Ministerstwo Finansów

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2015-2018

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2014 r.

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.mf.gov.pl

Ministerstwo Finansów

I. WPROWADZENIE 4

II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO 6

II.1. WPŁYW ZMIAN W SYSTEMIE EMERYTALNYM NA FINANSE PUBLICZNE 6
II.2. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO ORAZ KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI 7
II.3. STRUKTURA DŁUGU SKARBU PAŃSTWA 9
II.4. WIELKOŚĆ I STRUKTURA POZOSTAŁEGO DŁUGU SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH 11
II.4.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego 12
II.4.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej 14
II.4.3. Zadłużenie FUS i pozostałych jednostek 15
II.5. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH 15

III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII 17

IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII 21

IV.1. ZAŁOŻENIA MAKROEKONOMICZNE *STRATEGII* 21
IV.2. WPŁYW ZMIAN W SYSTEMIE EMERYTALNYM NA RYNEK SPW 21
IV.3. KRAJOWY RYNEK SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH 23
IV.3.1. Baza inwestorów krajowych 23
IV.3.2. Rola inwestorów zagranicznych 24
IV.4. UWARUNKOWANIA MIĘDZYNARODOWE 27

V. CEL STRATEGII 28

VI. ZADANIA STRATEGII 31

VI.1. ZAPEWNIANIE PŁYNNOŚCI RYNKU SPW 31
VI.2. ZAPEWNIANIE EFEKTYWNOŚCI RYNKU SPW 31
VI.3. ZAPEWNIANIE PRZEJRZYSTOŚCI RYNKU SPW 32
VI.4. KONTYNUACJA KONSOLIDACJI ZARZĄDZANIA PŁYNNOŚCIĄ SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH 32

VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH 34

VII.1. ZMIANY W ROZWIĄZANIACH REGULACYJNYCH 34
VII.2. ZAŁOŻENIA STRATEGII UDZIELANIA PORĘCZEŃ I GWARANCJI 35
VII.3. ZADŁUŻENIE JEDNOSTEK SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH INNYCH NIŻ SKARB PAŃSTWA 36
VII.3.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego 37
VII.3.2. Zadłużenie pozostałych jednostek 37

VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII 38

VIII.1. WIELKOŚĆ ZADŁUŻENIA I KOSZTÓW OBSŁUGI DŁUGU 38
VIII.2. STRUKTURA DŁUGU SKARBU PAŃSTWA 40
VIII.3. ZAGROŻENIA DLA REALIZACJI STRATEGII 42

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.mf.gov.pl

ANEKS 1. WYKAZ UŻYWANYCH SKRÓTÓW I SŁOWNICZEK POJĘĆ 43

ANEKS 2. REGULACJE PRAWNE DOTYCZĄCE DŁUGU PUBLICZNEGO W POLSCE I UE 48

ANEKS 3. RAMY INSTYTUCJONALNE ZARZĄDZANIA DŁUGIEM PUBLICZNYM W PAŃSTWACH UE 52

ANEKS 4. DEFICYT, DŁUG PUBLICZNY I RENTOWNOŚĆ OBLIGACJI 10-LETNICH W PAŃSTWACH UE ORAZ STRUKTURA EMISJI SPW W WYBRANYCH KRAJACH 54

ANEKS 5. OCENA KREDYTOWA DŁUGU RZĄDOWEGO PAŃSTW UE I WYBRANE DANE RYNKOWE 56

ANEKS 6. DŁUG PUBLICZNY W POLSCE – ANEKS STATYSTYCZNY 58

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, a więc wybór rynków, instrumentów i terminów emisji.

Strategia, w tym zawarte w niej prognozy długu publicznego, została sformułowana w oparciu o założenia projektu ustawy budżetowej na 2015 r. Prognozy długu sektora *general government* (definicja UE) zostały sporządzone zgodnie z zasadami ESA2010, przy uwzględnieniu obecnego stanu wiedzy o zakresie sektora *general government*.

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

Wyszczególnienie	2013 (wykonanie)	2014	2015*	2016	2017	2018
1. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	882,3	807,5	850,0	880,1	915,2	943,1
b) w relacji do PKB	53,9%	47,7%	48,0%	46,9%	46,0%	44,5%
2. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych**						
a) w mld zł	864,8	788,1	840,2	873,2	901,9	929,2
b) w relacji do PKB	52,9%	46,5%	47,4%	46,5%	45,4%	43,9%
3. Dług sektora *general government*						
a) w mld zł	934,6	848,5	899,3	940,5	985,3	1 028,6
b) w relacji do PKB	57,1%	50,1%	50,8%	50,1%	49,5%	48,5%
4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa***						
a) w mld zł	42,5	36,2	32,3	31,7 - 33,1	32,5 - 33,8	33,6 - 35,0
b) w relacji do PKB	2,60%	2,14%	1,82%	1,69% - 1,76%	1,63% - 1,70%	1,58% - 1,65%

**) Prognoza na 2015 r. została sporządzona przy założeniu pełnej realizacji limitu deficytu budżetu państwa na 2015 r. Oczekiwana niższa niż wynikająca z ustawowego limitu realizacja deficytu budżetu państwa na 2015 r. skutkować będzie odpowiednio niższym przyrostem długu publicznego.*

***) 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 2016-2018 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.*

W 2014 r. przewidywany jest spadek państwowego długu publicznego zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do PKB, co wynika z przeprowadzonych zmian w systemie emerytalnym, w tym umorzenia obligacji skarbowych o wartości nominalnej 130,2 mld zł. Zgodnie z przyjętymi założeniami na koniec 2014 r. relacja państwowego długu publicznego do PKB spadnie do 47,7% z 53,9% na koniec 2013 r.

W 2015 r. przewidywana jest stabilizacja relacji długu do PKB na poziomie zbliżonym do poziomu z 2014 r. lub nieznacznie wyższym, a w kolejnych latach relacja ta będzie się zmniejszać i obniży się do poziomu 44,5% w 2018 r. Zarówno w 2014 r., jak i w całym horyzoncie Strategii kwota ustalona w wyniku przeliczenia PDP z zastosowaniem średnich w roku kursów NBP i pomniejszenia o wolne środki MF znajdować się będzie powyżej 43% PKB, ale poniżej 48% PKB, tj. progów zawartych w stabilizującej regule wydatkowej. Nie

przewiduje się zagrożenia uruchomienia sankcji wynikających z przekroczenia progu 55%, przewidzianych w ustawie o finansach publicznych.

Relacja długu sektora *general government* do PKB, w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 48,5%. *Strategia* nie przewiduje przekroczenia przez tę relację progu 60% określonego w Traktacie z Maastricht.

Strategia zakłada w 2014 r. spadek relacji kosztów obsługi długu SP do PKB do poziomu 2,1% z 2,6% w 2013 r., wynikający głównie z umorzenia SPW nabytych przez Ministra Finansów od ZUS oraz ze spadku stóp procentowych na rynku krajowym i rynkach zagranicznych. Na spadek kosztów obsługi długu wpłynęło również zwiększenie udziału w długu zobowiązań o zmiennym oprocentowaniu. W 2015 r. przewidywany jest spadek relacji kosztów obsługi długu SP do PKB do poziomu 1,8%. W kolejnych latach zakładana jest kontynuacja tendencji spadkowej, do 1,6-1,7% w 2018 r.

Niniejsza *Strategia* stanowi kontynuację strategii przygotowanej rok temu. Niezmieniony pozostał cel minimalizacji kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach związanych z ryzykiem. Zadania służące realizacji celu *Strategii* związane z rozwojem rynku finansowego w zakresie jakościowym zostały utrzymane, modyfikacji uległy ich nazwy, otrzymując brzmienie: zapewnienie płynności, zapewnienie efektywności i zapewnienie przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW). Utrzymane zostało również zadanie dotyczące kontynuacji konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych.

Dla realizacji celu *Strategii* w latach 2015-2018 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 w walutach obcych w długu SP będzie ograniczany, docelowo poniżej poziomu 30%, w tempie uzależnionym od warunków rynkowych;
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro oraz dolara amerykańskiego;
- średnia zapadalność długu krajowego powinna być zwiększana do ok. 4,5 roku, o ile będzie to możliwe z punktu widzenia popytu i poziomu rentowności w poszczególnych segmentach krzywej dochodowości, a średnia zapadalność długu Skarbu Państwa utrzymywana będzie na poziomie nie niższym niż 5 lat.

Strategia zawiera sześć aneksów uzupełniających główny tekst, w tym słowniczek pojęć.

II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO

W kolejnych podrozdziałach przedstawiono zmiany, jakie w ostatnich latach zaszły w wielkości długu publicznego oraz kosztów jego obsługi, strukturze długu SP, jak również wielkości długu potencjalnego wynikającego z udzielanych gwarancji i poręczeń. Osobnym zagadnieniem, mającym istotny wpływ na finanse publiczne, w tym zarówno na wielkość, jak i na strukturę długu publicznego są wprowadzone w 2014 r. zmiany w systemie emerytalnym.

II.1. Wpływ zmian w systemie emerytalnym na finanse publiczne

W oparciu o wyniki przeglądu funkcjonowania systemu emerytalnego przeprowadzonego w 2013 r., rząd podjął decyzję o wprowadzeniu zmian w systemie emerytalnym. Zmiany zostały wprowadzone *ustawą z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych* i objęły m.in.:

- **transfer aktywów i umorzenie papierów skarbowych** – 51,5% jednostek rozrachunkowych zapisanych na rachunku każdego członka OFE zostało umorzonych, a aktywa im odpowiadające: skarbowe papiery wartościowe (SPW), obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa i gotówka zostały przekazane do ZUS. SPW po nabyciu przez Skarb Państwa od ZUS zostały umorzone;
- **zapisy na subkontach w ZUS** wartości przeniesionych aktywów, z tym że w przypadku, gdy cena czysta przekazanych aktywów na dzień 3 września 2013 r. była wyższa niż cena czysta tych aktywów w dniu 31 stycznia 2014 r., środki na subkoncie ubezpieczonych w ZUS zapisywane są wg wyższej z tych cen powiększonej o narosłe odsetki;
- **„suwak bezpieczeństwa" –** aktywa ubezpieczonych w OFE, którym do emerytury zostało 10 lat lub mniej, będą podlegały proporcjonalnemu przenoszeniu do ZUS;
- **wybór w zakresie składek przekazywanych do OFE –** ubezpieczeni mają okresowo możliwość wyboru, czy część ich przyszłych składek ma być przekazywana do OFE, czy też na subkonto w ZUS. Wysokość składki, która może być przekazywana do OFE, wynosi 2,92%;
- **zakaz inwestowania OFE w SPW i obligacje gwarantowane przez SP**.

Zgodnie z ustawą z 3 lutego 2014 r. OFE przekazały do ZUS aktywa o wartości rynkowej 153,2 mld zł, w tym:

- SPW o wartości rynkowej 134,1 mld zł (130,2 mld zł wg wartości nominalnej),
- obligacje Krajowego Funduszu Drogowego o wartości rynkowej 16,9 mld zł (15,6 mld zł wg wartości nominalnej),
- inne papiery wartościowe gwarantowane przez SP o wartości rynkowej 0,3 mld zł (0,3 mld zł wg wartości nominalnej),
- środki pieniężne o wartości 1,9 mld zł.

SPW zostały nabyte przez Skarb Państwa, a następnie umorzone. Pozostałe aktywa zostały przekazane do Funduszu Rezerwy Demograficznej.

Umorzenie papierów skarbowych oraz konsolidacja przejętych przez ZUS obligacji KFD skutkowały jednorazowym obniżeniem długu Skarbu Państwa o ok. 7,7% PKB, a długu sektora instytucji rządowych i samorządowych o ok. 8,6% PKB. W wyniku umorzenia SPW koszty obsługi długu w 2014 r. zmniejszyły się o 4,6 mld zł. Również potrzeby pożyczkowe budżetu ulegną w kolejnych latach obniżeniu na skutek poprawy wyniku FUS oraz obniżenia kosztów obsługi długu publicznego w związku z umorzeniem obligacji skarbowych i zmniejszeniem potrzeb pożyczkowych. Poprawa salda FUS wynikać będzie przede wszystkim z obniżenia składki przekazywanej do OFE (na skutek niższej stawki oraz wprowadzenia dobrowolności

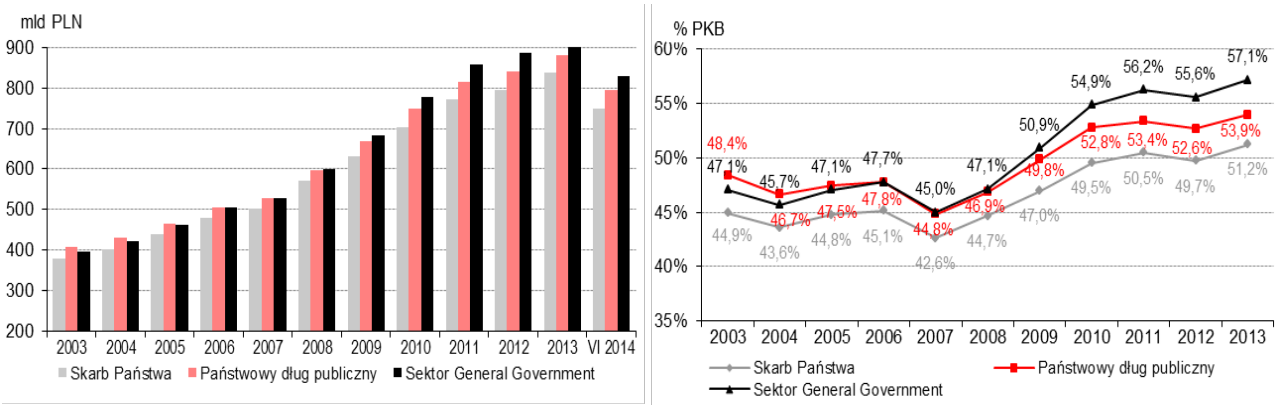
przekazywania składek do OFE[1)]), tzw. „suwaka bezpieczeństwa" oraz z tytułu pożytków z aktywów innych niż obligacje skarbowe przekazanych przez OFE do ZUS. Niższe potrzeby pożyczkowe będą oddziaływały na obniżenie poziomu długu w kolejnych latach.

W związku z obniżeniem długu na skutek reformy emerytalnej progi relacji długu publicznego do PKB zawarte w nowej regule wydatkowej zostały odpowiednio obniżone (z pierwotnych 50% i 55% do 43% i 48%, por. rozdział VII.1).

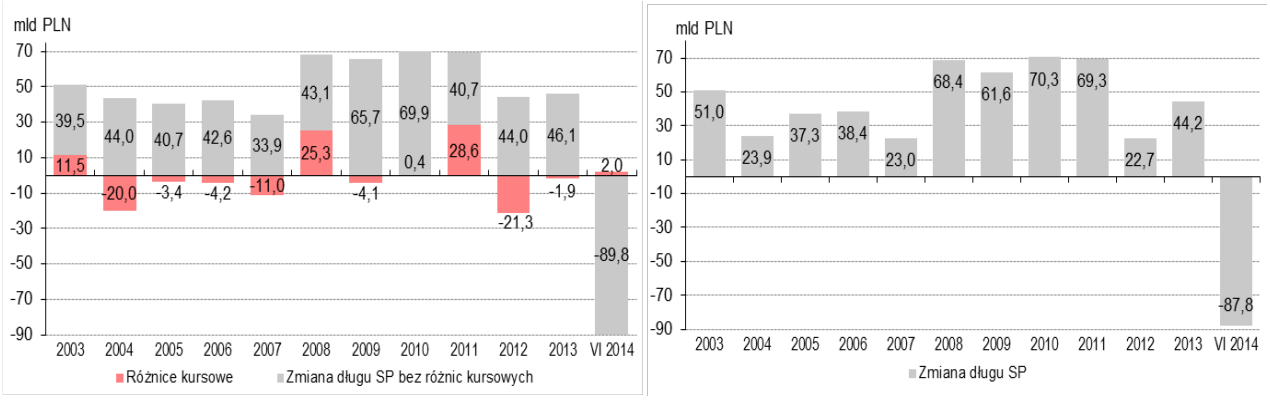
II.2. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi

Zmiany wielkości długu publicznego w latach 2003-2012 wynikały głównie ze zmian długu SP. Zmiana długu w ujęciu nominalnym była wypadkową przede wszystkim finansowania potrzeb pożyczkowych netto oraz zmian kursu złotego, a od 2011 r. również konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych. Na koniec 2013 r. relacja państwowego długu publicznego (definicja krajowa) wynosiła 53,9% PKB, natomiast relacja długu sektora *general government* (definicja UE) ukształtowała się na poziomie 57,1% PKB. W pierwszym półroczu 2014 r. nastąpił znaczący spadek długu (zarówno wg definicji krajowej, jak i unijnej), głównie na skutek umorzenia SPW przekazanych przez OFE do ZUS.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego w latach 2003-2014[2)]



Wykres 2.Wpływ zmian kursu złotego na wielkość długu SP w latach 2003-2014



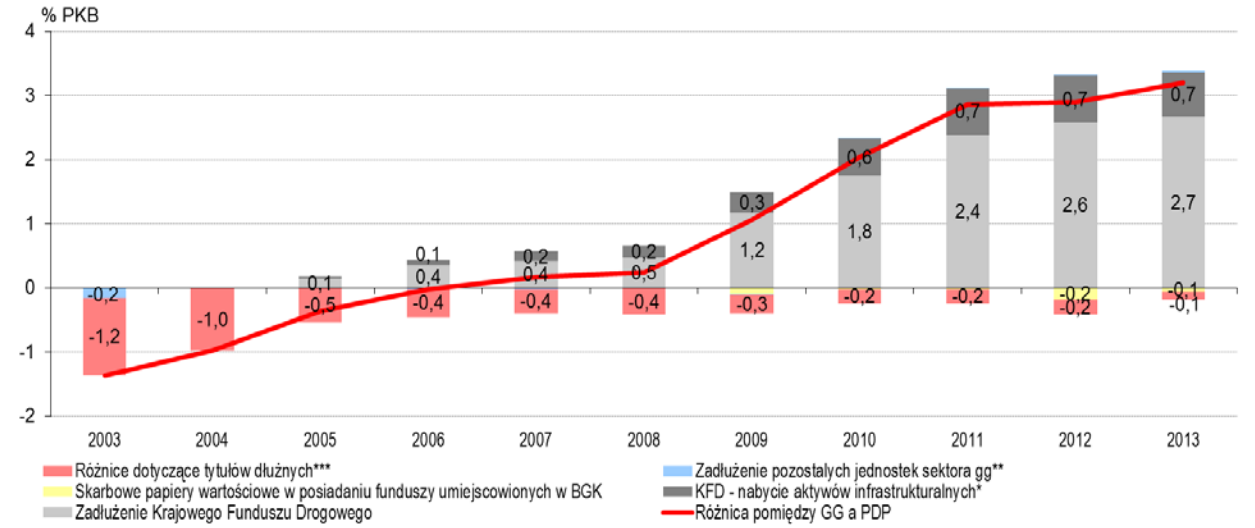
Relacja długu publicznego do PKB wg definicji UE, wynosząca na koniec 2013 r. 57,1%, jest wyższa niż w przypadku PDP (różnica wynika przede wszystkim z zadłużenia Krajowego Funduszu Drogowego – KFD, zaliczanego do sektora wg definicji UE) i jednocześnie znacząco niższa w porównaniu z wielkością tej relacji dla całej UE (87,1%) i dla strefy euro (92,7%)[3)].

[1)] Zgodnie z informacją przekazaną przez ZUS do PAP 18 sierpnia 2014 r., na przekazywanie składki do OFE zdecydowało się 2,56 mln osób.

[2)] Szczegółowe informacje dotyczące wielkości długu publicznego zawiera aneks 6.

[3)] Różnice między definicją polską a UE zostały omówione w aneksie 2, a zestawienie deficytu i długu państw UE znajduje się w aneksie 4.

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

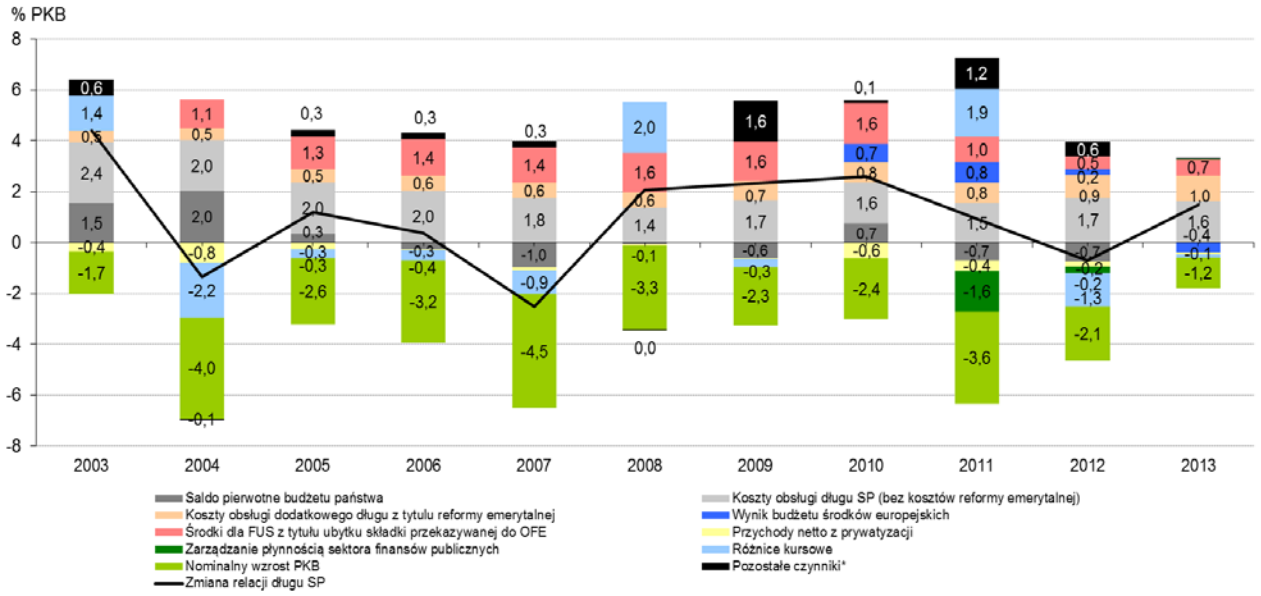


*) *Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć budowy autostrad, dane z zakresu zadłużenia sektora general government uwzględniają zobowiązania strony rządowej z tytułu budowy dwóch etapów autostrady A1 oraz odcinka II autostrady A2.*

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

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

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

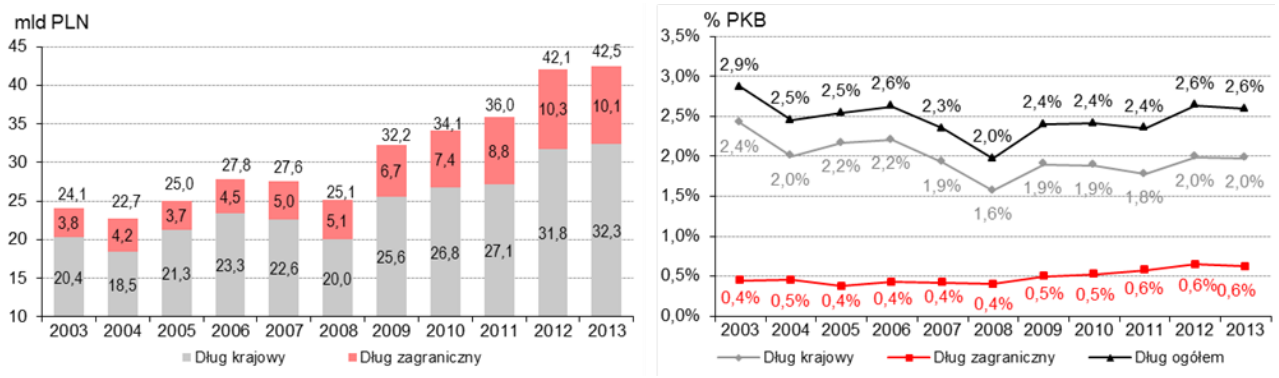


*) *Pozostałe czynniki obejmują: pozostałe potrzeby pożyczkowe (w tym: saldo udzielonych pożyczek oraz prefinansowania), pozostałe zmiany niewynikające z potrzeb pożyczkowych (zmiana długu z tytułu: zmiany stanu środków na rachunkach budżetowych, dyskonta od SPW, kapitalizacji i indeksacji SPW, ciągnień pozakasowych, konwersji długu FUS wobec OFE na SPW, obligacji przekazanych BGK na zwiększenie jego funduszu statutowego) oraz zmiany pozostałego długu SP (m.in. z tytułu zobowiązań wymagalnych i przyjętych depozytów – wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych).*

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

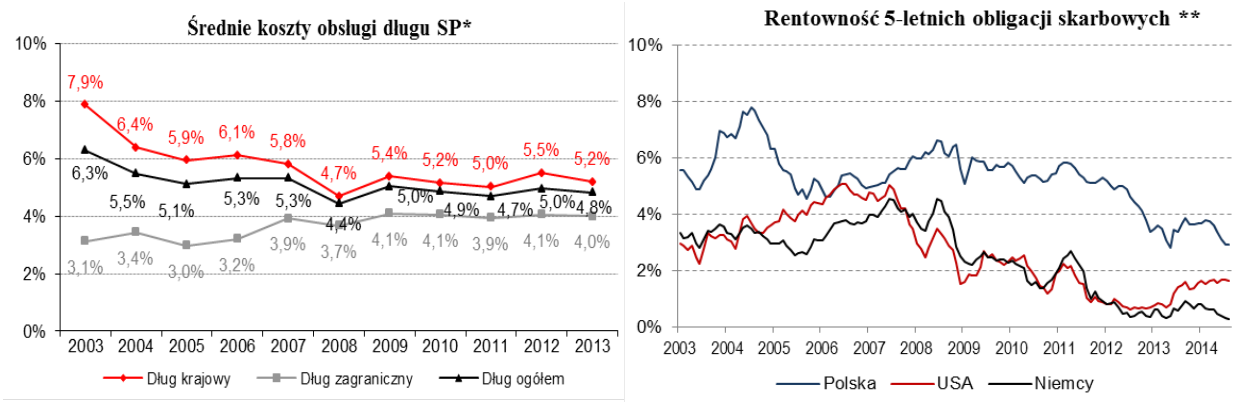
- transakcje na instrumentach pochodnych – stosowane od końca 2006 r.,
- ustalanie wysokości oprocentowania nowych emisji obligacji na poziomie zbliżonym do ich rentowności tak, aby ograniczyć kumulację kosztów z tytułu dyskonta przy ich wykupie,
- przetargi zamiany obligacji, stosowane od 2001 r., oraz odkupu skarbowych papierów wartościowych, służące przede wszystkim ograniczeniu ryzyka refinansowania, ale pozwalające również na regulowanie rozkładu kosztów obsługi długu w czasie.

Wykres 5. Koszty obsługi długu SP w latach 2003-2013



Koszty obsługi długu zagranicznego były znacznie niższe niż krajowego, co wynikało z mniejszego udziału długu zagranicznego w długu SP oraz z różnicy poziomów stóp procentowych na rynku krajowym i głównych rynkach zagranicznych. Wzrost kosztów obsługi długu zagranicznego od 2009 r. wynikał ze zwiększenia roli finansowania zagranicznego oraz z osłabienia złotego. Na znaczący wzrost kosztów obsługi długu krajowego w 2012 r. wpłynęły większe wydatki z tytułu dyskonta od wykupywanych papierów, co było efektem struktury długu emitowanego w latach poprzednich. Spadek rentowności w latach 2012-2013 oraz zwiększenie udziału długu o oprocentowaniu zmiennym wpłynęły natomiast na stabilizację kosztów obsługi długu oraz spadek średnich kosztów obsługi długu w relacji do wielkości zadłużenia w 2013 r.

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



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

***) W walucie krajowej.*

II.3. Struktura długu Skarbu Państwa

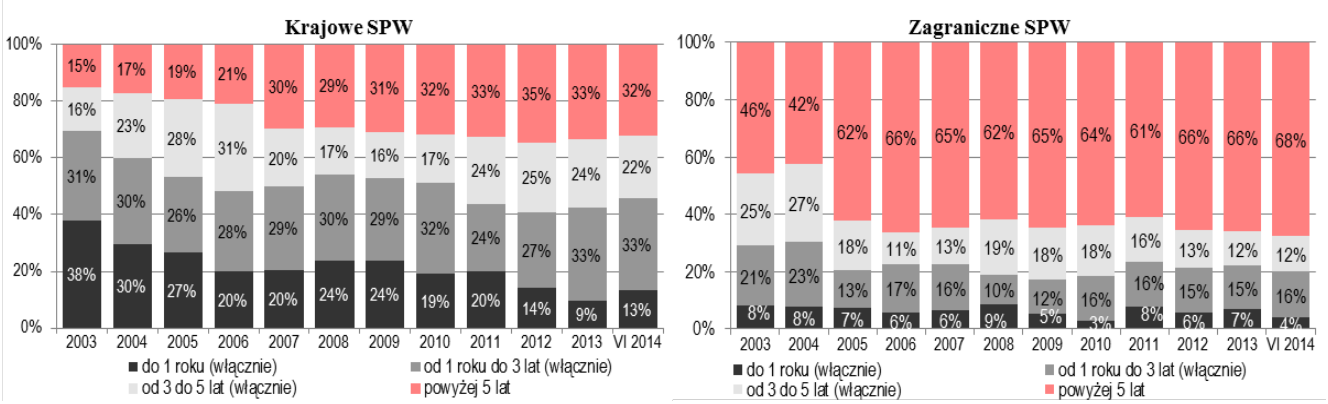
Zmiany w strukturze długu SP wynikały z realizacji celu *Strategii*, tj. minimalizacji kosztów w długim terminie, z uwzględnieniem ograniczeń związanych z ryzykiem. Elastyczna polityka emisyjna i operacje na składnikach długu powodowały, że ryzyko związane ze strukturą długu SP nie przekraczało bezpiecznego poziomu. Na strukturę długu SP w 2014 r. wpływ miała reforma systemu emerytalnego i związane z nią umorzenie SPW przekazanych przez OFE do ZUS.

Ryzyko refinansowania

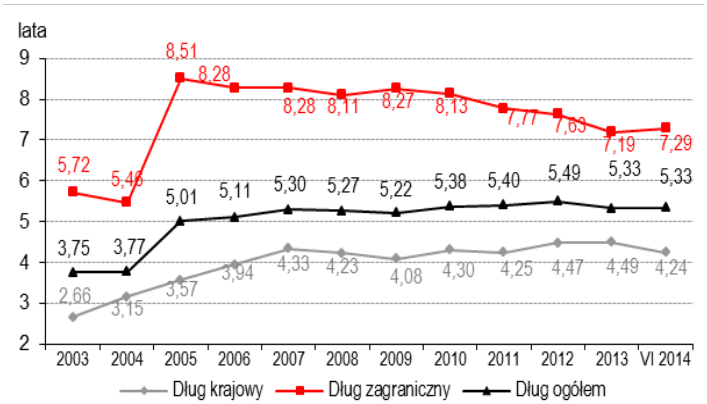
Ryzyko refinansowania długu krajowego od 2004 r. ulegało systematycznemu ograniczaniu, a od 2007 r. względnej stabilizacji. Ograniczanie tego ryzyka było rezultatem:

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

Wykres 7. Struktura SPW wg faktycznych terminów wykupu w latach 2003-2014



Wykres 8. Średnia zapadalność długu SP w latach 2003-2014

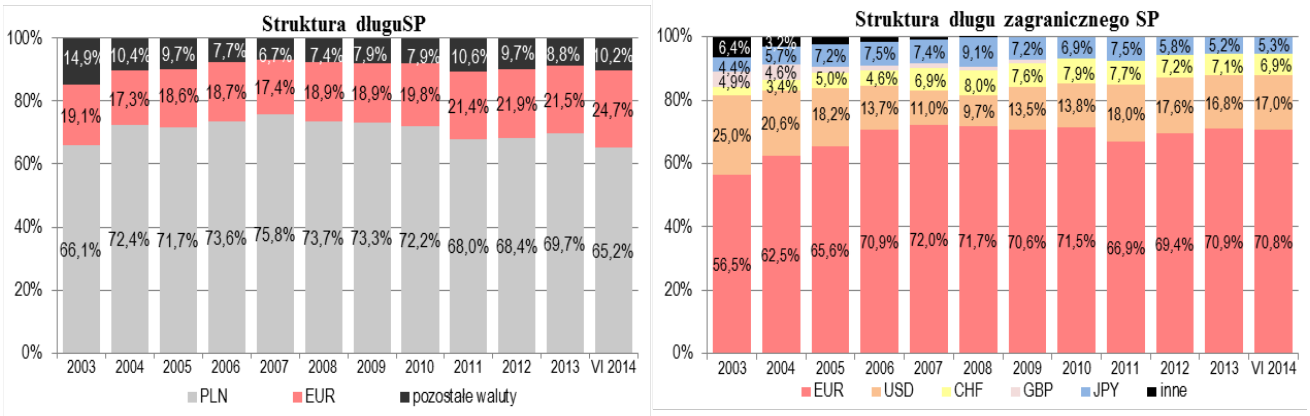


Na koniec 2013 r. średnia zapadalność długu krajowego ukształtowała się na poziomie 4,49 roku. Spadek średniej zapadalności długu krajowego w pierwszej połowie 2014 r. wynikał z umorzenia części krajowych SPW w wyniku reformy emerytalnej. Ryzyko refinansowania długu zagranicznego jest w porównaniu do długu krajowego istotnie niższe. Skokowe ograniczenie tego ryzyka w 2005 r. wynikało z przedterminowej spłaty części zobowiązań wobec Klubu Paryskiego, która została refinansowana emisjami obligacji o znacznie dłuższej zapadalności. Średnia zapadalność całego długu SP utrzymuje się w ostatnich latach na stabilnym poziomie powyżej 5 lat.

Ryzyko kursowe

Zwiększenie roli długu w walutach obcych począwszy od 2008 r. było rezultatem z jednej strony zmienności złotego, z drugiej zaś elastycznego podejścia do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu w kontekście ograniczeń wynikających z ryzyka kursowego. Dopuszczono przejściowe zwiększenie finansowania zagranicznego, jeśli prowadziło to do stabilizacji rynku krajowego, dywersyfikacji źródeł pozyskiwania kapitału oraz wykorzystania możliwości emisji obligacji o niższej rentowności od występującej na rynku krajowym i zaciągania nisko oprocentowanych kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych (MIF). Udział długu nominowanego w walutach obcych w długu SP w latach 2011-2013 przekraczał nieznacznie 30%. W efekcie umorzenia części SPW (skutkującego spadkiem wielkości długu krajowego, przy niezmienionym poziomie długu zagranicznego) w wyniku reformy emerytalnej nastąpił wzrost udziału długu w walutach obcych w długu ogółem – na koniec czerwca 2014 r. udział ten wynosił 34,8%.

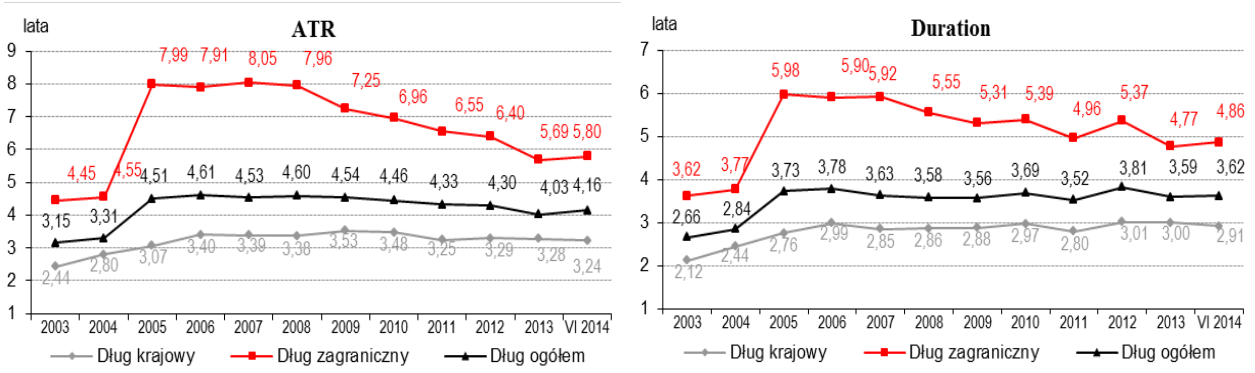
Wykres 9. Struktura walutowa zadłużenia SP w latach 2003-2014



Ryzyko stopy procentowej

Ryzyko stopy procentowej długu krajowego i zagranicznego podlegało podobnym zmianom jak ryzyko refinansowania. W ostatnich latach miał miejsce wzrost udziału długu o oprocentowaniu zmiennym, zarówno krajowego (z 12,0% na koniec 2009 r. do 22,3% w połowie 2014 r.), jak i zagranicznego (odpowiednio z 9,6% do 16,7%), co przyczyniło się do spadku kosztów obsługi długu SP.

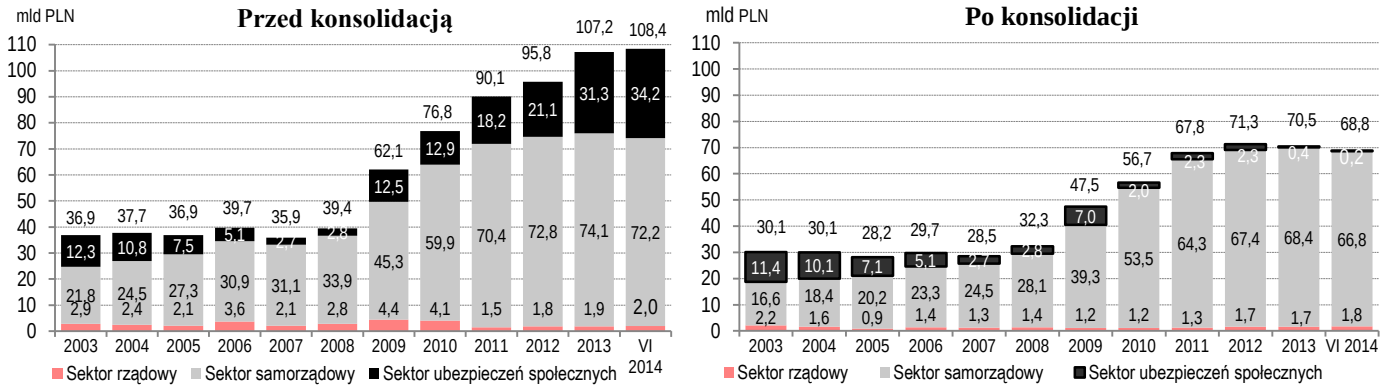
Wykres 10. ATR i duration długu SP w latach 2003-2014



II.4. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2013 r. 11,3% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (8,0% po konsolidacji) wobec 10,8% przed konsolidacją (8,5% po konsolidacji) na koniec 2012 r. Po I półroczu 2014 r. wielkości te kształtowały się odpowiednio na poziomie 12,6% oraz 8,7%.

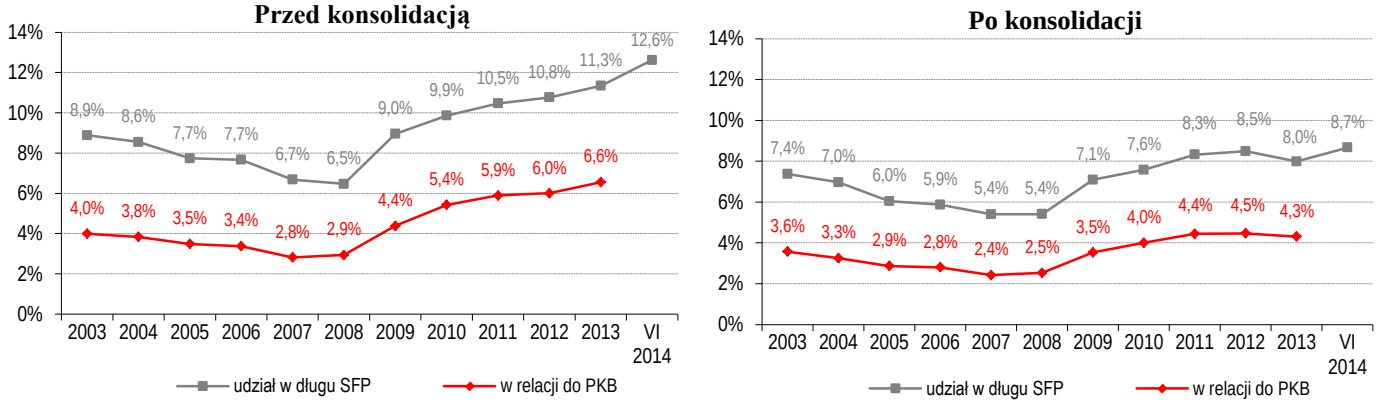
Wykres 11. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory



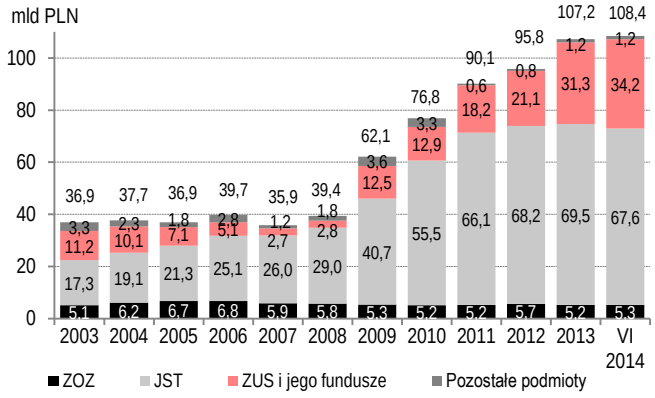
Największy udział w tej części długu miał dług sektora samorządowego, w szczególności zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego (JST). Udział zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych przed konsolidacją do 2008 r. systematycznie spadał, począwszy od 2009 r. nastąpił

jego wzrost do poziomu 4,0%. Narastająca od 2009 r. różnica pomiędzy wysokością zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych przed i po konsolidacji wynika z faktu, iż niedobory środków finansowych w FUS były finansowane pożyczkami z budżetu państwa.

Wykres 12. Udział zadłużenia innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w długu sektora finansów publicznych i relacja zadłużenia do PKB



Wykres 13. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP przed konsolidacją

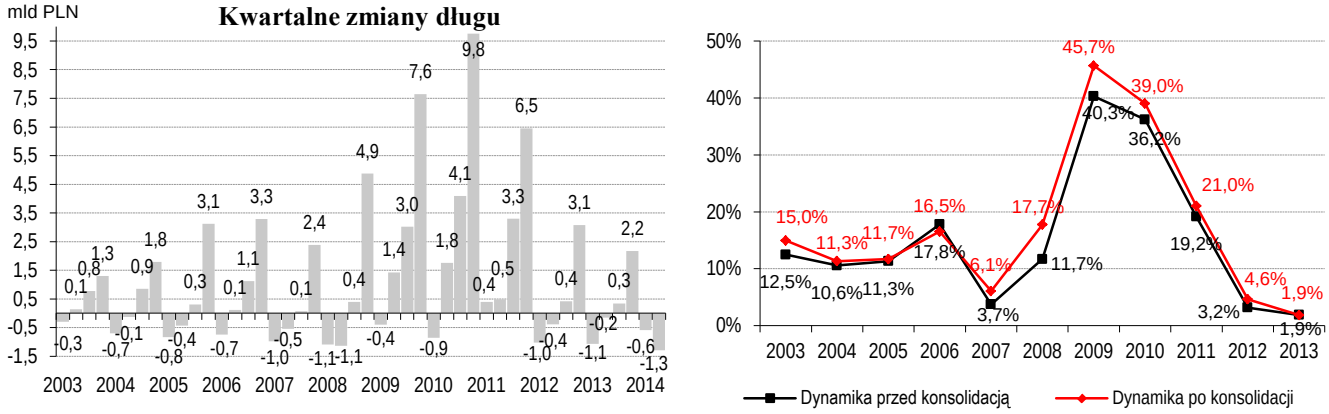


W dalszej części podrozdziału przedmiotem analizy jest zadłużenie innych niż SP jednostek SFP przed konsolidacją.

II.4.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

Zadłużenie JST i ich związków systematycznie rosło, na koniec 2013 r. wyniosło 69,5 mld zł wobec 68,2 mld zł na koniec 2012 r. Po pierwszym półroczu 2014 r. nastąpił jego spadek do poziomu 67,6 mld zł. W 2009 r. odnotowano znaczne zwiększenie rocznej dynamiki zadłużenia (wzrost o 40,3% przed konsolidacją i 45,7% po konsolidacji). W kolejnych latach dynamika wzrostu była stopniowo ograniczana i w 2013 r. wyniosła 1,9% zarówno przed, jak i po konsolidacji.

Wykres 14. Kwartalne zmiany oraz roczna dynamika długu JST i ich związków przed i po konsolidacji

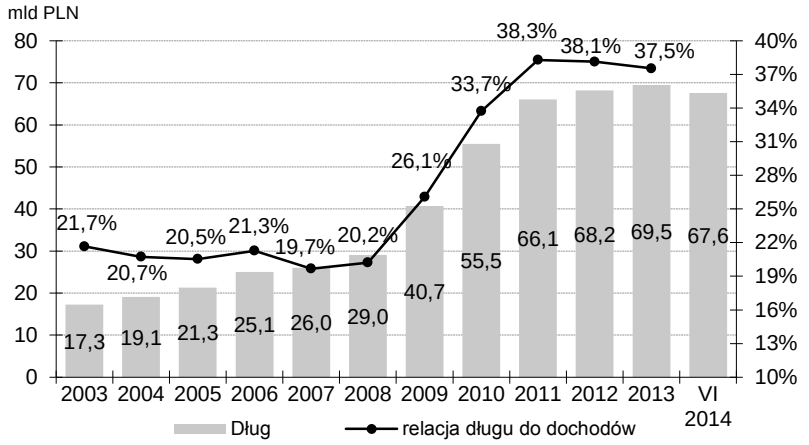


W 2013 r. łącznie JST i ich związki zanotowały deficyt w wysokości 0,3 mld zł. Jest to wynik znacząco lepszy od wyniku z 2012 r., tj. -3,0 mld zł. Dług JST i ich związków w 2013 r. wzrósł natomiast o 1,3 mld zł.

JST zaciągały zobowiązania przede wszystkim w ostatnim kwartale roku, co ma związek z silną sezonowością ich wyników, choć w latach 2009-2011 istotny przyrost długu miał również miejsce w II i III kwartale roku. W I półroczu 2014 r. odnotowano spadek długu JST łącznie o 1,8 mld zł (przy nadwyżce budżetowej 9,6 mld zł). Podobna sytuacja miała miejsce w 2013 r. W I półroczu 2013 r. dług spadł o 1,2 mld zł (przy nadwyżce budżetowej w wysokości 8,1 mld zł), by w drugim półroczu wzrosnąć o 2,5 mld zł.

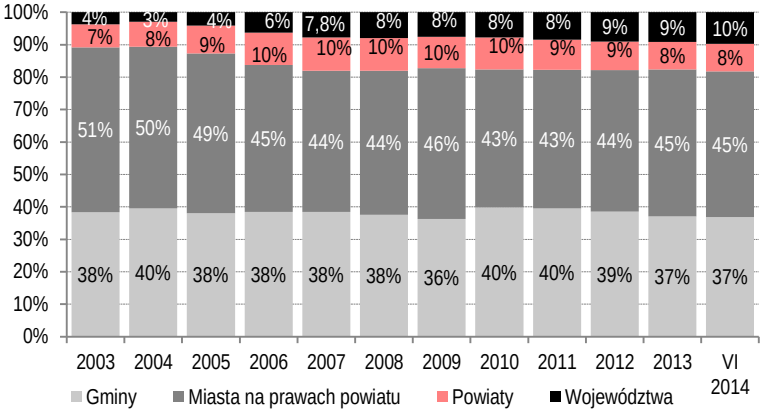
Relacja łącznej kwoty długu JST do dochodów tych jednostek w 2013 r. kształtowała się znacznie poniżej ustawowego limitu 60% (obowiązującego do 31 grudnia 2013 r.) i wyniosła 37,5%, co oznacza spadek o 0,6 p. proc. w porównaniu z 2012 r. W 2013 r. najwyższy średni wskaźnik zadłużenia wystąpił w miastach na prawach powiatu (48,1%), a najniższy w powiatach (25,5%).

Wykres 15. Zadłużenie i relacja do dochodów dla JST i ich związków



W łącznej kwocie zobowiązań wszystkich JST największą część stanowią zobowiązania miast na prawach powiatu (45,3% w 2013 r. oraz 44,9% w I półroczu 2014 r.). Udział zobowiązań gmin w latach 2003-2014 utrzymywał się na stosunkowo stabilnym poziomie ok. 36-40% (na koniec 2013 r. udział wyniósł 37,0%, i pozostał na tym samym poziomie na koniec czerwca 2014 r.), a udziały zobowiązań województw i powiatów po kilkuletnim wzroście ustabilizowały się na poziomie ok. 8-10% (na koniec II kwartału 2014 r. wyniósł on odpowiednio 9,7% oraz 8,5%).

Wykres 16. Struktura zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w podziale na szczeble

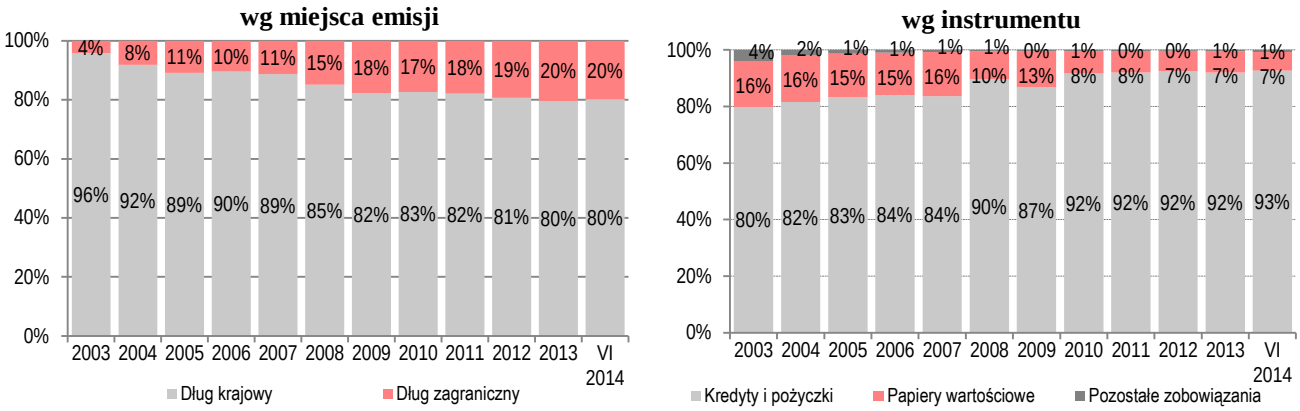


W 2013 r. łączna kwota długu pomniejszona o zobowiązania na realizację programów i projektów z udziałem środków z UE przekroczyła 60% wykonanych dochodów w 37 JST (wobec 30 JST w 2012 r.). Zdecydowana większość jednostek przekraczających wskaźnik będący limitem określonym w ustawie o finansach publicznych to gminy. W 2013 r. cztery

powiaty, jedno miasto na prawach powiatu oraz jedno województwo przekroczyły dopuszczalną wartość wskaźnika.

W strukturze zobowiązań sektora samorządowego dominowało zadłużenie krajowe, choć udział zadłużenia zagranicznego stale się zwiększał i na koniec czerwca 2014 r. wyniósł 20%. Największy udział w długu JST i ich związków stanowiły kredyty i pożyczki.

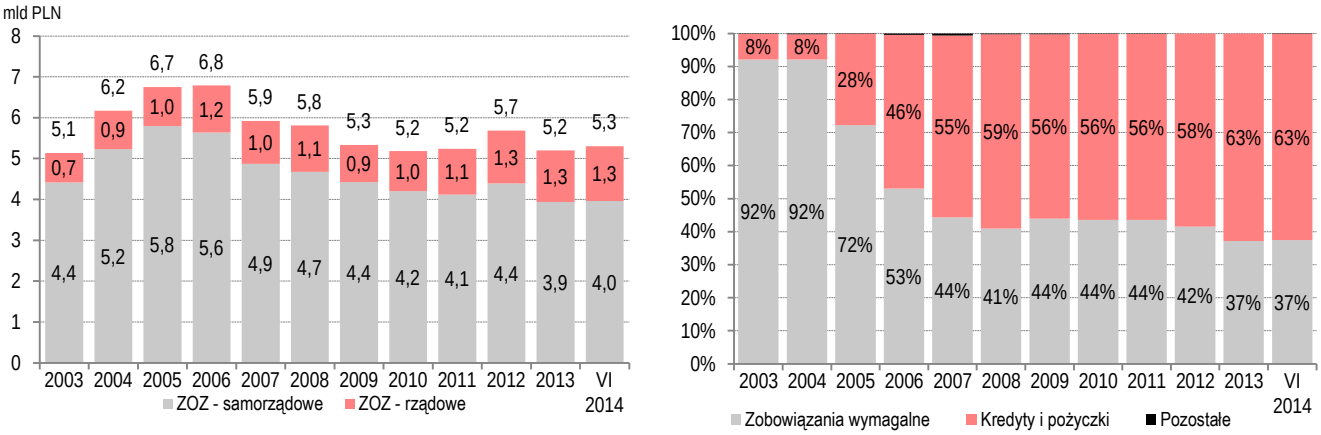
Wykres 17. Struktura długu jednostek samorządu terytorialnego i ich związków



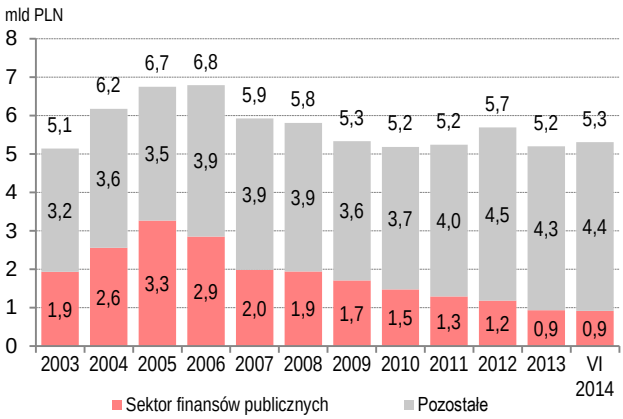
II.4.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

Zadłużenie SPZOZ na koniec 2013 r. wyniosło 5,2 mld zł, a na koniec czerwca 2014 r. 5,3 mld zł wobec 5,7 mld zł w 2012 r. Od 2007 r. w strukturze zadłużenia dominującym składnikiem są kredyty i pożyczki. Nadal znaczący udział w zadłużeniu stanowią zobowiązania wymagalne powstałe w wyniku nieterminowej regulacji zobowiązań. Zmiany w strukturze zadłużenia w latach 2005-2008 wynikały z ograniczenia wzrostu zobowiązań wymagalnych przy jednoczesnej realizacji postępowań naprawczych.

Wykres 18. Zadłużenie i struktura przedmiotowa zadłużenia SPZOZ



Wykres 19. Zadłużenie SPZOZ w podziale na dług wobec sektora finansów publicznych oraz pozostałych jednostek



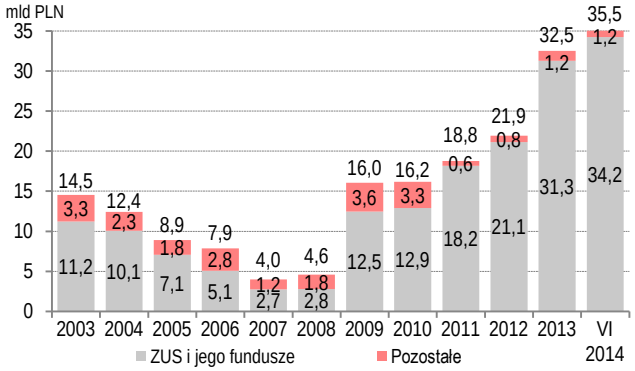
W latach 2006-2013 zmniejszało się zadłużenie SPZOZ wobec sektora finansów publicznych, na koniec 2013 r. wyniosło ono ok. 0,9 mld zł i utrzymywało się na tym poziomie na koniec czerwca 2014 r. Wpływ na poziom zadłużenia ogółu SPZOZ-ów miała przeprowadzana na podstawie *ustawy o działalności leczniczej* komercjalizacja SPZOZ-ów. Zgodnie z zapisami ustawy podmiot tworzący SPZOZ jest zobowiązany do pokrycia jego ujemnego wyniku w ciągu trzech miesięcy od upływu terminu zatwierdzenia sprawozdania finansowego. W przeciwnym przypadku podmiot tworzący jest zobowiązany do zmiany formy organizacyjno-prawnej SPZOZ-u albo jego likwidacji. Dodatkowo jednostki, które zdecydowały się na przekształcenie szpitali w spółki do 31 grudnia 2013 r., mogły skorzystać z umorzenia zobowiązań publicznoprawnych przejętych po przekształconych SPZOZ-ach.

II.4.3. Zadłużenie FUS i pozostałych jednostek

Spośród pozostałych podmiotów największą pozycję w latach 2003-2014 stanowiło zadłużenie ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy, na które niemal w całości składały się zobowiązania FUS. W latach 2003-2008 zadłużenie FUS systematycznie malało w wyniku spłaty kredytów w bankach komercyjnych oraz konwersji zobowiązań wymagalnych na obligacje SP. W 2009 r. i w kolejnych latach nastąpił znaczący wzrost zadłużenia FUS do poziomu 31,3 mld zł na koniec 2013 r. i 34,2 mld zł na koniec czerwca 2014 r. Wzrost zadłużenia FUS był efektem znaczącej nierównowagi funduszu będącej wynikiem niskiej dynamiki dochodów związanej z obniżeniem w latach 2007-2008 składki rentowej i spowolnieniem gospodarczym oraz istotnego wzrostu wydatków związanych ze świadczeniami rentowymi i emerytalnymi. Począwszy od 2009 r. instrumentem finansowania niedoboru FUS była pożyczka z budżetu państwa. W połowie 2014 r. stanowiła ona 99,5% całego zadłużenia funduszu, podczas gdy zadłużenie w bankach komercyjnych zostało w całości spłacone.

Zadłużenie innych podmiotów stanowiło znikomą część długu publicznego (0,1% długu SFP przed konsolidacją, zarówno na koniec 2013 r., jak i w połowie 2014 r.).

Wykres 20. Zadłużenie FUS i pozostałych jednostek sektora finansów publicznych



II.5. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych

Potencjalne (niewymagalne) zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych na koniec I półrocza 2014 r. wyniosły 108,7 mld zł, wobec 108,9 mld zł, tj. 6,7% PKB w 2013 r. oraz 101,1 mld zł, tj. 6,3% PKB w 2012 r.

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2014 r. wynosiły one 104,8 mld zł wobec 104,8 mld zł, tj. 6,4% PKB w 2013 r. oraz 97,5 mld zł, tj. 6,1% PKB w 2012 r.

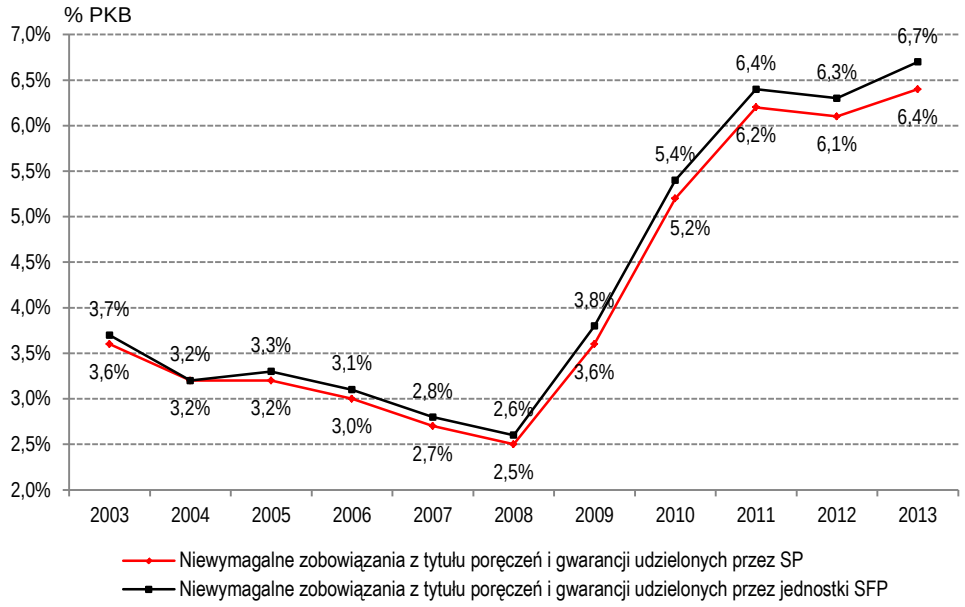
Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. Na koniec 2013 r. ok. 85% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Wzrost niewymagalnych zobowiązań był przede wszystkim wynikiem dużego wolumenu gwarancji udzielonych na wsparcie rozwoju infrastruktury. Jednocześnie przewidywane wypłaty z tytułu gwarancji i poręczeń wzrosły z ok. 5,4 mld zł do ok. 6,1 mld zł w ujęciu nominalnym i w relacji do PKB na

koniec 2013 r. wyniosły 0,37% w porównaniu do 0,34% na koniec 2012 r. Długoterminowy współczynnik ryzyka dla całego portfela poręczeń i gwarancji kształtował się na poziomie poniżej 6% na koniec 2013 r.

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP (stan na 30 czerwca 2014 r.) wynikały z:

– gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego 74,3 mld zł
w tym na wsparcie Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) 72,3 mld zł
– gwarancji wypłat z KFD dla Gdańsk Transport Company S.A. 8,5 mld zł
– gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. 7,3 mld zł
– gwarancji wypłat z KFD dla Autostrady Wielkopolskiej II S.A. 7,0 mld zł
– gwarancji udzielonej za Autostradę Wielkopolską S.A. 3,3 mld zł
– gwarancji udzielonych za Polskie Koleje Państwowe S.A. 1,4 mld zł.

Wykres 21. Niewymagalne zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SFP i SP



III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII

W 2013 r. i w I połowie 2014 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2013-2016*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2012 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014-2017*, zaakceptowanej we wrześniu 2013 r. W tabeli 2 przedstawiono ocenę stopnia realizacji celu *Strategii* wraz z ograniczeniami na ryzyko w 2013 r. i w I połowie 2014 r.

Tabela 2. Ocena stopnia realizacji Strategii w 2013 r. i w I połowie 2014 r.

I. Cel Strategii – minimalizacja kosztów obsługi długu	
Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Wysoki	**1. Dobór instrumentów** Podstawowym rynkiem pozyskiwania środków był rynek krajowy. W 2013 r. wartość nominalna emisji SPW na rynku krajowym wyniosła 131,2 mld zł (w tym 17,4 mld zł o oprocentowaniu zmiennym), a na rynkach zagranicznych pozyskano środki o wartości nominalnej 21,7 mld zł (w tym 11,6 mld zł z MIF, niemal wyłącznie o oprocentowaniu zmiennym), w I połowie 2014 r. było to odpowiednio 73,9 mld zł (w tym 21,9 mld zł o oprocentowaniu zmiennym) oraz 18,1 mld zł (w tym 2,5 mld zł z MIF). Do głównych czynników wpływających na decyzje w zakresie struktury finansowania w 2013 r. i w I połowie 2014 r. należały: • czynniki o charakterze zewnętrznym, w szczególności: o stopniowa stabilizacja i poprawa sytuacji gospodarczej w krajach rozwiniętych (USA, Japonia, kraje UE) oraz osłabienie tempa wzrostu w gospodarkach wschodzących; o polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne: **w USA**: polityka niskich stóp procentowych prowadzona przez Fed i zapowiedź ich utrzymania na niskim poziomie po zakończeniu programu QE3 oraz najpierw obawy inwestorów, a następnie rozpoczęcie w grudniu 2013 r. ograniczania programu skupu aktywów przez Fed, skutkujące odpływami kapitału od ryzykownych aktywów, w tym rządowych obligacji na rynkach wschodzących w II połowie 2013 r. Dalsze ograniczenia QE3 w 2014 r. były zgodne z oczekiwaniami i nie miały większego wpływu na rynek; **w strefie euro**: obniżki stóp procentowych przez ECB o 50 pb w 2013 r. i po 10 pb w czerwcu i we wrześniu 2014 r. (w tym stopy depozytowej do -0,20%), ogłoszenie pakietu działań stymulujących gospodarkę (w czerwcu 2014 r.) oraz zapowiedź uruchomienia programu skupu ABS i obligacji zabezpieczonych aktywami od października 2014 r.; **w Japonii:** program stymulowania gospodarki i zwiększania inflacji poprzez skup aktywów; o kryzys budżetowy w USA i obawy o możliwość ogłoszenia technicznej niewypłacalności kraju, zakończone tymczasowym porozumieniem między Republikanami i Demokratami (październik 2013 r.) – skutkiem tej sytuacji była duża zmienność na rynku obligacji i złotego; o zaostrzenie konfliktu geopolitycznego na Ukrainie (od lutego 2014), zaangażowanie Rosji w konflikt i odpowiedź ze strony państw Zachodu (nałożenie sankcji ekonomicznych) skutkujące wzrostem awersji do ryzyka i okresowym osłabieniem krajowych obligacji i złotego; o zmienność kursu EUR/USD (przedział wahań wynosił 1,28-1,39). • czynniki o charakterze lokalnym, przede wszystkim: o kontynuacja cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP (od grudnia 2012 r. do lipca 2013 r. RPP obniżyła stopy procentowe o 1,75 pkt proc. do rekordowo niskiego poziomu 2,5% dla stopy referencyjnej) i zapowiedzi rozpoczęcia kolejnego cyklu obniżek jesienią 2014 r.; o wyraźne osłabienie tempa wzrostu gospodarczego Polski w I połowie 2013 r. i stopniowa poprawa koniunktury w kolejnych okresach przy bardzo niskiej presji inflacyjnej (w lipcu 2014 r. po raz pierwszy nastąpił w Polsce spadek cen w ujęciu r/r – o 0,2%); o nowelizacja ustawy budżetowej na 2013 r.; o przeprowadzenie zmian w systemie emerytalnym skutkujące m.in. umorzeniem obligacji skarbowych o wartości nominalnej 130,2 mld zł (por. rozdz. II.1 oraz rozdz. IV.2); o pozytywne postrzeganie Polski zarówno przez inwestorów zagranicznych, jak i agencje ratingowe jako regionalnej „bezpiecznej przystani" (utrzymanie długoterminowego ratingu przez główne agencje na niezmienionym poziomie i podwyższenie ratingu z A- do A przez Japan Rating Agency w marcu 2013 z perspektywą stabilną);

- utrzymujące się zainteresowanie inwestorów zagranicznych rynkiem SPW (napływ kapitału zagranicznego na kwotę 2,7 mld zł w 2013 r. i 6,7 mld zł w I połowie 2014 r.);
- wahania kursu złotego: w 2013 r. kurs EUR/PLN kształtował się w przedziale 4,07-4,34, a USD/PLN 3,0-3,38, a w I połowie 2014 r. odpowiednio w przedziale 4,09-4,25 oraz 3,0-3,15;
- kontynuacja trendu spadkowego rentowności krajowych obligacji skarbowych w I połowie 2013 r. (rekordowo niskie poziomy), odwrócenie tego trendu w II połowie roku, a następnie powrót do trendu spadkowego od połowy marca 2014 r. (po przejściowym wzroście rentowności w I kw. 2014 r., głównie na skutek ryzyka geopolitycznego) i osiągnięcie kolejnych historycznie niskich poziomów we wrześniu 2014 r.;
- dobra sytuacja budżetowa w 2014 r. i szybkie tempo finansowania potrzeb pożyczkowych;

- rozkład w czasie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, w tym związanych z wykupem dużych serii obligacji przypadających na styczeń, kwiecień, lipiec i październik;
- elastyczność w wyborze instrumentów i terminów emisji, służąca dostosowaniu wielkości i struktury oferty do bieżącej i oczekiwanej sytuacji rynkowej;
- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa, przejawiające się prefinansowaniem znaczącej części potrzeb pożyczkowych brutto kolejnego roku (odpowiednio 29% potrzeb 2013 r. i 28% potrzeb planowanych na 2014 r.) pod koniec lat poprzedzających.

W zakresie długu zagranicznego najważniejszymi operacjami były:

- regularne emisje na rynku euro (w 2013 r. łączna wartość długu zaciągniętego na rynku euro wyniosła 2,0 mld EUR, a w I połowie 2014 r. 2,3 mld EUR) i dolara amerykańskiego – emisja obligacji o wartości 2,0 mld USD w styczniu 2014 r.;
- utrzymywanie obecności Polski na pozostałych głównych rynkach. W 2013 r. na rynku jena japońskiego wyemitowano obligacje o łącznej wartości 60,0 mld JPY;
- ciągnienia kredytów z MIF (łącznie w 2013 r. i w I połowie 2014 r. 4,4 mld EUR, w tym z EBI 2,2 mld EUR i z Banku Światowego 2,0 mld EUR).

2. Efektywność rynku SPW

Do najważniejszych działań służących ograniczeniu kosztów należały:

- polityka emisji płynnych serii obligacji benchmarkowych na rynku krajowym. W połowie 2014 r. 11 emisji przekraczało równowartość 5 mld EUR (17 w I połowie 2013 r.). Na koniec czerwca 2014 r. 64,5% wartości nominalnej zadłużenia w obligacjach średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu stanowiły emisje benchmarkowe (wobec 84% na koniec czerwca 2013 r.). Zmniejszenie udziału emisji benchmarkowych było wynikiem umorzenia obligacji w wyniku reformy emerytalnej. Średni wskaźnik płynności[4)] po spadku w 2009 r. do poziomu 111,2% wzrósł do 172,4% w 2013 r., a w I półroczu 2014 r. wyniósł 194,8%;
- emisja płynnych serii obligacji (regularne emisje o wartości zapewniającej płynność danej emisji) na rynku euro i dolara amerykańskiego (w połowie 2014 r. trzy serie obligacji w euro miały wartość 3 mld EUR lub więcej, z czego jedna przekraczała 5 mld EUR, a dwie obligacje w dolarach amerykańskich miały wartość 3 mld USD lub więcej);
- dostosowanie poziomu i struktury podaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej oraz oddziaływanie na tę sytuację poprzez politykę informacyjną;
- wprowadzenie w lutym 2014 r., po wejściu w życie zakazu inwestowania OFE w SPW, mechanizmu wspierania rozrachunku w sytuacji czasowej i istotnie ograniczonej dostępności obligacji danej serii na rynku wtórnym poprzez możliwość zawierania przez uprawnione podmioty (DSPW oraz kandydaci na DSPW) transakcji typu Sell-Buy-Back z Bankiem Gospodarstwa Krajowego na szczególnych zasadach;
- rozszerzenie formuły przetargu jednej ceny na przetargi zamiany, wprowadzenie możliwości składania ofert niekonkurencyjnych oraz opcji zakupu gotówkowego po przetargu zamiany;
- jednorazowe emisje obligacji oszczędnościowych KOS w listopadzie 2013 r. (obligacje 13-miesięczne, sprzedaż 874,3 mln zł) i lutym 2014 r. (obligacje 7-miesięczne, sprzedaż 282,2 mln zł) mające na celu pozyskanie środków na finansowanie w okresach zwiększonych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa.

[4)] Wskaźnik płynności – iloraz miesięcznej wartości transakcji zawartych na obligacjach do zadłużenia na koniec miesiąca.

II. Ograniczenia celu						
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2012	2013	VI 2014
Ryzyko refinansowania	Zadowalający	• Całkowite oddłużenie w bonach skarbowych od sierpnia 2013 r.; • Wysoka sprzedaż obligacji średnio- i długoterminowych w 2013 r. i w I połowie 2014 r. (odpowiednio 63% i 80% ogółu SPW sprzedanych na przetargach sprzedaży i zamiany) przy korzystnych uwarunkowaniach rynkowych; • Duża rola przetargów zamiany (na przetargach zamiany odkupiono 25% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie styczeń 2013 r. – czerwiec 2014 r.); • Przejściowe obniżenie średniej zapadalności długu krajowego wynikające ze struktury portfela SPW umorzonych w lutym 2014 r., przy stabilizacji średniej zapadalności długu SP.	Średnia zapadalność (w latach) - kraj - zagranica - razem	 4,47 7,63 5,49	 4,49 7,19 5,33	 4,24 7,29 5,33
			Udział w SPW krajowych: - SPW do 1 roku - bonów skarbowych	 14,2% 1,1%	 8,1% 0,0%	 11,1% 0,0%
Ryzyko kursowe	Zadowalający	• Udział długu zagranicznego wzrósł powyżej założonego w *Strategii* poziomu 30%, co wynikało z umorzenia obligacji przekazanych z OFE (skutkującego spadkiem długu krajowego); • Udział długu w euro w długu zagranicznym utrzymywał się powyżej minimalnego poziomu założonego w *Strategii* (70%); • Kontynuacja długoterminowego finansowania nierynkowego w MIF.	Udział długu zagranicznego w długu SP	31,6%	30,3%	34,8%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	69,4%	70,9%	70,8%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	• ATR długu krajowego utrzymywało się w określonym w *Strategii* przedziale 2,8-4,0 lat; • *Duration* długu krajowego utrzymywało się na stabilnym poziomie, w przedziale założonym w *Strategii* tj. 2,7-3,0 roku; • Ryzyko długu zagranicznego pozostawało na bezpiecznym poziomie i nie stanowiło ograniczenia dla celu minimalizacji kosztów; • Stabilizacja parametrów ryzyka była wypadkową wysokiej sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych oraz wzrostu ekspozycji na instrumenty o zmiennym oprocentowaniu, co umożliwiło szybsze dostosowanie kosztów obsługi długu do malejących stóp procentowych na rynku finansowym.	ATR (w latach) - kraj - zagranica - razem	 3,29 6,40 4,30	 3,28 5,69 4,03	 3,24 5,80 4,16
			Duration (w latach) - kraj - zagranica - razem	 3,01 5,37 3,81	 3,00 4,77 3,59	 2,91 4,86 3,62

III. Ograniczenia celu – cd.		
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Ryzyko płynności	Wysoki	Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były: • przetargi zamiany (w 2013 r. odkupiono obligacje o wartości nominalnej 23,8 mld zł, a w I połowie 2014 r. o wartości 10,7 mld zł); • oprocentowane lokaty złotowe w NBP – w 2013 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 99,2 mld zł, a w I półroczu 2014 r. 43,5 mld zł; • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK. W 2013 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 1.146,1 mld zł, a w I półroczu 2014 r. 516,2 mld zł; • transakcje rynkowej wymiany walut typu FX swap pozwalające na okresowe wykorzystanie posiadanych walut w celu pozyskania środków złotowych. W 2013 r. przeprowadzono transakcje o równowartości 0,8 mld EUR; • rynkowe transakcje wymiany walutowej typu CIRS umożliwiające wykorzystanie posiadanych środków walutowych na obsługę zobowiązań w walucie o niższym oprocentowaniu. W I połowie 2014 r. zawarto transakcje o wartości 0,7 mld USD; • lokaty walutowe – w 2013 r. zawarto lokaty na kwotę 172,3 mld EUR, a w I półroczu 2014 r. na kwotę 85,6 mld EUR; • sprzedaż części środków walutowych z funduszy unijnych oraz związanych z zarządzaniem długiem bezpośrednio na rynku walutowym (w 2013 r. na rynku sprzedano waluty o równowartości 13,1 mld EUR, w 2014 r. sprzedaż była kontynuowana); • lokaty wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych na rachunkach Ministra Finansów w BGK w ramach konsolidacji płynności sektora finansów publicznych. Na koniec czerwca 2014 r. zgromadzono środki w wysokości 29,7 mld zł. Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2013 r. i w I połowie 2014 r. zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.
Ryzyko kredytowe	Wysoki	• Lokaty w BGK, zabezpieczone SPW, nie generowały ryzyka kredytowego; • Funkcjonuje system limitów kredytowych dla lokat niezabezpieczonych; • Ryzyko związane z transakcjami na instrumentach pochodnych jest ograniczane poprzez wybór partnerów o wysokiej wiarygodności kredytowej; • Funkcjonuje system zabezpieczeń transakcji na instrumentach pochodnych w postaci blokady papierów skarbowych w KDPW. Transakcje zabezpieczone nie generują ryzyka kredytowego; • Ryzyko kredytowe 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	Wysoki	• Zarządzanie długiem skupione w jednej jednostce organizacyjnej MF; • Odpowiednia infrastruktura techniczna do zawierania transakcji rynkowych; • Bezpieczeństwo informacji związanych z zarządzaniem długiem; • Zintegrowana baza danych długu SP.
Rozkład kosztów obsługi długu w czasie	Wysoki	• Na poziom kosztów obsługi w 2013 r. miały wpływ transakcje swapowe zawarte w 2012 r. (zwiększenie kosztów o 0,49 mld zł w 2012 r. i zmniejszenie o 0,50 mld zł w 2013 r.) w ramach zarządzania limitem z ustawy budżetowej i rozkładem kosztów pomiędzy latami; • Kupony nowych emisji ustalane były na poziomie zbliżonym do ich rentowności; • Do równomiernego rozkładu kosztów przyczyniały się przetargi zamiany na rynku krajowym oraz przetargi odkupu obligacji nominowanych w EUR i USD.

*) *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. Omówiony został wpływ zmian w systemie emerytalnym na krajowy rynek SPW, rola inwestorów krajowych i zagranicznych oraz rozwój sytuacji na rynku międzynarodowym, w tym na rynkach, na których finansowane są potrzeby pożyczkowe SP.

IV.1. Założenia makroekonomiczne *Strategii*

Ocena sytuacji makroekonomicznej i kierunków polityki fiskalnej przedstawiona została w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na rok 2015. W tabeli 3 przedstawiono założenia makroekonomiczne *Strategii*.

Tabela 3. Założenia makroekonomiczne przyjęte w Strategii

Wyszczególnienie	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Realny wzrost PKB (%)	1,6	3,3	3,4	3,7	3,9	4,0
PKB w cenach bieżących (mld zł)	1 635,7	1 693,6	1 771,2	1 876,3	1 988,6	2 119,0
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	0,9	0,1	1,2	2,3	2,1	2,5
USD/PLN - na koniec roku	3,01	3,01	2,87	2,68	2,60	2,59
EUR/PLN - na koniec roku	4,15	4,08	3,90	3,65	3,54	3,52

IV.2. Wpływ zmian w systemie emerytalnym na rynek SPW

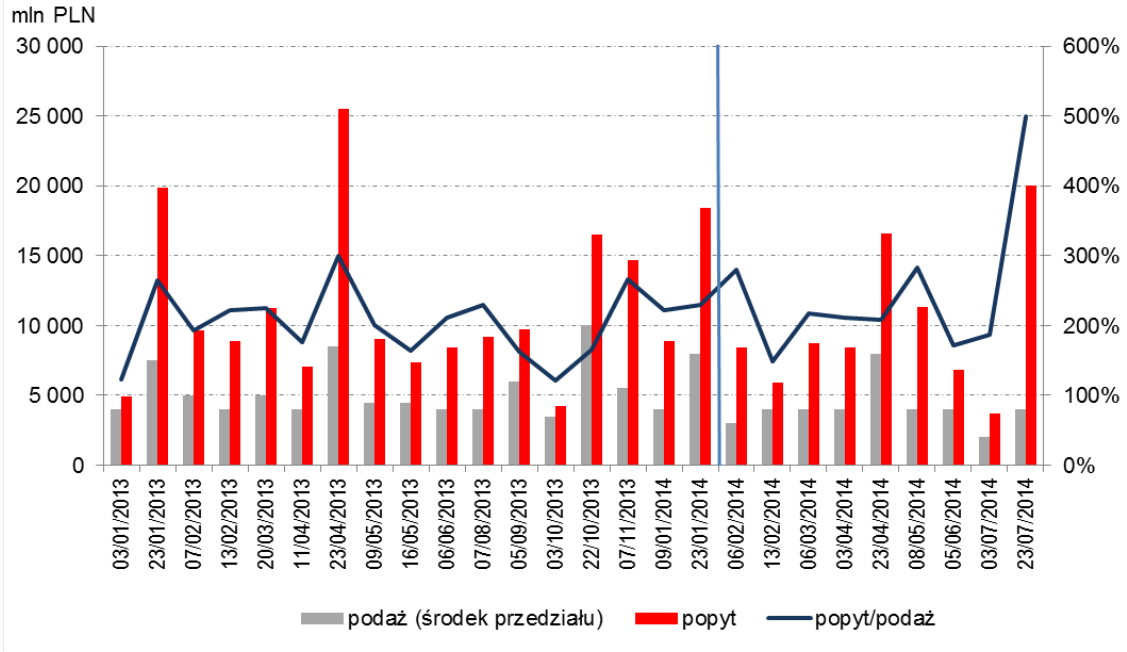
Zmiany w systemie emerytalnym miały wpływ na strukturę podmiotową zadłużenia w krajowych SPW. Jednorazowo w wyniku przeniesienia części aktywów OFE do ZUS udział krajowego sektora pozabankowego w długu krajowym SP obniżył się z 46,9% na koniec stycznia 2014 r. do 31,1% na koniec lutego 2014 r., a udziały krajowego sektora bankowego i nierezydentów wzrosły odpowiednio do 27,7% (z 20,9%) i 41,2% (z 32,2%). Umorzenie części długu krajowego wynikające z nabycia przez Ministra Finansów SPW wpłynęło także na wzrost udziału długu nominowanego w walutach obcych z 31,8% na koniec stycznia 2014 r. do 36,1% na koniec lutego 2014 r. Docelowo niższe potrzeby pożyczkowe oraz wynikające z tego mniejsze zapotrzebowanie na finansowanie zagraniczne przyczynią się jednak do stopniowego zwiększania udziału inwestorów krajowych w rynku SPW oraz zmniejszania udziału długu zagranicznego w długu ogółem.

Wynikające ze zmian w systemie emerytalnym umorzenie nabytych przez Ministra Finansów SPW spowodowało spadek średniej zapadalności długu krajowego z 4,6 roku na koniec stycznia 2014 r. do 4,3 roku na dzień umorzenia. Spadek wskaźnika ATM był efektem umorzenia krajowych SPW, nie zaś emisji długu o krótkim terminie zapadalności, w związku z tym ryzyko refinansowania nie wzrosło. W dłuższej perspektywie czasowej ograniczenie potrzeb pożyczkowych powodować będzie ograniczenie podaży SPW, w tym również tych o krótszych okresach zapadalności. Powodować to powinno stopniowy wzrost średniej zapadalności długu krajowego do założonego w *Strategii* poziomu.

Zmiany w systemie emerytalnym były neutralne z punktu widzenia ryzyka stopy procentowej. Umorzenie nabytych przez Ministra Finansów SPW nie wpłynęło na zmianę wskaźnika ATR, który na dzień 3 lutego 2014 r. kształtował się na poziomie zbliżonym do tego sprzed umorzenia i wynosił 3,4 roku.

Reforma emerytalna nie wpłynęła negatywnie na funkcjonowanie rynku SPW. Popyt na rynku pierwotnym SPW po wprowadzeniu zmian w funkcjonowaniu OFE nie zmniejszył się. W okresie od lutego 2014 r. do lipca 2014 r. średnia relacja popytu do podaży na przetargach sprzedaży obligacji ukształtowała się na poziomie 245% i była znacznie wyższa od średniej relacji popytu do podaży na przetargach przeprowadzonych w 2013 r., która wynosiła 202%. Na wykresie 22. przedstawiono relację popytu do podaży na przetargach obligacji przed i po wprowadzeniu zmian w funkcjonowaniu OFE.

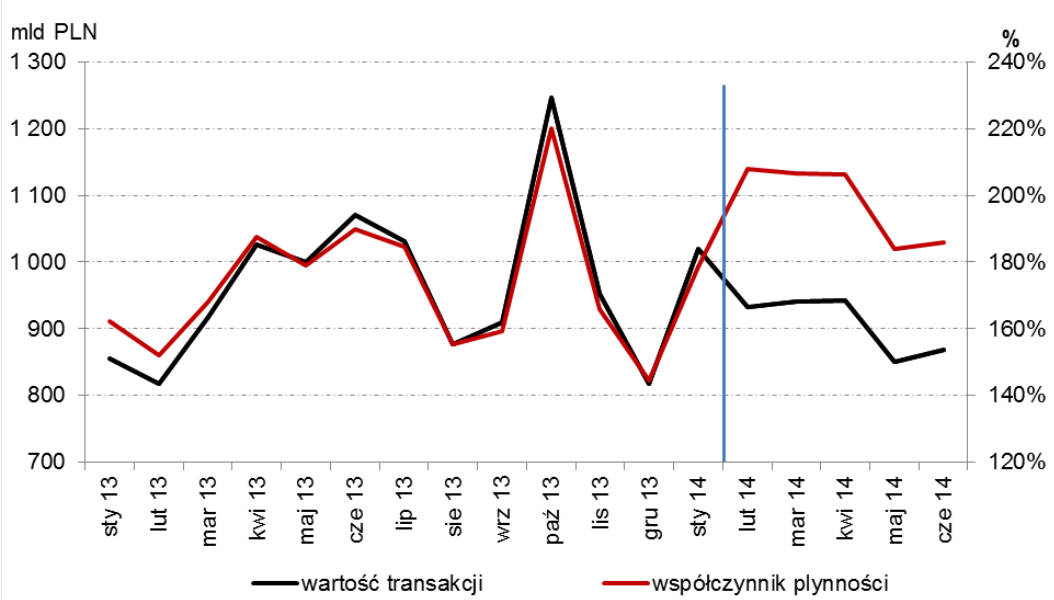
Wykres 22. Relacja popytu do podaży na przetargach sprzedaży obligacji w latach 2013-2014



W wyniku umorzenia SPW nabytych przez Ministra Finansów od ZUS status benchmarku zachowało 9 spośród dotychczasowych 17 benchmarkowych serii. Dla zapewnienia odpowiedniego poziomu płynności i przy uwzględnieniu zapotrzebowania ze strony inwestorów, otwierane mogą być „stare" emisje obligacji skarbowych.

Umorzenie SPW przekazanych przez OFE do ZUS i zakaz inwestycji OFE w SPW nie wpłynęły negatywnie na płynność rynku wtórnego SPW, co wynika z tego, że OFE nie były grupą inwestorów stymulujących płynność na tym rynku. Średni miesięczny współczynnik płynności rynku wtórnego SPW w pierwszej połowie 2014 r. wynosił 195% wobec 172% dla całego roku 2013. Średnia miesięczna wartość transakcji na rynku SPW uległa natomiast nieznacznemu obniżeniu z 960 mld zł w 2013 r. do 926 mld zł (tj. o 3,6%) w pierwszej połowie 2014 r. Na wykresie 23 przedstawiono kształtowanie się współczynnika płynności i wartość transakcji na rynku wtórnym SPW przed i po wprowadzeniu zmian w OFE.

Wykres 23. Współczynnik płynności i wartość transakcji na krajowym rynku SPW w latach 2013-2014



W odpowiedzi na obawy ze strony uczestników rynku, wskazujące, że po wprowadzeniu zakazu inwestycji OFE w SPW, z rynku zniknie inwestor pełniący rolę krótkoterminowego

pożyczkodawcy SPW, Ministerstwo Finansów wprowadziło możliwość zawierania przez BGK transakcji warunkowych typu Sell-Buy-Back z bankami będącymi Dealerami Skarbowych Papierów Wartościowych lub kandydatami na DSPW. Instrument ten daje możliwość wspierania w razie potrzeby mechanizmu rozrachunku transakcji na obligacjach skarbowych w sytuacji czasowej i istotnie ograniczonej dostępności obligacji danej serii na rynku wtórnym w efekcie występowania przewagi popytu nad podażą. Zawierane przez BGK transakcje typu SBB nie zastępują ani nie uzupełniają rynku transakcji SBB, a jedynie powinny stanowić wsparcie w sytuacjach napięć, których rynek sam nie może rozwiązać. BGK powinien stanowić więc instytucję ostatniej szansy, do której uczestnicy rynku zwracają się w ostatniej kolejności w sytuacji problemów z rozrachunkiem obligacji.

Do 30 czerwca 2014 r. zawarte zostało 7 transakcji na kwotę 253 mln zł wg wartości nominalnej. Nieduża skala operacji świadczy o prawidłowym działaniu rynku wtórnego SPW po zmianach w OFE. Sama możliwość zawierania tych transakcji działa natomiast stabilizująco na rynek.

IV.3. Krajowy rynek skarbowych papierów wartościowych

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

IV.3.1. Baza inwestorów krajowych

Od momentu wprowadzenia zmian w systemie emerytalnym i wyłączenia spośród inwestorów rynku SPW otwartych funduszy emerytalnych w gronie stabilnych pozabankowych inwestorów długoterminowych pozostały zakłady ubezpieczeń i fundusze inwestycyjne. Łączny udział tych podmiotów w krajowych SPW wynosił na koniec czerwca 2014 r. 20,5%. SPW stanowią ok. 1/3 aktywów zakładów ubezpieczeń i ok. 1/4 aktywów funduszy inwestycyjnych.

Aktywa zarządzane przez instytucje ubezpieczeniowe w ostatnich latach systematycznie rosną – wg stanu na koniec czerwca 2014 r. w porównaniu z końcem 2007 r. zwiększyły się o 46,2 mld zł (o 36%). W grupie funduszy inwestycyjnych po spadku wartości aktywów w 2008 r. w wyniku kryzysu na rynkach finansowych, a następnie po okresie stabilizacji w 2009 r. w kolejnych latach aktywa powróciły do tendencji wzrostowej i na koniec czerwca 2014 r. były wyższe o 68,9 mld zł (o 52%) w porównaniu z końcem 2007 r.

Wykres 24. Aktywa pozabankowych instytucji finansowych i udział SPW w aktywach[*]

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

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

- kształtowanie się poziomu oszczędności krajowych;
- dalszy rozwój rynku ubezpieczeniowego i funduszy inwestycyjnych;
- koniunktura na rynku akcji, która jest jednym z czynników determinujących decyzje w zakresie alokacji oszczędności przez gospodarstwa domowe.

Rozwinięty krajowy sektor pozabankowy sprzyja zwiększeniu stabilności popytu na SPW oraz, ze względu na długoterminowy charakter inwestycji znacznej części instytucji do niego należących, do zwiększania popytu na instrumenty długoterminowe. Ograniczenie grona inwestorów pozabankowych o OFE powinno mieć w przybliżeniu neutralny wpływ na krajowy rynek SPW, ponieważ spadkowi popytu towarzyszyć będzie niższa podaż nowego długu ze względu na niższe potrzeby pożyczkowe w kolejnych latach.

Popyt na SPW ze strony sektora bankowego może być traktowany jako czynnik rezydualny, rola banków zwykle zmniejsza się w okresach dynamicznego rozwoju gospodarki. W okresach spowolnienia banki zwiększają portfele SPW, a w przypadku odpływu inwestorów zagranicznych mogą okresowo absorbować podaż SPW (na dużą skalę miało to miejsce w 2008 r., w niewielkim stopniu było obserwowane także w drugiej połowie 2013 r. i na początku 2014 r.). Sprzyja temu strukturalna nadpłynność sektora bankowego[5)].

IV.3.2. Rola inwestorów zagranicznych

Znaczącą rolę w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym odgrywają inwestorzy zagraniczni. Popyt z ich strony charakteryzuje się dużą zmiennością, silnie uzależnioną od sytuacji międzynarodowej.

Od początku 2009 r. do kwietnia 2013 r. trwał nieprzerwany napływ inwestorów zagranicznych na krajowy rynek SPW. W rezultacie zaangażowanie tej grupy inwestorów zwiększyło się ponad 3,5-krotnie, osiągając na koniec kwietnia 2013 r. rekordowy poziom 207,3 mld zł (wzrost udziału z 13% do 36%). W kolejnych miesiącach na skutek zapowiedzi zmian w polityce monetarnej Fed nastąpił odpływ inwestorów z rynków wschodzących, w tym polskiego i w efekcie na koniec 2013 r. zaangażowanie nierezydentów w długu krajowym wyniosło 193,2 mld zł, tj. 33,1%, w porównaniu z końcem 2012 r., było to jednak więcej o 2,7 mld zł. W I półroczu 2014 r. nastąpił niewielki przyrost netto zaangażowania inwestorów zagranicznych do poziomu 199,8 mld zł, co stanowiło 40,9% zadłużenia w krajowych SPW. Tak wysoki udział procentowy był efektem przede wszystkim znacznego zmniejszenia długu będącego w posiadaniu podmiotów krajowych na skutek umorzenia obligacji skarbowych przekazanych z OFE do ZUS.

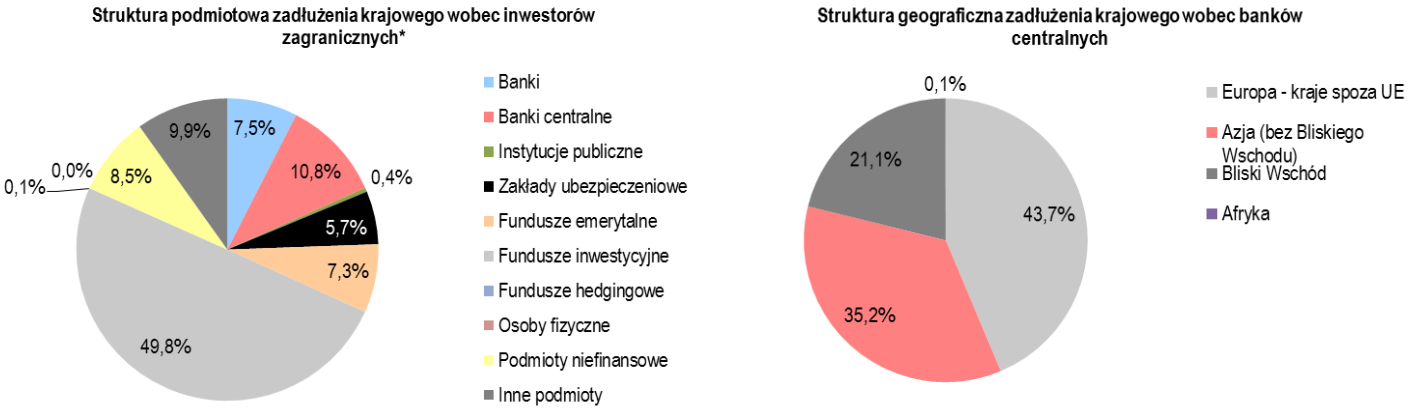
Struktura inwestorów zagranicznych (por. wykres 25) posiadających krajowe SPW jest bardzo zdywersyfikowana[6)]. Największy udział w strukturze podmiotowej miały fundusze inwestycyjne (49,8%). Istotny udział w zadłużeniu krajowym mają także banki centralne i instytucje publiczne, a więc inwestorzy docelowi. Podmioty te na koniec czerwca 2014 r. posiadały obligacje o wartości 18,8 mld zł, co stanowiło 11,2% zadłużenia w krajowych SPW wobec nierezydentów. Banki centralne inwestujące w obligacje złotowe pochodziły głównie z europejskich krajów spoza UE (43,7%), z Azji (35,2%) i Bliskiego Wschodu (21,1%). Udział banków komercyjnych był niższy od udziału banków centralnych i na koniec czerwca 2014 r. wyniósł 7,5%. Część zadłużenia nierezydentów w krajowych SPW była zarejestrowana na tzw. rachunkach zbiorczych[7)].

[5)] W ocenie Rady Polityki Pieniężnej przedstawionej w „Założeniach polityki pieniężnej na rok 2014" (Warszawa, wrzesień 2013 r.) rok 2014 będzie kolejnym rokiem nadpłynności w krajowym sektorze bankowym. Głównym czynnikiem zwiększającym płynność sektora będzie napływ środków z UE. W 2013 r. i pierwszej połowie 2014 r. średnia skala salda operacji otwartego rynku wyniosła ok. 122 mld zł.

[6)] Począwszy od danych za kwiecień 2014 r. dostępne są znacznie bardziej szczegółowe niż do tej pory informacje o strukturze inwestorów zagranicznych posiadających krajowe SPW. Rozszerzeniu uległa sprawozdawczość wg rodzaju instytucji, ponadto dostępne są dane o strukturze geograficznej wg państw i regionów.

[7)] Rachunki zbiorcze (konta omnibus) są to rachunki prowadzone przez uczestników systemu depozytowego, na których mogą być rejestrowane papiery wartościowe nienależące do podmiotów, dla których rachunki te są prowadzone. Wprowadzenie kont omnibus umożliwiło udział w polskim rynku inwestorom, dla których – wymagana we wcześniejszym systemie rejestracji papierów wartościowych – konieczność posiadania odrębnego rachunku dedykowanego do obsługi rynku polskiego była barierą kosztowo-organizacyjną dla ich inwestycji na polskim rynku.

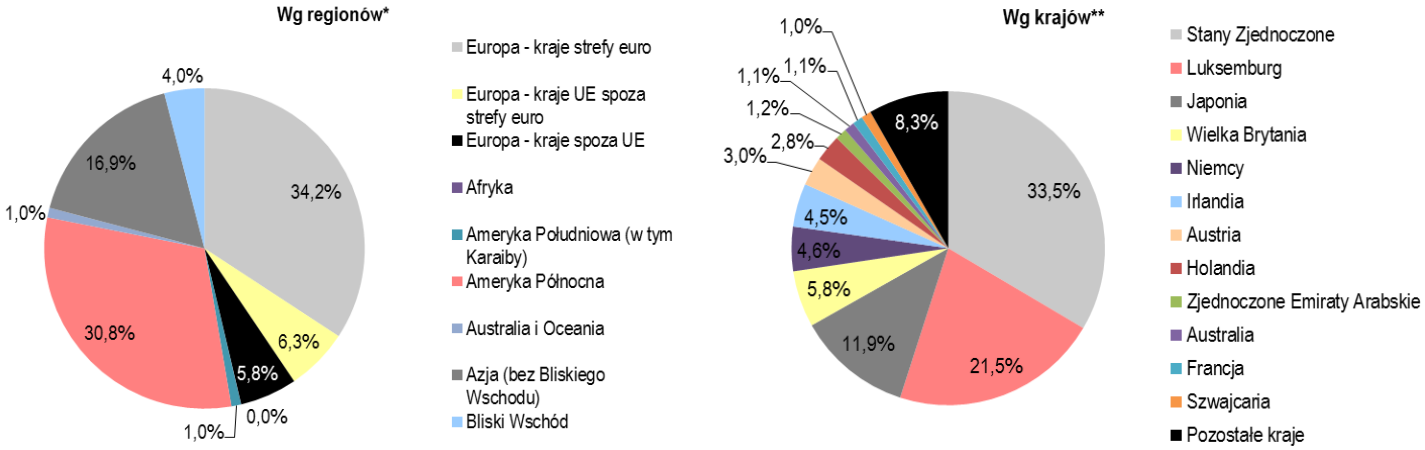
Wykres 25. Struktura podmiotowa zadłużenia krajowego wobec inwestorów zagranicznych oraz struktura geograficzna zadłużenia krajowego wobec banków centralnych (stan na 30 czerwca 2014 r.)



*) *Bez rachunków zbiorczych*

Struktura geograficzna inwestorów zagranicznych jest mocno zdywersyfikowana i obejmuje co najmniej 60 krajów. Wśród nabywców (bez banków centralnych) dominują podmioty z USA (33,5%), Luksemburga (21,5%), Japonii (11,9%) i Wielkiej Brytanii (5,8%). Wysoki udział Luksemburga wynika z roli tego kraju jako centrum usług finansowych, inwestorzy z Luksemburga to w znaczącej części instytucje spoza Europy, głównie z USA, które działalność inwestycyjną w Europie prowadzą poprzez spółki zarejestrowane w Luksemburgu.

Wykres 26. Struktura geograficzna zadłużenia krajowego wobec inwestorów zagranicznych wg regionów i wg krajów (stan na 30 czerwca 2014 r.)

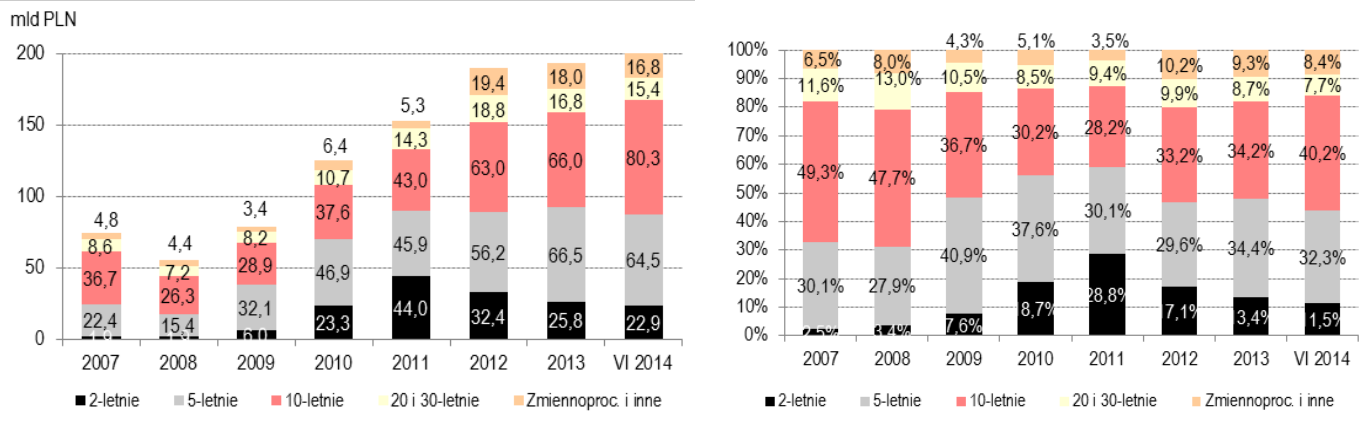


*) *Bez rachunków zbiorczych*
**) *Bez rachunków zbiorczych i banków centralnych*

Duża dywersyfikacja, zarówno podmiotowa, jak i geograficzna, struktury inwestorów zagranicznych posiadających krajowe SPW oznacza, że ryzyko wystąpienia jednokierunkowych zachowań tych inwestorów jest niewielkie. Ryzyko to jest odwrotnie proporcjonalne do stopnia dywersyfikacji inwestorów zagranicznych – im wyższa dywersyfikacja, tym mniejsze ryzyko.

W strukturze rodzajowej obligacji skarbowych będących w posiadaniu nierezydentów kontynuowany jest pozytywny trend w postaci rosnącej roli obligacji 10-letnich, które na koniec czerwca 2014 r. miały dominujący udział w portfelu wynoszący 40,2% wobec 34,2% na koniec 2013 r. Kolejny rok z rzędu spadało natomiast zaangażowanie inwestorów zagranicznych w papiery o najkrótszych terminach zapadalności (dla obligacji 2-letnich spadek do 1,5% na koniec czerwca 2014 r., z 3,4% na koniec 2013 r. i z 7,1% na koniec 2012 r.).

Wykres 27. Struktura portfeli obligacji skarbowych u nierezydentów



Postrzeganie Polski przez inwestorów zagranicznych będzie miało silny wpływ na warunki finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w horyzoncie *Strategii*. Napływ inwestorów zagranicznych miał wpływ na spadek rentowności SPW na całej krzywej dochodowości do poziomów najniższych w historii, zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym.

Kapitał zagraniczny powinien w dalszym ciągu napływać do Polski, choć najprawdopodobniej jego udział w rynku krajowych SPW, po wzroście związanym z umorzeniem obligacji nabytych przez Ministra Finansów od ZUS, będzie malał na skutek niższych potrzeb pożyczkowych.

Ryzyko nagłego znaczącego odpływu z rynku SPW powinno pozostać ograniczone, gdy utrzymywać się będą dotychczasowe główne czynniki sprzyjające decyzjom podmiotów zagranicznych o inwestowaniu w polskie SPW:

- występować będzie dysparytet stóp procentowych;
- utrzymana zostanie ocena ryzyka inwestycyjnego w Polsce lub nastąpi jej polepszenie;
- utrzymane zostanie postrzeganie Polski przez rynki finansowe jako kraju wyróżniającego się w grupie rynków wschodzących, m.in. dzięki silnym fundamentom gospodarczym oraz poprawiającej się sytuacji fiskalnej (znaczne zmniejszenie długu publicznego oraz niższe potrzeby pożyczkowe w kolejnych latach na skutek postępującej konsolidacji finansów publicznych oraz zmian w systemie emerytalnym);
- funkcjonować będzie w Polsce duży i płynny rynek finansowy, szczególnie rynek papierów skarbowych i jego odpowiednia infrastruktura;
- struktura inwestorów zagranicznych będzie znacznie zdywersyfikowana;
- dostęp do elastycznej linii kredytowej IMF działający stabilizująco na postrzeganie ryzyka inwestycyjnego polskich SPW.

Krótkoterminowe silniejsze przepływy kapitału zagranicznego niezwiązane z wymienionymi czynnikami mogą wystąpić w wyniku zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych. W perspektywie średnioterminowej można się spodziewać skutków z jednej strony planowanego na jesień br. zamknięcia przez Fed programu skupu aktywów, a z drugiej strony możliwego dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez ECB. Skutki takich przepływów powinny być amortyzowane przez sam rynek (nadpłynność na rynku międzybankowym oraz ograniczona podaż krótkoterminowych SPW powoduje, że rynek jest w stanie wchłonąć znaczące pule takich papierów) lub przez wprowadzone instrumenty oddziaływania na rynek.

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

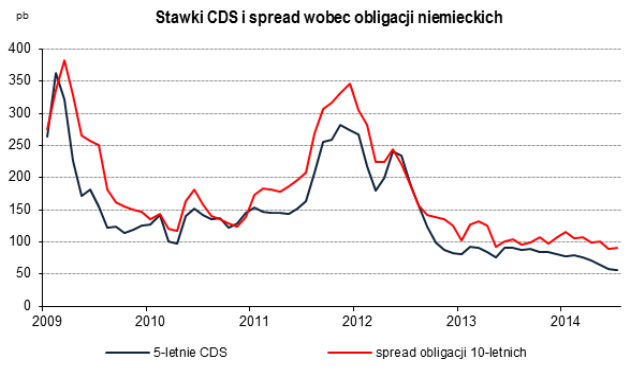
IV.4. Uwarunkowania międzynarodowe

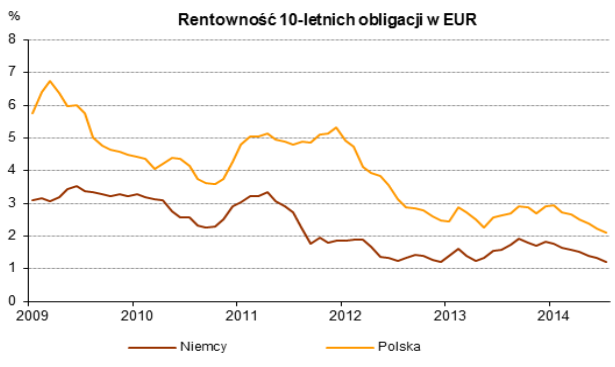
W II połowie 2013 r. w UE obserwowane były początki umiarkowanego ożywienia gospodarczego, a PKB w całym roku wzrósł o 0,1%. Wg prognozy KE opublikowanej w maju 2014 r., w roku 2014 kontynuowany będzie trend wzrostowy i gospodarka europejska zanotuje przyrost PKB na poziomie 1,6% (1,2% w strefie euro). Tempo wzrostu największej gospodarki UE – Niemiec w 2014 r. przyspieszy wg szacunku KE do 1,8% wobec 0,4% zanotowanych w 2013 r. Dla polskiej gospodarki kluczowym czynnikiem determinującym ścieżkę popytu zewnętrznego będzie sytuacja na rynkach eksportowych, przede wszystkim na rynku niemieckim. Istotne znaczenie będzie miał również rozwój wydarzeń na Ukrainie i ich wpływ na polski eksport do Rosji, a także na Ukrainę.

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

- sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których zaciągane będą zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro i dolara amerykańskiego oraz działania banków centralnych:
  - ECB od września 2014 r. utrzymuje główną stopę procentową na historycznie niskim poziomie 0,05%, na październik 2014 r. zapowiada rozpoczęcie programu skupu aktywów i jednocześnie deklaruje, że w przypadku długotrwałego utrzymywania się niskiej inflacji i gorszych danych o wzroście gospodarczym w strefie euro jest gotowy na podjęcie dalszych działań w celu pobudzenia gospodarki;
  - Fed od grudnia 2008 r. utrzymuje podstawową stopę funduszy federalnych w przedziale od 0,00% do 0,25% i deklaruje pozostawienie jej w tym zakresie przez znaczący okres po zakończeniu programu skupu aktywów, co ma nastąpić jesienią 2014 r.;
  - Bank Japonii w kwietniu 2013 r. podjął rewolucyjną decyzję o odejściu w polityce monetarnej od ustalania stopy procentowej na rzecz kontroli bazy monetarnej, będzie przeprowadzał operacje tak, żeby baza monetarna rosła w rocznym tempie 60-70 bln JPY;
  - Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) od września 2011 r. dąży do utrzymywania kursu EUR/CHF na minimalnym poziomie 1,20;
- postrzeganie ryzyka kredytowego Polski i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych. Różnica między rentownością polskich i niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych w euro spadła na koniec lipca 2014 r. do ok. 90 pb. Uwzględniając spadek stóp procentowych na rynkach bazowych, należy stwierdzić, że koszt finansowania rynkowego w euro obniżył się znacznie w stosunku do poziomu sprzed kryzysu. Od końca 2012 r. można zaobserwować umiarkowaną tendencję spadkową wyceny ryzyka kredytowego znacznej części państw UE, w tym Polski. Na koniec lipca 2014 r. rynkowa ocena wiarygodności kredytowej Polski mierzona stawkami CDS zbliżona była do poziomu Słowacji i Czech, mimo że kraje te posiadają wyższy niż Polska rating.

  Wykres 28. 5-letnie stawki CDS dla Polski oraz rentowności polskich i niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych w EUR





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:

- **doboru instrumentów**, tj. jako minimalizacja kosztów w horyzoncie określonym przez terminy wykupu instrumentów o najdłuższych terminach zapadalności i istotnym udziale w długu, poprzez optymalny dobór rynków, instrumentów zarządzania długiem, struktury finansowania potrzeb pożyczkowych i terminów emisji;
- **zapewnienia efektywności rynku SPW**, przyczyniającego się do obniżenia rentowności SPW. Oznacza to dążenie do tego, aby różnice rentowności (*spread*) SPW polskich i emitowanych przez kraje o najwyższej w UE wiarygodności kredytowej były jedynie wynikiem różnic w ocenie ryzyka kredytowego kraju, a nie barier i ograniczeń w organizacji i infrastrukturze rynku SPW.

Podejście do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu nie uległo zmianie w stosunku do *Strategii* z poprzedniego roku. Oznacza to możliwość elastycznego kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty oraz typu instrumentów. Wybór struktury finansowania powinien być rezultatem oceny sytuacji rynkowej (poziomu popytu, stóp procentowych i kształtu krzywej dochodowości na poszczególnych rynkach oraz oczekiwanych poziomów kursów walutowych) i wynikać z porównania kosztów pozyskiwania środków w długim horyzoncie, z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z przyjętych za akceptowalne poziomów ryzyka.

Doświadczenia zarządzania długiem wskazują na znaczenie elastyczności i dywersyfikacji źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych. W okresie zawirowań na rynkach finansowych wskazane jest wykorzystanie instrumentów adekwatnych do sytuacji rynkowej. Możliwość wyboru rynku i waluty pozwala jednocześnie na odpowiedni rozkład zaciągania zobowiązań w czasie i gromadzenie rezerw na czas zawirowań rynkowych, a w konsekwencji na obniżenie ogólnego kosztu pozyskiwania kapitału.

Podstawowym rynkiem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy. Oferta instrumentów na rynku krajowym będzie kształtowana w elastyczny sposób dostosowany do bieżącej sytuacji rynkowej, tj. zgłaszanego poziomu i struktury popytu, tak aby minimalizować wpływ podaży SPW na poziom rentowności. Środki pozyskiwane na rynkach międzynarodowych będą istotnym uzupełnieniem finansowania krajowego. Finansowanie w walutach obcych powinno:

- uwzględniać potrzeby pożyczkowe budżetu w walutach obcych;
- zapewniać dywersyfikację źródeł pozyskiwania środków poprzez dostęp Polski do bazy inwestorów na głównych rynkach finansowych;
- utrzymywać pozycję Polski na rynku euro i dolara amerykańskiego;
- wykorzystywać możliwości, jakie daje dostęp do atrakcyjnego finansowania w międzynarodowych instytucjach finansowych;

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

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

1. ryzyka refinansowania:
   - dążenie do zwiększania roli instrumentów średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym, w tempie uzależnionym od popytu ze strony inwestorów;
   - dążenie do równomiernego rozkładu płatności z tytułu obsługiwanego i wykupywanego długu krajowego i zagranicznego w kolejnych latach;
   - osiągnięcie i utrzymanie średniej zapadalności długu krajowego na poziomie zbliżonym do 4,5 roku lub wyższym, o ile będzie to możliwe z punktu widzenia popytu i poziomu rentowności w poszczególnych segmentach krzywej dochodowości;
   - utrzymywanie średniej zapadalności długu Skarbu Państwa na poziomie nie niższym niż 5 lat;
2. ryzyka kursowego:
   - obniżanie udziału długu nominowanego w walutach obcych, po przejściowym jego wzroście w wyniku umorzenia części obligacji krajowych w 2014 r., docelowo poniżej 30%, w tempie uzależnionym od warunków rynkowych;
   - możliwość zastosowania instrumentów pochodnych w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu oraz finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa;
   - dążenie w horyzoncie *Strategii* do utrzymania efektywnego (tj. uwzględniającego transakcje pochodne) udziału euro w długu w walutach obcych na poziomie co najmniej 70%, z możliwością przejściowych odchyleń od tego poziomu w przypadku ograniczonego dostępu do rynku euro, jego nieefektywności lub niekorzystnej sytuacji na rynku instrumentów pochodnych;
3. ryzyka stopy procentowej:
   - utrzymywanie ATR długu krajowego w przedziale 2,8-3,8 roku,
   - możliwość oddzielenia zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania poprzez wykorzystanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu, obligacji inflacyjnych oraz instrumentów pochodnych,
   - obecnie poziom ryzyka stopy procentowej długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;
4. ryzyka płynności budżetu państwa:
   - utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami;
   - wykorzystywanie wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych w zarządzaniu płynnością budżetu państwa, w tym rozszerzenie grupy jednostek oraz zakresu wolnych środków objętych konsolidacją;
   - poziom aktywów płynnych będzie wypadkową zapotrzebowania budżetu państwa na środki, aktualnej i przewidywanej sytuacji rynkowej, z uwzględnieniem uwarunkowań sezonowych oraz dążenia do równomiernego rozkładu podaży SPW w ciągu roku;

- wykorzystanie środków walutowych i transakcji na instrumentach pochodnych w zarządzaniu strukturą walutową płynnych środków budżetu państwa;

5. pozostałych rodzajów ryzyka, w szczególności ryzyka kredytowego i operacyjnego:
   - zawieranie transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych z podmiotami krajowymi i zagranicznymi o wysokiej wiarygodności kredytowej;
   - stosowanie rozwiązań ograniczających ryzyko kredytowe oraz pozwalających na jego dywersyfikację przy zawieraniu transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych;
   - dywersyfikację ryzyka kredytowego generowanego przez transakcje niezabezpieczone;
6. rozkładu kosztów obsługi długu w czasie:
   - dążenie do równomiernego rozkładu kosztów obsługi długu w poszczególnych latach, w szczególności poprzez wykorzystywanie instrumentów pochodnych,
   - ustalanie kuponów obligacji w takiej wysokości, aby były one w okresie sprzedaży zbliżone do rentowności.

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. Kontynuację konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych.

Zadania *Strategii* związane z rozwojem rynku SPW mają charakter długoterminowy i obejmują działania realizowane w sposób ciągły. Zadania te są w dużej mierze współzależne, tj. poszczególne działania mogą się przyczyniać jednocześnie do realizacji więcej niż jednego zadania. Zmiana brzmienia tych zadań w stosunku do poprzedniej *Strategii* ze zwiększania na zapewnianie płynności, efektywności i przejrzystości rynku SPW wynika z oceny, że rynek ten na obecnym etapie rozwoju spełnia już te warunki. W związku z tym podejmowane działania służyć powinny przede wszystkim utrzymywaniu prawidłowego funkcjonowania rynku bądź jego dalszemu doskonaleniu, tak aby przyczyniać się do lepszej realizacji celu *Strategii*. Zadanie dotyczące konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych służy zwiększaniu efektywności zarządzania aktywami i pasywami sektora finansów publicznych. W horyzoncie *Strategii* planowane jest dalsze rozszerzenie konsolidacji o nowe jednostki sektora oraz instrumenty.

VI.1. Zapewnianie płynności rynku SPW

Zapewnienie odpowiedniej płynności rynku SPW oraz poszczególnych emisji przyczynia się do eliminacji premii, jakiej inwestorzy oczekują w przypadku SPW o niedostatecznej płynności, a więc wysokim koszcie wyjścia z inwestycji, jak również do zwiększenia popytu ze strony inwestorów zainteresowanych posiadaniem jedynie płynnych emisji. Oba czynniki wpływają na obniżenie rentowności SPW i, co za tym idzie, minimalizację kosztów obsługi długu SP. W horyzoncie *Strategii* planowane są następujące działania:

- Kontynuacja emisji dużych serii obligacji (benchmarków) na rynku krajowym, zapewniających im płynność na rynku wtórnym. Planuje się utrzymanie realizowanej od 2003 r. polityki emisji średnio- i długoterminowych obligacji o stałym oprocentowaniu, tak aby wartość pojedynczej emisji osiągnęła równowartość co najmniej 20 mld zł;
- Neutralizowanie konsekwencji, jakie dla płynności niektórych serii obligacji miało umorzenie części krajowych SPW, poprzez możliwość ponownego otwierania emisji, których wartość zadłużenia uległa istotnemu zmniejszeniu, przy uwzględnieniu zapotrzebowania inwestorów oraz uwarunkowań budżetowych i rynkowych;
- Emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro i dolara amerykańskiego;
- Dostosowanie polityki emisyjnej, w tym przetargów sprzedaży, zamiany i odkupu, do warunków rynkowych, w tym popytu w poszczególnych segmentach rynku SPW.

VI.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW

Zapewnienie efektywności rynku SPW obejmuje działania służące minimalizacji kosztów obsługi w drugim z omawianych w rozdziale V aspekcie realizacji tego celu. Dotyczy ono zarówno rynku pierwotnego, jak i wtórnego. Planowane są następujące działania:

- Dopasowanie harmonogramu emisji na rynku krajowym i zagranicznym do uwarunkowań rynkowych i budżetowych, z uwzględnieniem działań wynikających z realizacji zadania zwiększania przejrzystości rynku SPW;
- Zwiększanie roli uczestników systemu DSPW w zakresie rozwoju rynku SPW oraz operacji związanych z zarządzaniem długiem – w obszarach, gdzie uczestnicy systemu DSPW mogą zapewnić konkurencyjność nie mniejszą niż inni uczestnicy rynku finansowego, zawieranie transakcji i wybór partnera następować będą z uwzględnieniem preferencji wynikających

z ich udziału w systemie; zawarcie porozumienia z Ministerstwem Skarbu Państwa, w ramach którego DSPW będą preferowani przez MSP przy zawieraniu transakcji związanych ze sprzedażą instrumentów finansowych. Jednocześnie MF, przy wyborze banków do emisji obligacji skarbowych na rynkach zagranicznych, uwzględniać będzie ranking podmiotów za działalność na polskim rynku kapitałowym przygotowywany przez MSP;

- Usuwanie barier technicznych i prawnych występujących na krajowym i zagranicznym rynku SPW;
- Bezpośrednie spotkania z inwestorami na rynku krajowym i zagranicznym oraz konsultacje z uczestnikami rynku SPW, służące efektywnej wymianie informacji oraz uwzględnieniu w realizacji *Strategii* potrzeb inwestorów, w tym:
  – regularne spotkania z bankami uczestnikami systemu DSPW,
  – spotkania z podmiotami sektora pozabankowego,
  – spotkania z inwestorami i bankami zagranicznymi,
  – bieżące spotkania i konsultacje telefoniczne z inwestorami;
- Poszerzanie bazy inwestorów, w tym poprzez regularne spotkania z inwestorami zagranicznymi w ramach tzw. non-deal roadshows na kluczowych rynkach zagranicznych, służące:
  – budowaniu i podtrzymywaniu relacji z najważniejszymi inwestorami zagranicznymi,
  – promocji polskich SPW emitowanych zarówno w kraju, jak i za granicą;
- Aktywny udział w konferencjach i seminariach z udziałem inwestorów;
- Rozszerzanie kanałów komunikacji elektronicznej z inwestorami krajowymi i zagranicznymi.

VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW

Zapewnienie przejrzystości rynku SPW służy ograniczaniu niepewności związanej z jego funkcjonowaniem, pozwala jego uczestnikom uzyskać wiarygodną informację o bieżących cenach rynkowych oraz pomaga formułować przewidywania o kształtowaniu się cen w przyszłości. Przejrzystości rynku służy zarówno przewidywalność polityki emisyjnej, jak i transparentne funkcjonowanie rynku wtórnego. W horyzoncie *Strategii* planowane są następujące działania:

- Prowadzenie przejrzystej polityki emisyjnej w zakresie informacji o planach emisji SPW (obejmującej roczny kalendarz aukcji na rynku krajowym, roczne, kwartalne i miesięczne plany podaży);
- 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 kwotowania obligacji, utrzymywania określonych spreadów oraz udziału w fixingu SPW.

VI.4. Kontynuacja konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych

Kontynuacja wdrażania drugiego etapu konsolidacji zarządzania płynnością służącej realizacji celu *Strategii* rozumianego w pierwszym aspekcie, tj. jako dobór instrumentów zarządzania długiem. Pierwszy etap konsolidacji został wprowadzony w maju 2011 r. i zobowiązał wybrane jednostki sektora finansów publicznych do lokowania wolnych środków na rachunkach Ministra Finansów. We wrześniu 2013 r. w ramach drugiego etapu skonsolidowane zostały środki walutowe będące w dyspozycji Ministra Finansów, a od lutego 2014 r. przyznano Ministrowi Finansów prawo do przejściowego wykorzystania środków zgromadzonych na rachunku rezerw poręczeniowych i gwarancyjnych w procesie finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa.

Na etapie prac parlamentarnych znajduje się nowelizacja ustawy o finansach publicznych zakładająca rozszerzenie grupy jednostek sektora finansów publicznych objętych obowiązkiem konsolidacji środków o:

- instytucje gospodarki budżetowej,
- państwowe instytucje kultury,
- PAN i tworzone przez nią jednostki organizacyjne,
- SP ZOZ rządowe,
- wojewódzkie fundusze ochrony środowiska i gospodarki wodnej

oraz objęcie konsolidacją depozytów sądowych, które będą składane na rachunku Ministra Finansów. Według szacunków wprowadzenie proponowanych zmian obniży dług publiczny o ok. 3,1 mld zł, a potrzeby pożyczkowe budżetu państwa o ok. 5,5 mld zł.

VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

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

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

VII.1. Zmiany w rozwiązaniach regulacyjnych

Od czasu poprzedniej aktualizacji *Strategii* wprowadzono zmiany regulacyjne w następujących obszarach:

Rozszerzenie konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych

Kolejne etapy konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych zostały omówione w rozdziale VI.4. W celu rozszerzenia konsolidacji zarządzania płynnością prowadzony jest proces legislacyjny nowelizacji ustawy o finansach publicznych.

Wprowadzenie nowych reguł fiskalnych

Ustawą z dnia 8 listopada 2013 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw wprowadzono stabilizującą regułę wydatkową (SRW), która zastąpiła tymczasową regułę dyscyplinującą. Sankcje, które uruchamiane były po przekroczeniu przez dług publiczny progu 50% PKB zastąpiono sankcjami wynikającymi z wprowadzonych mechanizmów SRW. Uchwalenie SRW było elementem implementacji Dyrektywy Rady 2011/85/UE z dnia 8 listopada 2011 r. w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich w zakresie rozdziału IV „numeryczne reguły fiskalne", która miała zostać wdrożona w Polsce do końca 2013 r.

Celem wprowadzonej reguły jest ograniczenie wzrostu wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych, z wyłączeniem wydatków w pełni finansowanych ze środków unijnych i EFTA oraz wydatków jednostek, które nie mają zdolności do generowania wysokich deficytów. Wprowadzone rozwiązanie ma na celu zapewnienie stabilności finansów publicznych w Polsce i korygowanie ich ewentualnej nadmiernej nierównowagi.

Reguła została zaprojektowana w taki sposób, aby przyczyniała się do respektowania zarówno polskich, jak i unijnych wymogów odnośnie do polityki fiskalnej. SRW zawiera mechanizm korygujący, którego celem jest automatyczna korekta nierównowagi finansów publicznych, gdy:

- wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych przekroczy wartość referencyjną 3% PKB;
- poziom długu publicznego przekroczy wartość 43% lub 48% PKB;
- suma różnic odchyleń wyniku nominalnego od średniookresowego celu budżetowego (tzw. MTO) przekroczy +/ - 6% PKB.

Formuła reguły ma charakter wydatkowy, a więc nakłada ograniczenia na poziom wydatków publicznych i pozwala na wyliczenie na podstawie wzoru zawartego w art. 112aa ust. 1 ustawy o finansach publicznych prawnie wiążącego nieprzekraczalnego limitu wydatkowego na dany rok budżetowy. Kwota wydatków obejmuje dwie grupy jednostek instytucji rządowych

i samorządowych. Pierwsza z nich to: budżet państwa, Fundusz Ubezpieczeń Społecznych, Fundusz Pracy, Fundusz Emerytalno-Rentowy, Fundusz Emerytur Pomostowych i fundusze utworzone, powierzone lub przekazane Bankowi Gospodarstwa Krajowego. Drugą grupę stanowią: Narodowy Fundusz Zdrowia, jednostki samorządu terytorialnego i ich związki oraz jednostki, o których mowa w art. 139 ust. 2 ustawy o finansach publicznych. W celu uzyskania ww. limitu wydatkowego od kwoty wydatków odejmowane są prognozowane wydatki jednostek wymienionych w grupie drugiej.

Aktualny poziom progów ostrożnościowych zawartych w mechanizmie korygującym (43% i 48% PKB) jest rezultatem obniżenia o 7 p. proc. pierwotnych progów 50% i 55%, określonych w art. 112aa ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych w brzmieniu obowiązującym do dnia 10 lipca 2014 r.

Zmiana ta została dokonana w związku z przebudową systemu emerytalnego, w efekcie której poziom długu publicznego uległ zmniejszeniu. Obniżenie wysokości ww. progów ma na celu zapewnienie odpowiedniej restrykcyjności polityki fiskalnej pomimo niższego poziomu długu publicznego, ustabilizowanie długu publicznego na niższym poziomie oraz zapewnienie wiarygodności polskiej polityki fiskalnej.

Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego

Od 1 stycznia 2014 r. obowiązuje określony w art. 243 ustawy o finansach publicznych system ustalania indywidualnych limitów dotyczących zaciągania długu przez JST, uzależniający możliwą wysokość zadłużenia poszczególnych JST od zdolności do spłaty tego zadłużenia. Nowe rozwiązanie ma na celu zindywidualizowanie wskaźnika określającego bezpieczny poziom długu oraz odzwierciedlenie zdolności kredytowej jednostek i ich kondycji finansowej.

Ponadto, w celu ukierunkowania samorządu na samodzielną naprawę finansów w danej jednostce samorządu terytorialnego w oparciu o własne zasoby, ustawą z dnia 8 listopada 2013 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw zostały wprowadzone zmiany, które normują kwestie programu postępowania naprawczego jednostki samorządu terytorialnego w sytuacji wystąpienia zagrożenia realizacji zadań publicznych i niespełnienia przez jednostkę relacji wynikających z art. 242–244 ustawy o finansach publicznych, a także regulują kwestie zastępczego ustalenia budżetu samorządowego przez regionalną izbę obrachunkową (art. 240a ustawy).

Rozwiązanie to – zakładając określone wymogi finansowe w zakresie gospodarki finansowej jednostki prowadzącej postępowanie naprawcze – pozwala na koncentrację środków i wysiłków samorządu niezbędnych z punktu widzenia efektywnej naprawy finansowej. Wśród tych wymogów można wymienić ograniczenie nowych inwestycji do takich, które nie generują przyrostu długu oraz ograniczenie wydatków na wynagrodzenia zarządu i diet radnych.

Jednocześnie, w celu zwiększenia możliwości absorpcji środków unijnych w jednostkach samorządu terytorialnego złagodzono ograniczenia wynikające z ustawy o finansach publicznych. Wyłączono m.in. odsetki od zobowiązań zaciągniętych na finansowanie projektów realizowanych z udziałem środków z Unii Europejskiej z limitu spłaty zadłużenia oraz zobowiązania zaciągnięte na współfinansowanie wydatków w ramach programu, projektu lub zadania UE, którego poziom dofinansowania środkami UE przekracza 60%.

VII.2. Założenia strategii udzielania poręczeń i gwarancji

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

- koncentrację udzielania poręczeń i gwarancji na wspieraniu inwestycji prorozwojowych z zakresu infrastruktury, ochrony środowiska, tworzenia nowych miejsc pracy oraz rozwoju regionalnego, przede wszystkim realizowanych w oparciu o fundusze z UE (kredyty i obligacje poręczone lub gwarantowane przez SP powinny umożliwić pozyskanie funduszy

UE), a także na wsparcie innych zadań inwestycyjnych wynikających z ewentualnych nowych programów wsparcia przewidujących udzielanie poręczeń i gwarancji zgodnie z zasadami UE;

- wykorzystanie poręczeń i gwarancji dla inicjatyw, które mogą być potencjalnie podjęte w przypadku ewentualnego pogorszenia warunków działania polskiego systemu finansowego w obliczu globalnego kryzysu finansowego i gospodarczego;
- ograniczenie roli szczególnie ryzykownych dla SP poręczeń i gwarancji udzielanych na podstawie ustaw specjalnych, tzw. „sektorowych".

Wartość udzielanych w danym roku nowych poręczeń i gwarancji ograniczana jest poprzez ustawę budżetową. Zgodnie z art. 31 ustawy z dnia 8 maja 1997 r. o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne, ustawa budżetowa corocznie określa łączną kwotę, do wysokości której mogą być udzielane przez Skarb Państwa poręczenia i gwarancje. Limit na 2015 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, jak i z ewentualnych działań, które mogą być potencjalnie podjęte w przypadku ewentualnego pogorszenia warunków działania polskiego systemu finansowego w obliczu globalnego kryzysu finansowego i gospodarczego. Istotny wpływ na wzrost potencjalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SP będą miały poręczenia i gwarancje udzielane następującym podmiotom:

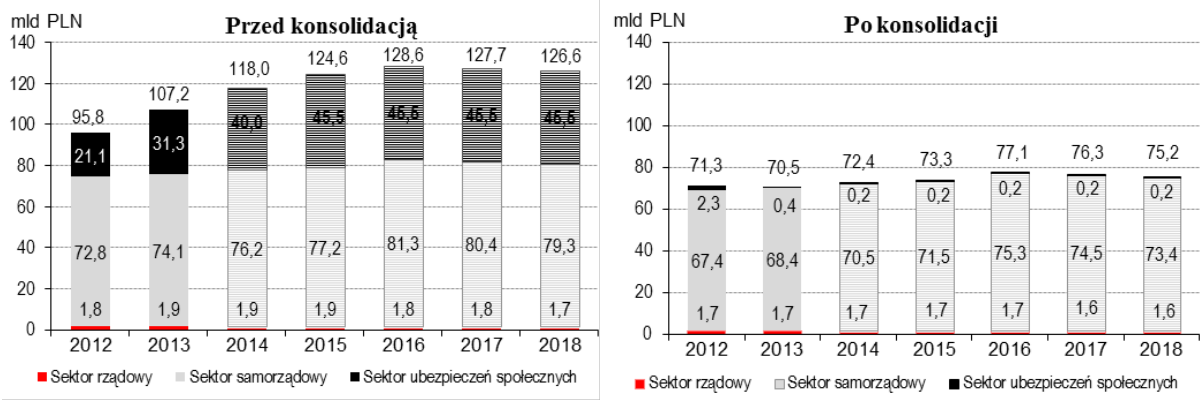
- BGK na emisję obligacji oraz spłatę kredytów zaciąganych na rzecz KFD w celu współfinansowania budowy infrastruktury drogowej;
- PKP Polskim Liniom Kolejowym S.A. na spłatę kredytów zaciąganych w celu współfinansowania modernizacji infrastruktury kolejowej.

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

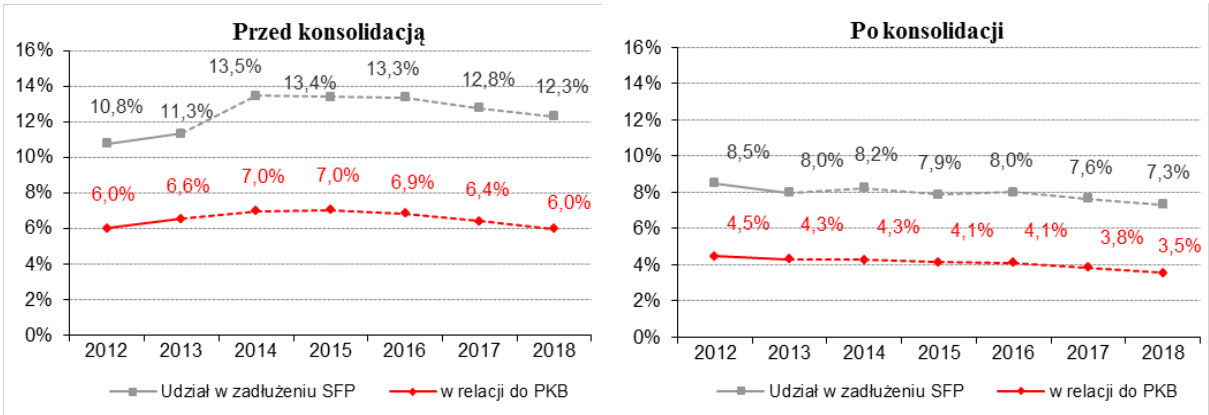
Przy przyjętych założeniach nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP w horyzoncie *Strategii* nieznacznie wzrośnie z 118,0 mld zł do 126,6 mld zł przed konsolidacją i z 72,4 mld zł do 75,2 mld zł po konsolidacji. Wzrost ten będzie wypadkową stosunkowo niewielkiego wzrostu zadłużenia JST oraz stabilizacji zadłużenia pozostałych jednostek sektora rządowego i samorządowego.

Zadłużenie przed konsolidacją pozostałego sektora w relacji do PKB w horyzoncie *Strategii* będzie kształtować się na poziomie ok. 7,8%, a zadłużenie po konsolidacji na poziomie ok. 4,0%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych przed konsolidacją będzie kształtować się na poziomie ok. 13,0%, a po konsolidacji na poziomie ok. 6,7%.

Wykres 29. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory



Wykres 30. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji – relacja do PKB i udział w zadłużeniu SFP



VII.3.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

W *Strategii* założono, że zadłużenie JST oraz ich związków będzie rosło do 2016 r., na skutek występowania deficytów tej grupy jednostek. Od 2017 r. przewidywany jest niewielki spadek długu JST, będący wypadkową łącznej nadwyżki budżetów JST.

Potrzeby pożyczkowe JST będą wynikać z wydatków inwestycyjnych, przede wszystkim przeznaczonych na realizację projektów infrastrukturalnych, w tym współfinansowanych środkami z funduszy UE.

Dominującym instrumentem w finansowaniu potrzeb pożyczkowych JST pozostaną kredyty pozyskiwane z banków komercyjnych na rynku krajowym. Zadłużenie zagraniczne, tak z tytułu obligacji emitowanych na rynkach międzynarodowych, jak i kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych, będzie stanowiło uzupełniające źródło finansowania potrzeb pożyczkowych tych jedostek.

Na poziom długu jednostek samorządu terytorialnego będą oddziaływać nowe reguły dotyczące zaciągania zobowiązań przez te jednostki, które weszły w życie od 1 stycznia 2014 r.

VII.3.2. Zadłużenie pozostałych jednostek

W strukturze zadłużenia pozostałych jednostek sektora finansów publicznych dominującym składnikiem będą kredyty i pożyczki.

W horyzoncie *Strategii* zakłada się stabilizację zadłużenia samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej. Zadłużenie jednostek samorządowych będzie nadal dominować w strukturze całości zobowiązań SPZOZ.

Oczekuje się, że zadłużenie FUS po konsolidacji będzie istotnie niższe niż przed konsolidacją w związku z wykorzystywaniem pożyczek z budżetu państwa jako instrumentu finansowania.

VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji *Strategii* obejmują prognozy:

- wielkości długu publicznego i kosztów jego obsługi;
- długu potencjalnego z tytułu gwarancji i poręczeń;
- zmian w zakresie ryzyka związanego z długiem publicznym.

Są one oczekiwanym rezultatem realizacji celów *Strategii* przy przyjętych założeniach makroekonomicznych, budżetowych i rynkowych. W rozdziale wskazane zostały również najważniejsze zagrożenia dla realizacji celów *Strategii*.

VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

W 2014 r. przewidywany jest spadek państwowego długu publicznego zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do PKB, co wynika z przeprowadzonych zmian w systemie emerytalnym, w tym umorzenia obligacji skarbowych o wartości nominalnej 130,2 mld zł. Zgodnie z przyjętymi założeniami na koniec 2014 r. relacja państwowego długu publicznego do PKB spadnie do 47,7% z 53,9% na koniec 2013 r.

W 2015 r. przewidywana jest stabilizacja relacji długu do PKB na poziomie zbliżonym do poziomu z 2014 r. lub nieznacznie wyższym, a w kolejnych latach relacja ta będzie się zmniejszać i obniży się do poziomu 44,5% w 2018 r. Zarówno w 2014 r., jak i w całym horyzoncie *Strategii* kwota ustalona w wyniku przeliczenia PDP z zastosowaniem średnich w roku kursów NBP i pomniejszenia o wolne środki MF znajdować się będzie powyżej 43% PKB, ale poniżej 48% PKB, tj. progów zawartych w stabilizującej regule wydatkowej. Nie przewiduje się zagrożenia uruchomienia sankcji wynikających z przekroczenia progu 55%, przewidzianych w ustawie o finansach publicznych.

Tabela 4. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

Wyszczególnienie	2013	2014	2015*	2016	2017	2018
1. Dług Skarbu Państwa						
a) w mld zł	838,0	759,5	804,8	832,1	869,1	899,3
– krajowy	584,3	501,3	548,4	576,8	606,8	629,4
– zagraniczny	253,8	258,2	256,5	255,4	262,3	269,9
b) w relacji do PKB	51,2%	44,8%	45,4%	44,3%	43,7%	42,4%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	882,3	807,5	850,0	880,1	915,2	943,1
b) w relacji do PKB	53,9%	47,7%	48,0%	46,9%	46,0%	44,5%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych**						
a) w mld zł	864,8	788,1	840,2	873,2	901,9	929,2
b) w relacji do PKB	52,9%	46,5%	47,4%	46,5%	45,4%	43,9%
4. Dług sektora *general government*						
a) w mld zł	934,6	848,5	899,3	940,5	985,3	1 028,6
b) w relacji do PKB	57,1%	50,1%	50,8%	50,1%	49,5%	48,5%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)***						
a) w mld zł, w tym:	42,5	36,2	32,3	31,7 - 33,1	32,5 - 33,8	33,6 - 35,0
– długu krajowego	32,3	24,4	22,1	22,9	23,8	24,1
– długu zagranicznego	10,1	11,8	10,2	8,8 - 10,1	8,7 - 10,0	9,5 - 10,9
b) w relacji do PKB	2,60%	2,14%	1,82%	1,69% - 1,76%	1,63% - 1,70%	1,58% - 1,65%

**) Prognoza na 2015 r. została sporządzona przy założeniu pełnej realizacji limitu deficytu budżetu państwa na 2015 r. Oczekiwana niższa niż wynikająca z ustawowego limitu realizacja deficytu budżetu państwa na 2015 r. skutkować będzie odpowiednio niższym przyrostem długu publicznego.*

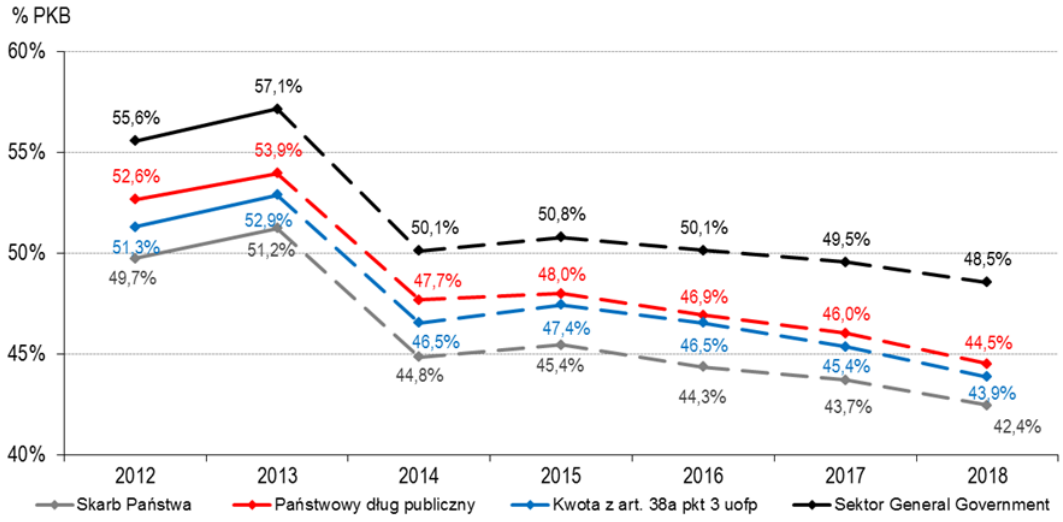
***) Kwota ustalona w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego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

****) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2016-2018 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.*

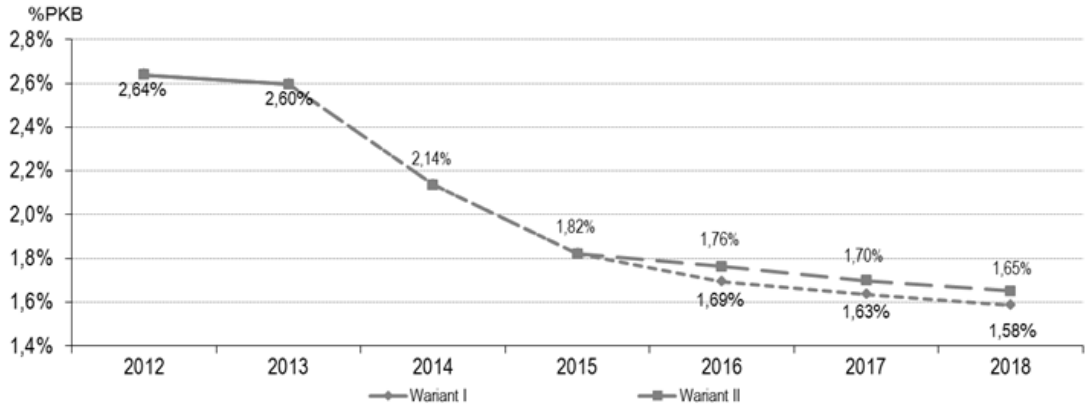
Relacja długu sektora *general government* do PKB w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 48,5%. *Strategia* nie przewiduje przekroczenia przez tę relację progu 60% określonego w Traktacie z Maastricht.

Strategia zakłada w 2014 r. spadek relacji kosztów obsługi długu SP do PKB do poziomu 2,1% z 2,6% w 2013 r., wynikający głównie z umorzenia SPW nabytych przez Ministra Finansów od ZUS oraz ze spadku stóp procentowych na rynku krajowym i rynkach zagranicznych. Na spadek kosztów obsługi długu wpłynęło również zwiększenie udziału w długu zobowiązań o zmiennym oprocentowaniu. W 2015 r. przewidywany jest spadek relacji kosztów obsługi długu SP do PKB do poziomu 1,8%. W kolejnych latach zakładana jest kontynuacja tendencji spadkowej, do 1,6-1,7% w 2018 r.

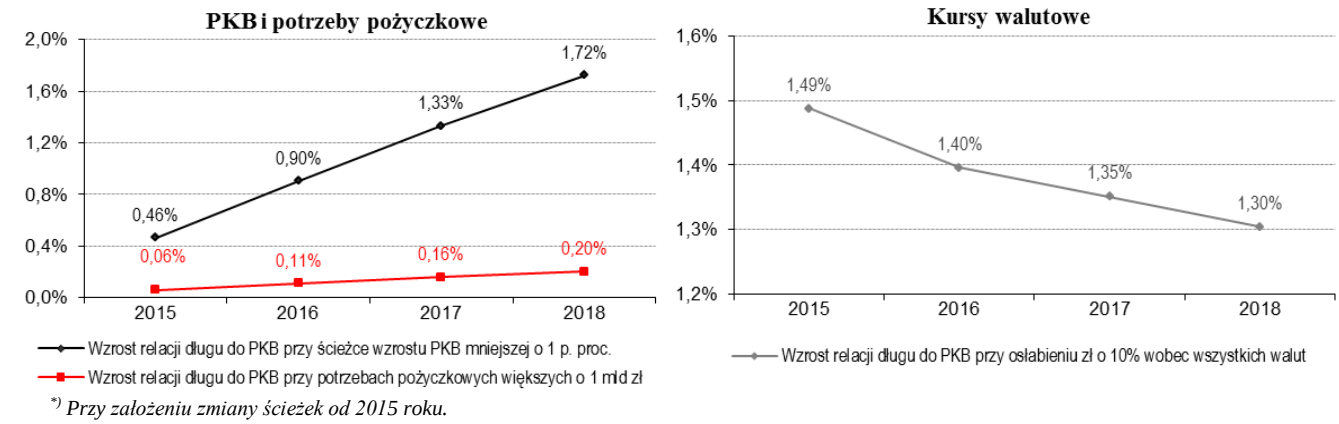
Wykres 31. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 32. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

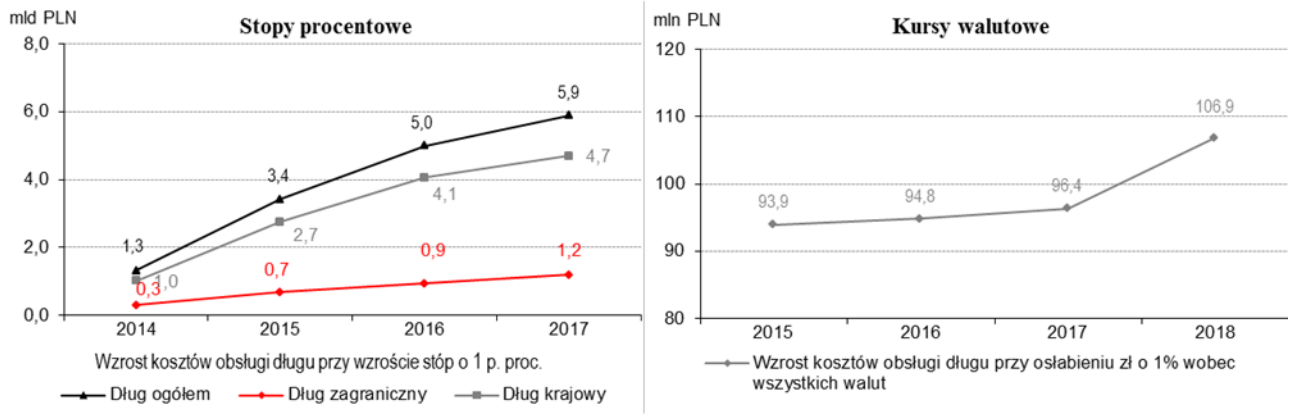


*Wykres 33. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń**



*) *Przy założeniu zmiany ścieżek od 2015 roku.*

Wykres 34. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń



Dług potencjalny (gwarancje i poręczenia)

Przewiduje się, że relacja potencjalnych zobowiązań SP z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB wyniesie w 2014 r. ok. 7,3% i będzie rosła w kolejnych latach, aż do osiągniecia swojego maksimum (8,0%) w 2016 r. i 2017 r. W 2018 r. przewidywany jest spadek tej relacji do poziomu 7,7% PKB. Jednocześnie wysokość przewidywanych wypłat z tego tytułu pozostanie na bezpiecznym poziomie, tj. nie przekroczy progu 1,4% PKB.

Tabela 5. Prognoza niewymagalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SFP i SP

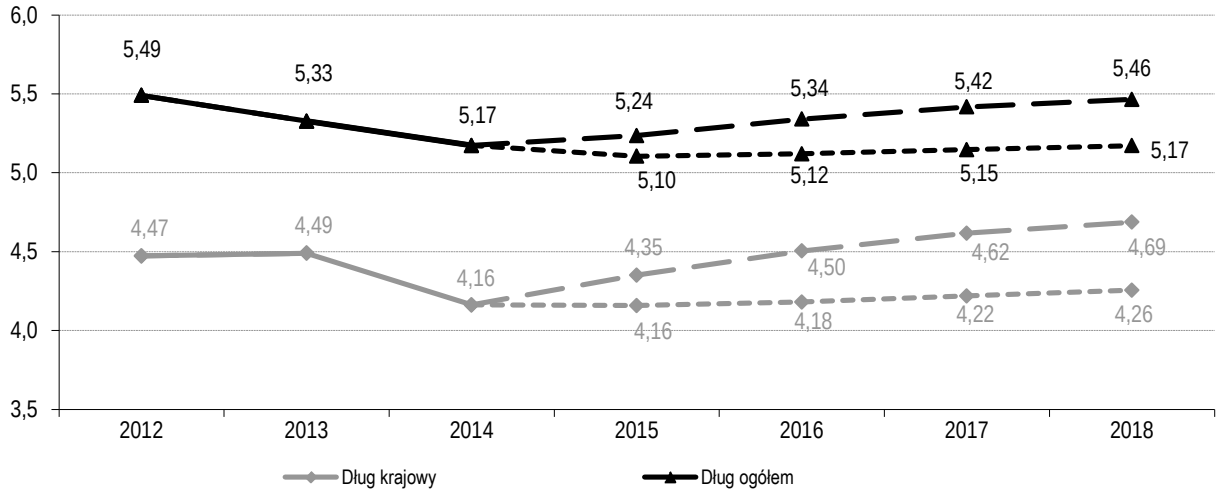
	2014	2015	2016	2017	2018
1. Przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez:					
a) sektor finansów publicznych					
w mld zł	8,5	8,3	8,7	8,9	9,7
w relacji PKB	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,5%
b) Skarb Państwa					
w mld zł	8,4	8,3	8,7	8,9	9,7
w relacji PKB	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,5%
2. Potencjalne niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:					
a) sektor finansów publicznych					
w mld zł	128,0	145,0	156,0	165,8	171,1
w relacji PKB	7,6%	8,2%	8,3%	8,3%	8,1%
b) Skarb Państwa					
w mld zł	123,4	139,9	150,3	159,3	163,8
w relacji PKB	7,3%	7,9%	8,0%	8,0%	7,7%

VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

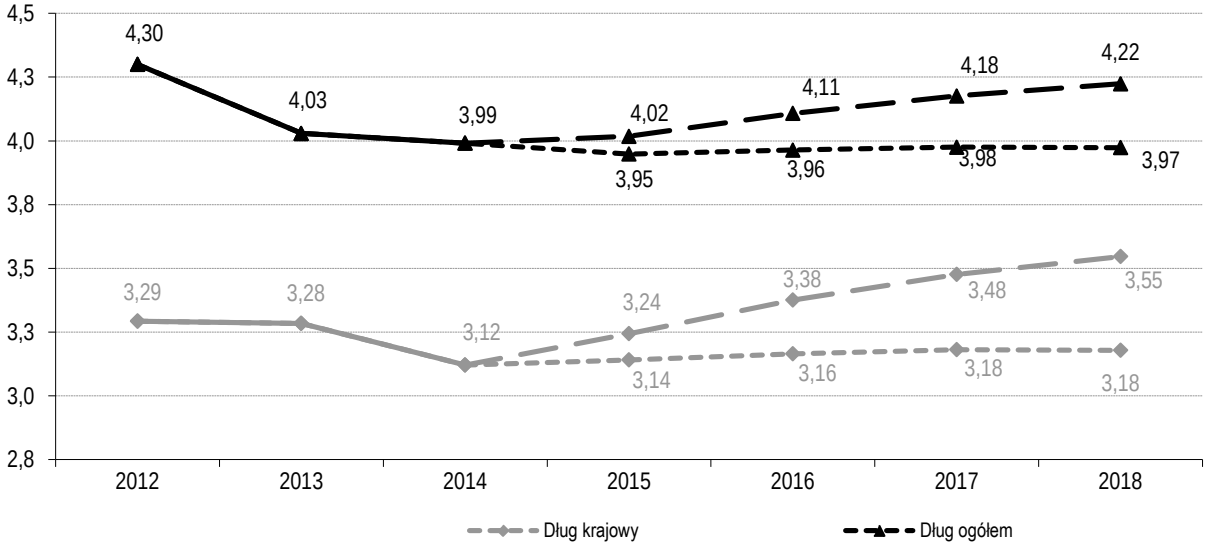
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zakresie ryzyka refinansowania – średnia zapadalność rynkowego długu krajowego SP, po przejściowym spadku w 2014 r. z 4,6 do 4,2 roku w wyniku umorzenia SPW w związku z reformą emerytalną, będzie się zwiększać w tempie uzależnionym od warunków rynkowych, do ok. 4,3-4,7 roku w 2018 r., a całego długu SP do ok. 5,2-5,5 roku;
- ryzyko stopy procentowej pozostawać będzie w założonym w *Strategii* przedziale, w zależności od przyjętej struktury finansowania ATR rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 3,1-3,6 roku wobec 3,1 roku na koniec 2014 r., a długu ogółem ok. 4,0-4,2 roku, natomiast *duration* rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 2,9-3,2 roku wobec ok. 2,9 roku na koniec 2014 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,5-3,8 roku;
- udział długu w walutach obcych będzie ograniczany i w horyzoncie *Strategii* może osiągnąć 30%.

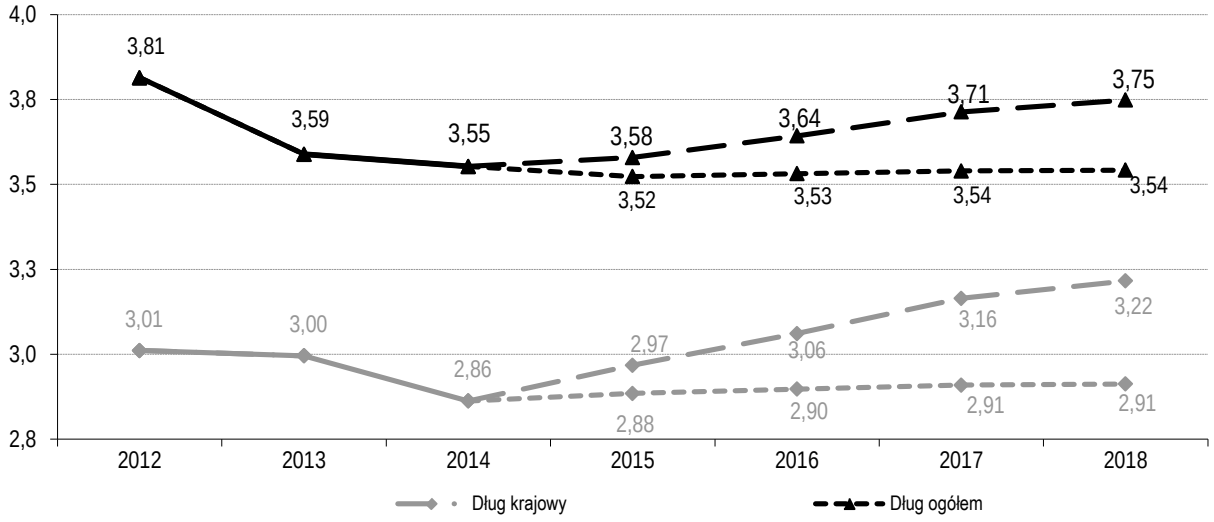
Wykres 35. Średnia zapadalność długu SP (w latach)



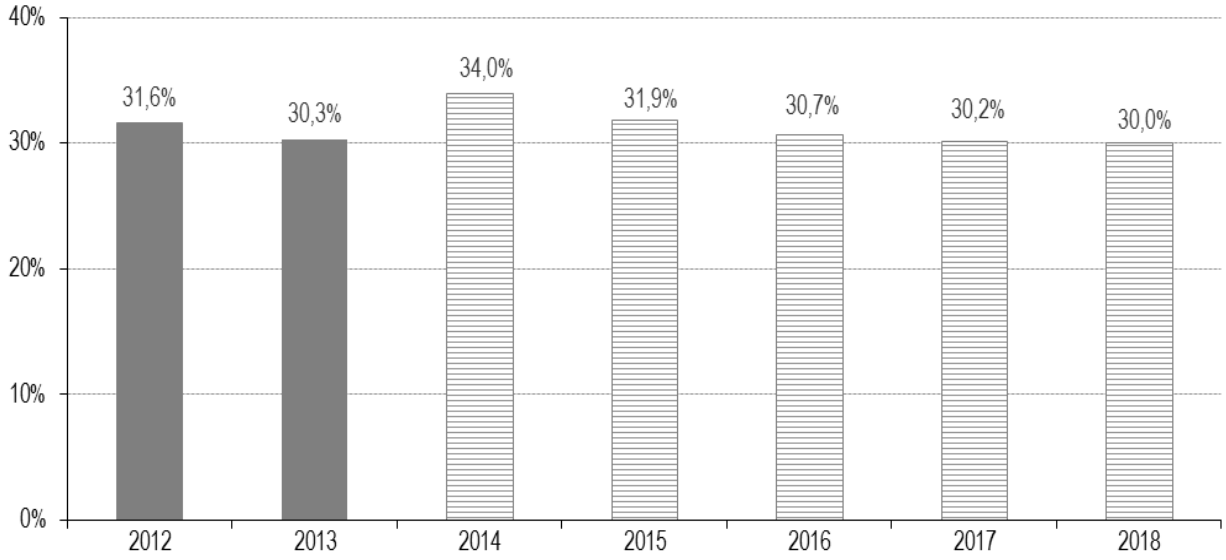
Wykres 36. ATR długu SP (w latach)



Wykres 37. Duration długu SP (w latach)



Wykres 38. Udział długu w walutach obcych w długu SP



VIII.3. Zagrożenia dla realizacji Strategii

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

1. odmiennym od zakładanego scenariuszem sytuacji makroekonomicznej w Polsce, w szczególności wolniejszym wzrostem PKB, wyższymi stopami procentowymi oraz wahaniami kursu walutowego;
2. uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
   - wolniejszym od przewidywanego tempem wzrostu gospodarczego w Europie i USA,
   - odpływem kapitału pożyczkowego w kierunku inwestycji na rynkach bazowych lub innych rynków w związku z odwrotem od łagodnej polityki pieniężnej w USA,
   - konsekwencjami konfliktu na Ukrainie;
3. ryzykiem wzrostu w stosunku do założeń relacji długu publicznego oraz długu sektora *general government* do PKB, w związku z:
   - wyższym poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zależnym m.in. od koniunktury w polskiej gospodarce,
   - osłabieniem kursu złotego w stosunku do założonego w *Strategii*,
   - znacznym przyrostem zadłużenia innych niż SP podmiotów sektora finansów publicznych, przede wszystkim JST,
   - koniecznością wykonania poręczeń lub gwarancji udzielanych przez podmioty sektora finansów publicznych.

Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć

A. Wykaz skrótów

ATM – średnia zapadalność (*average time to maturity*)
ATR – *average time to refixing*
BGK – Bank Gospodarstwa Krajowego
CDS – *Credit Default Swap*
CPI – indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych (*consumer price index*)
DSPW – Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
ECB – Europejski Bank Centralny
EDP – procedura nadmiernego deficytu (*Excessive Deficit Procedure*)
EFSF – Europejski Instrument Stabilnosci Finansowej (*the European Financial Stability Facility*)
FED – System Rezerwy Federalnej w USA (*the Federal Reserve System*)
FUS – Fundusz Ubezpieczeń Społecznych
GG – sektor instytucji rządowych i samorządowych (*general government*)
JST – jednostki samorządu terytorialnego
KFD – Krajowy Fundusz Drogowy
MIF – Międzynarodowe instytucje finansowe
NBP – Narodowy Bank Polski
OFE – otwarte fundusze emerytalne
PDP – państwowy dług publiczny
PKB – produkt krajowy brutto
SFP – sektor finansów publicznych
SP – Skarb Państwa
SPW – skarbowe papiery wartościowe
SPZOZ – samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej
UE – Unia Europejska
VAT – podatek od wartości dodanej (*value added tax*)
ZUS – Zakład Ubezpieczeń Społecznych

B. Słowniczek pojęć

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

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

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

gdzie:

r – termin płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
t – termin zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
j – termin zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
R – zbiór wszystkich terminów płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
T – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
J – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,

NZ_r – wyrażony w złotych nominał dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
NS_t – wyrażony w złotych nominał dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
NI_j – nominał (niezindeksowany) dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
I_0 – bieżący wskaźnik indeksacji dla nominału obligacji inflacyjnych.

Benchmark

1. (*emisja*) duża wartościowo emisja SPW, posiadająca płynny rynek wtórny. Rynkowa wycena emisji benchmarkowej stanowi punkt odniesienia dla poziomu stóp procentowych w danym segmencie zapadalności;
2. (*portfel*) docelowa charakterystyka portfela długu publicznego, stanowiąca *portfel odniesienia* dla portfela istniejącego i wyznaczająca kierunek zarządzania długiem publicznym. Na charakterystykę portfela odniesienia składać się mogą udziały poszczególnych walut, sposobów oprocentowania i typów instrumentów, jak również wartości syntetycznych wskaźników, będących najczęściej miarami ryzyka, np. średnia zapadalność czy *duration*.

Buy-sell-back – transakcja, na którą składają się dwie umowy: kupna oraz sprzedaży papierów wartościowych, po cenie ustalonej z góry w dniu sprzedaży tych papierów.

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

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

Duration – miara wrażliwości kosztów obsługi długu na zmiany stóp procentowych, a więc miara ryzyka stopy procentowej związanego z długiem publicznym. *Duration* interpretowane 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 niższe *duration*. *Duration* długu SP w danej walucie liczone jest wg wzoru:

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

gdzie:

s – termin przepływu z tytułu SPW (odsetki lub nominał),
S – zbiór wszystkich terminów przepływów z tytułu SPW (odsetki lub nominał),
r – termin płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
R – zbiór wszystkich terminów płatności najbliższego, ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
$S|_r$ – zbiór wszystkich terminów przepływów dla takich obligacji o oprocentowaniu zmiennym, których najbliższy ustalony termin wykupu wynosi r,
CFZ_s – wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym i terminie s,
CFS_s – wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu stałym i terminie s,
i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s.

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

Instrumenty pochodne – instrumenty finansowe, których wartość zależy od wartości innych aktywów, zwanych instrumentami bazowymi. Ich zadaniem jest zmiana profilu ryzyka stron dokonujących transakcji na instrumentach pochodnych, tj. zabezpieczenia przed ryzykiem, zamiany ryzyka jednego rodzaju na inne lub zamiany kosztu na ryzyko (zmniejszenie kosztu za cenę wyższego ryzyka). Przykładami instrumentów pochodnych najczęściej występującymi w zarządzaniu długiem publicznym są *swap* oraz *opcja*.

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

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

Opcja – prawo (lecz nie obowiązek) kupna albo sprzedaży określonego aktywa po ustalonej cenie, do którego respektowania zobowiązuje się wystawca opcji wobec posiadacza opcji. Opcje mogą być samodzielnymi instrumentami finansowymi lub być wbudowane w inne instrumenty, np. opcja przedstawienia SP obligacji oszczędnościowych do przedterminowego wykupu.

Państwowy dług publiczny – dług Skarbu Państwa i jednostek sektora finansów publicznych po konsolidacji. Do jednostek sektora finansów publicznych należą:

- organy władzy publicznej, w tym organy administracji rządowej, organy kontroli państwowej i ochrony prawa oraz sądy i trybunały;
- jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki;
- 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 oraz państwowe instytucje filmowe;
- inne państwowe lub samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego.

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

Ryzyko kredytowe – wiąże się z niebezpieczeństwem, że druga strona transakcji nie wywiąże się, w całości lub w części, ze swojego zobowiązania. Ryzyko powstaje w wyniku transakcji, których przedmiotem są należności. Dla zarządzającego długiem tak jest w przypadku stosowania instrumentów pochodnych, w szczególności typu *swap*. Ryzyko kredytowe występuje również w przypadku zarządzania płynnymi aktywami, np. poprzez dokonywanie lokat w bankach i nabywanie papierów wartościowych.

Zarządzanie ryzykiem kredytowym odbywa się głównie poprzez dobór partnerów charakteryzujących się wysoką wiarygodnością kredytową (ocena kredytowa – *rating*) oraz ustalenie limitów kwot zaangażowania uzależnionych od wiarygodności kredytowej partnera oraz rodzaju przeprowadzanej transakcji.

Ryzyko kursowe – wynika z istnienia w ramach długu SP instrumentów nominowanych i rozliczanych w walutach obcych. Ryzyko kursowe przejawia się wrażliwością poziomu długu

i kosztów jego obsługi na zmiany kursu walutowego, co jest konsekwencją obowiązującego w Polsce płynnego kursu walutowego. Aprecjacja lub deprecjacja złotego wobec danej waluty obcej powoduje proporcjonalny spadek lub wzrost wyrażonych w złotych: zadłużenia w tej walucie i kosztów jego obsługi.

Ryzyko operacyjne – ryzyko wynikające z niebezpieczeństwa, że koszty związane z zarządzaniem długiem lub poziom pozostałych rodzajów ryzyka ulegną zwiększeniu w wyniku nieadekwatnej do zakresu zadań infrastruktury oraz organizacji i kontroli zarządzania długiem. Ryzyko operacyjne jest najtrudniej mierzalnym spośród rodzajów ryzyka.

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

Ryzyko płynności budżetu państwa – ryzyko utraty przez budżet państwa zdolności do regulowania bieżących zobowiązań oraz terminowej realizacji wydatków budżetowych. Ograniczanie tego ryzyka wymaga, 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 tak, aby generowały one dochody budżetowe rekompensujące w jak największym stopniu koszty związane z utrzymywaniem określonego, bezpiecznego poziomu płynności.

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

Ryzyko refinansowania – wiąże się z emisją długu w celu sfinansowania potrzeb pożyczkowych państwa związanych z wykupem istniejącego zadłużenia. Ryzyko dotyczy zarówno samej zdolności wykupu zapadającego długu, jak i warunków, na których jest on refinansowany (w tym w szczególności kosztów obsługi generowanych przez nowo emitowany dług). Im wyższa jest płatność z tytułu wykupu zapadającego długu i im bliższy jest jej termin, tym większe ryzyko związane z jego refinansowaniem. Na wielkość ryzyka refinansowania wpływa wielkość długu publicznego oraz jego struktura zapadalności. Do ograniczenia ryzyka refinansowania przyczynia się wydłużenie okresu zapadalności długu oraz równomierne rozłożenie wykupów w czasie.

Spread – różnica występująca pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów dłużnych. W węższym znaczeniu *spread* kredytowy (inaczej marża kredytowa) to różnica pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów o identycznych lub bardzo zbliżonych parametrach, w tym w szczególności terminie zapadalności, wyemitowanych przez różnych emitentów. *Spread* jest często rozumiany jako różnica pomiędzy rentownością instrumentu obarczonego ryzykiem kredytowym i instrumentu uznawanego za wolny od ryzyka kredytowego lub o najniższym ryzyku w danej klasie.

Swap – wymiana strumieni płatności o z góry ustalonym sposobie ustalania ich wartości, następująca między stronami umowy. *Swap* jest instrumentem finansowym należącym do 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:

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

gdzie:

t – termin zapadalności,
T – zbiór wszystkich terminów zapadalności (tj. płatności nominału),
N_t – wyrażony w złotych nominał płatny w chwili t,
I_0 – bieżący wskaźnik indeksacji nominału (dla długu innego niż obligacje indeksowane I_0 =1).

Aneks 2. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
1. Konstytucja RP ➢ nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5);	1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej ➢ poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, na podstawie którego Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 126) – określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (*Excessive Deficit Procedure* – EDP);
2. Ustawa o finansach publicznych ➢ regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia; ➢ definicja sektora finansów publicznych.	2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w przypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej ➢ definicja długu oraz dopuszczalna wartość relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%;
	3. Rozporządzenie o stosowaniu Protokołu w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską ➢ definicja 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 general government.

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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych
I. Procedury dotyczące limitów na relację państwowego długu publicznego do PKB
1) jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60%:
a) przyjmuje się brak deficytu lub poziom różnicy dochodów i wydatków budżetu państwa w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 zapewniający spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x;
b) deficyt budżetowy JST pomniejszony o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych oraz wolne środki w uchwale budżetowej na rok x+2 może wynikać jedynie z wydatków związanych z realizacją zadań współfinansowanych ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA;
c) w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2: ➢ nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej, ➢ waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w roku budżetowym x+1, ➢ wprowadzony jest zakaz udzielania nowych pożyczek i kredytów z budżetu państwa, ➢ wzrost wydatków Kancelarii Sejmu, Kancelarii Senatu, Kancelarii Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Trybunału Konstytucyjnego, Najwyższej Izby Kontroli, Sądu Najwyższego, Naczelnego Sądu Administracyjnego, Krajowej Rady Sądownictwa, sądownictwa powszechnego oraz wojewódzkich sądów administracyjnych, Rzecznika Praw Obywatelskich, Rzecznika Praw Dziecka, Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji, Generalnego Inspektora Ochrony Danych Osobowych, Instytutu 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 ma 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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych
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 państwa członkowskie EFTA, na maksymalnym dopuszczalnym poziomie określonym w przepisach lub procedurach dotyczących danego rodzaju inwestycji, nie mniejszym niż 50% całości kosztów, z tym że ograniczenia te nie dotyczą odbudowy lub przebudowy dróg krajowych w celu usunięcia zagrożenia bezpieczeństwa w ruchu drogowym, inwestycji w infrastrukturę przeciwpowodziową, systemu elektronicznego poboru opłat za korzystanie z dróg publicznych oraz odszkodowań za nieruchomości przejęte w związku przygotowaniem i realizacją inwestycji w zakresie dróg publicznych;
2) jeśli relacja w roku x jest równa lub większa od 60%:
a) obowiązują procedury przewidziane w pkt 2 lit. a, c, d, f, g, h dla relacji większej od 55%, a nie większej od 60% PKB; 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 do PKB kwoty ustalonej w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego, za który ogłaszana jest relacja pomniejszonej o kwotę wolnych środków służących finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnym roku budżetowym nie przekracza 55%.
II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST
a) planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych i wolne środki;
b) wykonane wydatki bieżące mogą być wyższe niż wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych i wolne środki jedynie o kwotę związaną z realizacją zadań bieżących ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA w przypadku, gdy środki te nie zostały przekazane w danym roku budżetowym;
c) JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na: ➢ spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów, ➢ pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST, ➢ finansowanie planowanego deficytu budżetu JST, ➢ wyprzedzające finansowanie zadań finansowych ze środków pochodzących z budżetu 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, ➢ potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń oraz gwarancji, do planowanych dochodów ogółem budżetu JST nie może przekroczyć w danym roku budżetowym oraz w jakimkolwiek roku następującym po roku budżetowym średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich trzech lat relacji jej dochodów bieżących powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów ogółem budżetu JST;
g) ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się do: ➢ spłat rat kredytów i pożyczek zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami, ➢ wykupów papierów wartościowych emitowanych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami i dyskontem – w terminie nie dłuższym niż 90 dni po zakończeniu programu, projektu lub zadania i otrzymaniu refundacji z tych środków; termin ten nie ma zastosowania do odsetek i dyskonta od zobowiązań zaciągniętych na wkład krajowy, ➢ wykupów papierów wartościowych, spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami i dyskontem, odpowiednio emitowanych lub zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego w co najmniej 60% ze środków UE, w części odpowiadającej wydatkom na wkład krajowy finansowanych tymi zobowiązaniami.

Tabela 3. Mechanizm korygujący stabilizującej reguły wydatkowej

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych
Wielkość korekty kwoty wydatków spójnej ze stabilizującą regułą wydatkową, zgodnie z art. 112aa, wynosi:
1) minus dwa punkty procentowe, jeżeli:
➢ wartość relacji wyniku nominalnego, powiększonego o koszty reformy emerytalnej, do produktu krajowego brutto jest w roku x-2 mniejsza od -3%, albo jeżeli
➢ wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku x-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 x-2 nie mniejsza niż -3% oraz ➢ wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku x-2 większa od 43%, a nie większa od 48% oraz ➢ prognozowana w projekcie ustawy budżetowej na rok x przedłożonym Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku x 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 x-2 nie mniejsza niż -3% oraz ➢ wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku x-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 x-2 mniejsza od -6% oraz ➢ prognozowana w projekcie ustawy budżetowej na rok x przedłożonym Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku x 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 x-2 nie mniejsza niż -3% oraz ➢ wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków jest w roku x-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 x-2 większa od 6% oraz ➢ prognozowana w projekcie ustawy budżetowej na rok x przedłożonym Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku x 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 *general government***
1) zakres sektora finansów publicznych	
➢ ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych;	➢ zakres sektora *general government*[1)] został zdefiniowany w ESA2010[2)]; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;
różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji	
a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, FK):	
➢ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➢ są zaliczane do sektora general government[3)];
b) przedsiębiorstwa publiczne nieprowadzące działalności rynkowej (np. PKP PR Sp. z o.o., Port Lotniczy Łódź Sp. z o.o., szpitale publiczne oraz jednostki ochrony zdrowia)	
➢ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➢ są zaliczane do sektora general government;
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;
różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji	
➢ 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 rok[5)];
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	
różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB	
➢ 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).

1) Urzędem odpowiedzialnym za zakres sektora *general government* (sektora instytucji rządowych i samorządowych) jest GUS.

2) 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.

3) Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć związanych z budową infrastruktury, po spełnieniu określonych kryteriów w zadłużeniu sektora instytucji rządowych i samorządowych poza zobowiązaniami przedmiotowych Funduszy mogą być ujmowane także nakłady inwestycyjne poniesione przez podmioty spoza sektora realizujące inwestycje tego typu (imputed loan = pożyczka przypisana).

4) Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie lub nadwyżce) sektora general government.

5) Warunki zaliczenia zrestrukturyzowanych bądź zrefinansowanych kredytów handlowych do kategorii pożyczki zawarte są w decyzji Eurostatu z dnia 31 lipca 2012 r. *The statistical recording of some operations related to trade credits incurred by government units.*

Aneks 3. Ramy instytucjonalne zarządzania długiem publicznym w państwach UE

W państwach UE nie istnieje jednolity model instytucjonalnego usytuowania jednostki zajmującej się zarządzaniem długiem SP. Można w tym zakresie wyodrębnić trzy podstawowe koncepcje organizacyjne:

- model bankowy – w banku centralnym;
- model rządowy – w jednym z ministerstw (najczęściej finansów lub skarbu);
- model agencyjny – w wyspecjalizowanej instytucji (agencji), której podstawowym (choć czasami nie jedynym) zadaniem jest zarządzanie długiem.

Model bankowy jest poddawany najsilniejszej krytyce. Wynika to z potencjalnej sprzeczności, jaka może występować pomiędzy polityką pieniężną i zarządzaniem długiem publicznym. Bank centralny może w takiej sytuacji:

- traktować zarządzanie długiem instrumentalnie, skupiając się na celach polityki pieniężnej,
- być mniej skłonny do podnoszenia stóp procentowych w sytuacji zagrożenia inflacją (gdyż zwiększyłoby to koszty związane z zadłużeniem), wpływać na poziom stóp procentowych lub zwiększać płynność rynku tuż przed aukcją, by uzyskać niższe koszty finansowania.

W obydwu przypadkach realizacja nałożonych na bank centralny zadań nie jest optymalna. Ponadto, nawet w przypadku umieszczenia polityki pieniężnej oraz zarządzania długiem w odrębnych departamentach oraz zastosowania tzw. „chińskiego muru", mogą pojawiać się podejrzenia co do wykorzystywania w zarządzaniu długiem nieznanych jeszcze rynkowi informacji dotyczących wysokości stóp procentowych. Prowadzi to do zmniejszenia zaufania do emitenta oraz żądania przez nabywców instrumentów skarbowych dodatkowej premii za ryzyko.

Argumentem przytaczanym przez zwolenników umieszczenia zarządzania długiem w banku centralnym jest przekonanie, że bank centralny dysponuje lepszym przygotowaniem do prowadzenia działalności na rynku finansowym niż jednostka pozostająca w strukturach ministerstwa.

Model rządowy dobrze sprawdza się w warunkach charakterystycznych dla gospodarek „wschodzących" lub podlegających procesowi transformacji ustrojowej, w których stopień rozwoju krajowego rynku finansowego jest niski, choć nie tylko tam jest stosowany. Jest to związane z dużymi możliwościami oddziaływania rządu na tworzenie odpowiedniej infrastruktury prawnej oraz instytucjonalnej, koniecznej dla funkcjonowania efektywnego rynku finansowego. Jednak w warunkach rozwiniętej, stabilnej gospodarki coraz bardziej widoczne stają się wady takiego rozwiązania:

- niebezpieczeństwo przedkładania krótkoterminowych celów budżetowych nad długoterminowe cele zarządzania długiem publicznym, co może prowadzić do zwiększenia ryzyka związanego ze strukturą długu, jak i kosztów obsługi długu w długim terminie;
- brak wystarczającej elastyczności oraz możliwości odpowiednio szybkiego reagowania na zmiany warunków rynkowych (co jest szczególnie ważne w przypadku wykorzystywania w zarządzaniu długiem pochodnych instrumentów finansowych) wynikający ze znacznego stopnia zbiurokratyzowania struktur administracji,
- trudności z pozyskaniem oraz utrzymaniem odpowiednich specjalistów wynikające z mało konkurencyjnych warunków zatrudnienia pracowników administracji w stosunku do oferty firm sektora finansowego (banków, towarzystw funduszy inwestycyjnych itp.).

Model agencyjny dominuje w państwach UE. Termin „agencja" jest jednak pewnym uogólnieniem (nie oznacza agencji rządowej zgodnie z definicją stosowaną w prawie polskim), ponieważ wyspecjalizowane instytucje zajmujące się zarządzaniem długiem w poszczególnych krajach różnią się znacznie zarówno zakresem powierzonych im zadań, jak i poziomem instytucjonalnej odrębności. Charakter agencji może mieć również wydzielona organizacyjnie i

budżetowo część ministerstwa. Wspólną cechą pozostaje wysoki poziom autonomii w wyborze sposobu realizacji zadań. Do najważniejszych zalet tego modelu należą:

- możliwość wyboru optymalnych rozwiązań oraz realizacji długoterminowych celów zarządzania długiem dzięki ograniczeniu ryzyka podporządkowywania decyzji zarządzających krótkoterminowym celom polityki fiskalnej;
- zapewnienie większej przejrzystości działania zarządzających wynikające z zastosowania lepszych mechanizmów kontrolnych oraz sprawozdawczych, a co za tym idzie wzrost zaufania inwestorów i niższe koszty finansowania potrzeb pożyczkowych;
- konieczność wypracowania klarownych oraz jednoznacznych procedur pozwalających na podejmowanie szybkich decyzji dotyczących transakcji rynkowych (warunek konieczny dla efektywnego, aktywnego zarządzania długiem);
- możliwość konkurowania z komercyjnymi instytucjami finansowymi w zakresie pozyskania oraz zatrzymania wysokiej klasy specjalistów.

Z reguły zadaniem agencji jest realizacja wytycznych rządu, często ministra finansów, a jej działania podlegają audytowi pod kątem zgodności z tymi wytycznymi. Dlatego w przypadku modelu agencyjnego bardzo ważne jest przygotowanie odpowiednich rozwiązań legislacyjnych oraz organizacyjnych zapewniających dobrą współpracę ministra finansów, który definiuje cele, oraz agencji, która je realizuje.

Obecnie na 28 państw UE w 14 stosowany jest model agencyjny (odpowiednio w 11 z 17 państw strefy euro).

Tabela 5. Instytucje odpowiedzialne za zarządzanie długiem publicznym w państwach UE

	Państwo	Model	Nazwa instytucji
Strefa euro	Austria	**agencyjny**	Österreichische Bundesfinanzierungsagentur
	Belgia		Agence de la Dette (Agentschap van de Schuld)
	Finlandia		Valtiokonttori
	Francja		Agence France Trésor
	Holandia		Agentschap van het ministerie van Financiën
	Grecja		Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους
	Irlandia		National Treasury Management Agency
	Łotwa		Valsts Kase
	Niemcy		Finanzagentur GmbH
	Portugalia		Instituto de Gestão do Crédito Público
	Słowacja		Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity
	Cypr	**rządowy**	Υπουργείο Οικονομικών
	Estonia		Rahandusministeerium
	Hiszpania		Ministerio de Economía y Hacienda
	Luksemburg		Ministère des Finances
	Słowenia		Ministrstvo za finance
	Malta		Treasury Department
	Włochy		Ministero dell'Ecomomia e delle Finanze
Pozostałe państwa UE	Szwecja	**agencyjny**	Riksgälden
	Węgry		Államadósság Kezelő Központ Zrt.
	Wielka Brytania		Debt Management Office
	Dania	**bankowy**	Danmarsk Nationalbank
	Bułgaria	**rządowy**	Министерство на финансите
	Chorwacja		Ministarstvo Financija
	Czechy		Ministerstvo financí
	Litwa		Finansų Ministeria
	Polska		Ministerstwo Finansów
	Rumunia		Ministerul Economiei şi Finanţelor

Aneks 4. Deficyt, dług publiczny i rentowność obligacji 10-letnich w państwach UE oraz struktura emisji SPW w wybranych krajach

Tabela 6. Deficyt, dług publiczny[1)] i rentowność obligacji 10-letnich[2)] w państwach UE w latach 2012 i 2013

	2012			2013		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	-8,9	157,2	22,50	-12,7	175,1	10,05
Włochy	-3,0	127,0	5,49	-3,0	132,6	4,32
Portugalia	-6,4	124,1	10,55	-4,9	129,0	6,29
Irlandia	-8,2	117,4	6,17	-7,2	123,7	3,79
Cypr	-6,4	86,6	7,00	-5,4	111,7	6,50
Belgia	-4,1	101,1	3,00	-2,6	101,5	2,41
Hiszpania	-10,6	86,0	5,85	-7,1	93,9	4,56
Francja	-4,9	90,6	2,54	-4,3	93,5	2,20
Strefa euro[3)]	**-3,7**	**90,8**	**3,88**	**-3,1**	**92,7**	**3,00**
Wielka Brytania	-6,1	89,1	1,74	-5,8	90,6	2,03
Unia Europejska[4)]	**-3,9**	**85,5**	**3,65**	**-3,3**	**87,1**	**2,96**
Węgry	-2,1	79,8	7,89	-2,2	79,2	5,92
Niemcy	0,1	81,0	1,50	0,0	78,4	1,57
Austria	-2,6	74,4	2,37	-1,5	74,5	2,01
Holandia	-4,1	71,3	1,93	-2,5	73,5	1,96
Malta	-3,3	70,8	4,13	-2,8	73,0	3,36
Słowenia	-4,0	54,4	5,81	-14,7	71,7	5,81
Chorwacja	-5,0	55,9	6,13	-4,9	67,1	4,68
Polska	**-3,9**	**55,6**	**5,00**	**-4,3**	**57,1**	**4,03**
Finlandia	-1,8	53,6	1,89	-2,1	57,0	1,86
Słowacja	-4,5	52,7	4,55	-2,8	55,4	3,19
Czechy	-4,2	46,2	2,78	-1,5	46,0	2,11
Dania	-3,8	45,4	1,40	-0,8	44,5	1,75
Szwecja	-0,6	38,3	1,59	-1,1	40,6	2,12
Litwa	-3,2	40,5	4,83	-2,2	39,4	3,83
Rumunia	-3,0	38,0	6,68	-2,3	38,4	5,41
Łotwa	-1,3	40,8	4,57	-1,0	38,1	3,34
Luksemburg	0,0	21,7	1,82	0,1	23,1	1,85
Bułgaria	-0,8	18,4	4,50	-1,5	18,9	3,47
Estonia	-0,2	9,8	:	-0,2	10,0	:

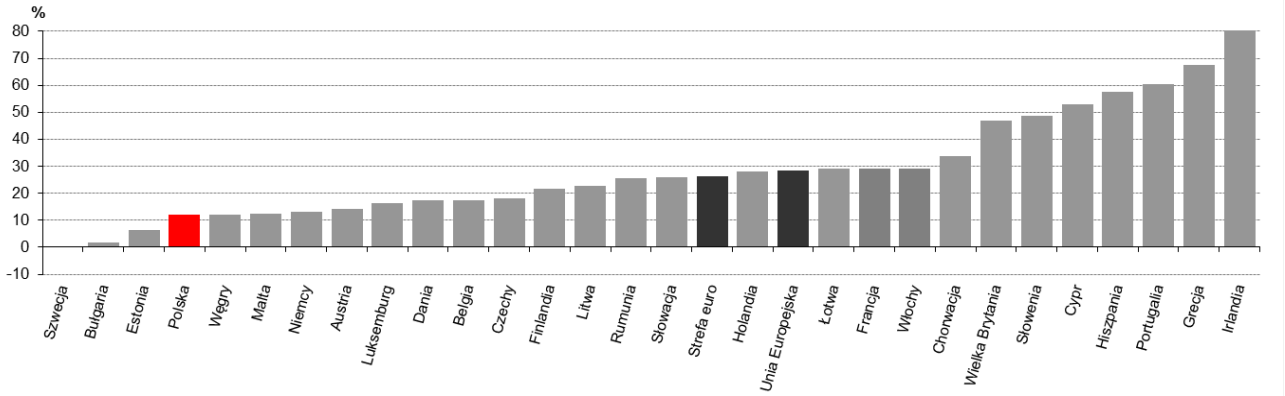
[1)] *Dane dot. wyniku deficytu i długu – Eurostat. Dane dla Polski – MF.*

[2)] *Stopa 10-letnia – średnia ze średnich miesięcznych rentowności obligacji 10-letnich za okres ostatnich dwunastu miesięcy; średnia dla grudnia, Eurostat.*

[3)] *Dane za 2012 r. i 2013 r. dla 17 krajów.*

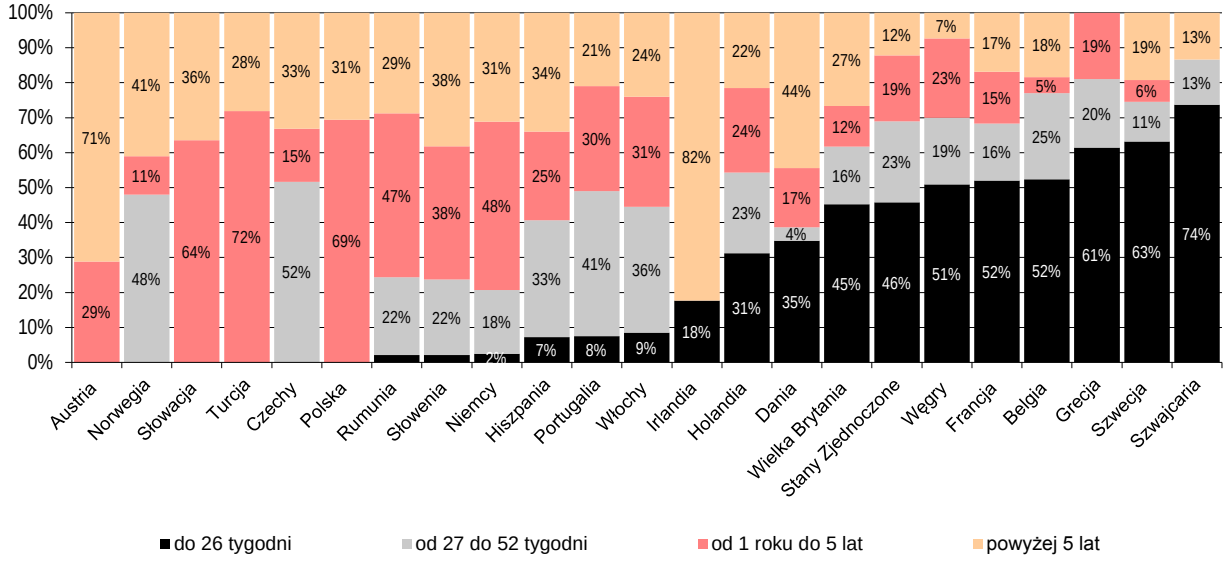
[4)] *Dane za 2012 r. dla 27 krajów, a za 2013 r. dla 28 krajów.*

Wykres 1. Skumulowany przyrost relacji długu sektora general government do PKB w latach 2008-2013[*]



[*)] *Różnica między relacją długu do PKB na koniec 2013 i 2007 r.*

Wykres 2. Sprzedaż SPW na rynku krajowym w Polsce i wybranych krajach pod względem zapadalności w 2014 r.[*]



[*)] *W formie przetargów i syndykatu od 1 stycznia do 18 września 2014 r.*

Aneks 5. Ocena kredytowa długu rządowego państw UE i wybrane dane rynkowe

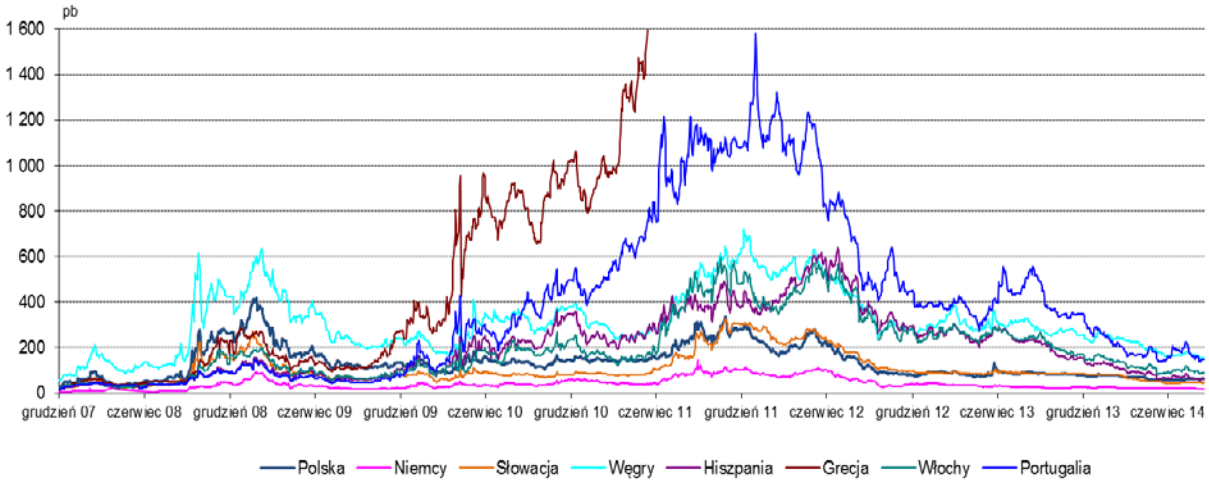
Tabela 7. Ocena kredytowa (rating) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE stan na 22 września 2014 r.

	Standard&Poor's	Fitch	Moody's
Austria	AA+	AAA	Aaa
Belgia	AA	AA	Aa3
Bułgaria	BBB- ↓	BBB-	Baa2
Chorwacja	BB+	BBB-	Ba1
Cypr	B ↑↑	B-	Caa3
Czechy	AA-	A+	A1
Dania	AAA	AAA	Aaa
Estonia	AA-	A+	A1
Finlandia	AAA	AAA	Aaa
Francja	AA ↓	AA+ ↓	Aa1
Grecja	B ↑	B ↑	Caa1 ↑↑↑↑
Hiszpania	BBB ↑	BBB+ ↑	Baa2 ↑
Holandia	AA+ ↓	AAA	Aaa
Irlandia	A- ↑	A- ↑	Baa1 ↑↑↑
Litwa	A- ↑↑	A- ↑	Baa1
Luksemburg	AAA	AAA	Aaa
Łotwa	A- ↑	A- ↑	Baa1 ↑↑
Malta	BBB+	A	A3
Niemcy	AAA	AAA	Aaa
Polska	**A-**	**A-**	**A2**
Portugalia	BB	BB+	Ba1 ↑↑
Rumunia	BBB- ↑	BBB-	Baa3
Słowacja	A	A+	A2
Słowenia	A-	BBB+	Ba1
Szwecja	AAA	AAA	Aaa
Węgry	BB	BB+	Ba1
Wielka Brytania	AAA	AA+ ↓	Aa1
Włochy	BBB	BBB+	Baa2

Źródło: Reuters

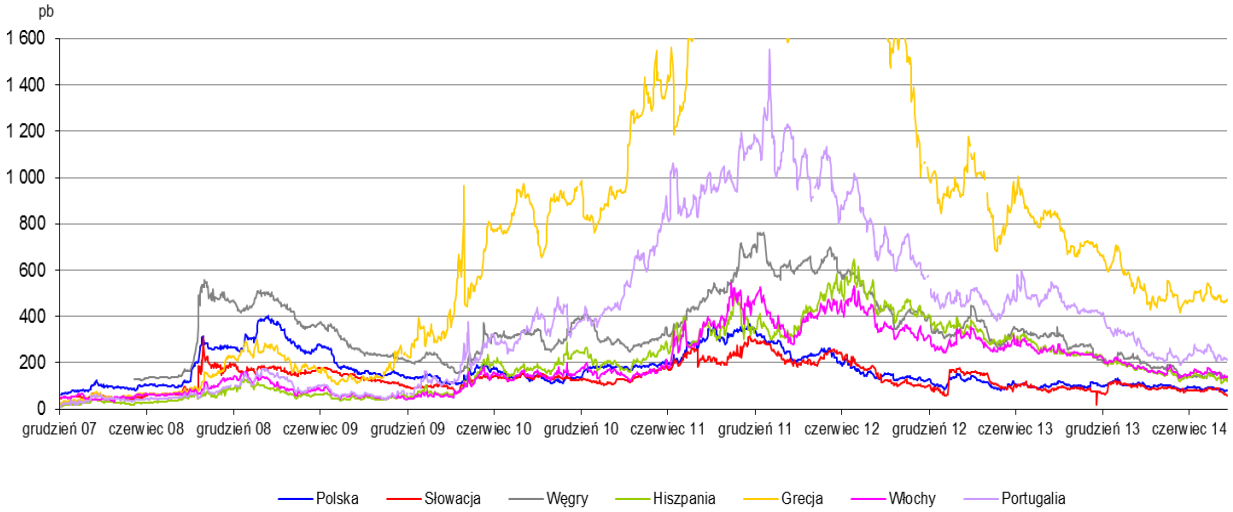
↓↑ - spadek lub wzrost ratingu o jeden stopień w porównaniu do poprzedniej *Strategii*.

Wykres 3. 5-letnie stawki CDS dla Polski i wybranych krajów UE[*]



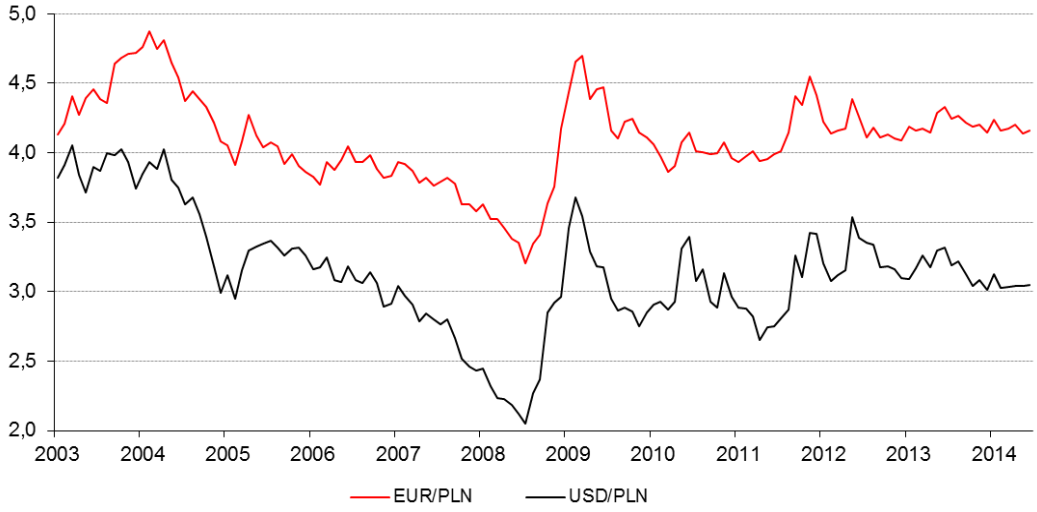
[*)] *Od połowy czerwca 2011 r. greckie CDS są kwotowane powyżej 1600 pb.*

Wykres 4. Spread wybranych 10-letnich obligacji emitowanych w EUR do obligacji niemieckich[*]



[*)] *Od września 2011 r. do listopada 2012 r. spread 10-letnich obligacji greckich do obligacji niemieckich kształtował się znacznie powyżej poziomu 1500 pb.*

Wykres 5. Kurs euro i dolara w latach 2003-2014



Aneks 6. Dług publiczny w Polsce – aneks statystyczny

Tabela 8. Dług publiczny w okresie 2001 – VI 2014

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	VI 2014
1. Dług Skarbu Państwa														
a) w mld zł	283,9	327,9	378,9	402,9	440,2	478,5	501,5	569,9	631,5	701,9	771,1	793,9	838,0	750,2
krajowy*	185,0	219,3	251,2	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2	462,7	507,0	524,7	543,0	584,3	488,8
zagraniczny*	98,9	108,6	127,8	111,2	124,7	126,2	121,1	149,7	168,8	194,8	246,4	250,9	253,8	261,4
b) w relacji do PKB	36,4%	40,6%	44,9%	43,6%	44,8%	45,1%	42,6%	44,7%	47,0%	49,5%	50,5%	49,7%	51,2%	-
2. Państwowy dług publiczny														
a) w mld zł	302,1	352,4	408,3	431,4	466,6	506,3	527,4	597,8	669,9	747,9	815,3	840,5	882,3	793,6
b) w relacji do PKB	38,8%	43,6%	48,4%	46,7%	47,5%	47,8%	44,8%	46,9%	49,8%	52,8%	53,4%	52,6%	53,9%	-
3. Dług sektora general government (wg metodologii UE)														
a) w mld zł	292,8	340,9	396,7	422,4	463,0	506,0	529,3	600,8	684,4	777,4	859,2	886,9	934,6	830,2
b) w relacji do PKB	37,6%	42,2%	47,1%	45,7%	47,1%	47,7%	45,0%	47,1%	50,9%	54,9%	56,2%	55,6%	57,1%	-

**) Wg kryterium miejsca emisji.*

Tabela 9. PKB i kursy walutowe w okresie 2001 – VI 2014

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	VI 2014
1. Produkt krajowy brutto														
w mld zł	779,6	808,6	843,2	924,5	983,3	1 060,2	1 176,7	1 275,5	1 344,5	1 416,6	1 528,1	1 596,4	1 635,7	-
2. Kursy walutowe *(na koniec okresu)*														
a) EUR	3,5219	4,0202	4,7170	4,0790	3,8598	3,8312	3,5820	4,1724	4,1082	3,9603	4,4168	4,0882	4,1472	4,1609
b) USD	3,9863	3,8388	3,7405	2,9904	3,2613	2,9105	2,4350	2,9618	2,8503	2,9641	3,4174	3,0996	3,0120	3,0473

Tabela 10. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją[*]

Zadłużenie sektora finansów publicznych		2012		2013				2014			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2012 - XII 2013		XII	Struktura	Zmiana XII 2013 - VI 2014		VI	Struktura
		mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
PRZED KONSOLIDACJĄ		**889 652,1**	**100,0%**	**55 568,6**	**6,2%**	**945 220,7**	**100,0%**	**-86 598,2**	**-9,2%**	**858 622,5**	**100,0%**
1.	**Zadłużenie podsektora rządowego**	**795 702,9**	**89,4%**	**44 204,1**	**5,6%**	**839 907,1**	**88,9%**	**-87 727,4**	**-10,4%**	**752 179,6**	**87,6%**
1.1.	Skarb Państwa	793 853,7	89,2%	44 171,7	5,6%	838 025,4	88,7%	-87 821,4	-10,5%	750 204,0	87,4%
1.2.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
1.3.	Uczelnie publiczne	519,1	0,1%	60,6	11,7%	579,8	0,1%	-27,3	-4,7%	552,5	0,1%
1.4.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1 293,5	0,1%	-32,1	-2,5%	1 261,4	0,1%	79,5	6,3%	1 340,9	0,2%
1.5.	Państwowe instytucje kultury oraz państwowe instytucje filmowe	16,8	0,0%	-3,4	-20,4%	13,4	0,0%	-7,1	-53,4%	6,2	0,0%
1.6.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	8,0	0,0%	-4,1	-52,1%	3,8	0,0%	-1,0	-25,2%	2,9	0,0%
1.7.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	11,8	0,0%	11,5	97,4%	23,3	0,0%	49,8	213,7%	73,1	0,0%
2.	**Zadłużenie podsektora samorządowego**	**72 812,6**	**8,2%**	**1 243,5**	**1,7%**	**74 056,0**	**7,8%**	**-1 857,6**	**-2,5%**	**72 198,4**	**8,4%**
2.1.	Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	68 206,6	7,7%	1 286,1	1,9%	69 492,7	7,4%	-1 848,5	-2,7%	67 644,2	7,9%
2.2.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	4 392,9	0,5%	-455,3	-10,4%	3 937,6	0,4%	26,1	0,7%	3 963,7	0,5%
2.3.	Samorządowe instytucje kultury	99,5	0,0%	-18,4	-18,5%	81,1	0,0%	-4,0	-5,0%	77,0	0,0%
2.4.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	113,6	0,0%	431,1	379,4%	544,7	0,1%	-31,2	-5,7%	513,5	0,1%
3.	**Zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych**	**21 136,6**	**2,4%**	**10 121,0**	**47,9%**	**31 257,6**	**3,3%**	**2 986,9**	**9,6%**	**34 244,5**	**4,0%**
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-98,2%	0,0	0,0%
3.2.	Fundusze zarządzane przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych	21 136,6	2,4%	10 121,0	47,9%	31 257,6	3,3%	2 986,9	9,6%	34 244,5	4,0%
3.3.	Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
3.4.	Narodowy Fundusz Zdrowia	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%

[*)] Dane według stanu na 18 września 2014 r.

Tabela 11. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji[*]

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2012		2013				2014			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2012 - XII 2013		XII	Struktura	Zmiana XII 2013 - VI 2014		VI	Struktura
		mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%	mln zł	%
PO KONSOLIDACJI		**840 476,8**	**100,0%**	**41 816,2**	**5,0%**	**882 293,0**	**100,0%**	**-88 727,5**	**-10,1%**	**793 565,5**	**100,0%**
1.	**Zadłużenie podsektora rządowego**	**770 819,5**	**91,7%**	**42 695,8**	**5,5%**	**813 515,3**	**92,2%**	**-86 976,6**	**-10,7%**	**726 538,7**	**91,6%**
1.1.	Skarb Państwa	769 128,8	91,5%	42 698,4	5,6%	811 827,1	92,0%	-87 081,9	-10,7%	724 745,2	91,3%
1.2.	Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
1.3.	Uczelnie publiczne	486,4	0,1%	45,5	9,4%	531,9	0,1%	-32,9	-6,2%	498,9	0,1%
1.4.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1 188,6	0,1%	-55,1	-4,6%	1 133,5	0,1%	92,4	8,1%	1 225,9	0,2%
1.5.	Państwowe instytucje kultury oraz państwowe instytucje filmowe	3,1	0,0%	5,1	164,5%	8,3	0,0%	-7,4	-89,6%	0,9	0,0%
1.6.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	4,7	0,0%	-2,6	-55,7%	2,1	0,0%	-0,2	-11,2%	1,9	0,0%
1.7.	Pozostałe państwowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	7,9	0,0%	4,5	57,6%	12,4	0,0%	53,5	429,7%	65,9	0,0%
2.	**Zadłużenie podsektora samorządowego**	**67 398,2**	**8,0%**	**999,3**	**1,5%**	**68 397,6**	**7,8%**	**-1 537,7**	**-2,2%**	**66 859,8**	**8,4%**
2.1.	Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	64 020,2	7,6%	1 189,9	1,9%	65 210,1	7,4%	-1 563,8	-2,4%	63 646,3	8,0%
2.2.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	3 314,1	0,4%	-184,9	-5,6%	3 129,1	0,4%	30,3	1,0%	3 159,5	0,4%
2.3.	Samorządowe instytucje kultury	58,1	0,0%	-3,6	-6,2%	54,5	0,0%	-3,5	-6,4%	51,0	0,0%
2.4.	Pozostałe samorządowe osoby prawne utworzone na podst. odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, banków i spółek prawa handlowego	5,9	0,0%	-2,1	-35,0%	3,8	0,0%	-0,8	-19,8%	3,1	0,0%
3.	**Zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych**	**2 259,1**	**0,3%**	**-1 879,0**	**-83,2%**	**380,1**	**0,0%**	**-213,1**	**-56,1%**	**167,0**	**0,0%**
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-98,2%	0,0	0,0%
3.2.	Fundusze zarządzane przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych	2 259,1	0,3%	-1 879,0	-83,2%	380,1	0,0%	-213,1	-56,1%	167,0	0,0%
3.3.	Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%
3.4.	Narodowy Fundusz Zdrowia	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%	0,0	-	0,0	0,0%

[*)] Dane według stanu na 18 września 2014 r.

Tabela 12. Zadłużenie Skarbu Państwa wg kryterium miejsca emisji w układzie wg instrumentów (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2012	XII 2013	VI 2014	struktura VI 2014 w %	zmiana XII 2013 – XII 2012		zmiana VI 2014 - XII 2013	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	**793 853,7**	**838 025,4**	**750 204,0**	**100,0**	**44 171,7**	**5,6**	**-87 821,4**	**-10,5**
I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	**542 969,9**	**584 273,0**	**488 822,7**	**65,2**	**41 303,1**	**7,6**	**-95 450,3**	**-16,3**
1. Zadłużenie z tytułu SPW	533 477,5	574 338,0	477 012,9	63,6	40 860,5	7,7	-97 325,1	-16,9
1.1. Rynkowe SPW	526 109,5	565 703,8	467 797,8	62,4	39 594,2	7,5	-97 906,0	-17,3
oprocentowanie stałe - nieindeksowane	404 025,7	421 166,5	357 277,3	47,6	17 140,8	4,2	-63 889,1	-15,2
bony skarbowe	6 110,4	-	-	0,0	-6 110,4	-100,0	0,0	-
obligacje OK	55 489,4	61 527,1	52 807,4	7,0	6 037,8	10,9	-8 719,8	-14,2
obligacje PS	151 290,3	172 794,2	142 103,0	18,9	21 503,9	14,2	-30 691,2	-17,8
obligacje DS	154 636,1	148 565,1	129 764,1	17,3	-6 071,0	-3,9	-18 801,0	-12,7
obligacje WS	36 499,5	38 280,0	32 602,9	4,3	1 780,5	4,9	-5 677,2	-14,8
oprocentowanie stałe - indeksowane	23 100,0	30 050,3	7 801,5	1,0	6 950,2	30,1	-22 248,7	-74,0
obligacje IZ	23 100,0	30 050,3	7 801,5	1,0	6 950,2	30,1	-22 248,7	-74,0
oprocentowanie zmienne	98 983,8	114 487,0	102 718,9	13,7	15 503,2	15,7	-11 768,1	-10,3
obligacje TZ	494,6	360,5	244,9	0,0	-134,1	-27,1	-115,6	-32,1
obligacje WZ	97 739,2	114 126,5	102 474,0	13,7	16 387,3	16,8	-11 652,5	-10,2
obligacje PP	750,0	-	-	0,0	-750,0	-100,0	0,0	-
1.2. Oszczędnościowe SPW	7 367,9	8 634,2	9 215,1	1,2	1 266,2	17,2	580,9	6,7
oprocentowanie stałe	1 784,0	2 685,5	3 130,7	0,4	901,6	50,5	445,2	16,6
obligacje KOS	-	873,1	1 139,1	0,2	873,1	-	265,9	30,5
obligacje DOS	1 784,0	1 812,4	1 991,7	0,3	28,4	1,6	179,3	9,9
oprocentowanie zmienne	5 584,0	5 948,7	6 084,4	0,8	364,7	6,5	135,7	2,3
obligacje TOZ	80,5	258,6	363,7	0,0	178,1	221,1	105,1	40,6
obligacje COI	1 831,9	1 848,3	1 817,1	0,2	16,4	0,9	-31,2	-1,7
obligacje EDO	3 671,5	3 841,7	3 903,6	0,5	170,2	4,6	61,9	1,6
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	9 492,4	9 935,1	11 809,8	1,6	442,6	4,7	1 874,7	18,9
przyjęte depozyty – wolne środki jsfp	9 438,1	9 918,5	11 804,2	1,6	480,4	5,1	1 885,7	19,0
zobowiązania wymagalne	50,8	13,1	2,1	0,0	-37,8	-74,3	-10,9	-83,7
inne	3,6	3,6	3,5	0,0	0,0	-0,6	0,0	-0,4
II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa	**250 883,8**	**253 752,3**	**261 381,3**	**34,8**	**2 868,6**	**1,1**	**7 628,9**	**3,0**
1. Zadłużenie z tytułu SPW	199 955,1	193 781,9	200 883,6	26,8	-6 173,2	-3,1	7 101,6	3,7
1.1. Rynkowe SPW	199 955,1	193 781,9	200 883,6	26,8	-6 173,2	-3,1	7 101,6	3,7
oprocentowanie stałe	198 431,5	192 267,4	199 350,0	26,6	-6 164,1	-3,1	7 082,6	3,7
EUR	123 367,6	120 069,7	124 502,4	16,6	-3 297,8	-2,7	4 432,7	3,7
USD	44 014,3	42 372,2	46 319,0	6,2	-1 642,2	-3,7	3 946,8	9,3
CHF	16 680,0	16 654,4	14 725,8	2,0	-25,6	-0,2	-1 928,6	-11,6
JPY	14 369,6	13 171,1	13 802,8	1,8	-1 198,5	-8,3	631,7	4,8
oprocentowanie zmienne	1 523,6	1 514,5	1 533,5	0,2	-9,1	-0,6	19,0	1,3
USD	253,6	246,4	249,3	0,0	-7,2	-2,8	2,9	1,2
CHF	1 270,1	1 268,1	1 284,2	0,2	-2,0	-0,2	16,1	1,3
2. Kredyty zagraniczne	50 928,6	59 970,4	60 497,7	8,1	9 041,8	17,8	527,3	0,9
oprocentowanie stałe	21 496,0	19 078,6	18 433,1	2,5	-2 417,4	-11,2	-645,4	-3,4
EUR	21 251,6	18 991,9	18 398,4	2,5	-2 259,7	-10,6	-593,6	-3,1
USD	3,9	-	-	0,0	-3,9	-100,0	0,0	-
JPY	240,5	86,6	34,8	0,0	-153,8	-64,0	-51,8	-59,9
oprocentowanie zmienne	29 432,6	40 891,8	42 064,5	5,6	11 459,2	38,9	1 172,7	2,9
EUR	29 428,2	40 891,8	42 064,5	5,6	11 463,6	39,0	1 172,7	2,9
USD	4,4	-	-	0,0	-4,4	-100,0	0,0	-
3. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-95,7	0,0	-89,8

Tabela 13. Zadłużenie Skarbu Państwa w układzie podmiotowym (mln zł)

Wyszczególnienie	XII 2012	XII 2013	VI 2014	struktura VI 2014	zmiana XII 2013 - XII 2012		zmiana VI 2014 - XII 2013	
				w %	w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	**793 853,7**	**838 025,4**	**750 204,0**	**100,0**	**44 171,7**	**5,6**	**-87 821,4**	**-10,5**
I. Zadłużenie Skarbu Państwa wobec rezydentów	**361 478,4**	**403 314,7**	**303 157,7**	**40,4**	**41 836,3**	**11,6**	**-100 157,0**	**-24,8**
Krajowy sektor bankowy	**98 564,1**	**125 813,6**	**148 928,4**	**19,9**	**27 249,5**	**27,6**	**23 114,8**	**18,4**
1. Krajowe SPW	91 526,3	114 686,2	135 379,2	18,0	23 159,9	25,3	20 692,9	18,0
1.1. Rynkowe SPW	91 526,3	114 686,2	135 379,2	18,0	23 159,9	25,3	20 692,9	18,0
bony skarbowe	3 769,8	0,0	0,0	0,0	-3 769,8	-100,0	0,0	-
obligacje OK	7 115,5	15 349,5	12 355,8	1,6	8 234,0	115,7	-2 993,7	-19,5
obligacje PS	24 411,6	31 870,3	41 578,6	5,5	7 458,7	30,6	9 708,3	30,5
obligacje DS	19 844,9	18 180,2	16 037,7	2,1	-1 664,7	-8,4	-2 142,5	-11,8
obligacje WS	1 389,7	2 223,9	2 311,5	0,3	834,3	60,0	87,6	3,9
obligacje IZ	581,2	677,0	987,4	0,1	95,8	16,5	310,4	45,8
obligacje TZ	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,5	-100,0	0,0	-
obligacje WZ	34 398,3	46 385,4	62 108,2	8,3	11 987,1	34,8	15 722,8	33,9
obligacje PP	15,0	0,0	0,0	0,0	-15,0	-100,0	0,0	-
1.2. Oszczędnościowe SPW	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje KOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje DOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje TOZ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje COI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje EDO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
przyjęte depozyty – wolne środki jsfp	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
zobowiązania wymagalne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
3. Zagraniczne SPW	7 037,8	11 127,4	13 549,2	1,8	4 089,6	58,1	2 421,9	21,8
Krajowy sektor pozabankowy	**262 914,4**	**277 501,1**	**154 229,3**	**20,6**	**14 586,8**	**5,5**	**-123 271,8**	**-44,4**
1. Krajowe SPW	251 472,4	266 493,4	141 812,3	18,9	15 020,9	6,0	-124 681,0	-46,8
1.1. Rynkowe SPW	244 122,0	257 874,8	132 612,6	17,7	13 752,7	5,6	-125 262,1	-48,6
bony skarbowe	1 750,9	0,0	0,0	0,0	-1 750,9	-100,0	0,0	-
obligacje OK	15 930,9	20 335,7	17 553,2	2,3	4 404,7	27,6	-2 782,4	-13,7
obligacje PS	70 630,9	74 388,2	36 012,2	4,8	3 757,3	5,3	-38 376,0	-51,6
obligacje DS	71 812,2	64 414,5	33 450,6	4,5	-7 397,7	-10,3	-30 963,9	-48,1
obligacje WS	16 278,6	19 200,7	14 884,5	2,0	2 922,1	18,0	-4 316,2	-22,5
obligacje IZ	12 960,5	22 528,8	2 521,1	0,3	9 568,3	73,8	-20 007,7	-88,8
obligacje TZ	492,2	359,8	244,6	0,0	-132,4	-26,9	-115,2	-32,0
obligacje WZ	53 530,8	56 647,1	27 946,4	3,7	3 116,3	5,8	-28 700,7	-50,7
obligacje PP	735,0	0,0	0,0	0,0	-735,0	-100,0	0,0	-
1.2. Oszczędnościowe SPW	7 350,4	8 618,6	9 199,7	1,2	1 268,2	17,3	581,1	6,7
obligacje KOS	0,0	873,0	1 138,8	0,2	873,0	-	265,8	30,4
obligacje DOS	1 782,4	1 810,8	1 989,8	0,3	28,4	1,6	179,0	9,9
obligacje TOZ	80,3	258,3	363,3	0,0	178,0	221,5	105,0	40,7
obligacje COI	1 820,8	1 839,9	1 811,5	0,2	19,1	1,0	-28,3	-1,5
obligacje EDO	3 666,9	3 836,6	3 896,2	0,5	169,8	4,6	59,5	1,6
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	9 492,4	9 935,1	11 809,8	1,6	442,6	4,7	1 874,7	18,9
przyjęte depozyty – wolne środki jsfp	9 438,1	9 918,5	11 804,2	1,6	480,4	5,1	1 885,7	19,0
zobowiązania wymagalne	50,8	13,1	2,1	0,0	-37,8	-74,3	-10,9	-83,7
Inne	3,6	3,6	3,5	0,0	0,0	-0,6	0,0	-0,4
3. Zagraniczne SPW	1 949,5	1 072,6	607,1	0,1	-876,8	-45,0	-465,5	-43,4
II. Zadłużenie Skarbu Państwa wobec nierezydentów	**432 375,3**	**434 710,7**	**447 046,3**	**59,6**	**2 335,4**	**0,5**	**12 335,6**	**2,8**
1. Krajowe SPW	190 478,7	193 158,3	199 821,3	26,6	2 679,6	1,4	6 663,0	3,4
1.1. Rynkowe SPW	190 461,2	193 142,8	199 806,0	26,6	2 681,6	1,4	6 663,2	3,4
bony skarbowe	589,7	0,0	0,0	0,0	-589,7	-100,0	0,0	-
obligacje OK	32 442,9	25 842,0	22 898,3	3,1	-6 600,9	-20,3	-2 943,7	-11,4
obligacje PS	56 247,8	66 535,8	64 512,2	8,6	10 287,9	18,3	-2 023,5	-3,0
obligacje DS	62 979,1	65 970,4	80 275,7	10,7	2 991,3	4,7	14 305,3	21,7
obligacje WS	18 831,2	16 855,4	15 406,8	2,1	-1 975,8	-10,5	-1 448,6	-8,6
obligacje IZ	9 558,4	6 844,5	4 293,1	0,6	-2 713,9	-28,4	-2 551,4	-37,3
obligacje TZ	1,9	0,7	0,3	0,0	-1,2	-63,0	-0,4	-59,2
obligacje WZ	9 810,1	11 094,0	12 419,5	1,7	1 283,9	13,1	1 325,4	11,9
obligacje PP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
1.2. Oszczędnościowe SPW	17,5	15,5	15,4	0,0	-2,0	-11,3	-0,2	-1,2
obligacje KOS	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	-	0,1	111,4
obligacje DOS	1,5	1,6	1,8	0,0	0,1	3,4	0,2	14,8
obligacje TOZ	0,2	0,3	0,3	0,0	0,1	64,0	0,0	0,9
obligacje COI	11,1	8,5	5,6	0,0	-2,7	-23,8	-2,9	-33,9
obligacje EDO	4,7	5,1	7,4	0,0	0,4	8,5	2,3	46,3
2. Zagraniczne SPW	190 967,9	181 581,9	186 727,2	24,9	-9 385,9	-4,9	5 145,3	2,8
3. Kredyty zagraniczne	50 928,6	59 970,4	60 497,7	8,1	9 041,8	17,8	527,3	0,9
Europejski Bank Inwestycyjny	29 130,2	34 024,6	35 667,8	4,8	4 894,4	16,8	1 643,2	4,8
Bank Światowy	20 855,6	25 112,8	23 941,7	3,2	4 257,2	20,4	-1 171,1	-4,7
Bank Rozwoju Rady Europy	702,4	746,4	853,5	0,1	44,0	6,3	107,0	14,3
Klub Paryski	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
Pozostałe	136,4	36,9	0,0	0,0	-99,5	-73,0	-36,9	-100,0
4. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	104,1	49,8	34,8	0,0	-54,3	-52,2	-15,0	-30,1

Tabela 14. Czynniki wpływające na zmianę długu Skarbu Państwa

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Zmiana relacji długu SP	4,4	-1,4	1,2	0,4	-2,5	2,1	2,3	2,6	0,9	-0,7	1,5
Saldo pierwotne budżetu państwa	1,5	2,0	0,3	-0,3	-1,0	-0,1	-0,6	0,7	-0,7	-0,7	0,0
Koszty obsługi długu SP (bez kosztów reformy emerytalnej)	2,4	2,0	2,0	2,0	1,8	1,4	1,7	1,6	1,5	1,7	1,6
Koszty obsługi dodatkowego długu z tytułu reformy emerytalnej	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0
Wynik budżetu środków europejskich	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,8	0,2	-0,4
Środki dla FUS z tytułu ubytku składki przekazywanej do OFE	0,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,6	1,6	1,6	1,0	0,5	0,7
Przychody netto z prywatyzacji	-0,4	-0,8	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1
Zarządzanie płynnością sektora finansów publicznych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,6	-0,2	0,0
Różnice kursowe	1,4	-2,2	-0,3	-0,4	-0,9	2,0	-0,3	0,0	1,9	-1,3	-0,1
Nominalny wzrost PKB	-1,7	-4,0	-2,6	-3,2	-4,5	-3,3	-2,3	-2,4	-3,6	-2,1	-1,2
Pozostałe czynniki*	0,6	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,0	1,6	0,1	1,2	0,6	0,0

**) Pozostałe czynniki obejmują: pozostałe potrzeby pożyczkowe (w tym: saldo udzielonych pożyczek oraz prefinansowania), pozostałe zmiany niewynikające z potrzeb pożyczkowych (zmiana długu z tytułu: zmiany stanu środków na rachunkach budżetowych, dyskonta od SPW, kapitalizacji i indeksacji SPW, ciągnień pozakasowych, konwersji długu FUS wobec OFE na SPW, obligacji przekazanych BGK na zwiększenie jego funduszu statutowego) oraz zmiany pozostałego długu SP (m.in. zobowiązania wymagalne i przyjęte depozyty – wolne środki jednostek sektora finansów publicznych).*

Tabela 15. Liczba zadłużonych JST z uwzględnieniem relacji długu do dochodów w okresie 2012 i 2013

	Grupa jednostek	Liczba JST ogółem	Liczba zadłużonych JST					
			Wskaźnik dług/dochody					
			ogółem	i<10	10 <i<30	30 <i<50	50 <i<60	i>60
XII 2012	Gminy	2414	2300	297	923	858	196	26
	Miasta na prawach powiatu	65	64	2	14	35	13	0
	Powiaty	314	310	48	155	86	18	3
	Województwa	16	16	1	4	6	4	1
	Ogółem	2809	2690	348	1096	985	231	30
XII 2013	Gminy	2413	2307	317	972	839	148	31
	Miasta na prawach powiatu	66	66	3	26	24	12	1
	Powiaty	314	308	50	156	80	18	4
	Województwa	16	16	2	2	10	1	1
	Ogółem	2809	2697	372	1156	953	179	37