacji z 3,9% do 3,3%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych zarówno przed, jak i po konsolidacji będzie zbliżony do 9%.

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



Nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP w horyzoncie *Strategii* wzrośnie z 92,5 mld zł do 100,1 mld zł przed konsolidacją, głównie na skutek wzrostu zadłużenia sektora samorządowego. W latach 2019-2023 zadłużenie JST oraz ich związków będzie rosło w związku z prognozowanymi deficytami budżetowymi tej grupy jednostek, jednakże przy słabnącej ich dynamice. Na poziom długu JST będą oddziaływać również reguły dotyczące zaciągania zobowiązań przez te jednostki, w tym indywidualny wskaźnik zadłużenia.

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



VIII.4. Zagrożenia dla realizacji Strategii

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

- odmiennym od zakładanego scenariuszem kształtowania się sytuacji makroekonomicznej w Polsce, w szczególności wolniejszym wzrostem PKB, wyższymi stopami procentowymi oraz wahaniami kursu walutowego;
- uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
 - wolniejszym od przewidywanego tempem wzrostu światowej gospodarki, w szczególności w Europie;
 - polityką pieniężną głównych banków centralnych, w tym EBC oraz Fed;
 - polityką handlową prowadzoną przez największe gospodarki, w tym USA i Chiny;
 - konsekwencjami bezumownego wyjścia Wielkiej Brytanii z UE;
 - odpływem kapitału w kierunku rynków bazowych lub innych rynków na skutek m.in. sytuacji geopolitycznej;
- ryzykiem wzrostu relacji długu publicznego do PKB w stosunku do założeń, w związku z:
 - wyższym poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zależnym m.in. od koniunktury w polskiej gospodarce;
 - osłabieniem kursu złotego w stosunku do 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.

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 2020 r. w projekcie ustawy budżetowej został ustalony na poziomie 200 mld zł. Skala wykorzystania instrumentu gwarancji i poręczeń SP będzie wynikała przede wszystkim z kontynuacji inwestycji infrastrukturalnych. Ponadto znaczna część limitu została zaplanowana w związku z ewentualnymi działaniami, które mogą być podjęte w przypadku pogorszenia warunków działania polskiego systemu finansowego. Istotny wpływ na wzrost potencjalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SP będą miały poręczenia i gwarancje udzielane następującym podmiotom:

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

IX.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń

Potencjalne (niewymagalne) zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych na koniec I półrocza 2019 r. wyniosły 113,0 mld zł wobec 112,4 mld zł w 2018 r. (5,3% PKB) oraz 120,4 mld zł (6,1% PKB) na koniec 2017 r.

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2019 r. wynosiły 109,4 mld zł, a na koniec 2018 r. 108,8 mld zł (5,1% PKB) wobec 116,9 mld zł w 2017 r. (5,9% PKB). Spadek potencjalnych niewymagalnych zobowiązań w 2018 r. był spowodowany samodzielnymi spłatami ze strony dłużników (kredytobiorców) oraz równoległym, wolniejszym niż zakładano tempem udzielania nowych gwarancji. Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. Na koniec 2018 r. ok. 98% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka.

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP (stan na 30 czerwca 2019 r.) wynikały z:

- | | |
|---|-------------|
| • gwarancji udzielonych za BGK | 83,1 mld zł |
| • w tym na wsparcie KFD | 82,1 mld zł |
| • gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. | 11,3 mld zł |
| • gwarancji wypłat z KFD dla Gdańsk Transport Company S.A | 7,3 mld zł |
| • gwarancji wypłat z KFD dla Autostrady Wielkopolskiej S.A II | 5,9 mld zł |

- gwarancji udzielonych za PKP Intercity S.A.

1,7 mld zł

Przewiduje się, że relacja potencjalnych zobowiązań SP z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB może wynieść w 2019 r. ponad 5%, a następnie wzrosnąć, jednak w kolejnych okresach prognozy utrzyma się poniżej 7%.

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

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:							
a) sektor finansów publicznych							
w mld zł	120,4	112,4	125,0	159,2	173,8	178,1	182,0
w relacji PKB	6,1%	5,3%	5,6%	6,7%	6,9%	6,7%	6,5%
b) Skarb Państwa							
w mld zł	116,9	108,8	121,4	155,7	170,3	174,7	178,5
w relacji PKB	5,9%	5,1%	5,4%	6,6%	6,8%	6,6%	6,4%

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
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
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. Ograniczaniu ryzyka operacyjnego sprzyja integracja zarządzania długiem publicznym w jednej jednostce organizacyjnej, której struktura, infrastruktura i procedury dostosowane są do sprawnego działania zarówno w administracji państwowej, jak i na rynku finansowym.

Ryzyko płynności budżetu państwa – ryzyko utraty przez budżet państwa zdolności do regulowania bieżących zobowiązań oraz terminowej realizacji wydatków budżetowych. Ograniczanie tego ryzyka wymaga, 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 nominalu),

N_t – wyrażony w złotych nominal płatny w chwili t ,

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

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

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

Publikacje dostępne na: <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
1. Konstytucja RP nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5);	1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 126) – określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (<i>Excessive Deficit Procedure - EDP</i>);
2. Ustawa o finansach publicznych - regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia; - definicja sektora finansów publicznych.	2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej - definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%; 3. Rozporządzenie 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 - definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych; 4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (ESA2010) - 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
1. jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60%: a) przyjmuje się brak deficytu lub poziom różnicy dochodów i wydatków budżetu państwa w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 zapewniający spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x; b) deficyt budżetowy JST pomniejszony o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych oraz wolne środki w uchwale budżetowej na rok x+2 może wynikać jedynie z wydatków związanych z realizacją zadań współfinansowanych ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA; c) w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2: - nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej, - waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w roku budżetowym x+1, - wprowadzony jest zakaz udzielania nowych pożyczek i kredytów z budżetu państwa, - wzrost wydatków Kancelarii Sejmu, Kancelarii Senatu, Kancelarii Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Trybunału Konstytucyjnego, Najwyższej Izby Kontroli, Sądu Najwyższego, Naczelnego Sądu Administracyjnego, Krajowej Rady Sądownictwa, sądownictwa powszechnego oraz wojewódzkich sądów administracyjnych, Rzecznika Praw Obywatelskich, Rzecznika Praw Dziecka, Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji, 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; d) Rada Ministrów przeprowadza przegląd: - wydatków budżetu państwa finansowanych środkami pochodzącymi z kredytów zagranicznych, - programów wieloletnich; e) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB; f) Rada Ministrów dokonuje przeglądu obowiązujących przepisów w celu przedstawienia propozycji rozwiązań prawnych mających wpływ na poziom dochodów budżetu państwa, w tym dotyczących stosowania stawek podatku od towarów i usług; 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; 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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych	
państwa członkowskie EFTA, na maksymalnym dopuszczalnym poziomie określonym w przepisach lub procedurach dotyczących danego rodzaju inwestycji, nie mniejszym niż 50% całości kosztów, z tym że ograniczenia te nie dotyczą odbudowy lub przebudowy dróg krajowych w celu usunięcia zagrożenia bezpieczeństwa w ruchu drogowym, inwestycji w infrastrukturę przeciwpowodziową, systemu elektronicznego poboru opłat za korzystanie z dróg publicznych oraz odszkodowań za nieruchomości przejęte w związku z przygotowaniem i realizacją inwestycji w zakresie dróg publicznych;	
2. jeśli relacja w roku x jest równa lub większa od 60%: a) obowiązują procedury przewidziane w pkt 1 lit. a, c, d, f, g, h dla relacji większej od 55%, a nie większej od 60% PKB; b) uchwalane na rok x+2 budżety JST muszą być przynajmniej zrównoważone; c) wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych; d) Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu ograniczenie relacji państwowego długu publicznego do PKB do poziomu poniżej 60%. Procedur, o których mowa w pkt 1, nie stosuje się, jeżeli relacja kwoty ustalonej w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego, za który ogłaszana jest relacja, pomniejszonej o kwotę wolnych środków służących finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnym roku budżetowym do PKB nie przekracza 55%.	
II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST	
a)	planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące powiększone o 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;
b)	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;
c)	JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na: • spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów, • pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST, • finansowanie planowanego deficytu budżetu JST, • wyprzedzające finansowanie zadań finansowych ze środków pochodzących z budżetu UE;
d)	zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe na pokrycie deficytu przejściowego budżetu JST podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane;
e)	JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym: • dyskonto od emitowanych przez JST papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej, • kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna;
f)	relacja łącznych kwot z tytułu: • spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek, • wykupów papierów wartościowych emitowanych przez JST wraz z należnymi odsetkami i dyskontem, • 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.
g)	ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się do: • spłat rat kredytów i pożyczek zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami, • wykupów papierów wartościowych emitowanych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami i dyskontem, • poręczeń i gwarancji udzielonych samorządowym osobom prawnym realizującym zadania jednostki samorządu terytorialnego w ramach programów finansowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych	
	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.	

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

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
1. zakres sektora finansów publicznych	
• ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do SFP obejmujący: - 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 Łukasiewicza, banków oraz spółek prawa handlowego;	• zakres sektora instytucji rządowych i samorządowych¹⁾ został zdefiniowany w ESA2010²⁾; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, Fundusz Kolejowy):	
• nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;	• są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych³⁾;
b) przedsiębiorstwa publiczne nieprowadzące działalności rynkowej (np. PKP PLK S.A., Port Lotniczy Łódź sp. z o.o. oraz jednostki ochrony zdrowia)	
• nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;	• są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych;
c) Bankowy Fundusz Gwarancyjny	
• nie jest zaliczany do sektora finansów publicznych;	• jest zaliczany do sektora instytucji rządowych i samorządowych;
2. tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego	
• 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);	• papiery wartościowe; • pożyczki; • gotówka i depozyty;

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
zobowiązania wymagalne;	-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	
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;	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	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
nie jest uwzględniany.	- ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami; - 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 2017–2018

	2017			2018		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	0,7	176,2	5,98	1,1	181,1	4,19
Włochy	-2,4	131,4	2,11	-2,1	132,2	2,61
Portugalia	-3,0	124,8	3,05	-0,5	121,5	1,84
Cypr	1,8	95,8	2,62	-4,8	102,5	2,18
Belgia	-0,8	103,4	0,72	-0,7	102,0	0,79
Francja	-2,8	98,4	0,81	-2,5	98,4	0,78
Hiszpania	-3,1	98,1	1,56	-2,5	97,1	1,42
Wielka Brytania	-1,9	87,1	1,18	-1,5	86,8	1,41
Strefa euro	-1,0	87,1	1,09	-0,5	85,1	1,13
Unia Europejska	-1,0	81,7	1,31	-0,6	80,0	1,38
Chorwacja	0,8	77,8	2,77	0,2	74,6	2,17
Austria	-0,8	78,2	0,58	0,1	73,8	0,69
Węgry	-2,2	73,4	2,96	-2,2	70,8	3,06
Słowenia	0,0	74,1	0,96	0,7	70,1	0,93
Irlandia	-0,3	68,5	0,8	0,0	64,8	0,95
Niemcy	1,0	64,5	0,32	1,7	60,9	0,4
Finlandia	-0,8	61,3	0,55	-0,7	58,9	0,66
Holandia	1,2	57,0	0,52	1,5	52,4	0,58
Polska	-1,5	50,9	3,42	-0,4	49,2	3,2
Słowacja	-0,8	50,9	0,92	-0,7	48,9	0,89
Malta	3,4	50,2	1,28	2,0	46,0	1,39
Szwecja	1,4	40,8	0,65	0,9	38,8	0,65
Łotwa	-0,6	40,0	0,83	-1,0	35,9	0,9
Rumunia	-2,7	35,2	3,96	-3,0	35,0	4,69
Litwa	0,5	39,4	0,31	0,7	34,2	0,31
Dania	1,4	35,5	0,48	0,5	34,1	0,45
Czechy	1,6	34,7	0,98	0,9	32,7	1,98
Bułgaria	1,2	25,6	1,6	2,0	22,6	0,89
Luksemburg	1,4	23,0	0,54	2,4	21,4	0,56
Estonia	-0,4	9,2	:	-0,6	8,4	:

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

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

Tabela 6. Ocena kredytowa (rating) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE wg stanu na 6 września 2019 r.

	S&P	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-	A1
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	A+	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 2008 – VI 2019

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	VI 2019
1. Dług Skarbu Państwa												
a) w mld zł	569,9	631,5	701,9	771,1	793,9	838,0	779,9	834,6	928,7	928,5	954,3	975,1
krajowy*	420,2	462,7	507,0	524,7	543,0	584,3	503,1	543,3	609,2	644,5	674,4	701,3
zagraniczny*	149,7	168,8	194,8	246,4	250,9	253,8	276,9	291,3	319,5	283,9	279,8	273,8
b) w relacji do PKB	44,3%	46,0%	48,6%	49,2%	48,7%	50,6%	45,3%	46,4%	50,0%	46,7%	45,1%	-
2. Państwowy dług publiczny												
a) w mld zł	597,8	669,9	747,9	815,3	840,5	882,3	826,8	877,3	965,2	961,8	984,3	997,9
b) w relacji do PKB	46,5%	48,8%	51,7%	52,0%	51,6%	53,2%	48,1%	48,8%	51,9%	48,4%	46,5%	-
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (definicja UE)												
a) w mld zł	595,4	678,3	767,8	851,7	879,5	927,3	872,5	927,0	1 015,4	1 012,0	1 040,2	1 055,7
b) w relacji do PKB	46,3%	49,4%	53,1%	54,4%	54,0%	56,0%	50,7%	51,5%	54,6%	50,9%	49,2%	-

*) Wg kryterium miejsca emisji.

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2008 – VI 2019

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	VI 2019
1. Produkt krajowy brutto												
w mld zł	1 286,1	1 372,2	1 445,3	1 566,8	1 629,4	1 656,9	1 720,4	1 800,2	1 861,1	1 989,3	2 115,7	-
2. Kursy walutowe (na koniec okresu)												
a) EUR	4,17	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,17	4,3	4,25
b) USD	2,96	2,85	2,96	3,42	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,73

Źródło: GUS, NBP.