



Ministerstwo
Finansów

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2016-2019

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2015 r.

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.mf.gov.pl

I. WPROWADZENIE	5
II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO	7
II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi	7
II.2. Wpływ konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych na finanse publiczne	10
II.3. Struktura długu Skarbu Państwa	12
II.4. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych	13
II.4.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego.....	15
II.4.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej.....	16
II.4.3. Zadłużenie FUS i pozostałych jednostek.....	17
II.5. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych	17
III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII	19
IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII	23
IV.1. Założenia makroekonomiczne Strategii	23
IV.2. Krajowy rynek skarbowych papierów wartościowych	23
IV.2.1. Baza inwestorów krajowych.....	24
IV.2.2. Rola inwestorów zagranicznych.....	25
IV.3. Uwarunkowania międzynarodowe	28
V. CEL STRATEGII	30
VI. ZADANIA STRATEGII	33
VI.1. Zapewnianie płynności rynku SPW	33
VI.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW	33
VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW	34
VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	35
VII.1. Założenia strategii udzielania poręczeń i gwarancji	35
VII.2. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	36
VII.2.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego.....	36
VII.2.2. 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
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.

Założenia makroekonomiczne i fiskalne przyjęte w *Strategii* są zgodne z założeniami projektu ustawy budżetowej na 2016 r.

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

Wyszczególnienie	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	(wykonanie)					
1. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	826,8	870,4	924,7	978,5	1 021,9	1 074,3
b) w relacji do PKB	47,8%	48,4%	49,0%	49,0%	48,1%	47,5%
2. Kwota, o której mowa w art. 38. a ustawy o finansach publicznych						
a) w mld zł	777,5	852,4	918,3	972,3	1 013,3	1 061,0
b) w relacji do PKB	45,0%	47,4%	48,6%	48,7%	47,7%	46,9%
3. Dług sektora <i>general government</i>						
a) w mld zł	867,0	915,4	977,7	1 039,8	1 097,7	1 152,2
b) w relacji do PKB	50,2%	51,0%	51,8%	52,1%	51,6%	50,9%
4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa						
a) w mld zł	34,5	32,3	31,8	31,1 - 32,2	32,1 - 33,3	33,7 - 34,9
b) w relacji do PKB	1,99%	1,80%	1,68%	1,56 - 1,61%	1,51 - 1,57%	1,49-1,54%

*) 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 2017-19 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Przy przyjętych założeniach, w latach 2015-16 relacja państwowego długu publicznego do PKB wzrośnie do 49,0%, po stabilizacji w 2017 r. będzie się stopniowo obniżać do 47,5% w 2019 r. Relacja kwoty z art. 38a ustawy o finansach publicznych ukształtuje się na poziomie 48,6% w 2016 r. i 48,7% w 2017 r., a następnie będzie się obniżać do 46,9% w 2019 r.

Relacja długu sektora *general government* do PKB będzie rosła do 2017 r., kiedy to osiągnie 52,1%, co będzie głównie wynikało ze wzrostu zadłużenia Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) w związku z realizacją zadań infrastrukturalnych.

W latach 2015-16 kontynuowany będzie trend spadkowy kosztów obsługi długu, zarówno w ujęciu nominalnym (z 34,5 mld zł w 2014 r. do 31,8 mld zł w 2016 r.), jak i w relacji do PKB (z 2,0% do 1,7%). Założono, że relacja kosztów obsługi długu do PKB będzie spadać również w kolejnych latach, osiągając 1,49% - 1,54% w 2019 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. Utrzymane zostały zadania służące realizacji celu *Strategii* związane z rozwojem rynku finansowego, tj. zapewnienie płynności, efektywności i przejrzystości

rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW). Zadanie z ubiegłorocznej *Strategii* dotyczące konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych zostało zrealizowane i w konsekwencji nie zostało zamieszczone w obecnym dokumencie.

Dla realizacji celu *Strategii* w latach 2016-19 przyjęto, że:

- utrzymanie elastycznego podejścia do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty i instrumentów, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi długu i przy ograniczeniach wynikających z przyjętych poziomów ryzyka oraz możliwego wpływu na politykę pieniężną,
- głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy,
- udział długu nominowanego w walutach obcych będzie obniżany w tempie uzależnionym od warunków rynkowych i budżetowych, docelowo do poziomu poniżej 30%,
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro,
- średnia zapadalność długu krajowego utrzymana zostanie na poziomie nie niższym niż 4 lata do czasu zmniejszenia potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, a docelowo dążyła będzie do osiągnięcia poziomu 4,5 roku,
- średnia zapadalność długu Skarbu Państwa utrzymana zostanie na poziomie zbliżonym do 5 lat, z możliwością jej skrócenia do czasu zmniejszenia potrzeb pożyczkowych budżetu państwa.

Strategia zawiera sześć aneksów, w tym słowniczek pojęć.

II. ZMIANY W ZAKRESIE WIELKOŚCI I STRUKTURY DŁUGU PUBLICZNEGO

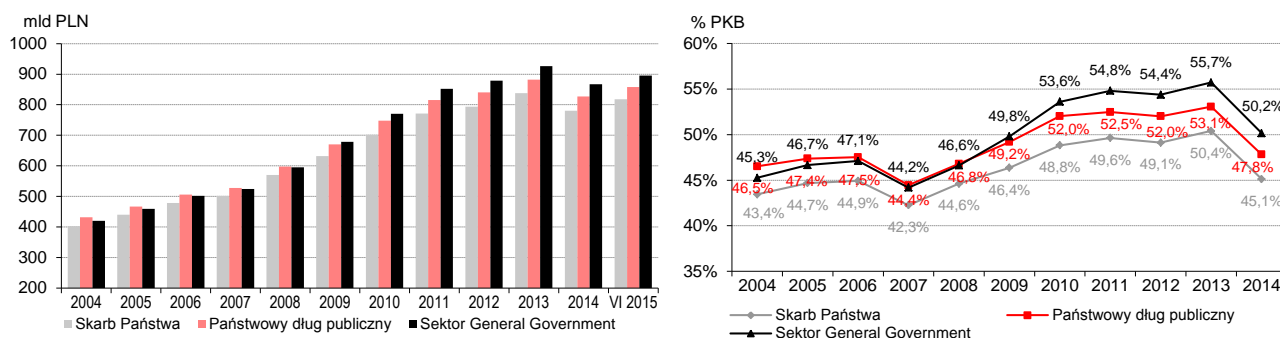
W kolejnych podrozdziałach przedstawiono zmiany, jakie w ostatnich latach zaszły w wielkości długu publicznego oraz kosztów jego obsługi, strukturze długu SP, jak również wielkości długu potencjalnego wynikającego z udzielanych gwarancji i poręczeń. W osobnym podrozdziale omówiono wpływ konsolidacji zarządzania płynnością jednostek sektora finansów publicznych na wielkość długu.

II.1. Wielkość długu publicznego oraz kosztów jego obsługi

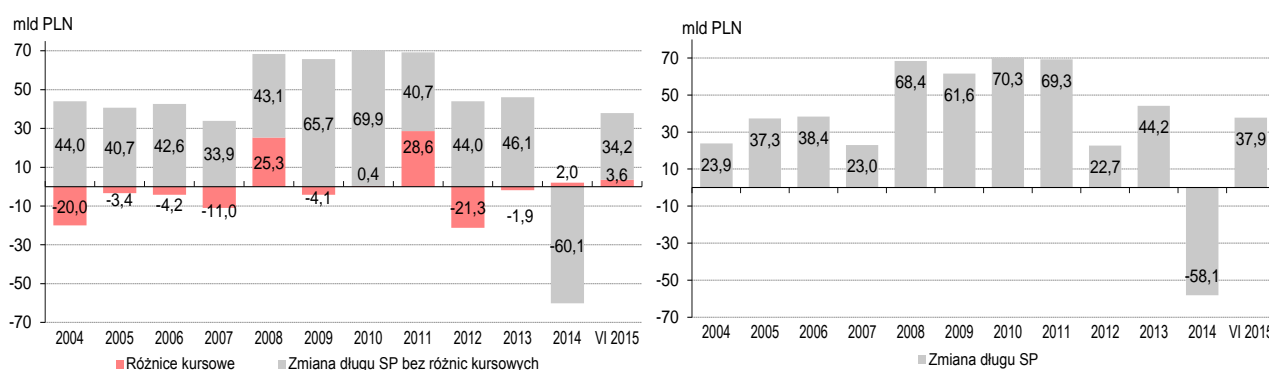
Zmiany wielkości długu publicznego w latach 2004-14 wynikały głównie ze zmian długu SP. Zmiana długu w ujęciu nominalnym była wypadkową przede wszystkim finansowania potrzeb pożyczkowych netto oraz zmian kursu złotego. W 2014 r. nastąpił znaczący spadek długu (zarówno wg definicji krajowej, jak i unijnej), głównie na skutek umorzenia SPW przekazanych przez OFE do ZUS w ramach reformy systemu emerytalnego. Na koniec 2014 r. państwowy dług publiczny (definicja krajowa) wyniósł 47,8% PKB, natomiast dług sektora *general government* (definicja UE) ukształtował się na poziomie 50,2% PKB. Relacja długu sektora *general government* do PKB była znacząco niższa niż w całej UE (86,9%) i strefie euro (92,2%)¹.

Na zmianę relacji zarówno państwowego długu publicznego, jak i długu sektora *general government* w poszczególnych latach w stosunku do poprzedniej *Strategii* miała wpływ rewizja PKB, wynikająca z wejścia w życie zapisów ESA2010.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego w latach 2004-2015²



Wykres 2. Wpływ zmian kursu złotego na wielkość długu SP w latach 2004-2015



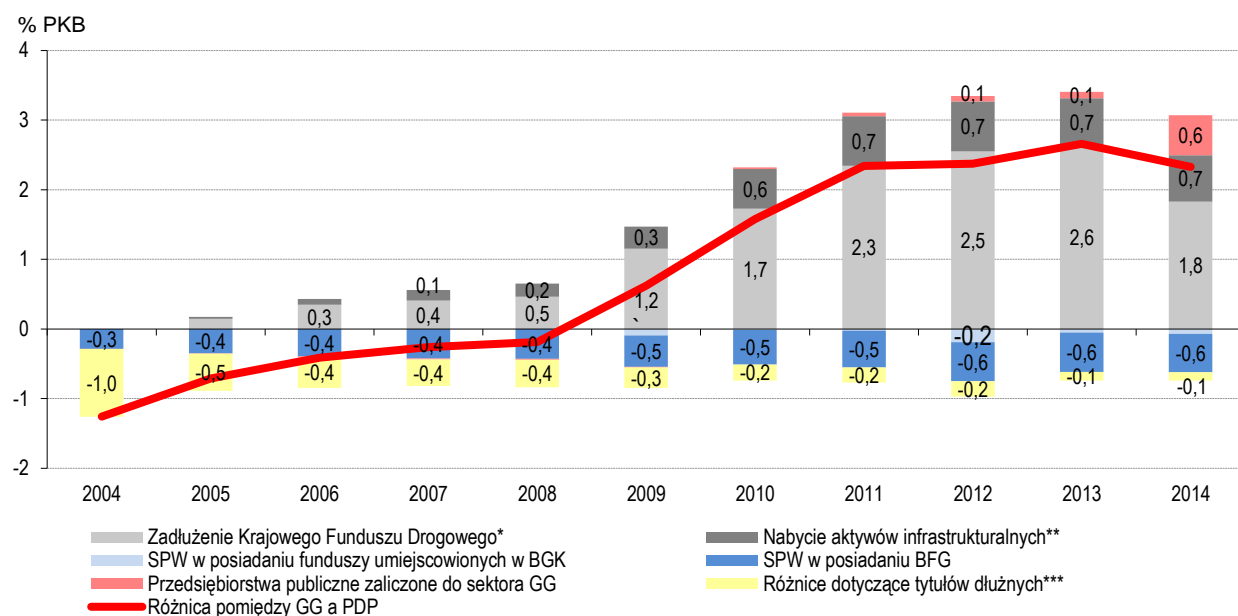
Podobnie jak w poprzednich latach, różnica pomiędzy państwowym długiem publicznym a długiem sektora *general government* wynikała głównie z zadłużenia Krajowego Funduszu Drogowego (KFD), zaliczanego do sektora wg metodologii UE. W 2014 r. na różnicę pomiędzy długiem sektora *general government* a państwowym długiem publicznym wpłynęły następujące czynniki:

¹ Różnice między definicją polską a UE zostały omówione w aneksie 2, a zestawienie deficytu i długu państwa UE znajduje się w aneksie 4.

² Szczegółowe informacje dotyczące wielkości długu publicznego zawiera aneks 6.

- skonsolidowanie części zobowiązań KFD z tytułu obligacji po przekazaniu ich do Funduszu Rezerwy Demograficznej w wyniku reformy systemu emerytalnego (pomniejszająco),
- zaliczenie do sektora instytucji rządowych i samorządowych nowych jednostek, w szczególności spółki PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. (powiększająco),
- korekta (od 1995 r.) wysokości długu wg metodologii UE wskutek zmiany zakresu sektora instytucji rządowych i samorządowych po zastosowaniu zapisów ESA2010. W szczególności do sektora zaliczono Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG), co spowodowało obniżenie długu w wyniku konsolidacji SPW posiadanych przez BFG.

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

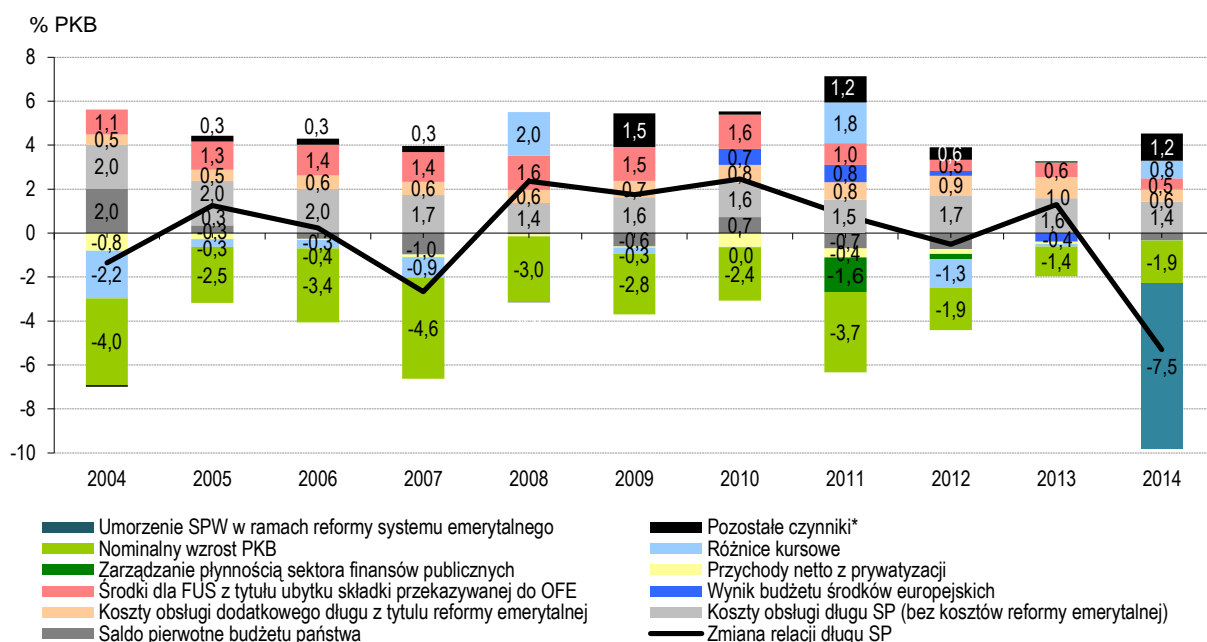


*) Wartość zadłużenia skonsolidowana w ramach sektora instytucji general government

**) Zgodnie z wytycznymi Eurostatu dane z zakresu zadłużenia sektora general government uwzględniają zobowiązania jednostek tego sektora z tytułu określonych inwestycji w aktywa infrastrukturalne.

***) Zobowiązania wymagalne, przejęcie zadłużenia w wyniku uruchomienia gwarancji, transakcje CIRS, płatności początkowe swapów nierynkowych, zrestrukturyzowane/zrefinansowane kredyty handlowe.

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

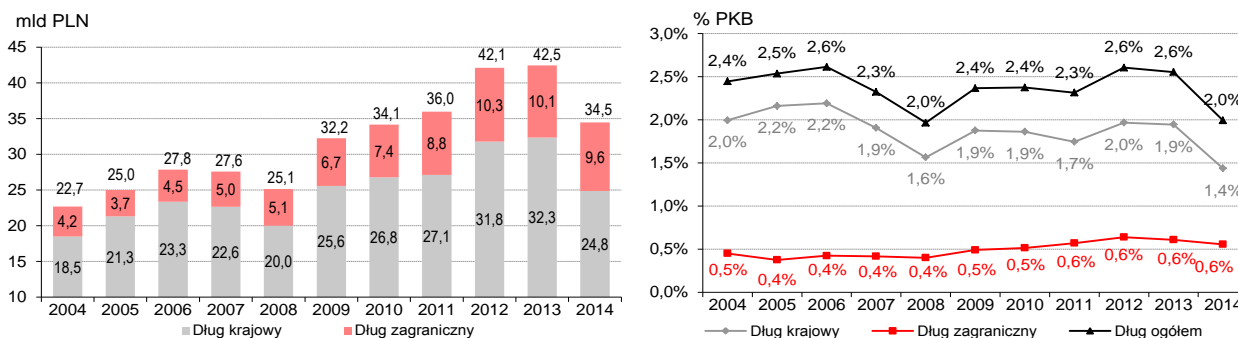


*) Pozostałe czynniki obejmują: pozostałe potrzeby pożyczkowe (w tym: saldo udzielonych pożyczek oraz prefinansowania), pozostałe zmiany niewynikające z potrzeb pożyczkowych (zmiana długu z tytułu: zmiany stanu środków na rachunkach budżetowych, dyskonta od SPW, kapitalizacji i indeksacji SPW, ciągnięć 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 zmian poziomu długu oraz stóp procentowych i kursów walutowych. Jednocześnie podejmowane były działania służące ich równomiernemu rozkładowi w czasie. Zaliczały się do nich:

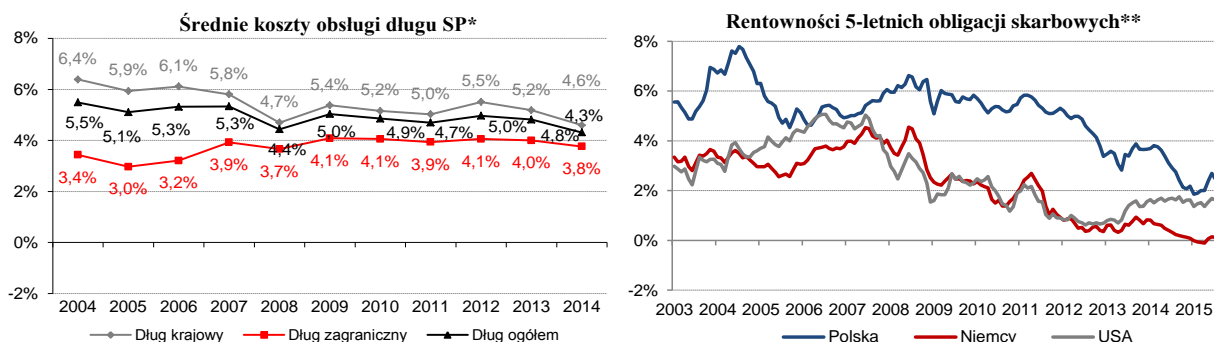
- transakcje na instrumentach pochodnych – stosowane od końca 2006 r.,
- ustalanie wysokości oprocentowania nowych emisji obligacji na poziomie zbliżonym do ich rentowności tak, aby ograniczyć kumulację kosztów z tytułu dyskonta przy ich wykupie,
- przetargi zamiany obligacji, stosowane od 2001 r., oraz 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 2004-2014



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 w latach 2009-12 wynikał ze zwiększenia roli finansowania zagranicznego oraz z osłabienia złotego, a także wydatków z tytułu dyskonta od wykupywanych papierów, co było efektem struktury długu emitowanego w latach poprzednich. Po stabilizacji w 2013 r., w 2014 r. nastąpił znaczący spadek kosztów obsługi długu. Nominalne koszty obsługi długu w 2014 r. uległy obniżeniu o 8,0 mld zł, z czego 4,6 mld zł było wynikiem umorzenia SPW przekazanych przez OFE do ZUS w ramach reformy systemu emerytalnego. Na obniżenie kosztów obsługi wpłynęły również znaczący spadek rentowności oraz polityka emisyjna polegająca na zwiększeniu udziału instrumentów zmiennoprocentowych, która pozwoliła na szybsze dostosowanie się kosztów obsługi długu do spadających stóp procentowych. Koszty obsługi długu uległy obniżeniu o 0,6% PKB (z 2,6% do 2,0%), a średnie oprocentowanie długu spadło do 4,3%. Wciąż jest to poziom znacznie wyższy od bieżącego kosztu finansowania rynkowego, co wynika z obsługi długu zaciąganego w przeszłości przy wyższych rentownościach.

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 przypadku 2014 r. ze względu na znaczący spadek długu krajowego w wyniku umorzenia 3.02.2014 r. SPW przekazanych przez OFE średnia jest liczona za okres od końca lutego do końca grudnia).

**) W walucie krajowej.

II.2. Wpływ konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych na finanse publiczne

W maju 2011 r. nowelizacją ustawy o finansach publicznych zapoczątkowana została konsolidacja zarządzania płynnością sektora finansów publicznych. Polegała ona na wprowadzeniu:

- obowiązku lokowania wolnych środków na oprocentowanym rachunku Ministra Finansów przez:
 - państwowe fundusze celowe (z wyjątkiem funduszy zarządzanych przez ZUS i KRUS),
 - agencje wykonawcze,
 - Narodowy Fundusz Zdrowia,
 - pozostałe państwowe jednostki organizacyjne z osobowością prawną utworzone na podstawie odrębnych ustaw, w tym Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej i Państwowy Fundusz Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych;
- możliwości lokowania przez jednostki samorządu terytorialnego oraz inne jednostki sektora finansów publicznych wolnych środków w formie depozytu prowadzonego przez Ministra Finansów.

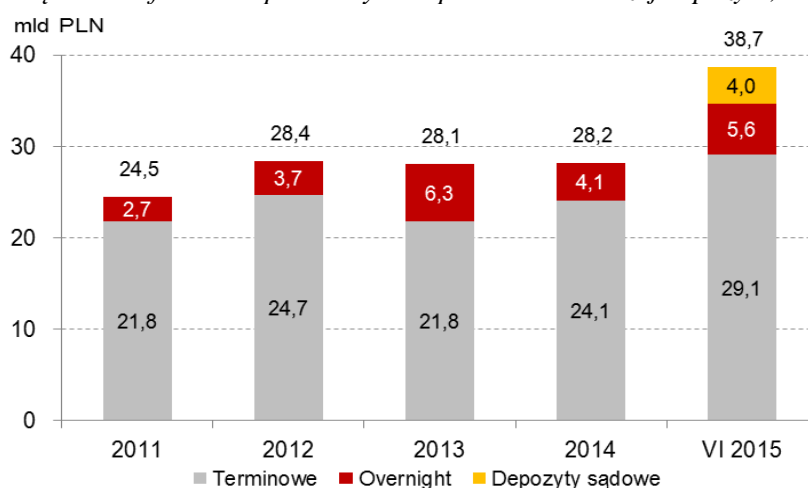
Konsolidacja zarządzania płynnością służy realizacji celu *Strategii* w pierwszym aspekcie, tj. minimalizacji kosztów obsługi długu poprzez odpowiedni dobór instrumentów zarządzania długiem. Celem konsolidacji jest zwiększenie efektywności wykorzystywania wolnych środków zgromadzonych w sektorze publicznym, umożliwiające obniżenie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i w konsekwencji zmniejszenie poziomu długu publicznego oraz kosztów jego obsługi. Konsolidacja prowadzi do zwiększenia efektywności zarządzania aktywami sektora, przy zachowaniu samodzielności jednostek w dysponowaniu środkami niezbędnymi na realizację ich zadań. Zgodnie z założeniami *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014-2017* oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2015-2018*, konsolidacja zarządzania płynnością była kontynuowana. Realizacja tego zadania objęła następujące działania:

- we wrześniu 2013 r. został wprowadzony ujednolicony system zarządzania środkami walutowymi w dyspozycji MF pochodzącymi zarówno z zarządzania długiem jak i z funduszy unijnych. Celem konsolidacji środków walutowych będących w dyspozycji MF było zwiększenie:
 - efektywności lokowania środków walutowych (poprzez lokowanie na korzystniejszych warunkach i uzyskiwanie wyższych odsetek),
 - elastyczności procesu zarządzania środkami walutowymi (w tym sprzedaży walut), poprzez rozłączenie operacji walutowych i operacji zasilania budżetu środków europejskich w środki złote,
 - rezerwy płynnościowej budżetu państwa, co może również przejściowo obniżyć dług publiczny.
- wykorzystanie od lutego 2014 r. środków zgromadzonych na rachunku rezerw poręczeniowych i gwarancyjnych Skarbu Państwa w procesie finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa;
- zmiany w ustawie o finansach publicznych, które weszły w życie od 1 stycznia 2015 r. obejmowały rozszerzenie obowiązku lokowania wolnych środków w formie depozytu u Ministra Finansów na kolejne jednostki:
 - instytucje gospodarki budżetowej,
 - państwowe instytucje kultury,
 - PAN i tworzone przez nią jednostki organizacyjne,
 - SP ZOZ rządowe,
 - wojewódzkie fundusze ochrony środowiska i gospodarki wodnej,

jak również umożliwienie gromadzenia środków pieniężnych składanych do depozytu sądowego na rachunkach depozytowych Ministra Finansów w BGK (zamiast na rachunkach bankowych sądów) i przyznanie Ministrowi Finansów prawa do czasowego wykorzystywania środków złożonych do depozytu sądowego.

Jednostki objęte konsolidacją zarządzania płynnością większość wolnych środków (ponad 29 mld zł wg stanu na koniec czerwca 2015 r.) składały na lokatach terminowych, określając kwotę i termin lokaty. Niewykorzystane środki na koniec danego dnia lokowane były, bez konieczności składania oddzielnej dyspozycji, w depozyt overnight (O/N) i zwracane na rachunek jednostek następnego dnia rano. Depozyty sądowe lokowane były, zgodnie z przyjętym mechanizmem, wyłącznie na lokatach O/N.

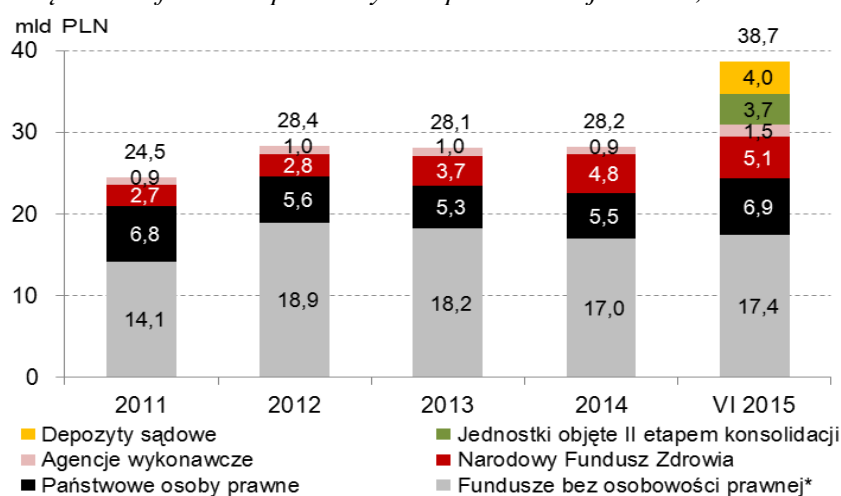
Wykres 7. Wartość środków zgromadzonych na rachunku Ministra Finansów w ramach konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych w podziale na rodzaj depozytu, w latach 2011-2015



Do końca czerwca 2015 r. w ramach lokowania środków przez nowe jednostki oraz przyjmowania depozytów sądowych pozyskano 7,8 mld zł, co przełożyło się na obniżenie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Z uwagi na to, że część nowych depozytów (tj. większość depozytów sądowych) pochodzi spoza sektora finansów publicznych, szacowane obniżenie poziomu długu publicznego to ok. 3,9 mld zł.

Na koniec czerwca 2015 r. łącznym efektem wszystkich wymienionych działań składających się na konsolidację było obniżenie potrzeb pożyczkowych o ok. 39 mld zł i poziomu długu o ok. 32 mld zł.

Wykres 8. Wartość środków zgromadzonych na rachunku Ministra Finansów w ramach konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych w podziale na jednostki, w latach 2011-2015



* Od 1 stycznia 2012 r. Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych utracił osobowość prawną

II.3. Struktura długu Skarbu Państwa

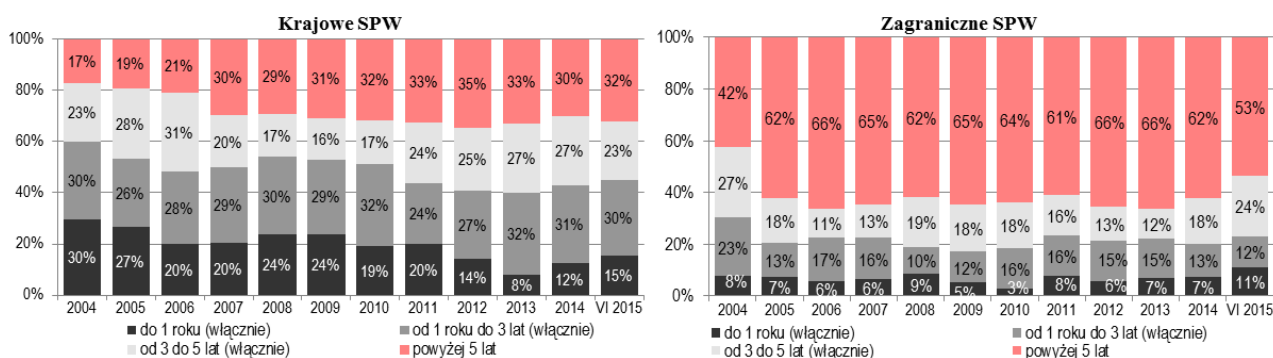
Zmiany w strukturze długu SP wynikały z realizacji celu *Strategii*, tj. minimalizacji kosztów w długim terminie, z uwzględnieniem ograniczeń związanych z ryzykiem. Elastyczna polityka emisyjna i operacje na składnikach długu powodowały, że ryzyko związane ze strukturą długu SP nie przekraczało bezpiecznego poziomu.

Ryzyko refinansowania

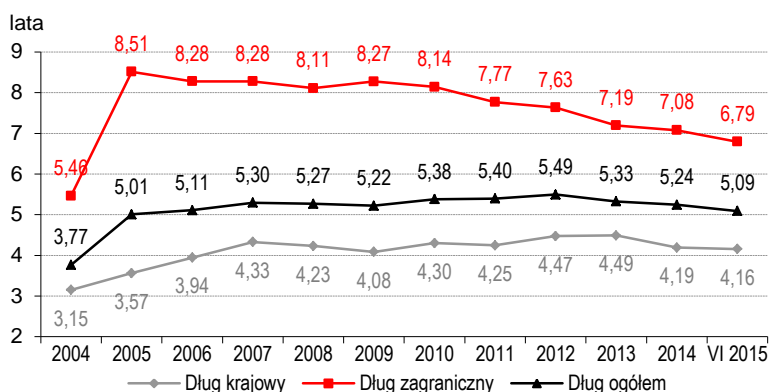
Ryzyko refinansowania długu krajowego od 2004 r. ulegało systematycznemu ograniczaniu, a od 2007 r. do 2013 r. względnej stabilizacji. Od 2014 r. parametry ryzyka refinansowania uległy nieznacznemu pogorszeniu, co wynikało głównie z reformy systemu emerytalnego i umorzenia SPW, z których znaczną część stanowiły instrumenty długoterminowe. Poziom ryzyka refinansowania był wypadkową:

- rosnącej roli obligacji średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych i jednocześnie malejącej roli bonów skarbowych, aż do całkowitego zaprzestania ich emisji od 2013 r. (ograniczenie ryzyka);
- dużej skali przetargów zamiany (ograniczenie ryzyka);
- starzenia się istniejącego długu (wzrost ryzyka);
- prefinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa roku następnego w IV kw. roku poprzedniego (ograniczenie ryzyka);
- utrzymywania rezerwy płynnościowej budżetu państwa (ograniczenie ryzyka – czynnik jakościowy, nie wpływający na średnią zapadalność długu).

Wykres 9. Struktura SPW wg faktycznych terminów wykupu w latach 2004-2015



Wykres 10. Średnia zapadalność długu SP w latach 2004-2015



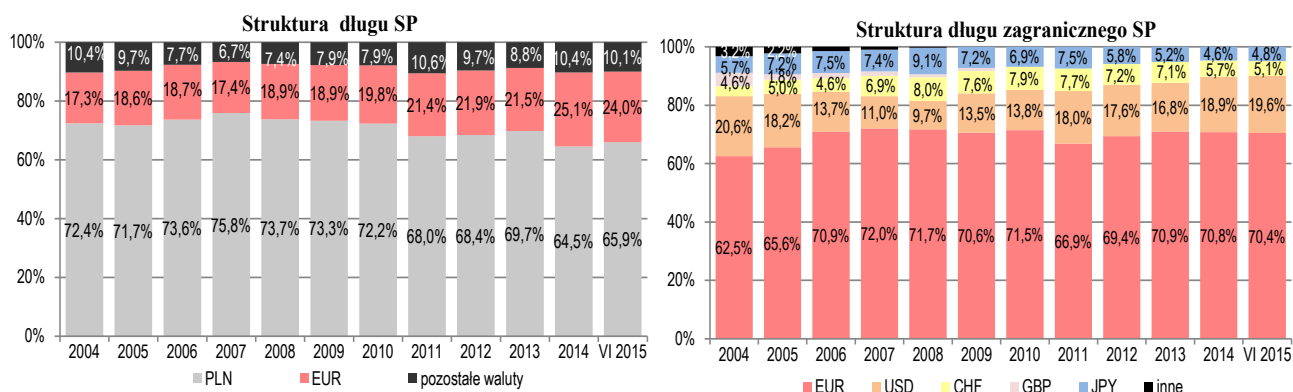
Średnia zapadalność całego długu SP od 2005 r. utrzymuje się na poziomie powyżej 5 lat, przyjętym od 2012 r. w strategii. W 2014 r. miał miejsce spadek średniej zapadalności długu SP, co było przede wszystkim efektem obniżenia się średniej zapadalności długu krajowego (do 4,19 roku) z powodu istotnego udziału instrumentów długoterminowych w SPW umorzonych w ramach reformy systemu emerytalnego. Na koniec czerwca 2015 r. średnia zapadalność całego długu SP wyniosła 5,09 roku, a długu krajowego 4,16 roku.

Skokowe ograniczenie ryzyka refinansowania dla długu zagranicznego w 2005 r. wynikało z przedterminowej spłaty części zobowiązań wobec Klubu Paryskiego, która została refinansowana emisjami obligacji o znacznie dłuższej zapadalności. Ryzyko refinansowania długu zagranicznego jest w porównaniu do długu krajowego istotnie niższe, choć jego średnia zapadalność począwszy od 2010 r. stopniowo się zmniejszała i na koniec czerwca 2015 r. ukształtowała się na poziomie 6,79 roku.

Ryzyko kursowe

Zwiększenie udziału długu w walutach obcych począwszy od 2008 r. było rezultatem osłabienia złotego oraz wzrostu potrzeb pożyczkowych, uzasadniających elastyczne podejście 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 długi SP w latach 2011-2013 przekraczał nieznacznie 30%. Na koniec 2014 r. udział ten wzrósł do 35,5%, co było przede wszystkim efektem reformy systemu emerytalnego. W I połowie 2015 r. udział długu w walutach obcych obniżył się do 34,1%.

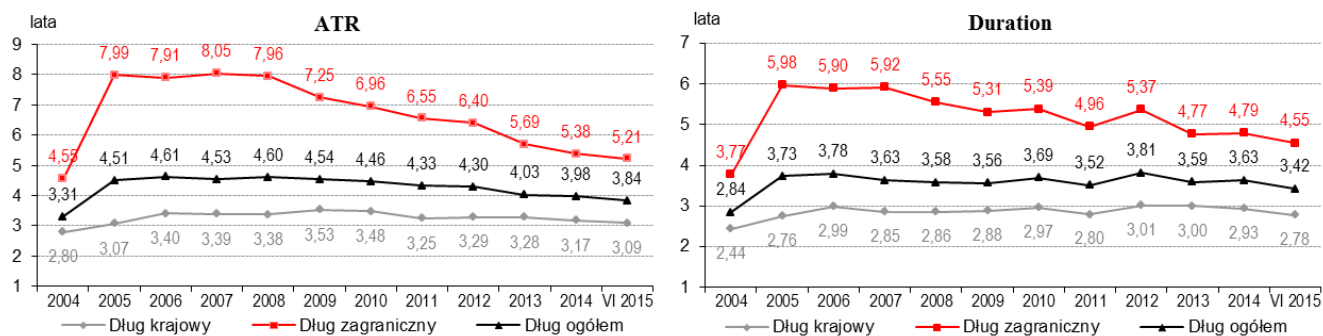
Wykres 11. Struktura walutowa zadłużenia SP w latach 2004-2015



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 22,4% w czerwcu 2015 r.), jak i zagranicznego (odpowiednio z 9,6% do 18,3%), co przyczyniło się do obniżenia kosztów obsługi długu SP w okresie wyraźnego spadku stóp procentowych na rynkach finansowych.

Wykres 12. ATR i duration długu SP w latach 2004-2015

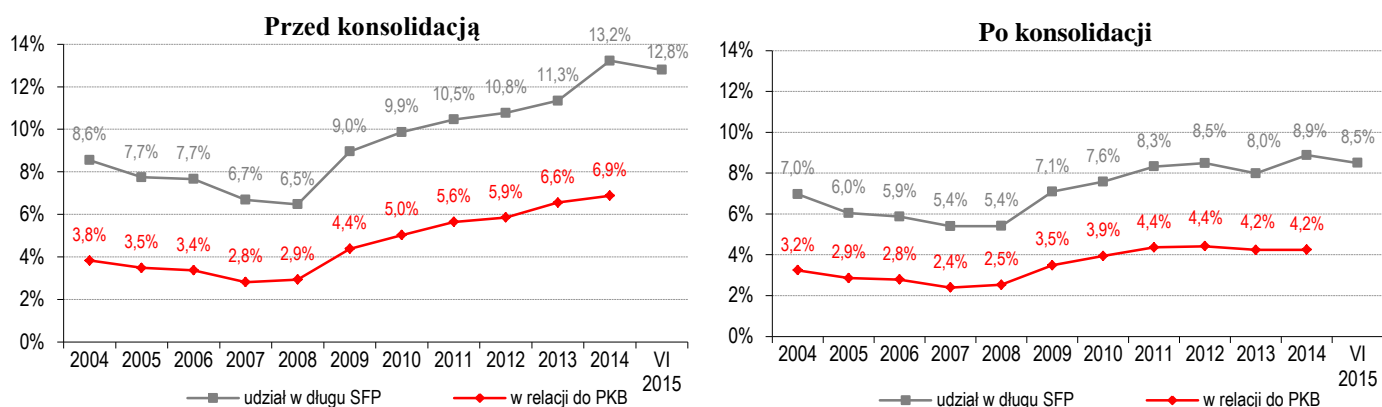


II.4. Wielkość i struktura pozostałego długu sektora finansów publicznych

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2014 r. 13,2% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (8,9% po konsolidacji) wobec 11,3% przed konsolidacją (8,0% po

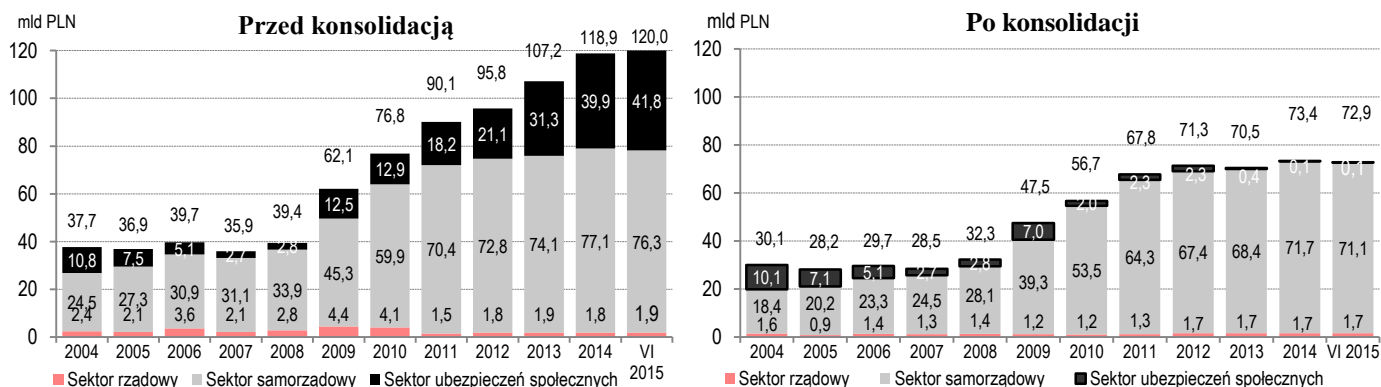
konsolidacji) na koniec 2013 r. Po I półroczu 2015 r. wielkości te kształtowały się odpowiednio na poziomie 12,8% oraz 8,5%.

Wykres 13. Udział zadłużenia innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w długi sektora finansów publicznych i relacja zadłużenia do PKB

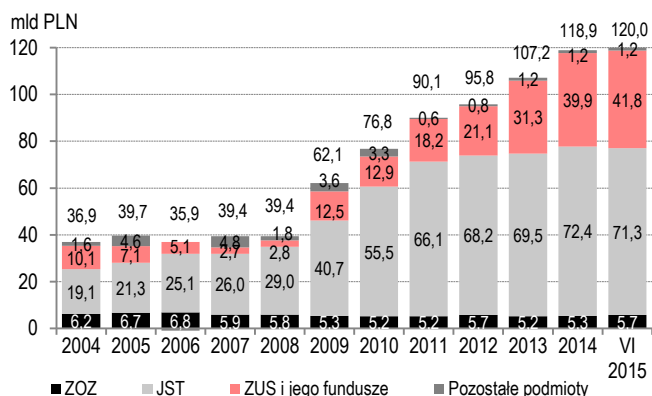


Największy udział w tej części długu miał dług sektora samorządowego, w szczególności zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego (JST). Udział zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych przed konsolidacją w długi ogółem do 2008 r. systematycznie spadał, począwszy od 2009 r. nastąpił jego wzrost do poziomu 4,7%. 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 14. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory



Wykres 15. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP przed konsolidacją



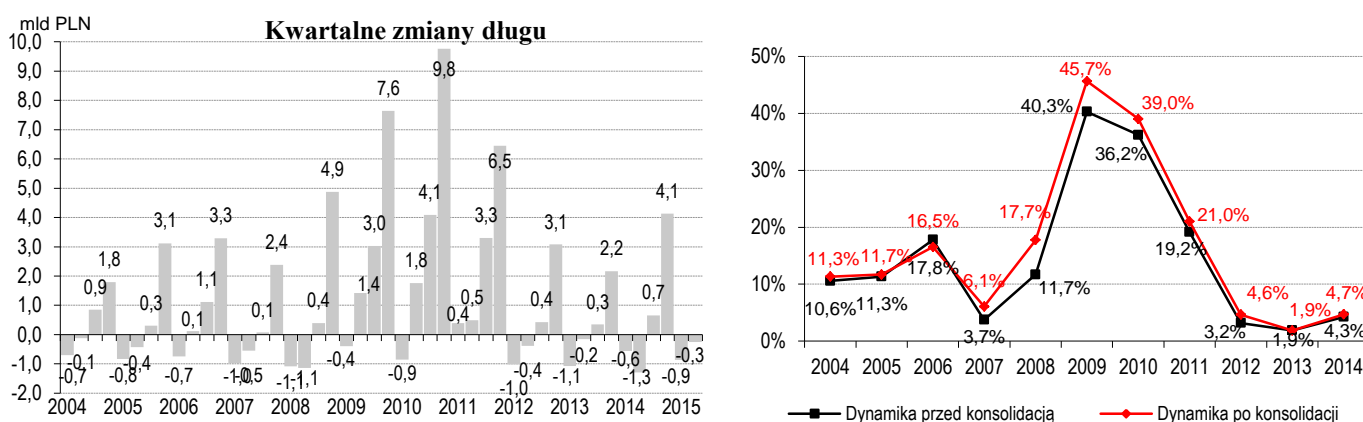
W dalszej części podrozdziału przedmiotem analizy jest zadłużenie innych niż SP jednostek SFP przed konsolidacją.

II.4.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

Najwyższą dynamikę zadłużenia JST odnotowano w 2009 r. – wzrost zadłużenia o 40,3% przed konsolidacją i 45,7% po konsolidacji. W kolejnych latach tempo wzrostu było stopniowo ograniczane i od 2012 r. nie przekraczało 5%. W 2014 r. dynamika długu JST i ich związków wyniosła 4,3% przed konsolidacją i 4,7% po konsolidacji.

Zadłużenie JST i ich związków systematycznie rosło, na koniec 2014 r. wyniosło 72,4 mld zł, co oznaczało wzrost o 2,9 mld zł w porównaniu z końcem 2013 r. przy deficycie w wysokości 2,3 mld zł. W I półroczu 2015 r. odnotowano spadek długu JST łącznie o 1,2 mld zł (przy nadwyżce budżetowej 10,4 mld zł). Podobna sytuacja miała miejsce w 2014 r. W I półroczu 2014 r. dług spadł o 1,9 mld zł (przy nadwyżce budżetowej w wysokości 9,6 mld zł), by w drugim półroczu wzrosnąć o 4,8 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.

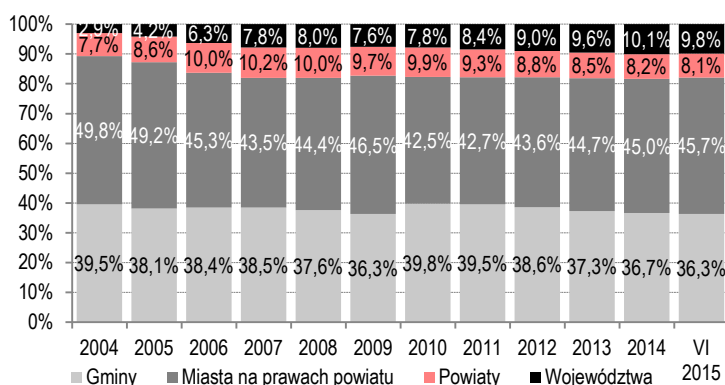
Wykres 16. Kwartalne zmiany oraz roczna dynamika długu JST i ich związków przed i po konsolidacji.



Od 1 stycznia 2014 r. obowiązuje indywidualny wskaźnik spłaty zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego, określony w art. 243 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych.

Według danych zawartych w uchwałach jednostek samorządu terytorialnego w sprawie wieloletnich prognoz finansowych, w 2014 r. indywidualnego wskaźnika spłaty zadłużenia, określonego w art. 243 ustawy o finansach publicznych nie spełniały 64 jednostki, z tego: 47 gmin, 16 powiatów i jedno miasto na prawach powiatu.

Wykres 17. Struktura zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w podziale na szczeble



W łącznej kwocie zobowiązań wszystkich JST największą część stanowią zobowiązania miast na prawach powiatu (45,0% w 2014 r. oraz 45,7% w I półroczu 2015 r.). Udział zobowiązań gmin w latach 2004-14 utrzymywał się w przedziale ok. 36-40% (na koniec 2014 r. udział wyniósł 36,7%, a na koniec I półroczu 2015 r. 36,3%). Udział zobowiązań województw i powiatów

kształtował się w ostatnich latach na poziomie ok. 8-10% (na koniec I półrocza 2015 r. wyniósł on odpowiednio 9,8% oraz 8,1%).

W strukturze zobowiązań sektora samorządowego dominowało zadłużenie krajowe, choć udział zadłużenia zagranicznego stopniowo wzrastał i na koniec czerwca 2015 r. wyniósł 21%. Największy udział w długu JST i ich związków stanowiły kredyty i pożyczki (94% na koniec czerwca 2015 r.).

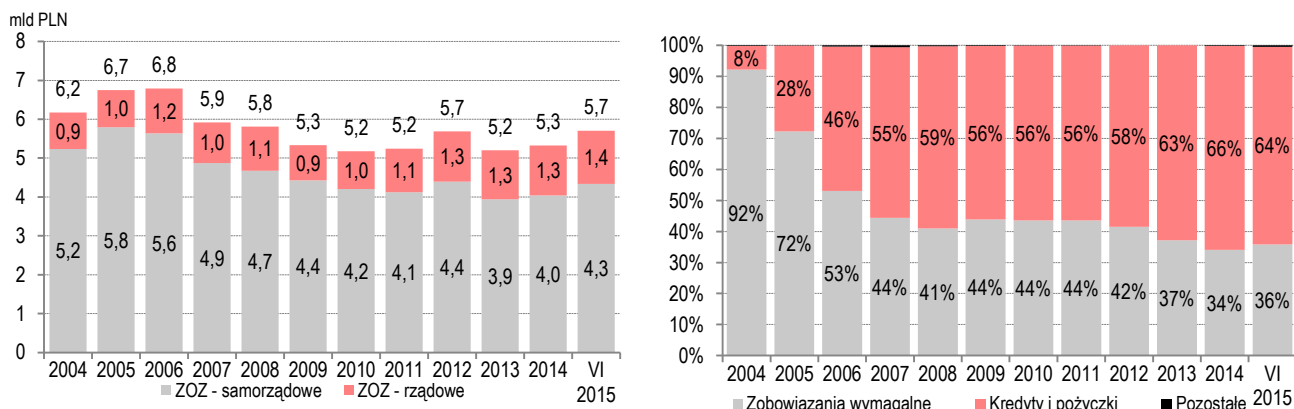
Wykres 18. Struktura długu jednostek samorządu terytorialnego i ich związków



II.4.2. Zadłużenie samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej

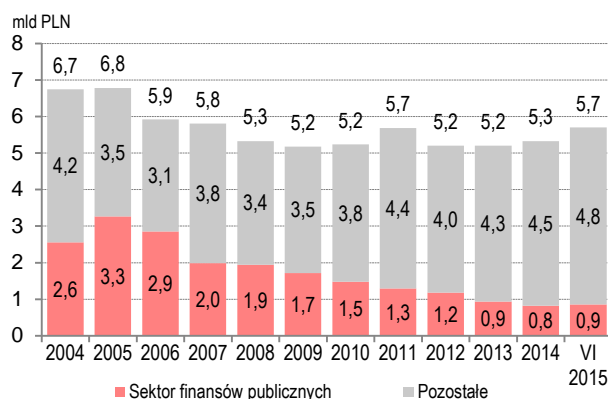
Zadłużenie SPZOZ na koniec 2014 r. wyniosło 5,3 mld zł, a na koniec czerwca 2015 r. 5,7 mld zł wobec 5,2 mld zł w 2013 r. Od 2007 r. w strukturze zadłużenia dominującym składnikiem są kredyty i pożyczki. Nadal znaczący udział w zadłużeniu stanowią zobowiązania wymagalne powstałe w wyniku nieterminowej regulacji zobowiązań. Zmiany w strukturze zadłużenia w latach 2005-2008 wynikały z ograniczenia wzrostu zobowiązań wymagalnych przy jednoczesnej realizacji postępowań naprawczych.

Wykres 19. Zadłużenie i struktura przedmiotowa zadłużenia SPZOZ



W latach 2006-14 zmniejszało się zadłużenie SPZOZ wobec sektora finansów publicznych, osiągając na koniec 2014 r. ok. 0,8 mld zł. W pierwszym półroczu 2015 r. odnotowano wzrost zobowiązań SPZOZ wobec innych jednostek SFP o 0,03 mld zł. 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.

Wykres 20. Zadłużenie SPZOZ w podziale na dług wobec sfp oraz pozostałych jednostek

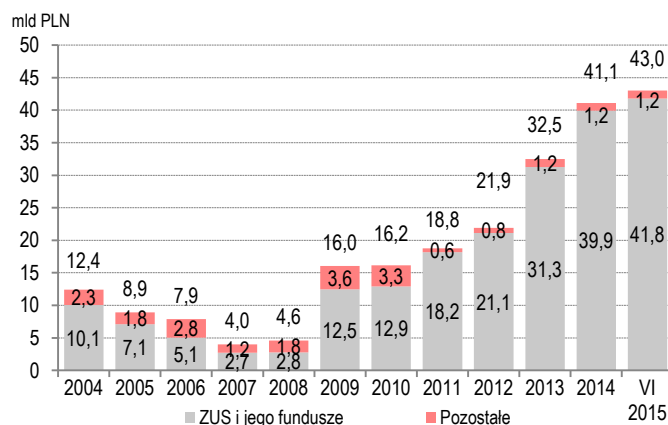


II.4.3. Zadłużenie FUS i pozostałych jednostek

Spośród pozostałych podmiotów największą pozycję w latach 2004-14 stanowiło zadłużenie ZUS i zarządzanych przez ZUS funduszy, na które niemal w całości składały się zobowiązania FUS. Począwszy od 2009 r. następował znaczący wzrost zadłużenia FUS do poziomu 39,9 mld zł na koniec 2014 r. i 41,8 mld zł na koniec czerwca 2015 r. Wynikał on ze strukturalnej nierównowagi funduszu, finansowanej od 2009 roku, poza dotacją budżetową, również pożyczką z budżetu państwa. W połowie 2015 r. stanowiła ona 99,7% całego zadłużenia funduszu, przy braku zadłużenia w bankach komercyjnych.

Zadłużenie innych podmiotów stanowiło znikomą część długu publicznego (0,1% długu SFP przed konsolidacją, zarówno na koniec 2014 r., jak i w połowie 2015 r.).

Wykres 21. Zadłużenie ZUS i jego funduszy oraz 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 2015 r. wyniosły 112,9 mld zł, wobec 114,5 mld zł, tj. 6,6% PKB w 2014 r. oraz 108,9 mld zł, tj. 6,5% PKB w 2013 r.

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2015 r. wynosiły one 109,0 mld zł wobec 110,8 mld zł, tj. 6,4% PKB w 2014 r. oraz 104,8 mld zł, tj. 6,3% PKB w 2013 r. Wzrost niewymagalnych zobowiązań do końca 2014 r. był przede wszystkim wynikiem dużego wolumenu gwarancji udzielonych na wsparcie rozwoju infrastruktury.

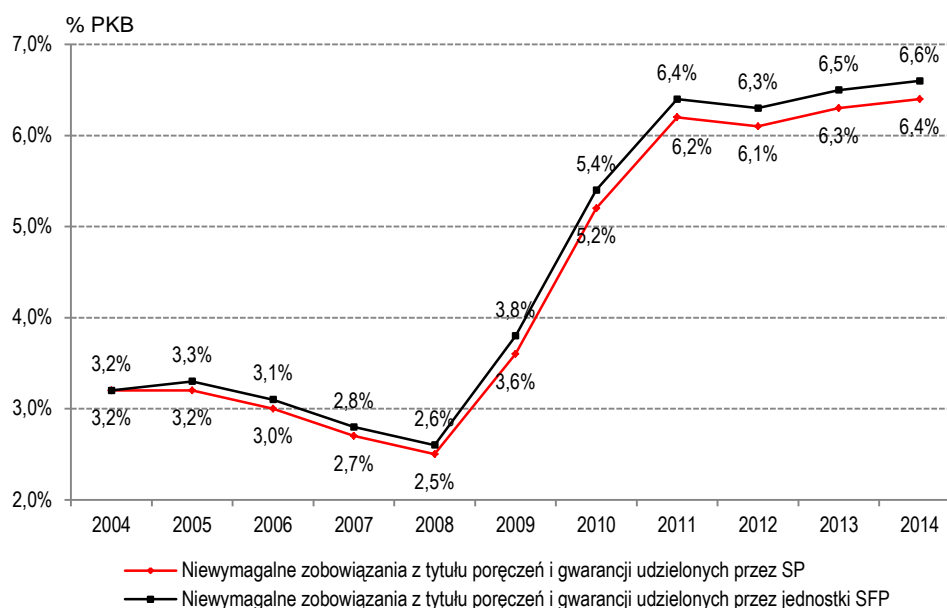
Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. Na koniec 2014 r. ok. 85% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Przewidywane wypłaty z tytułu gwarancji i poręczeń wzrosły w ujęciu nominalnym z ok. 6,2 mld zł na koniec 2013 r. do ok. 6,3 mld zł na koniec 2014 r., a w relacji do PKB wyniosły odpowiednio 0,36% i 0,37%.

Długoterminowy współczynnik ryzyka dla całego portfela poręczeń i gwarancji na koniec 2014 r. kształtował się na poziomie poniżej 6%.

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP (stan na 30 czerwca 2015 r.) wynikały z:

- gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego	76,2 mld zł
w tym na wsparcie Krajowego Funduszu Drogowego (KFD)	74,4 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A.	9,9 mld zł
- gwarancji wypłat z KFD dla Gdańsk Transport Company S.A.	8,6 mld zł
- gwarancji wypłat z KFD dla Autostrady Wielkopolskiej II S.A.	6,8 mld zł
- gwarancji udzielonej za Autostradę Wielkopolską S.A.	3,3 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Intercity S.A.	1,8 mld zł

Wykres 22. Niewymagalne zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SFP i SP



III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII

W 2014 r. i w I połowie 2015 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2014-17*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2013 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2015-18*, zaakceptowanej we wrześniu 2014 r. W tabeli 2 przedstawiono ocenę stopnia realizacji celu *Strategii* wraz z ograniczeniami na ryzyko w 2014 r. i w I połowie 2015 r.

Tabela 2. Ocena stopnia realizacji *Strategii* w 2014 r. i w I połowie 2015 r.

I. Cel Strategii - minimalizacja kosztów obsługi długu	
Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Wysoki	<p>1. Dobór instrumentów</p> <p>Podstawowym rynkiem pozyskiwania środków był rynek krajowy. W 2014 r. wartość nominalna emisji SPW na rynku krajowym wyniosła 116,9 mld zł (w tym 33,7 mld zł o oprocentowaniu zmiennym), a na rynkach zagranicznych pozyskano środki o wartości nominalnej 27,4 mld zł (w tym 10 mld zł z MIF); w I połowie 2015 r. było to odpowiednio 56,0 mld zł (w tym 15,3 mld zł o oprocentowaniu zmiennym) oraz 6,7 mld zł (w tym 0,3 mld zł z MIF). Wśród głównych czynników wpływających na decyzje w zakresie struktury finansowania w 2014 r. i w I połowie 2015 r. należy wymienić:</p> <ul style="list-style-type: none"> • czynniki o charakterze zewnętrznym, w szczególności: <ul style="list-style-type: none"> ○ polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne: <ul style="list-style-type: none"> w strefie euro: dwie obniżki stóp procentowych przez ECB po 10 pb w czerwcu i wrześniu 2014 r. do rekordowo niskiego poziomu (w tym stopy depozytowej do -0,20%), ogłoszenie pakietu działań stymulujących gospodarkę (czerwiec 2014 r.), uruchomienie skupu ABS i obligacji zabezpieczonych aktywami w październiku 2014 r. i rozszerzenie programu o obligacje rządowe od marca 2015 r. w skali 60 mld euro miesięcznie (wartość całego programu to 1,2 biliona euro); w USA: zakończenie programu ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej (QE3) i oczekiwania na rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej; w Japonii: zwiększenie programu skupu aktywów z 50 bln JPY do 80 bln JPY; w Szwajcarii: zniesienie minimalnego kursu wymiany franka za euro i obniżenie stóp procentowych o 50 pb, skutkujące silną aprecjacją franka wobec innych walut, w tym złotego oraz przejściowym silnym osłabieniem złotego wobec euro i dolara; ○ odbicie gospodarcze w krajach UE i ożywienie w USA, przy obniżeniu tempa wzrostu gospodarczego w Chinach i recesji u wschodnich partnerów handlowych, tj. w Rosji i na Ukrainie; ○ zaostrzenie konfliktu geopolitycznego na Ukrainie (od lutego 2014 r.) skutkowało wzrostem awersji do ryzyka i okresowym osłabieniem krajowych obligacji i złotego; ○ niepewność co do osiągnięcia porozumienia pomiędzy Grecją i jej wierzycielami w sprawie pomocy finansowej i zerwanie negocjacji (czerwiec 2015 r.) skutkujące obniżeniem ratingu Grecji do poziomu śmieciowego przez główne agencje ratingowe powodowały silną awersję do ryzyka i znaczące osłabienie obligacji złotych i krajowej waluty; ○ silna deprecjacja euro do dolara (o 19% w omawianym okresie). • czynniki o charakterze lokalnym, przede wszystkim: <ul style="list-style-type: none"> ○ polityka monetarna RPP – oczekiwania na obniżki stóp procentowych, a następnie dwie obniżki, łącznie o 100-150 pb (w październiku 2014 r. i marcu 2015 r., w tym stopy referencyjnej do rekordowo niskiego poziomu 1,5%) i zapowiedź ich utrzymania bez zmian przez dłuższy czas; ○ wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego Polski w 2014 r. (3,4% r/r wobec 1,7% r/r w 2013) i jego kontynuacja w 2015 r. przy braku presji inflacyjnej i deflacji r/r od lipca 2014 r.; ○ pozytywne postrzeganie Polski przez inwestorów zagranicznych i agencje ratingowe (podwyższenie perspektywy ratingu ze stabilnej do pozytywnej przez S&P w lutym 2015 r.); ○ utrzymujące się umiarkowane zainteresowanie inwestorów zagranicznych rynkiem SPW (napływ kapitału zagranicznego na kwotę 2,8 mld zł w 2014 r. i 7,7 mld zł w I połowie 2015 r.); ○ wahania kursu złotego: w 2014 r. kurs EUR/PLN kształtował się w przedziale 4,09-4,38 (zmiennosc na poziomie 5,2%), a USD/PLN 3,0-3,59 (8,1%), wobec zmienności EURUSD na poziomie 6,2%. W I połowie 2015 r. kurs EUR/PLN wahał się w przedziale 3,99-4,33 (zmiennosc 5,7%), a kurs USD/PLN w przedziale 3,52-3,95 (10,2%), wobec zmienności EURUSD na poziomie 9,4%.

- spadek rentowności krajowych obligacji skarbowych w 2014 i na początku 2015 roku do rekordowo niskich poziomów (obligacje 10-letnie poniżej 2%) i wzrost rentowności od lutego 2015 r. (głównie w wyniku kryzysu finansowego w Grecji i oczekiwań na podwyżki stóp przez Fed);
- nierównomierny rozkład w czasie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, wynikający z realizacji budżetu oraz wykupu dużych serii obligacji przypadających na styczeń, kwiecień i lipiec;
- elastyczność w wyborze instrumentów i terminów emisji, służąca dostosowaniu wielkości i struktury oferty do bieżącej i oczekiwanej sytuacji rynkowej;
- wdrożenie drugiego etapu konsolidacji zarządzania płynnością (szczegóły przedstawiono w rozdz. II.2);
- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa, poprzez prefinansowanie znaczącej części potrzeb pożyczkowych brutto kolejnego roku (odpowiednio 28% potrzeb pożyczkowych planowanych na 2014 r. i ok. 33% na 2015 r.) pod koniec poprzedniego roku.

W zakresie długu zagranicznego najważniejszymi operacjami były:

- emisje na rynku euro (w 2014 r. łączna wartość SPW wyemitowanych na rynku euro wyniosła 2,3 mld EUR, a w I połowie 2015 r. 1,0 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 2014 r. na rynku franka szwajcarskiego emisja SPW o wartości 500 mln CHF, a w kwietniu 2015 r. o wartości 580 mln CHF (pierwsza w historii polska emisja z ujemną rentownością i jednocześnie największa zagraniczna emisja obligacji z ujemną rentownością na rynku szwajcarskim);
- ciągnięcia kredytów z MIF (łącznie w 2014 r. i w pierwszej połowie 2015 r. 2,5 mld EUR, w tym z EBI 1,7 mld EUR i z Banku Światowego 0,7 mld EUR; w II połowie 2015 r. planowane są ciągnięcia kredytów z EBI i Banku Światowego);
- rynkowe transakcje wymiany walutowej typu CIRS, umożliwiające wykorzystanie posiadanych środków walutowych na obsługę zobowiązań w walucie o niższym oprocentowaniu. W 2014 r. zawarto transakcje o wartości 1,0 mld USD, a w I półroczu 2015 r. 0,9 mld EUR.

2. Efektywność rynku SPW

Do najważniejszych działań służących ograniczeniu kosztów należały:

- polityka emisji płynnych serii obligacji benchmarkowych na rynku krajowym. W połowie 2015 r. 15 emisji przekraczało 20 mld zł (12 na koniec 2014 r.). Udział emisji benchmarkowych w wartości nominalnej zadłużenia w obligacjach średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu, po spadku z 96,6% na koniec 2013 r. do 47,8% na koniec lutego 2014 r. wynikającym z umorzenia obligacji na skutek reformy systemu emerytalnego, wzrósł do 69,8% w czerwcu 2015 r. Średni wskaźnik płynności³ po wzroście w 2014 r. do 190,6%, w I połowie 2015 r. wyniósł 162,1% (w wyniku zmniejszenia obrotów na rynku wtórnym);
- emisja płynnych serii obligacji (o wartości zapewniającej płynność danej emisji) na rynku euro i dolara amerykańskiego;
- 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, tj. Dealerów SPW (DSPW) oraz kandydatów na DSPW, transakcji typu Sell/Buy Back z BGK na szczególnych zasadach. Niewielka skala transakcji (w 2014 r. i I połowie 2015 r. zawarto transakcje o wartości nominalnej 4,3 mld zł, tj. 0,04% wszystkich transakcji Sell/Buy Back) świadczyła o prawidłowym funkcjonowaniu rynku wtórnego obligacji po zmianach w OFE;
- emisje krótkoterminowych obligacji oszczędnościowych KOS w lutym 2014 r. (7-miesięczne, sprzedaż 282,2 mln zł) i grudniu 2014 r. (14-miesięczne, sprzedaż 485,4 mln zł) mające na celu okazjonalne rozszerzenie standardowej oferty odpowiadającej preferencjom nabywców indywidualnych oraz umożliwienie kontynuacji oszczędzania posiadaczom zapadających obligacji na atrakcyjnych warunkach.

³ Wskaźnik płynności – iloraz miesięcznej wartości transakcji zawartych na obligacjach do zadłużenia na koniec miesiąca.

II. Ograniczenia celu						
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2013	2014	VI 2015
Ryzyko refinansowania	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> • Brak emisji bonów skarbowych od 2013 r.; • Wysoka sprzedaż obligacji średnio- i długoterminowych w 2014 r. i w I połowie 2015 r. (odpowiednio 69,3% i 72,0% ogółu SPW sprzedanych na przetargach sprzedaży i zamiany) przy korzystnych uwarunkowaniach rynkowych; • Duża rola przetargów zamiany (odkupiono 39% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie styczeń 2014 r. – czerwiec 2015 r.); • Obniżenie średniej zapadalności długu krajowego wynikające ze struktury portfela SPW umorzonych w lutym 2014 r., oraz spadek średniej zapadalności długu SP, która jednak utrzymała się powyżej poziomu 5 lat określonego w <i>Strategii</i>; • Obniżenie średniej zapadalności długu zagranicznego związane ze starzeniem się długu oraz silną aprecjacją dolara i znacząco niższą średnią zapadalnością długu w USD w porównaniu z długiem w EUR; • Wzrost udziału w długu krajowym instrumentów do 1 roku wynikał ze spadku długu krajowego (umorzenie SPW, głównie średnio- i długoterminowych) i procesu starzenia się długu. 	Średnia zapadalność (w latach) <ul style="list-style-type: none"> - kraj 4,49 - zagranica 7,19 - razem 5,33 	4,49	4,19	4,16
			Udział w krajowych SPW: <ul style="list-style-type: none"> - SPW do 1 roku 8,1% - bonów skarbowych 0,0% 	8,1%	12,3%	15,4%
Ryzyko kursowe	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> • Udział długu zagranicznego, po wzroście w 2014 r. wynikającym z umorzenia krajowych SPW, uległ obniżeniu w 2015 r., zgodnie z założeniami <i>Strategii</i>; • Udział długu w euro w długu zagranicznym utrzymał się powyżej minimalnego poziomu założonego w <i>Strategii</i> (70%); • Kontynuacja długoterminowego finansowania nierynkowego w MIF. 	Udział długu zagranicznego w długu SP	30,3%	35,5%	34,1%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	70,9%	70,9%	70,5%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> • ATR długu krajowego utrzymywało się w przedziale określonym w <i>Strategii</i>: 2,8-3,8 lat; • Ryzyko długu zagranicznego, pomimo niewielkiego wzrostu, utrzymywało się na bezpiecznym poziomie i nie stanowiło ograniczenia dla minimalizacji kosztów; • Obniżenie miar ryzyka było wypadkową wysokiej sprzedaży obligacji średnio- i długoterminowych, starzenia się długu (wzrostu udziału SPW o terminie do wykupu poniżej roku) 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) <ul style="list-style-type: none"> - kraj 3,28 - zagranica 5,69 - razem 4,03 	3,28	3,17	3,09
			Duration (w latach) <ul style="list-style-type: none"> - kraj 3,00 - zagranica 4,77 - razem 3,59 	3,00	2,93	2,78

III. Ograniczenia celu – cd.

Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Ryzyko płynności	Wysoki	<p>Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • przetargi zamiany (w 2014 r. odkupiono obligacje o wartości nominalnej 29,7 mld zł, a w I połowie 2015 r. o wartości 8,2 mld zł); • oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2014 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 92,0 mld zł, a w I półroczu 2015 r. 56,8 mld zł; • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK. W 2014 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 1.064,7 mld zł, a w I półroczu 2015 r. 464,8 mld zł; • rynkowe transakcje wymiany walut typu FX swap, pozwalające na okresowe wykorzystanie posiadanych walut w celu pozyskania środków złotych. W 2014 r. przeprowadzono transakcje o równowartości 0,1 mld EUR; • lokaty walutowe - w 2014 r. zawarto lokaty na kwotę 190,8 mld EUR, a w I półroczu 2015 r. na kwotę 55,9 mld EUR; sprzedaż części środków walutowych z funduszy unijnych oraz związanych z zarządzaniem długiem na rynku walutowym (w 2014 r. sprzedano waluty o równowartości 9,9 mld EUR) oraz w NBP (3,0 mld EUR w 2014 r.); • lokaty wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych na rachunkach Ministra Finansów w BGK w ramach konsolidacji zarządzania płynnością. Na koniec 2014 r. zgromadzono środki w wysokości 28,2 mld zł, a na koniec czerwca 2015 r. 38,7 mld zł (efekt wdrożenia w 2015 r. II etapu konsolidacji zarządzania płynnością). <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2014 r. i w I połowie 2015 r. zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.</p>
Ryzyko kredytowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> • Lokaty w BGK zabezpieczone SPW nie generowały ryzyka kredytowego; • Funkcjonuje system limitów kredytowych dla niezabezpieczonych lokat w BGK; • Ryzyko związane z transakcjami na instrumentach pochodnych jest ograniczane poprzez wybór partnerów o wysokiej wiarygodności kredytowej; • Funkcjonuje system zabezpieczeń transakcji na instrumentach pochodnych w postaci blokady papierów skarbowych w 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	<ul style="list-style-type: none"> • Zarządzanie długiem skupione w jednej jednostce organizacyjnej MF; • Odpowiednia infrastruktura techniczna do zawierania transakcji rynkowych; • Bezpieczeństwo informacji związanych z zarządzaniem długiem; • Zintegrowana baza danych długu SP.
Rozkład kosztów obsługi długu w czasie	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> • Na poziom kosztów obsługi długu w 2014 r. i 2015 r. miały wpływ transakcje swapowe zawarte w 2014 r. w ramach zarządzania limitem z ustawy budżetowej i rozkładem kosztów pomiędzy latami (zwiększenie kosztów o 1,95 mld zł w 2014 r. i zmniejszenie o 1,97 mld zł w 2015 r.); • 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 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. Omówiona została rola inwestorów krajowych i zagranicznych na krajowym rynku SPW, a także rozwój sytuacji na głównych rynkach międzynarodowych.

IV.1. Założenia makroekonomiczne *Strategii*

Ocena sytuacji makroekonomicznej i kierunków polityki fiskalnej przedstawiona została w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na 2016 r. W tabeli 3 przedstawiono założenia makroekonomiczne *Strategii*, zgodne z założeniami projektu budżetu.

Tabela 3. Założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii*

Wyszczególnienie	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Realny wzrost PKB (%)	3,4	3,4	3,8	3,9	4,0	3,9
PKB w cenach bieżących (mld zł)	1 728,7	1 796,5	1 888,3	1 995,0	2 125,3	2 263,4
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	0,0	-0,2	1,7	1,8	2,5	2,5
USD/PLN - na koniec roku	3,51	3,72	3,61	3,50	3,40	3,40
EUR/PLN - na koniec roku	4,26	4,09	3,97	3,85	3,74	3,74

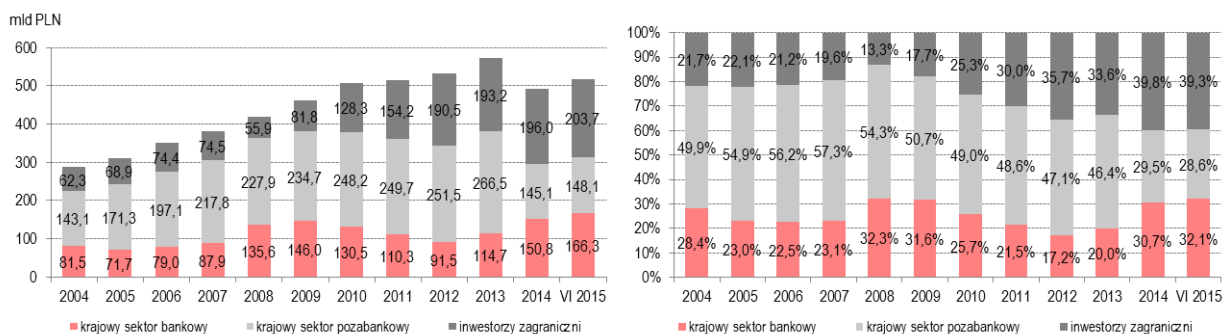
IV.2. Krajowy rynek skarbowych papierów wartościowych

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

W strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW w ostatnich latach obserwowane były następujące zmiany:

- w latach 2009-2012 następował intensywny napływ inwestorów zagranicznych na krajowy rynek SPW (łącznie o 134,6 mld zł, do 190,5 mld zł), co przełożyło się na istotny wzrost ich udziału w krajowych obligacjach skarbowych z 13,3% do 35,7%. Od 2013 r. do czerwca 2015 r. nierezydenci w dalszym ciągu zwiększali swoje zaangażowanie, jednak na znacznie mniejszą skalę niż w poprzednich latach (łącznie o 13,2 mld zł).
- w efekcie reformy systemu emerytalnego i umorzenia w lutym 2014 r. krajowych obligacji skarbowych przekazanych przez OFE do ZUS, krajowy sektor pozabankowy stracił dominujący udział wśród inwestorów posiadających krajowe SPW na rzecz inwestorów zagranicznych, zwiększył się także udział krajowego sektora bankowego.
- w okresie od 2013 r. do czerwca 2015 r. wśród nabywców krajowych SPW zdecydowanie dominował krajowy sektor bankowy, który częściowo zastąpił w tej roli inwestorów zagranicznych i OFE. Zaangażowanie krajowych banków w SPW emitowane na rynku krajowym wzrosło w tym okresie o 74,7 mld zł, do 166,3 mld zł.

Wykres 23. Struktura portfela krajowych SPW w posiadaniu głównych grup inwestorów



Wykres 24. Zmiany portfela krajowych SPW w posiadaniu głównych grup inwestorów



*) Z wyłączeniem efektu umorzenia SPW o wartości nominalnej 130,1 mld zł w lutym 2014 r.

IV.2.1. Baza inwestorów krajowych

Na skutek zmian wprowadzonych w systemie emerytalnym udział inwestorów krajowych w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW zmniejszył się z 66,4% na koniec 2013 r. do 60,2% na koniec 2014 r. W I połowie 2015 r. udział ten nieznacznie wzrósł i wyniósł 60,7% na koniec czerwca 2015 r., z czego portfele krajowego sektora bankowego stanowiły 32,1%, a krajowego sektora pozabankowego 28,6%.

Udział banków w strukturze podmiotowej zadłużenia w SPW od 2013 r. systematycznie rósł. W 2014 r. zwiększył się o 10,7 pkt proc., do 30,7%, głównie na skutek reformy systemu emerytalnego, ale istotnym czynnikiem był także relatywnie wysoki wzrost zaangażowania banków w krajowe SPW. W I połowie 2015 r. udział banków zwiększył się do 32,1%, co wynikało ze względnie wysokiego przyrostu portfela SPW tych podmiotów.

Relatywnie wysoki popyt na krajowe SPW ze strony krajowego sektora bankowego w ostatnich latach, przekładający się na rosnący udział banków w strukturze zadłużenia w SPW, związany był z utrzymującą się w tym sektorze nadpłynnością. Ponadto, banki absorbowały podaż SPW w sytuacji ograniczonego przyrostu zaangażowania inwestorów zagranicznych oraz krajowego sektora pozabankowego.

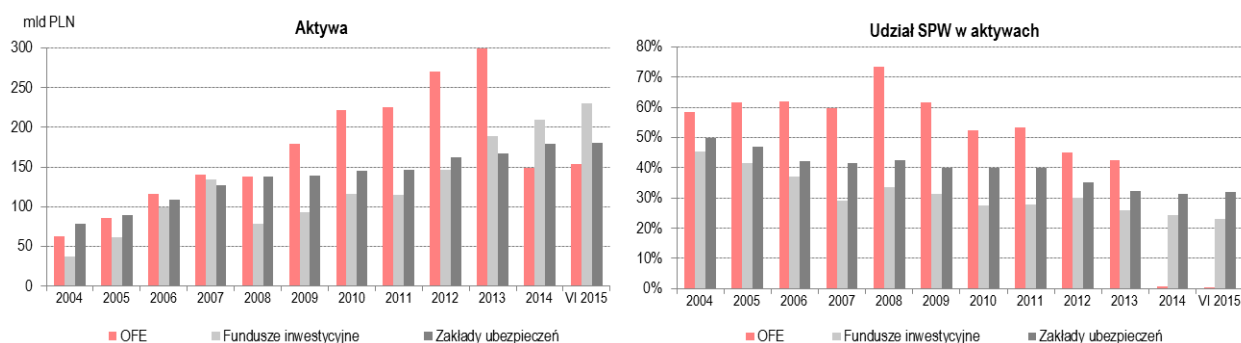
W 2014 r. nadpłynność sektora bankowego uległa pewnemu zmniejszeniu (do 108,8 mld zł wobec rekordowego poziomu 126,5 mld zł w 2013 r.), a zgodnie z „Załoženiami polityki pieniężnej na rok 2015” przedstawionymi przez Radę Polityki Pieniężnej, w 2015 r. pozostanie na poziomie zbliżonym do występującego w 2014 r. Powyższe czynniki, jak również wysoki przyrost SPW w aktywach banków od początku 2013 r. (74,7 mld zł, podczas gdy w latach 2004-2012 wzrost zaangażowania wyniósł 8,9 mld zł) oraz dalszy wzrost gospodarczy (sprzyjający zwiększaniu skali udzielanych kredytów) mogą w przyszłości oddziaływać w kierunku ograniczania możliwości absorbowania podaży SPW przez sektor bankowy.

Obok sektora bankowego, drugą główną grupę inwestorów krajowych stanowią podmioty z sektora pozabankowego. Ich udział w zadłużeniu w krajowych SPW po spadku w 2014 r. do poziomu 29,5% (z 46,4% na koniec 2013 r.) w efekcie reformy systemu emerytalnego, w I połowie 2015 r. obniżył się do 28,6%, co wynikało z relatywnie niewielkiego przyrostu portfela SPW w posiadaniu tej grupy podmiotów.

Ze względu na długoterminową, stabilną politykę inwestycyjną, szczególnie istotnymi podmiotami wśród inwestorów pozabankowych są fundusze inwestycyjne oraz zakłady ubezpieczeniowe. Łączny udział tych podmiotów w krajowych SPW na koniec 2014 r. wyniósł 20,3% (wobec 17,2% na koniec 2013 r.), a w czerwcu 2015 r. ukształtował się na poziomie 19,8%, tj. nieznacznie się obniżył od początku 2015 r.

Głównym czynnikiem oddziałującym na wartość portfela SPW w posiadaniu funduszy inwestycyjnych i zakładów ubezpieczeniowych jest wysokość aktywów tych podmiotów. W ostatnich latach obserwowany jest systematyczny wzrost aktywów zarządzanych przez te instytucje. Trend wzrostowy szczególnie widoczny jest w przypadku funduszy inwestycyjnych, których aktywa od 2012 r. do czerwca 2015 r. podwoiły się. W tym samym okresie aktywa zarządzane przez zakłady ubezpieczeniowe zwiększyły się o 23,3%. Udział SPW w aktywach funduszy inwestycyjnych w ostatnich latach nieznacznie się obniżył i na koniec czerwca 2015 r. wyniósł ok. 23%, a dla instytucji ubezpieczeniowych pozostaje na stabilnym poziomie i wynosi ok. 1/3 wartości aktywów.

Wykres 25. 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:

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

Kształtowanie się udziału inwestorów krajowych w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW w najbliższych latach, poza wymienionymi czynnikami związanymi z wielkością ich aktywów oraz polityką zarządzania portfelem inwestycyjnym, w znaczącym stopniu będzie zależało także od poziomu potrzeb pożyczkowych, determinującego wielkość podaży SPW oferowanej inwestorom. Zwiększanie udziału inwestorów krajowych będzie możliwe pod warunkiem kontynuacji procesu konsolidacji fiskalnej, co umożliwi ograniczanie potrzeb pożyczkowych i zapobiegnie napotkaniu bariery chłonności inwestorów krajowych.

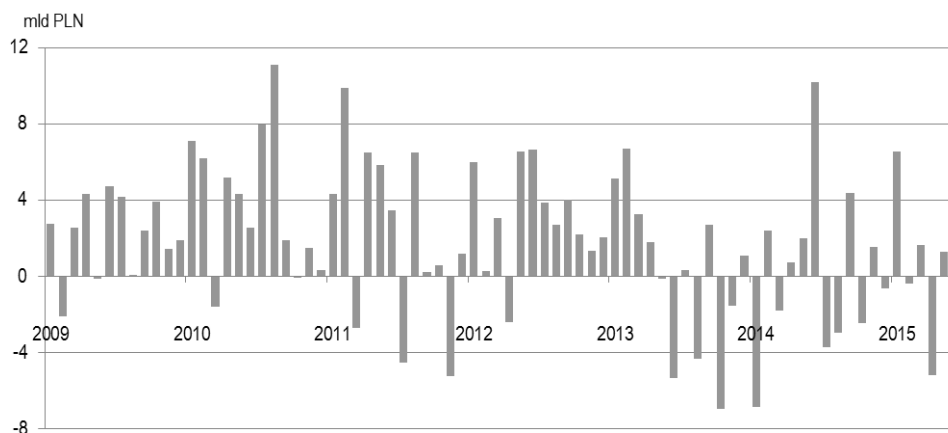
IV.2.2. Rola inwestorów zagranicznych

Inwestorzy zagraniczni odgrywają znaczącą rolę w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym. Popyt z ich strony jest silnie uzależniony od sytuacji międzynarodowej.

Od początku 2009 r. do kwietnia 2013 r. obserwowany był wyraźny trend wzrostowy portfela krajowych SPW w posiadaniu inwestorów zagranicznych – łącznie w całym okresie zwiększyli oni swoje zaangażowanie prawie 4-krotnie. W II połowie 2013 r. i w I kwartale 2014 r. miało miejsce odwrócenie tego trendu, do czego przyczyniła się polityka monetarna Fed, a także wzrost awersji do ryzyka w wyniku konfliktu na Ukrainie. W II kwartale 2014 r., pod wpływem ekspansywnej polityki EBC, obserwowany był wzrost zaangażowania nierezydentów w krajowe SPW (do rekordowego w tym roku poziomu 199,8 mld zł na koniec czerwca). W II połowie 2014 r. przepływy kapitału zagranicznego z jednej strony kształtowały się pod wpływem ekspansywnej polityki monetarnej EBC, a z drugiej strony oczekiwań na luzowanie polityki przez RPP, a także wydarzeń na Ukrainie. Łącznie w 2014 r. nierezydenci zwiększyli swoje zaangażowanie w krajowe SPW o 2,8 mld zł, do 196,0 mld zł, co stanowiło 39,8% zadłużenia w tych instrumentach (wobec 33,6% na koniec 2013 r.). Wzrost udziału był przede wszystkim statystycznym efektem reformy

systemu emerytalnego. W I połowie 2015 r. wielkość portfela SPW w posiadaniu nierezydentów wzrosła o 7,7 mld zł, do 203,7 mld zł (39,3% udział w krajowych SPW). Było to głównie wypadkową ekspansywnej polityki pieniężnej EBC, kryzysu zadłużenia w Grecji oraz oczekiwań co do podwyżki stóp procentowych przed Fed.

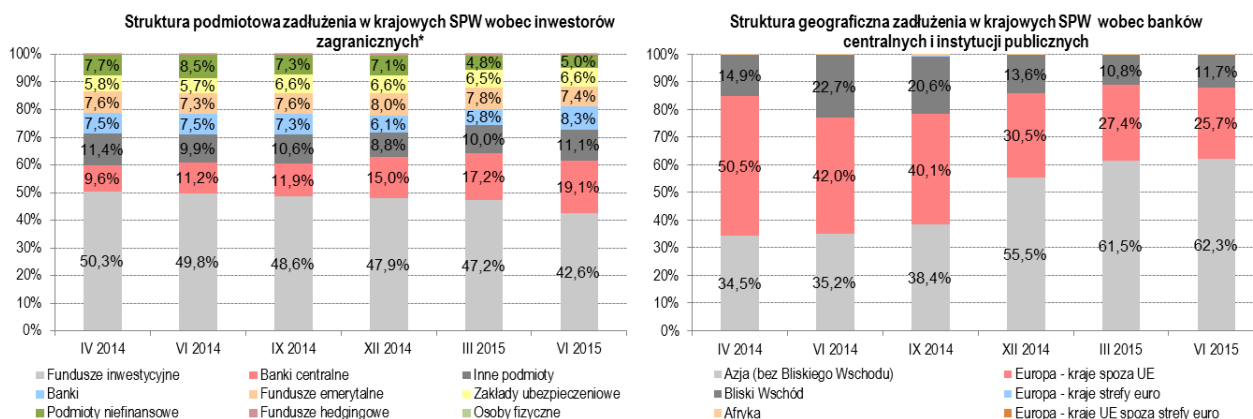
Wykres 26. Zmiany miesięczne portfela krajowych SPW w posiadaniu inwestorów zagranicznych



Szczegółowe dane, jakimi Ministerstwo Finansów dysponuje od kwietnia 2014 r., wskazują, że struktura inwestorów zagranicznych posiadających krajowe SPW jest mocno zdywersyfikowana, zarówno pod względem instytucjonalnym, jak i geograficznym. Znacząco obniża to ryzyko związane z nagłym, masowym odpływem nierezydentów z polskiego rynku SPW – czym wyższa dywersyfikacja tym mniejsze prawdopodobieństwo wystąpienia jednokierunkowych zachowań inwestorów.

W strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW w posiadaniu inwestorów zagranicznych (wg danych za czerwiec 2015 r.) dominującą rolę odgrywają stabilni inwestorzy instytucjonalni, w tym: fundusze inwestycyjne (42,6%), fundusze emerytalne (7,4%), zakłady ubezpieczeń (6,6%). Szczególną uwagę zwraca rosnące zaangażowanie banków centralnych i instytucji publicznych, uznawanych za najbardziej stabilnych, długoterminowych inwestorów. W czerwcu 2015 r. udział tych podmiotów wyniósł 19,1% i niemal podwoił się odkąd dostępne są dane, co wynikało przede wszystkim z systematycznego napływu kapitału z Azji (mającej 62,3% udziału w zadłużeniu wobec banków centralnych i instytucji publicznych). Istotnymi nabywcami krajowych SPW są także banki centralne i instytucje publiczne z europejskich krajów spoza UE (25,7%) oraz z Bliskiego Wschodu (11,7%).

Wykres 27. Struktura podmiotowa zadłużenia krajowego wobec inwestorów zagranicznych* oraz struktura geograficzna zadłużenia krajowego wobec banków centralnych



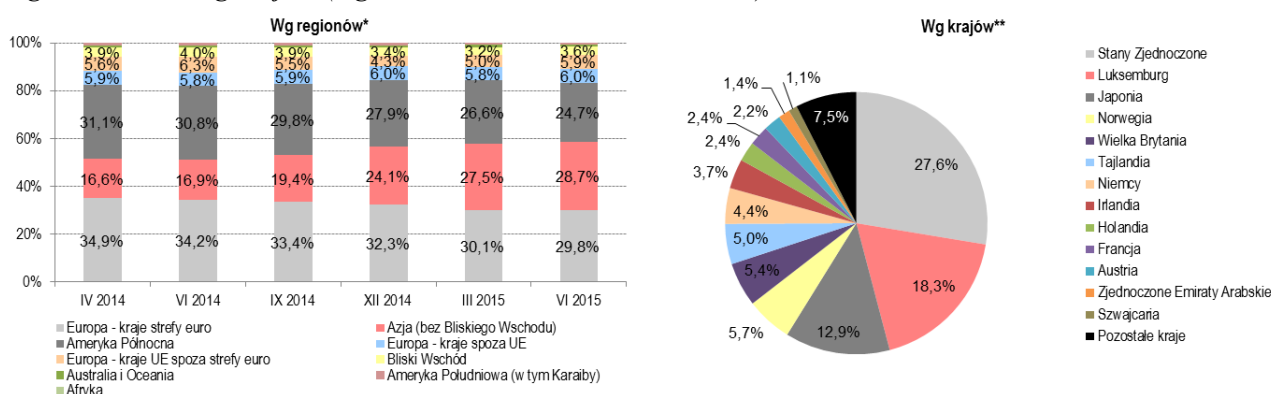
*) Bez rachunków zbiorczych

Struktura geograficzna inwestorów zagranicznych obejmuje nierezydentów z krajów strefy euro (29,8% udział w czerwcu 2015 r.), Azji (28,7%), Ameryki Północnej (24,7%), a także pozostałych regionów (łącznie 16,9%). Największy przyrost zaangażowania w krajowe SPW od kwietnia

2014 r. nastąpił u inwestorów azjatyckich (+22,1 mld zł, wzrost udziału o 12,1 pkt proc.). Spadek zaangażowania dotyczył głównie nierezydentów z Ameryki Północnej oraz krajów strefy euro, odpowiednio o 7,5 mld zł (spadek udziału o 6,5 pkt proc.) i o 4,8 mld zł (spadek udziału o 5,1 pkt proc.).

Na koniec czerwca 2015 r. krajowe SPW znajdowały się w portfelach inwestorów zagranicznych z 59 krajów, w tym z USA (27,6%), Luksemburga (18,3%), Japonii (12,9%), Norwegii (5,7%), Wielkiej Brytanii (5,4%), Tajlandii (5,0%), Niemiec (4,4%) i Irlandii (3,7%). Inwestorzy z Luksemburga to w znaczącej części instytucje spoza Europy (głównie z USA), które działalność inwestycyjną w Europie prowadzą poprzez spółki zarejestrowane w Luksemburgu – stąd ich wysoki udział. Największe zmiany udziału od kwietnia 2014 r. zanotowano w przypadku inwestorów z Tajlandii (+4,0 pkt proc), Japonii (+1,1 pkt proc.), Luksemburga (-3,3 pkt proc.) i Stanów Zjednoczonych (-5,7 pkt proc.).

Wykres 28. Struktura geograficzna zadłużenia w krajowych SPW wobec inwestorów zagranicznych wg regionów* oraz wg krajów (wg stanu na koniec czerwca 2015 r.)**

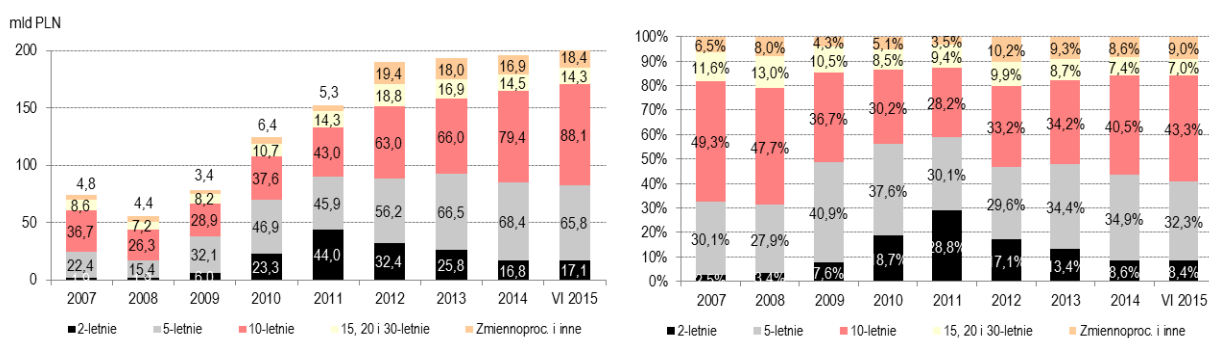


*) Bez rachunków zbiorczych

**) Bez rachunków zbiorczych i banków centralnych

W strukturze rodzajowej obligacji skarbowych będących w posiadaniu nierezydentów od 2012 r. obserwowane są pozytywne tendencje w postaci z jednej strony wzrostu udziału obligacji 10-letnich (dominujący, 43,3% udział w czerwcu 2015 r. – wzrost o 15,1 pkt proc. wobec końca 2011 r.), a z drugiej strony spadku udziału obligacji o najkrótszych, 2-letnich terminach zapadalności (8,4% udział w czerwcu 2015 r. – spadek o 20,4 pkt proc. względem końca 2011 r.).

Wykres 29. Struktura portfeli obligacji skarbowych w posiadaniu nierezydentów wg rodzajów instrumentów.



Postrzeganie Polski przez inwestorów zagranicznych będzie miało silny wpływ na warunki finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w horyzoncie *Strategii*.

Napływ inwestorów zagranicznych w ostatnich latach miał istotny wpływ na spadki rentowności SPW na całej krzywej dochodowości do kolejnych, historycznie niskich poziomów (ostatnie minima zanotowano na początku 2015 r.), zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym.

Kapitał zagraniczny powinien w dalszym ciągu napływać do Polski, a ryzyko nagłego, znaczącego jego odpływu 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 (zniesienie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski przez Radę Ecofin decyzją z dnia 19 czerwca 2015 r.),
- funkcjonować będzie w Polsce duży i płynny rynek finansowy (w szczególności rynek SPW) i jego odpowiednia infrastruktura,
- struktura podmiotowa i geograficzna inwestorów zagranicznych pozostanie mocno zdywersyfikowana.

Ponadto wobec utrzymującej się od 2008 r. zwiększonej zmienności na międzynarodowych rynkach finansowych istotną rolę stabilizującą spełnia dostęp Polski do elastycznej linii kredytowej z Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), która w styczniu 2015 r. została przedłużona na kolejne dwa lata, w kwocie zmniejszonej z 22,0 mld SDR do 15,5 mld SDR (tj. równowartości ok. 22,1 mld USD). Dalsze wycofywanie się z elastycznej linii kredytowej ma być przeprowadzane stopniowo, w zależności od uwarunkowań w zewnętrznym otoczeniu polskiej gospodarki.

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 oczekiwanej normalizacji polityki pieniężnej przez Fed, z drugiej strony w kierunku napływu inwestorów na krajowy rynek SPW oddziaływać będzie ekspansywna polityka pieniężna prowadzona przez EBC oraz Bank Japonii. Skutki silniejszych przepływów kapitału zagranicznego powinny być amortyzowane przez sam rynek (nadpłynność na rynku międzybankowym oraz ograniczona podaż krótkoterminowych SPW powodują, 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.3. Uwarunkowania międzynarodowe

W 2014 r. w UE obserwowana była kontynuacja rozpoczętego w II połowie 2013 r. odbicia gospodarczego – PKB w całej UE wzrósł o 1,4%, a w strefie euro o 0,9%. Według prognozy KE opublikowanej w maju 2015 r., w roku 2015 kontynuowany będzie trend wzrostowy i gospodarka europejska zanotuje przyrost PKB na poziomie 1,8% (1,5% w strefie euro). Tempo wzrostu największej gospodarki UE – Niemiec, w 2015 r. przyspieszy według szacunków KE do 1,9% wobec 1,6% zanotowanych w 2014 r. Dla polskiej gospodarki kluczowym czynnikiem determinującym ścieżkę popytu zewnętrznego będzie sytuacja na rynkach eksportowych, przede wszystkim na rynku niemieckim.

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:
 - EBC od września 2014 r. utrzymuje główną stopę procentową na historycznie niskim poziomie 0,05% i zapowiada kontynuację rozpoczętego w październiku 2014 r. programu skupu aktywów do momentu trwałego powrotu ścieżki inflacji w kierunku celu

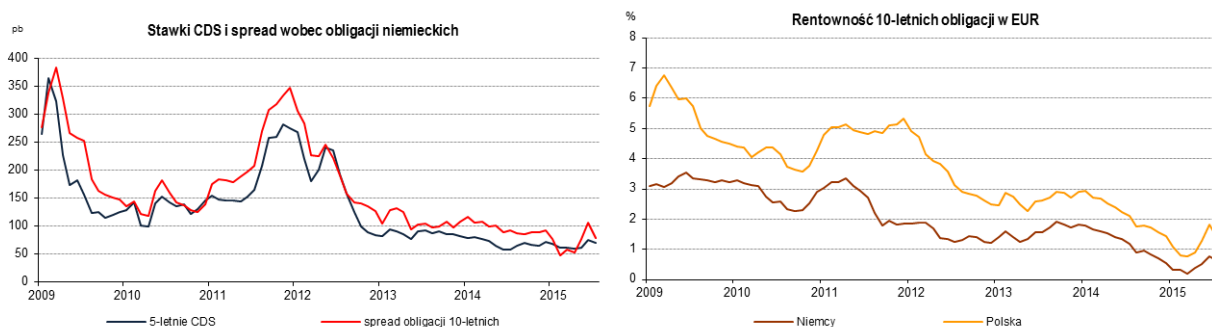
inflacyjnego, tj. co najmniej do końca września 2016 r.;

- Fed od grudnia 2008 r. utrzymuje podstawową stopę w przedziale od 0% do 0,25% i deklaruje rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej w sytuacji dalszej poprawy na rynku pracy i powrotu inflacji w średnim terminie w pobliże celu inflacyjnego, co może nastąpić przed końcem 2015 r.;
 - Bank Japonii w październiku 2014 r. rozszerzył program skupu aktywów do 80 bln jenów rocznie;
 - Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) w styczniu 2015 r. zrezygnował z dążenia do utrzymywania kursu EUR/CHF na minimalnym poziomie 1,20 oraz obniżył stopę depozytową do -0,75%, a przedział wahań dla 3-miesięcznej stopy LIBOR we franku szwajcarskim ustalił na poziomie od -1,25% do -0,25%.
- postrzeganie ryzyka kredytowego Polski i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych.

W 2014 r. i w I kwartale 2015 r. obserwowany był wyraźny trend spadkowy rentowności polskich obligacji nominowanych w euro, a także ich spreadu do niemieckich obligacji w euro (historyczne minima obydwu wartości w marcu 2015 r. – odpowiednio 0,68% i 38 pb). Po wzroście rentowności SPW w okresie od kwietnia do czerwca 2015 r. na skutek zwiększonej awersji do ryzyka, w lipcu 2015 r. nastąpił spadek zarówno rentowności polskich obligacji 10-letnich (do ok. 1,44%), jak i ich spreadu do obligacji niemieckich (do ok. 78 pb).

W przypadku rynkowej oceny ryzyka kredytowego Polski, mierzonej stawkami CDS, od końca 2012 r. do I połowy 2014 r. obserwowano umiarkowaną tendencję spadkową. Od II połowy 2014 r. do maja 2015 r. wycena 5-letnich stawek CDS dla Polski utrzymywała się na stabilnym poziomie ok. 64 pb i była zbliżona do poziomu Słowacji i Czech pomimo, że kraje te posiadają wyższy niż Polska rating. W czerwcu 2015 r. stawki CDS wzrosły do ok. 75 pb, po czym spadły w lipcu 2015 r. do ok. 69 pb.

Wykres 30. 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 sposób elastyczny, 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,
- 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 gospodarczej oraz rachunku finansowego.

Minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu 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,
- utrzymanie średniej zapadalności długu krajowego na poziomie nie niższym niż 4 lata do czasu zmniejszenia potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz dążenie do osiągnięcia średniej zapadalności na docelowym poziomie 4,5 roku,
- utrzymanie średniej zapadalności długu Skarbu Państwa na poziomie zbliżonym do 5 lat, z możliwością jej skrócenia do czasu zmniejszenia potrzeb pożyczkowych budżetu państwa,
- dążenie do równomiernego rozkładu płatności z tytułu obsługiwanego i wykupywanego długu krajowego i zagranicznego w kolejnych latach;

2) ryzyka kursowego

- obniżanie udziału długu nominowanego w walutach obcych w tempie uzależnionym od warunków rynkowych i budżetowych, docelowo poniżej 30%,
- możliwość stosowania instrumentów pochodnych w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu oraz finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa,
- utrzymanie w horyzoncie *Strategii* efektywnego (tj. uwzględniającego transakcje pochodne) udziału euro w długu w walutach obcych na poziomie co najmniej 70%, z możliwością przejściowych odchyień 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,
- oddzielanie zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania poprzez wykorzystanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu i obligacji inflacyjnych oraz możliwość wykorzystania instrumentów pochodnych,
- obecnie poziom ryzyka stopy procentowej długu zagranicznego nie stanowi ograniczenia dla minimalizacji kosztów;

4) ryzyka płynności budżetu państwa

- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami,
- wykorzystywanie wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych oraz środków znajdujących się w depozytach sądowych w zarządzaniu płynnością budżetu państwa,
- 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,

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

W związku ze zrealizowaniem zadania dotyczącego konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych, znajdującego się w ubiegłorocznej *Strategii*, nie zostało ono zamieszczone w obecnym dokumencie. Szczegóły dotyczące realizacji tego zadania zostały przedstawione w rozdziale II.2.

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 wartość co najmniej 20 mld zł;
- Emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro i, w zależności od uwarunkowań rynkowych, również na rynku dolara amerykańskiego;
- Dostosowanie polityki emisyjnej, w tym przetargów sprzedaży, zamiany i odkupu, do warunków rynkowych, w tym popytu w poszczególnych segmentach rynku SPW.

VI.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW

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;
- 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 będącymi 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 zagranicą;
- 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.

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 (art. 38a) przekraczają 55%.

Ponadto stabilizująca reguła wydatkowa zawarta w ustawie o finansach publicznych określa progi relacji kwoty z art. 38a ustawy do PKB na poziomach 43% i 48%. Przekroczenie progów i spełnienie dodatkowych warunków określonych w ustawie uruchamia automatyczny mechanizm korygujący, ograniczający tempo wzrostu kwoty wydatków na określony rok budżetowy. Kwota ta i otrzymany na jej podstawie limit ten są następnie rozdzielane na poszczególne jednostki sektora instytucji rządowych i samorządowych objęte zakresem reguły wydatkowej.

VII.1. 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:

- koncentracja 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;
- poręczenia i gwarancje mogą być również wykorzystane dla działań, które mogą być potencjalnie podjęte w przypadku ewentualnego pogorszenia warunków działania polskiego systemu finansowego,
- 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. Limit na 2016 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.

Istotny wpływ na wzrost potencjalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SP będą miały poręczenia i gwarancje udzielane za zobowiązania następujących podmiotów:

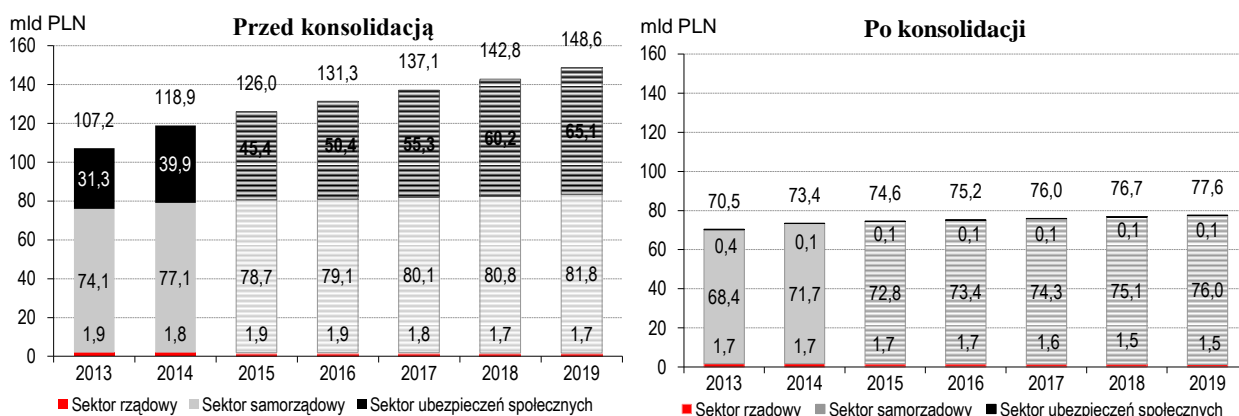
- Banku Gospodarstwa Krajowego na emisję obligacji oraz spłatę kredytów zaciąganych na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) w celu współfinansowania budowy infrastruktury drogowej,
- PKP Polskich Linii Kolejowych S.A. na spłatę kredytów zaciąganych w celu współfinansowania modernizacji infrastruktury kolejowej.

VII.2. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa

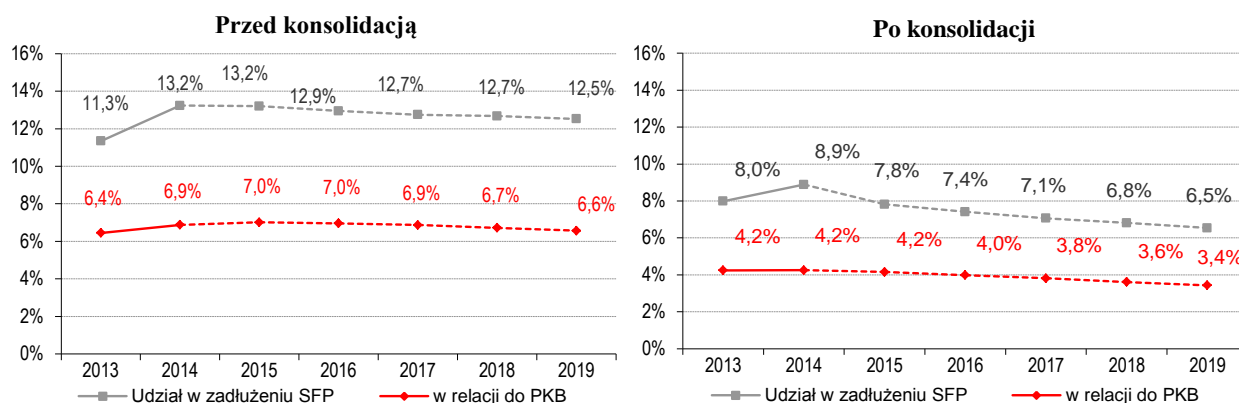
Przy przyjętych założeniach nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP w horyzoncie *Strategii* wzrośnie z 126,0 mld zł do 148,6 mld zł przed konsolidacją, głównie w wyniku finansowania deficytu FUS pożyczkami z budżetu państwa. Po konsolidacji dług pozostałych jednostek sektora zwiększy się nieznacznie z 74,6 mld zł do 77,6 mld zł. 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. 6,8%, a zadłużenie po konsolidacji na poziomie ok. 3,8%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych przed konsolidacją będzie kształtować się na poziomie ok. 12,8%, a po konsolidacji na poziomie ok. 7,1%.

Wykres 31. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory



Wykres 32. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji – relacja do PKB i udział w zadłużeniu SFP



VII.2.1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego

W *Strategii* założono, że zadłużenie JST oraz ich związków będzie nieznacznie wzrastać na skutek finansowania deficytów tej grupy jednostek. 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 jednostek.

Na poziom długu JST będą oddziaływać reguły dotyczące zaciągania zobowiązań przez te jednostki, w tym indywidualny wskaźnik zadłużenia, który wszedł w życie od 1 stycznia 2014 r.

VII.2.2. 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.

Zakłada się, że w związku z wykorzystywaniem pożyczek z budżetu państwa jako instrumentu finansowania, zadłużenie FUS po konsolidacji będzie nieznaczące.

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. Ponadto w podrozdziale VIII.3 wskazane zostały najważniejsze zagrożenia dla realizacji celów *Strategii*.

VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

Przy przyjętych założeniach, w latach 2015-16 relacja państwowego długu publicznego do PKB wzrośnie do 49,0%, po stabilizacji w 2017 r. będzie się stopniowo obniżać do 47,5% w 2019 r. Relacja kwoty z art. 38a ustawy o finansach publicznych ukształtuje się na poziomie 48,6% w 2016 r. i 48,7% w 2017 r., a następnie będzie się obniżać do 46,9% w 2019 r.

Tabela 4. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

Wyszczególnienie	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Dług Skarbu Państwa						
a) w mld zł	779,9	828,6	883,5	938,8	983,8	1 038,1
- krajowy	503,1	551,3	599,3	645,5	683,2	723,1
- zagraniczny	276,9	277,3	284,1	293,4	300,6	315,1
b) w relacji do PKB	45,1%	46,1%	46,8%	47,1%	46,3%	45,9%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	826,8	870,4	924,7	978,5	1 021,9	1 074,3
b) w relacji do PKB	47,8%	48,4%	49,0%	49,0%	48,1%	47,5%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a ustawy o finansach publicznych						
a) w mld zł	777,5	852,4	918,3	972,3	1 013,3	1 061,0
b) w relacji do PKB	45,0%	47,4%	48,6%	48,7%	47,7%	46,9%
4. Dług sektora <i>general government</i>						
a) w mld zł	867,0	915,4	977,7	1 039,8	1 097,7	1 152,2
b) w relacji do PKB	50,2%	51,0%	51,8%	52,1%	51,6%	50,9%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)						
a) w mld zł, w tym:	34,5	32,3	31,8	31,1 - 32,2	32,1 - 33,3	33,7 - 34,9
- krajowego	24,8	22,1	21,7	21,8	22,3	23,9
- zagranicznego	9,6	10,2	10,1	9,3 - 10,4	9,8 - 11	9,8 - 10,9
b) w relacji do PKB	1,99%	1,80%	1,68%	1,56 - 1,61%	1,51 - 1,57%	1,49 - 1,54%

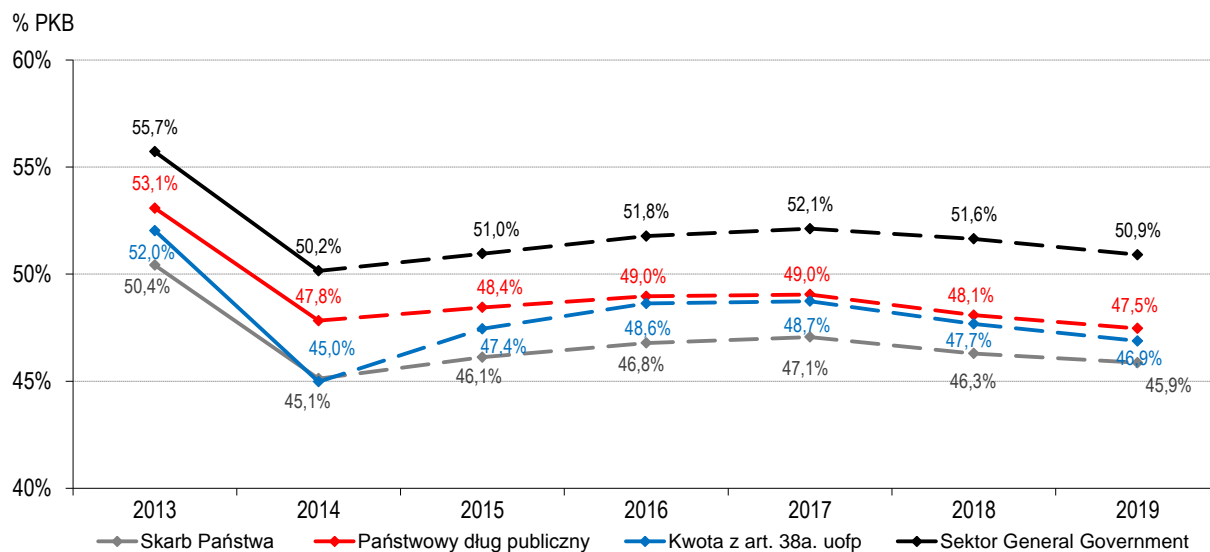
*) Kwota ustalona w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego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

**) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2017-19 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

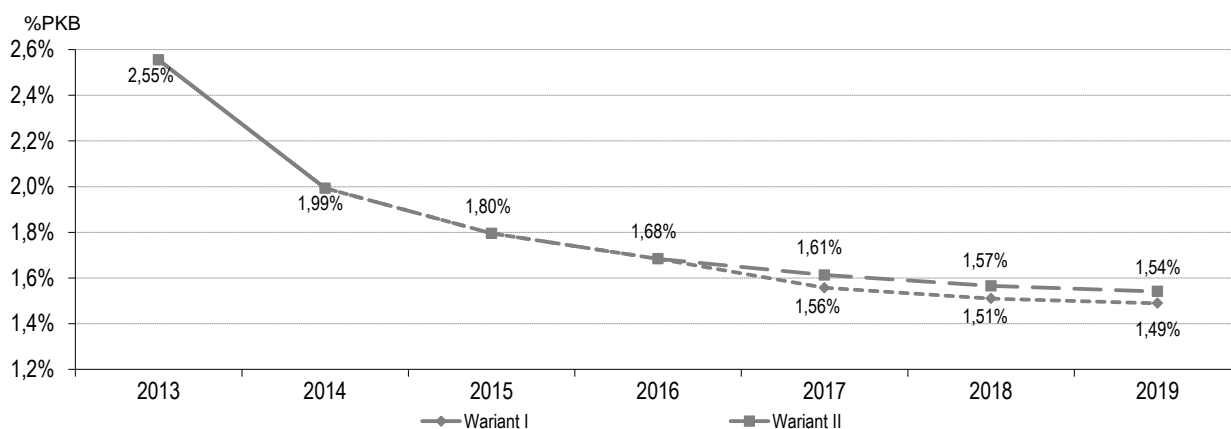
Relacja długu sektora *general government* do PKB będzie rosła do 2017 r., kiedy to osiągnie 52,1%, co będzie głównie wynikało ze wzrostu zadłużenia KFD w związku z realizacją zadań infrastrukturalnych. W horyzoncie *Strategii* relacja ta osiągnie poziom 50,9%.

W latach 2015-16 kontynuowany będzie trend spadkowy kosztów obsługi długu, zarówno w ujęciu nominalnym (z 34,5 mld zł w 2014 r. do 31,8 mld zł w 2016 r.), jak i w relacji do PKB (z 2,0% do 1,7%). Założono, że relacja kosztów obsługi długu do PKB będzie spadać również w kolejnych latach, osiągając 1,49% - 1,54% w 2019 r.

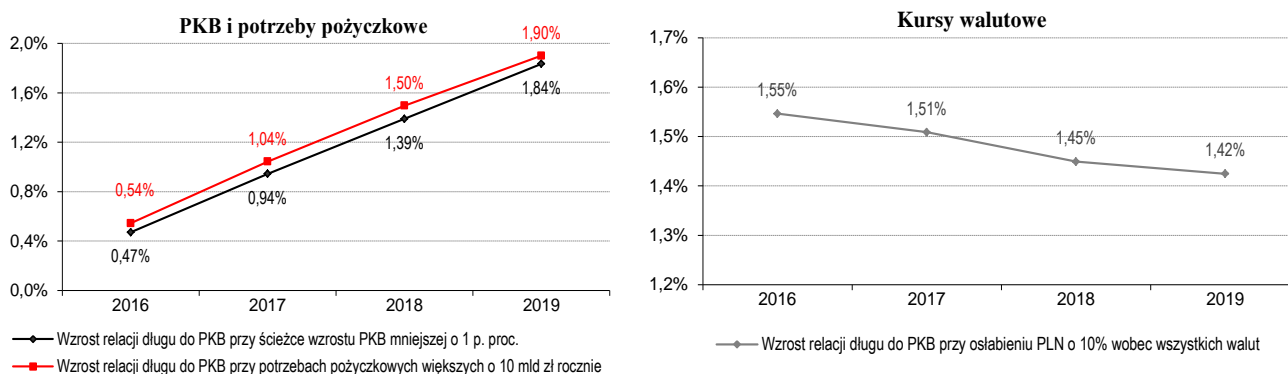
Wykres 33. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 34. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

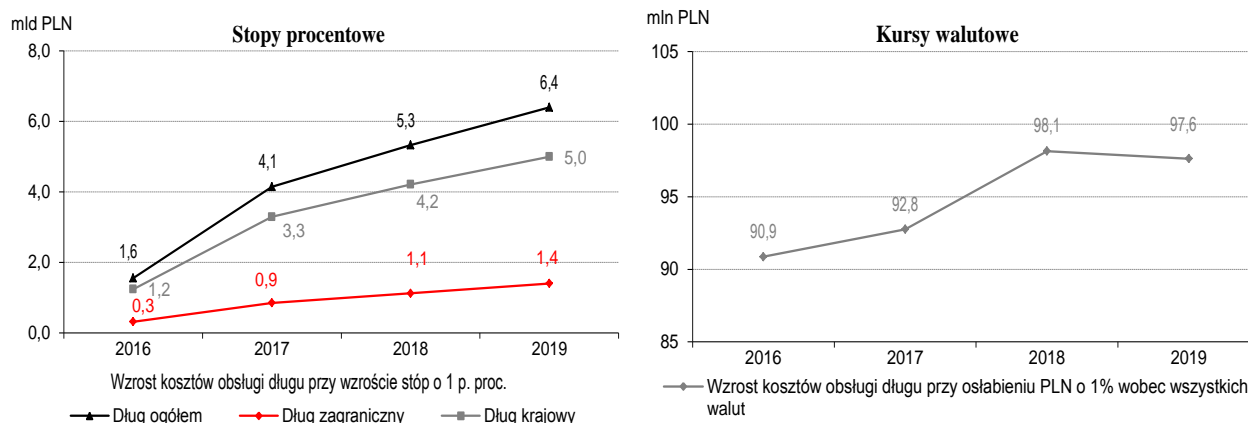


Wykres 35. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń *



*) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2016 roku.

Wykres 36. 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 2015 r. ok. 7,5%. Po przejściowym wzroście do 7,9% PKB w 2016 r., zakłada się jej stabilizację, a następnie spadek do 7,3% PKB w 2019 r. Jednocześnie wysokość przewidywanych wypłat z tego tytułu pozostanie na bezpiecznym poziomie.

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

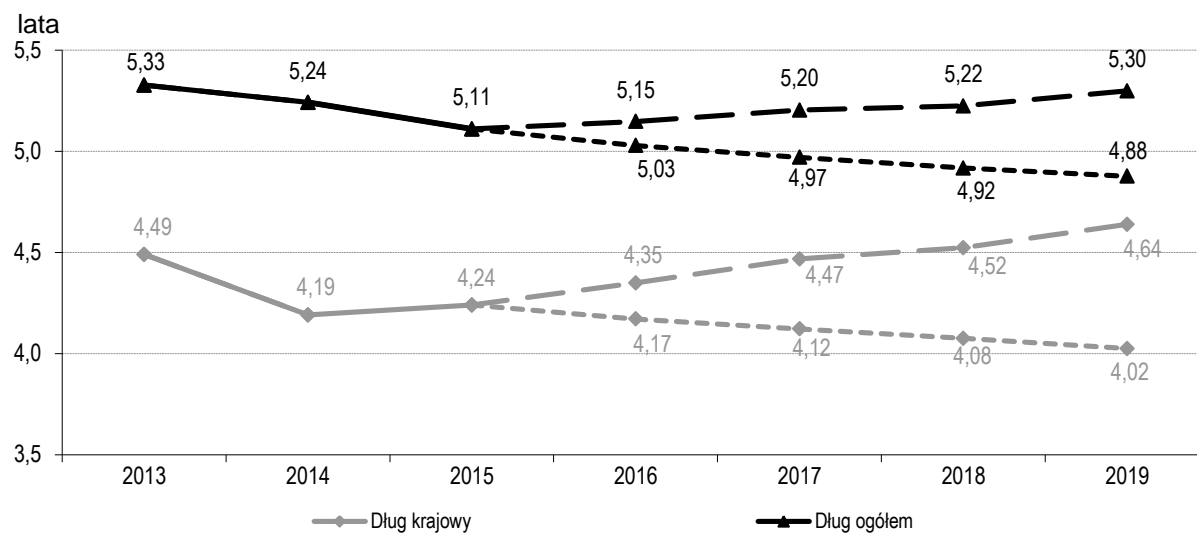
	2015	2016	2017	2018	2019
1. Przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez:					
a) sektor finansów publicznych					
w mld zł	8,9	8,9	8,6	7,2	7,1
w relacji do PKB	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%
b) Skarb Państwa					
w mld zł	8,8	8,9	8,5	7,1	7,1
w relacji do PKB	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%
2. Potencjalne niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:					
a) sektor finansów publicznych					
w mld zł	138,3	152,4	162,0	164,7	169,8
w relacji do PKB	7,7%	8,1%	8,1%	7,7%	7,5%
b) Skarb Państwa					
w mld zł	134,5	148,5	157,9	160,5	165,5
w relacji do PKB	7,5%	7,9%	7,9%	7,5%	7,3%

VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

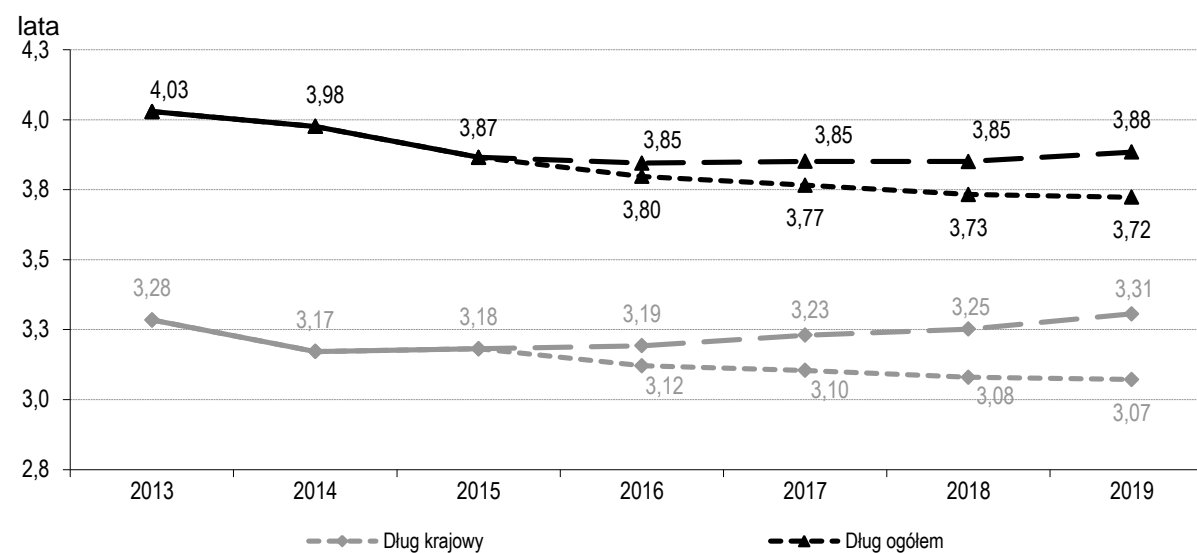
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zakresie ryzyka refinansowania – kierunek zmian średniej zapadalności rynkowego długu krajowego SP będzie zależał od warunków rynkowych tak, że średnia zapadalność w 2019 r. może osiągnąć wartość z przedziału 4,0-4,6, a całego długu SP 4,9-5,3 roku wobec odpowiednio 4,2 oraz 5,1 roku na koniec 2015 r.
- ryzyko stopy procentowej pozostawać będzie w założonym w *Strategii* przedziale, w zależności od przyjętej struktury finansowania, ATR rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 3,1-3,3 roku wobec 3,2 roku na koniec 2015 r., a długu ogółem ok. 3,7-3,9 roku, natomiast *duration* rynkowego długu krajowego w przedziale ok. 2,8-3,0 roku wobec ok. 2,9 roku na koniec 2015 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,4 – 3,5 roku;
- udział długu w walutach obcych będzie ograniczany i w horyzoncie *Strategii* może zbliżyć się do 30%.

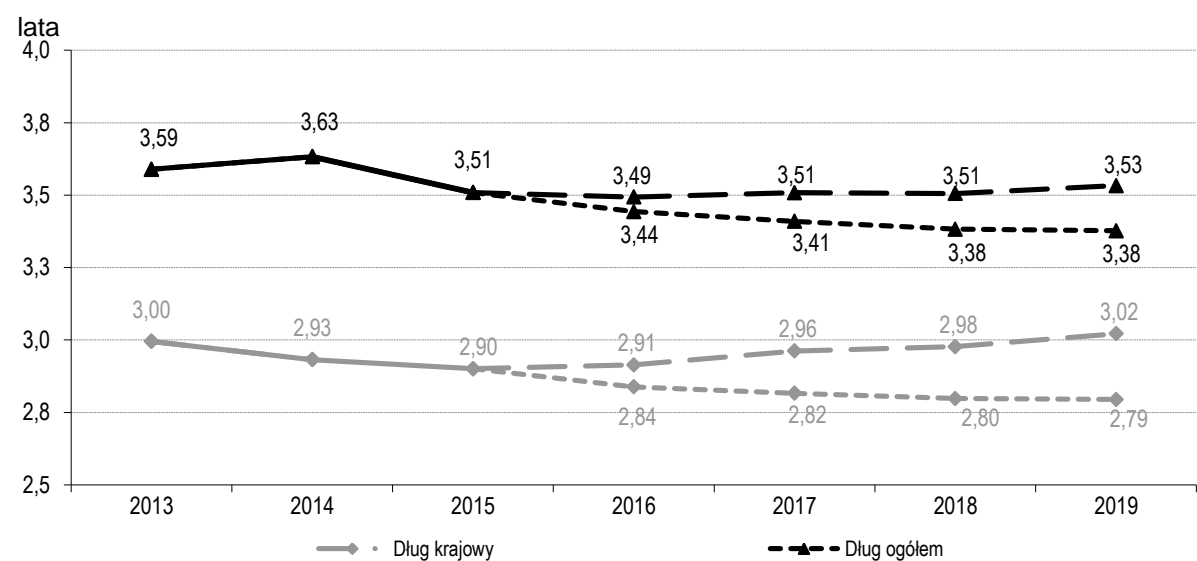
Wykres 37. Średnia zapadalność długu SP



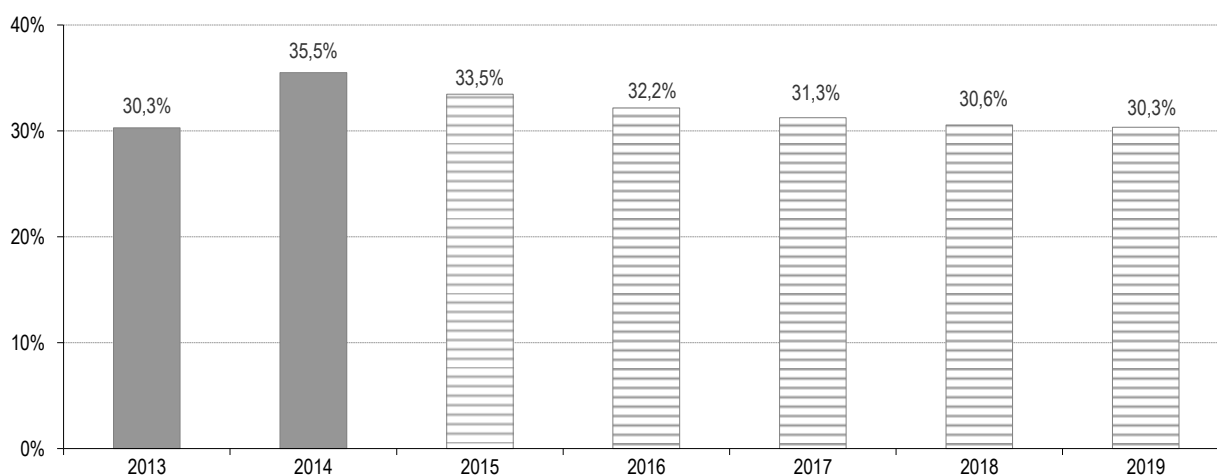
Wykres 38. ATR długu SP



Wykres 39. Duration długu SP



Wykres 40. 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 w kierunku rynków bazowych lub innych rynków w związku z normalizacją polityki pieniężnej w USA oraz ograniczeniem wzrostu gospodarczego w Chinach,
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, 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
CIRS – *currency interest rate swap*
CDS – *credit default swap*
CPI – indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych (*consumer price index*)
DSPW – Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
EBC – Europejski Bank Centralny
EDP – procedura nadmiernego deficytu (*Excessive Deficit Procedure*)
EFSF – Europejski Instrument Stabilności 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*)
IRS – *interest rate swap*
JST – jednostki samorządu terytorialnego
KFD – Krajowy Fundusz Drogowy
MFW – Międzynarodowy Fundusz Walutowy
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 ustalone są koszty obsługi długu. Im większy jest udział w długu instrumentów krótkoterminowych i o zmiennym oprocentowaniu, tym niższe **ATR** i wyższe ryzyko stopy procentowej. **ATR** obejmuje zarówno dług o nominale indeksowanym, jak i niezindeksowanym. **ATR** długu SP liczone jest wg wzoru:

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

gdzie:

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

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

Benchmark

1. (*emisja*) duża wartościowo emisja SPW, posiadająca płynny rynek wtórny. Rynkowa wycena emisji benchmarkowej stanowi punkt odniesienia dla poziomu stóp procentowych w danym segmencie zapadalności. Na elektronicznym rynku TBS Poland funkcjonuje pojęcie emisji bazowych, oznaczające określone przez Ministra Finansów emisje SPW, w szczególności obligacje skarbowe o stałym dochodzie, terminie wykupu nie krótszym niż rok i wartości nominalnej co najmniej 10 mld zł lub emisje SPW sprzedawane na bieżąco na przetargach, które osiągnęły wartość co najmniej 2 mld zł. Przy wyznaczaniu benchmarków na polskiej krzywej dochodowości podawanej w serwisach informacyjnych Reuters i Bloomberg stosuje się kryterium terminu do wykupu.
2. (*portfel*) docelowa charakterystyka portfela długu publicznego, stanowiąca *portfel odniesienia* dla portfela istniejącego i wyznaczająca kierunek zarządzania długiem publicznym. Na charakterystykę portfela odniesienia składać się mogą udziały poszczególnych walut, sposobów oprocentowania i typów instrumentów, jak również wartości syntetycznych wskaźników, będących najczęściej miarami ryzyka, np. średnia zapadalność czy *duration*.

Buy/sell back – transakcja, na którą składają się dwie umowy: kupna oraz 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 nie będące długiem publicznym, które po zajściu określonego zdarzenia mogą przyczynić się do powstania długu publicznego. Klasycznym przykładem długu potencjalnego są zobowiązania niewymagalne z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych. W przypadku wykonania gwarancji lub poręczenia zobowiązania z ich tytułu stają się wymagalne i powiększają wydatki podmiotu udzielającego gwarancję, tym samym zwiększając potrzeby pożyczkowe i dług publiczny.

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

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

gdzie:

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

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

r – termin płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
 R – zbiór wszystkich terminów płatności najbliższego, ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
 S/r - zbiór wszystkich terminów przepływów dla takich obligacji o oprocentowaniu zmiennym, których najbliższy ustalony termin wykupu wynosi r ,
 CFZ_s - wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym i terminie s ,
 CFS_s - wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu stałym i terminie s ,
 i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s .

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

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, by 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, by 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 nieznanym 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 obciążonego ryzykiem kredytowym i instrumentu uznawanego za wolny od ryzyka kredytowego lub o najniższym ryzyku w danej klasie.

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

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

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

gdzie:

t – termin zapadalności,

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

N_t – wyrażony w złotych nominal płatny w chwili t ,

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

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

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

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

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

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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

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

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

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

II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST

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

Tabela 3. Mechanizm korygujący stabilizującej reguły wydatkowej.

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych	
Wielkość korekty kwoty wydatków spójnej ze stabilizującą regułą wydatkową, zgodnie z art. 112aa, wynosi:	
1) minus dwa punkty procentowe jeżeli:	
➤	wartość relacji wyniku nominalnego, powiększonego o koszty reformy emerytalnej, do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 mniejsza od -3%, albo jeżeli
➤	wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 większa od 48%;
2) minus półtora punktu procentowego jeżeli:	
➤	wartość relacji wyniku nominalnego powiększonego o koszty reformy emerytalnej do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz
➤	wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 większa od 43%, a nie większa od 48% oraz
➤	prognozowana w projekcie ustawy budżetowej na rok n przedłożonym Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku n nie jest mniejsza o więcej niż dwa punkty procentowe od wskaźnika średniokresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;
➤	wartość relacji wyniku nominalnego powiększonego o koszty reformy emerytalnej do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz
➤	wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie większa niż 43% oraz
➤	suma corocznych różnic między wartością relacji wyniku nominalnego do produktu krajowego brutto oraz poziomem średniokresowego celu budżetowego jest w roku n-2 mniejsza od -6% oraz
➤	prognozowana w projekcie ustawy budżetowej na rok n przedłożonym Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku n nie jest mniejsza o więcej niż dwa punkty procentowe od wskaźnika średniokresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;
3) plus półtora punktu procentowego jeżeli:	
➤	wartość relacji wyniku nominalnego powiększonego o koszty reformy emerytalnej do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz
➤	wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków jest w roku n-2 nie większa niż 43% oraz
➤	suma corocznych różnic między wartością relacji wyniku nominalnego do produktu krajowego brutto oraz poziomem średniokresowego celu budżetowego jest w roku n-2 większa od 6% oraz
➤	prognozowana w projekcie ustawy budżetowej na rok n przedłożonym Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku n nie jest większa o więcej niż dwa punkty procentowe od wskaźnika średniokresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;
4) zero punktu procentowego - w pozostałych przypadkach.	

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

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora <i>general government</i>
1) zakres sektora finansów publicznych	
➤ ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych;	➤ zakres sektora <i>general government</i> ¹⁾ został zdefiniowany w ESA2010 ²⁾ ; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, FK):	
➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ są zaliczane do sektora <i>general government</i> ³⁾ ;
b) przedsiębiorstwa publiczne nie prowadzące działalności rynkowej (np. PKP PLK S.A, Port Lotniczy Łódź sp. z o.o., szpitale publiczne oraz jednostki ochrony zdrowia)	
➤ nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;	➤ są zaliczane do sektora <i>general government</i> ;
2) tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego	
➤ papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi);	➤ papiery wartościowe;
➤ kredyty i pożyczki;	➤ pożyczki;
➤ przyjęte depozyty;	➤ gotówka i depozyty;
➤ zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone);	
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
➤ zobowiązania wymagalne;	➤ - ⁴⁾
	➤ zrestrukturyzowane bądź zrefinansowane kredyty handlowe niezależnie od terminu zapadalności są zaliczane do kategorii pożyczki, czyli także te o pierwotnym terminie zapadalności poniżej lub równej 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	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
➤ nie jest uwzględniany.	➤ ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami;
	➤ po spełnieniu określonych kryteriów dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejścia 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 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.

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
	Litwa		Finansų Ministeria
	Luksemburg		Ministère des Finances
	Słowenia		Ministrstvo za finance
	Malta		Treasury Department
	Włochy		Ministero dell'Economia e delle Finanze
Pozostałe państwa UE	Szwecja	agencyjny	Riksgälden
	Węgry		Államadósság Kezelő Központ Zrt.
	Wielka Brytania		Debt Management Office
	Dania	bankowy	Danmarks Nationalbank
	Bułgaria	rządowy	Министерство на финансите
	Chorwacja		Ministarstvo Financija
	Czechy		Ministerstvo financí
	Polska		Ministerstwo Finansów
Rumunia	Ministerul Economiei și Finanțelor		

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 zwiększyłyby 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 nieznanymi 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 18 państw strefy euro).

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

Tabela 6. Deficyt, dług publiczny¹⁾ i rentowność obligacji 10-letnich²⁾ w państwach UE w latach 2013 i 2014

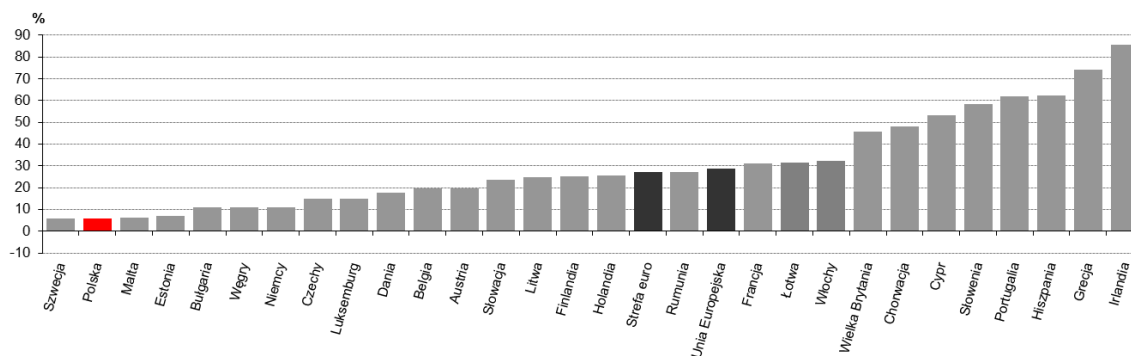
	2013			2014		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	-12,3	175,0	10,05	-3,5	177,1	6,93
Włochy	-2,9	128,5	4,32	-3,0	132,1	2,89
Portugalia	-4,8	129,7	6,29	-4,5	130,2	3,75
Irlandia	-5,8	123,2	3,79	-4,1	109,7	2,37
Cypr	-4,9	102,2	6,50	-8,8	107,5	6,00
Belgia	-2,9	104,4	2,41	-3,2	106,6	1,71
Hiszpania	-6,8	92,1	4,56	-5,8	97,7	2,72
Francja	-4,1	92,3	2,20	-4,0	95,6	1,67
Strefa euro³⁾	-2,9	91,3	2,99	-2,4	92,2	2,04
Wielka Brytania	-5,7	87,3	2,03	-5,7	89,3	2,14
Unia Europejska	-3,2	85,5	2,96	-2,9	86,9	2,21
Chorwacja	-5,4	80,8	4,68	-5,7	85,1	4,05
Austria	-1,3	80,9	2,01	-2,4	84,6	1,49
Słowenia	-14,9	70,3	5,81	-4,9	80,9	3,27
Węgry	-2,5	77,3	5,92	-2,6	76,9	4,81
Niemcy	0,1	77,3	1,57	0,7	74,9	1,16
Malta	-2,6	69,8	3,36	-2,1	68,5	2,61
Holandia	-2,3	67,6	1,96	-2,3	67,9	1,45
Finlandia	-2,5	55,6	1,86	-3,2	59,3	1,45
Słowacja	-2,6	54,6	3,19	-2,9	53,6	2,07
Polska	-4,0	55,7	4,03	-3,2	50,2	3,52
Dania	-1,1	45,0	1,75	1,2	45,1	1,32
Szwecja	-1,4	38,7	2,12	-1,9	43,9	1,72
Czechy	-1,2	45,1	2,11	-2,0	42,6	1,58
Litwa	-2,6	38,8	3,83	-0,7	40,8	2,79
Łotwa	-0,7	38,2	3,34	-1,4	40,0	2,51
Rumunia	-2,2	38,0	5,41	-1,5	39,8	4,49
Bułgaria	-0,9	18,3	3,47	-2,8	27,6	3,35
Luksemburg	0,9	23,0	1,85	0,6	22,1	1,34
Estonia	-0,2	10,1	:	0,6	10,6	:

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.

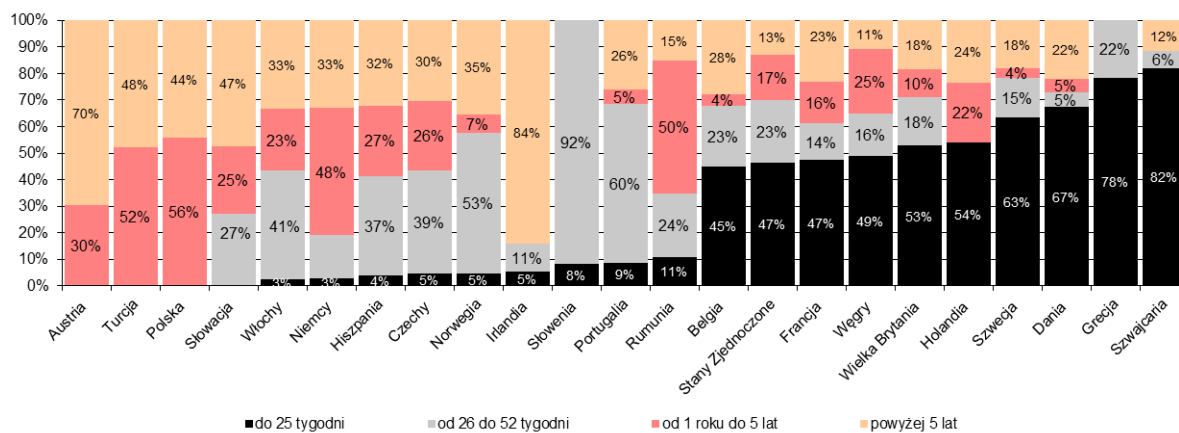
³⁾ Dane za 2013 r. dla 17 krajów, dane za 2014 r. dla 18 krajów.

Wykres 1. Skumulowany przyrost relacji długu sektora general government do PKB w latach 2008-2014*



*) Różnica między relacją długu do PKB na koniec 2014 i 2007 r.

Wykres 2. Sprzedaż SPW na rynku krajowym w Polsce i wybranych krajach pod względem zapadalności w 2015 r.*



*) w formie przetargów i syndykatu od 1 stycznia do 18 września 2015 r.

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

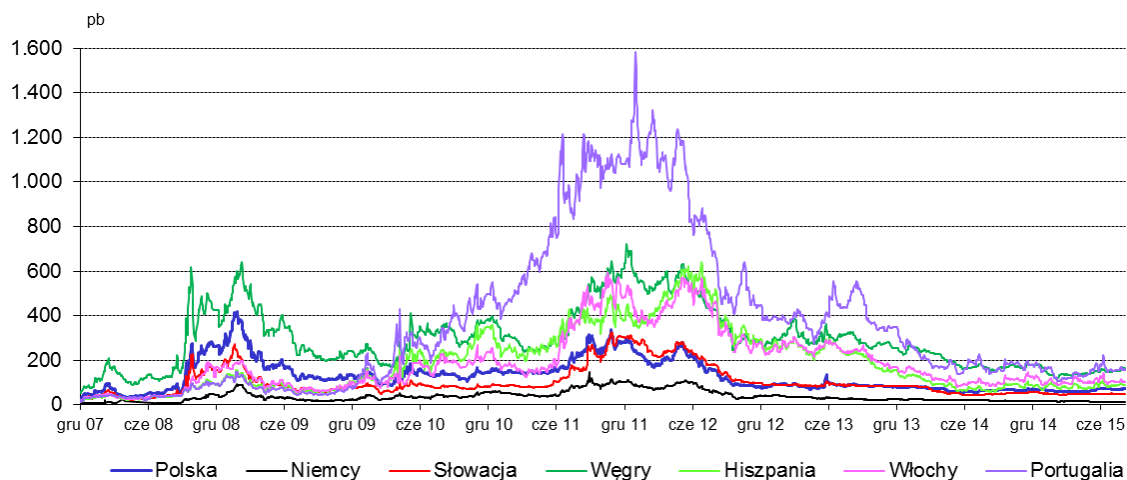
Tabela 7. Ocena kredytowa (rating) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE stan na 21 września 2015 r.

	Standard&Poor's	Fitch	Moody's
Austria	AA+	AA+ ↓	Aaa
Belgia	AA	AA	Aa3
Bułgaria	BB+ ↓	BBB-	Baa2
Chorwacja	BB	BB	Ba1
Cypr	B+ ↑	B-	B3 ↑↑↑
Czechy	AA-	A+	A1
Dania	AAA	AAA	Aaa
Estonia	AA-	A+	A1
Finlandia	AA+ ↓	AAA	Aaa
Francja	AA	AA ↓	Aa2 ↓
Grecja	CCC+ ↓↓	CCC ↓↓↓	Caa3 ↓↓
Hiszpania	BBB	BBB+	Baa2
Holandia	AA+	AAA	Aaa
Irlandia	A+ ↑↑	A-	Baa1
Litwa	A-	A-	Baa1
Luksemburg	AAA	AAA	Aaa
Łotwa	A-	A-	A3 ↑
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+	Baa3 ↑
Szwecja	AAA	AAA	Aaa
Węgry	BB+ ↑	BB+	Ba1
Wielka Brytania	AAA	AA+	Aa1
Włochy	BBB- ↓	BBB+	Baa2

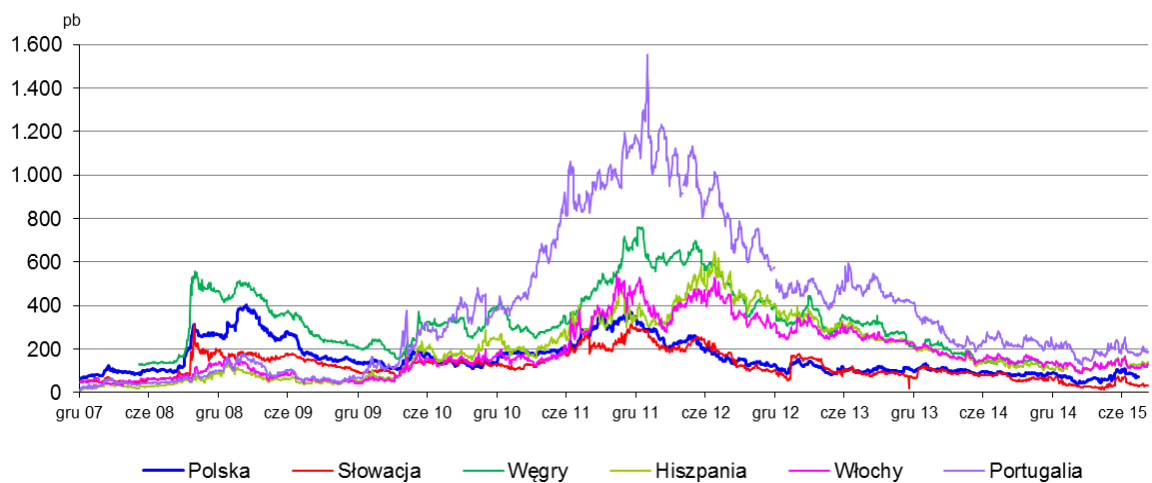
Źródło: Reuters

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

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



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



Wykres 5. Kurs euro i dolara w latach 2004-2015



Aneks 6. Dług publiczny w Polsce – aneks statystyczny

Tabela 8. Dług publiczny w okresie 2004 – VI 2015

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VI 2015
1. Dług Skarbu Państwa												
a) w mld zł	402,9	440,2	478,5	501,5	569,9	631,5	701,9	771,1	793,9	838,0	779,9	817,8
krajowy *	291,7	315,5	352,3	380,4	420,2	462,7	507,0	524,7	543,0	584,3	503,1	539,3
zagraniczny *	111,2	124,7	126,2	121,1	149,7	168,8	194,8	246,4	250,9	253,8	276,9	278,5
b) w relacji do PKB	43,4%	44,7%	44,9%	42,3%	44,6%	46,4%	48,8%	49,6%	49,1%	50,4%	45,1%	-
2. Państwowy dług publiczny												
a) w mld zł	431,4	466,6	506,3	527,4	597,8	669,9	747,9	815,3	840,5	882,3	826,8	858,2
b) w relacji do PKB	46,5%	47,4%	47,5%	44,4%	46,8%	49,2%	52,0%	52,5%	52,0%	53,1%	47,8%	-
3. Dług sektora general government (wg metodologii UE)												
a) w mld zł	419,8	459,7	501,9	524,4	595,4	678,3	770,6	851,7	878,8	926,5	867,0	895,7
b) w relacji do PKB	45,3%	46,7%	47,1%	44,2%	46,6%	49,8%	53,6%	54,8%	54,4%	55,7%	50,2%	-

*) wg kryterium miejsca emisji

Tabela 9. PKB i kursy walutowe w okresie 2004 – VI 2015

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	VI 2015
1. Produkt krajowy brutto												
w mld zł	927,3	984,9	1 065,2	1 186,8	1 277,3	1 361,8	1 437,4	1 553,6	1 615,9	1 662,7	1 728,7	-
2. Kursy walutowe (na koniec okresu)												
a) EUR	4,0790	3,8598	3,8312	3,5820	4,1724	4,1082	3,9603	4,4168	4,0882	4,1472	4,2623	4,1944
b) USD	2,9904	3,2613	2,9105	2,4350	2,9618	2,8503	2,9641	3,4174	3,0996	3,0120	3,5072	3,7645

Tabela 10. Dług sektora finansów publicznych przed konsolidacją *

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2013		2014				2015			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2013 - XII 2014		XII	Struktura	Zmiana XII 2014 - VI 2015		VI	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
PRZED KONSOLIDACJĄ		945.220,7	100,0%	-46.373,0	-4,9%	898.847,7	100,0%	38.976,7	4,3%	937.824,4	100,0%
1.	Zadłużenie podsektora rządowego	839.907,1	88,9%	-58.124,2	-6,9%	781.782,9	87,0%	37.915,0	4,8%	819.697,8	87,4%
1.1.	Skarb Państwa	838.025,4	88,7%	-58.087,0	-6,9%	779.938,4	86,8%	37.862,3	4,9%	817.800,7	87,2%
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	579,8	0,1%	-47,3	-8,2%	532,5	0,1%	-23,2	-4,4%	509,4	0,1%
1.4.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1.261,4	0,1%	28,2	2,2%	1.289,6	0,1%	80,2	6,2%	1.369,8	0,1%
1.5.	Państwowe instytucje kultury oraz państwowe instytucje filmowe	13,4	0,0%	-4,4	-33,1%	8,9	0,0%	-0,8	-9,1%	8,1	0,0%
1.6.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	3,8	0,0%	2,3	59,9%	6,1	0,0%	-3,3	-54,7%	2,8	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	23,3	0,0%	-16,1	-68,9%	7,3	0,0%	-0,2	-2,1%	7,1	0,0%
2.	Zadłużenie podsektora samorządowego	74.056,0	7,8%	3.088,0	4,2%	77.144,1	8,6%	-821,8	-1,1%	76.322,3	8,1%
2.1.	Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	69.492,7	7,4%	2.955,6	4,3%	72.448,2	8,1%	-1.145,3	-1,6%	71.302,9	7,6%
2.2.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	3.937,6	0,4%	101,2	2,6%	4.038,8	0,4%	294,0	7,3%	4.332,8	0,5%
2.3.	Samorządowe instytucje kultury	81,1	0,0%	5,5	6,8%	86,6	0,0%	-19,3	-22,3%	67,3	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	544,7	0,1%	25,8	4,7%	570,4	0,1%	48,8	8,6%	619,3	0,1%
3.	Zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych	31.257,6	3,3%	8.663,1	27,7%	39.920,8	4,4%	1.883,6	4,7%	41.804,3	4,5%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	158,4%	0,0	0,0%	0,0	-56,0%	0,0	0,0%
3.2.	Fundusze zarządzane przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych	31.257,6	3,3%	8.663,1	27,7%	39.920,7	4,4%	1.883,6	4,7%	41.804,3	4,5%
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 22 września 2015 r.

Tabela 11. Dług sektora finansów publicznych po konsolidacji *

Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych		2013		2014				2015			
		XII	Struktura	Zmiana XII 2013 - XII 2014		XII	Struktura	Zmiana XII 2013 - XII 2014		XII	Struktura
				mln zł	%			mln zł	%		
PO KONSOLIDACJI		882.293,0	100,0%	-55.521,3	-6,3%	826.771,7	100,0%	31.379,9	3,8%	858.151,6	100,0%
1.	Zadłużenie podsektora rządowego	813.515,3	92,2%	-58.522,6	-7,2%	754.992,7	91,3%	31.973,8	4,2%	786.966,5	91,7%
1.1.	Skarb Państwa	811.827,1	92,0%	-58.494,9	-7,2%	753.332,2	91,1%	31.931,8	4,2%	785.264,0	91,5%
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	531,9	0,1%	-54,1	-10,2%	477,8	0,1%	-17,9	-3,7%	459,9	0,1%
1.4.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1.133,5	0,1%	38,9	3,4%	1.172,5	0,1%	65,0	5,5%	1.237,4	0,1%
1.5.	Państwowe instytucje kultury oraz państwowe instytucje filmowe	8,3	0,0%	-5,8	-70,6%	2,4	0,0%	-1,4	-56,6%	1,1	0,0%
1.6.	PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	2,1	0,0%	3,6	172,5%	5,7	0,0%	-3,5	-60,9%	2,2	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	12,4	0,0%	-10,3	-82,5%	2,2	0,0%	-0,3	-11,8%	1,9	0,0%
2.	Zadłużenie podsektora samorządowego	68.397,6	7,8%	3.262,5	4,8%	71.660,1	8,7%	-587,4	-0,8%	71.072,6	8,3%
2.1.	Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	65.210,1	7,4%	3.053,9	4,7%	68.264,0	8,3%	-871,7	-1,3%	67.392,3	7,9%
2.2.	Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	3.129,1	0,4%	201,8	6,5%	3.331,0	0,4%	278,9	8,4%	3.609,9	0,4%
2.3.	Samorządowe instytucje kultury	54,5	0,0%	7,2	13,3%	61,7	0,0%	-13,6	-22,1%	48,1	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	3,8	0,0%	-0,5	-12,4%	3,4	0,0%	19,0	562,8%	22,3	0,0%
3.	Zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych	380,1	0,0%	-261,2	-68,7%	118,9	0,0%	-6,4	-5,4%	112,5	0,0%
3.1.	Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0%	0,0	158,4%	0,0	0,0%	0,0	-56,0%	0,0	0,0%
3.2.	Fundusze zarządzane przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych	380,1	0,0%	-261,2	-68,7%	118,9	0,0%	-6,4	-5,4%	112,4	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 22 września 2015 r.

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

Wyszczególnienie	XII 2013	XII 2014	VI 2015	struktura VI 2015 w %	zmiana		zmiana	
					XII 2014 – XII 2013		VI 2015 - XII 2014	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	838 025,4	779 938,4	817 800,7	100,0	-58 087,0	-6,9	37 862,3	4,9
I. Zadłużenie krajowe Skarbu Państwa	584 273,0	503 079,0	539 257,6	65,9	-81 194,0	-13,9	36 178,5	7,2
1. Zadłużenie z tytułu SPW	574 338,0	491 841,3	518 033,4	63,3	-82 496,7	-14,4	26 192,1	5,3
1.1. Rynkowe SPW	565 703,8	482 942,8	508 923,4	62,2	-82 761,0	-14,6	25 980,6	5,4
oprocentowanie stałe - nieindeksowane	421 166,5	369 850,0	386 793,9	47,3	-51 316,5	-12,2	16 943,9	4,6
obligacje OK	61 527,1	47 075,7	54 790,0	6,7	-14 451,4	-23,5	7 714,3	16,4
obligacje PS	172 794,2	149 302,1	151 222,5	18,5	-23 492,1	-13,6	1 920,4	1,3
obligacje DS	148 565,1	140 568,2	147 403,7	18,0	-7 996,9	-5,4	6 835,5	4,9
obligacje WS	38 280,0	32 904,0	33 377,6	4,1	-5 376,0	-14,0	473,7	1,4
oprocentowanie stałe - indeksowane	30 050,3	7 779,0	7 730,4	0,9	-22 271,3	-74,1	-48,6	-0,6
obligacje IZ	30 050,3	7 779,0	7 730,4	0,9	-22 271,3	-74,1	-48,6	-0,6
oprocentowanie zmienne	114 487,0	105 313,8	114 399,1	14,0	-9 173,3	-8,0	9 085,4	8,6
obligacje TZ	360,5	70,6	0,0	0,0	-289,9	-80,4	-70,6	-100,0
obligacje WZ	114 126,5	105 243,1	114 399,1	14,0	-8 883,4	-7,8	9 156,0	8,7
1.2. Oszczędnościowe SPW	8 634,2	8 898,5	9 110,0	1,1	264,3	3,1	211,5	2,4
oprocentowanie stałe	2 685,5	2 719,6	2 930,0	0,4	34,1	1,3	210,4	7,7
Obligacje KOS	873,1	485,4	481,4	0,1	-387,7	-44,4	-4,1	-0,8
obligacje DOS	1 812,4	2 234,2	2 448,6	0,3	421,8	23,3	214,4	9,6
oprocentowanie zmienne	5 948,7	6 178,9	6 179,9	0,8	230,2	3,9	1,1	0,0
obligacje TOZ	258,6	456,4	510,7	0,1	197,8	76,5	54,3	11,9
obligacje COI	1 848,3	1 807,4	1 740,0	0,2	-40,9	-2,2	-67,4	-3,7
obligacje EDO	3 841,7	3 915,0	3 929,3	0,5	73,3	1,9	14,2	0,4
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	9 935,1	11 237,8	21 224,2	2,6	1 302,7	13,1	9 986,4	88,9
przyjęte depozyty	9 918,5	11 218,6	21 208,8	2,6	1 300,1	13,1	9 990,2	89,1
zobowiązania wymagalne	13,1	15,7	11,8	0,0	2,6	20,0	-3,8	-24,4
inne	3,6	3,5	3,5	0,0	0,0	-0,7	0,0	-0,9
II. Zadłużenie zagraniczne Skarbu Państwa	253 752,3	276 859,4	278 543,1	34,1	23 107,0	9,1	1 683,7	0,6
1. Zadłużenie z tytułu SPW	193 781,9	208 420,1	212 046,7	25,9	14 638,2	7,6	3 626,6	1,7
1.1. Rynkowe SPW	193 781,9	208 420,1	212 046,7	25,9	14 638,2	7,6	3 626,6	1,7
oprocentowanie stałe	192 267,4	206 803,9	210 223,3	25,7	14 536,5	7,6	3 419,3	1,7
EUR	120 069,7	127 536,5	129 699,2	15,9	7 466,8	6,2	2 162,7	1,7
USD	42 372,2	52 066,5	54 378,2	6,6	9 694,3	22,9	2 311,7	4,4
CHF	16 654,4	14 356,0	12 649,0	1,5	-2 298,3	-13,8	-1 707,1	-11,9
JPY	13 171,1	12 844,9	13 496,9	1,7	-326,2	-2,5	652,0	5,1
oprocentowanie zmienne	1 514,5	1 616,2	1 823,4	0,2	101,7	6,7	207,2	12,8
USD	246,4	286,9	308,0	0,0	40,5	16,4	21,0	7,3
CHF	1 268,1	1 329,3	1 515,5	0,2	61,2	4,8	186,2	14,0
2. Kredyty zagraniczne	59 970,4	68 439,2	66 493,1	8,1	8 468,8	14,1	-1 946,1	-2,8
oprocentowanie stałe	19 078,6	18 400,6	17 445,8	2,1	-678,0	-3,6	-954,8	-5,2
EUR	18 991,9	18 383,6	17 445,8	2,1	-608,4	-3,2	-937,8	-5,1
JPY	86,6	17,0	0,0	0,0	-69,6	-80,4	-17,0	-100,0
oprocentowanie zmienne	40 891,8	50 038,7	49 047,3	6,0	9 146,8	22,4	-991,4	-2,0
EUR	40 891,8	50 038,7	49 047,3	6,0	9 146,8	22,4	-991,4	-2,0
3. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	-100,0	3,3	-

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

Wyszczególnienie	XII 2013	XII 2014	VI 2015	struktura VI 2015 w %	zmiana XII 2014 - XII 2013		zmiana VI 2015 - XII 2014	
					w mln zł	w %	w mln zł	w %
Zadłużenie Skarbu Państwa	838 025,4	779 938,4	817 800,7	100,0	-58 087,0	-6,9	37 862,3	4,9
I. Zadłużenie Skarbu Państwa wobec rezydentów	403 314,7	323 045,9	349 932,9	42,8	-80 268,9	-19,9	26 887,0	8,3
Krajowy sektor bankowy	125 813,6	165 722,6	179 364,0	21,9	39 909,0	31,7	13 641,4	8,2
1. Krajowe SPW	114 686,2	150 800,1	166 258,0	20,3	36 113,8	31,5	15 457,9	10,3
1.1. Rynkowe SPW	114 686,2	150 800,1	166 258,0	20,3	36 113,8	31,5	15 457,9	10,3
obligacje OK	15 349,5	15 410,6	23 226,4	2,8	61,2	0,4	7 815,8	50,7
obligacje PS	31 870,3	41 460,0	45 386,9	5,5	9 589,7	30,1	3 926,9	9,5
obligacje DS	18 180,2	23 821,7	22 624,1	2,8	5 641,5	31,0	-1 197,5	-5,0
obligacje WS	2 223,9	2 976,4	3 050,4	0,4	752,4	33,8	74,1	2,5
obligacje IZ	677,0	838,9	931,0	0,1	161,9	23,9	92,1	11,0
obligacje TZ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
obligacje WZ	46 385,4	66 292,5	71 039,1	8,7	19 907,2	42,9	4 746,5	7,2
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	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	11 127,4	14 922,6	13 106,0	1,6	3 795,2	34,1	-1 816,5	-12,2
Krajowy sektor pozabankowy	277 501,1	157 323,2	170 568,9	20,9	-120 177,9	-43,3	13 245,7	8,4
1. Krajowe SPW	266 493,4	145 055,2	148 067,7	18,1	-121 438,2	-45,6	3 012,4	2,1
1.1. Rynkowe SPW	257 874,8	136 172,0	138 971,0	17,0	-121 702,8	-47,2	2 799,1	2,1
obligacje OK	20 335,7	14 848,5	14 416,4	1,8	-5 487,1	-27,0	-432,2	-2,9
obligacje PS	74 388,2	39 477,9	40 050,0	4,9	-34 910,3	-46,9	572,1	1,4
obligacje DS	64 414,5	37 296,5	36 660,1	4,5	-27 118,0	-42,1	-636,5	-1,7
obligacje WS	19 200,7	15 456,8	16 053,7	2,0	-3 743,9	-19,5	596,8	3,9
obligacje IZ	22 528,8	2 478,3	3 093,0	0,4	-20 050,5	-89,0	614,7	24,8
obligacje TZ	359,8	70,6	0,0	0,0	-289,1	-80,4	-70,6	-100,0
obligacje WZ	56 647,1	26 543,2	28 697,9	3,5	-30 103,9	-53,1	2 154,7	8,1
1.2. Oszczędnościowe SPW	8 618,6	8 883,3	9 096,6	1,1	264,6	3,1	213,4	2,4
Obligacje KOS	873,0	485,3	481,3	0,1	-387,7	-44,4	-4,1	-0,8
obligacje DOS	1 810,8	2 232,4	2 446,3	0,3	421,6	23,3	213,9	9,6
obligacje TOZ	258,3	456,1	510,4	0,1	197,8	76,6	54,3	11,9
obligacje COI	1 839,9	1 802,0	1 737,0	0,2	-37,9	-2,1	-65,0	-3,6
obligacje EDO	3 836,6	3 907,4	3 921,7	0,5	70,8	1,8	14,3	0,4
2. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	9 935,1	11 237,8	21 224,2	2,6	1 302,7	13,1	9 986,4	88,9
przyjęte depozyty	9 918,5	11 218,6	21 208,8	2,6	1 300,1	13,1	9 990,2	89,1
zobowiązania wymagalne	13,1	15,7	11,8	0,0	2,6	20,0	-3,8	-24,4
inne	3,6	3,5	3,5	0,0	0,0	-0,7	0,0	-0,9
3. Zagraniczne SPW	1 072,6	1 030,2	1 277,0	0,2	-42,4	-4,0	246,8	24,0
II. Zadłużenie Skarbu Państwa wobec nierezydentów	434 710,7	456 892,6	467 867,8	57,2	22 181,9	5,1	10 975,2	2,4
1. Krajowe SPW	193 158,3	195 986,0	203 707,7	24,9	2 827,6	1,5	7 721,8	3,9
1.1. Rynkowe SPW	193 142,8	195 970,7	203 694,4	24,9	2 828,0	1,5	7 723,7	3,9
obligacje OK	25 842,0	16 816,6	17 147,2	2,1	-9 025,5	-34,9	330,7	2,0
obligacje PS	66 535,8	68 364,2	65 785,6	8,0	1 828,5	2,7	-2 578,6	-3,8
obligacje DS	65 970,4	79 450,0	88 119,5	10,8	13 479,6	20,4	8 669,5	10,9
obligacje WS	16 855,4	14 470,8	14 273,5	1,7	-2 384,6	-14,1	-197,2	-1,4
obligacje IZ	6 844,5	4 461,8	3 706,4	0,5	-2 382,7	-34,8	-755,4	-16,9
obligacje TZ	0,7	0,0	0,0	0,0	-0,7	-100,0	0,0	-
obligacje WZ	11 094,0	12 407,4	14 662,1	1,8	1 313,4	11,8	2 254,7	18,2
1.2. Oszczędnościowe SPW	15,5	15,2	13,3	0,0	-0,3	-2,1	-1,9	-12,6
obligacje KOS	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	11,4	0,0	0,0
obligacje DOS	1,6	1,8	2,4	0,0	0,2	11,9	0,6	33,0
obligacje TOZ	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0
obligacje COI	8,5	5,4	2,9	0,0	-3,1	-36,1	-2,5	-45,8
obligacje EDO	5,1	7,6	7,6	0,0	2,5	50,1	0,0	-0,3
2. Zagraniczne SPW	181 581,9	192 467,3	197 663,6	24,2	10 885,4	6,0	5 196,3	2,7
3. Kredyty zagraniczne	59 970,4	68 439,2	66 493,1	8,1	8 468,8	14,1	-1 946,1	-2,8
Europejski Bank Inwestycyjny	34 024,6	40 344,2	38 859,9	4,8	6 319,6	18,6	-1 484,3	-3,7
Bank Światowy	25 112,8	27 276,2	26 695,0	3,3	2 163,4	8,6	-581,2	-2,1
Bank Rozwoju Rady Europy	746,4	802,0	938,3	0,1	55,5	7,4	136,3	17,0
Klub Paryski	36,9	0,0	0,0	0,0	-36,9	-100,0	0,0	-
Pozostałe	49,8	17,0	0,0	0,0	-32,8	-65,9	-17,0	-100,0
4. Pozostałe zadłużenie Skarbu Państwa	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	-100,0	3,3	-

Tabela 14. Czynniki wpływające na zmianę długu Skarbu Państwa (% PKB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Zmiana relacji długu SP	-1,4	1,2	0,2	-2,7	2,4	1,8	2,5	0,8	-0,5	1,3	-5,3
Saldo pierwotne budżetu państwa	2,0	0,3	-0,3	-1,0	-0,1	-0,6	0,7	-0,7	-0,7	0,0	-0,3
Koszty obsługi długu SP (bez kosztów reformy emerytalnej)	2,0	2,0	2,0	1,7	1,4	1,6	1,6	1,5	1,7	1,6	1,4
Koszty obsługi dodatkowego długu z tytułu reformy emerytalnej	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	0,6
Umorzenie SPW w ramach reformy systemu emerytalnego	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-7,5
Wynik budżetu środków europejskich	-	-	-	-	-	-	0,7	0,8	0,2	-0,4	0,0
Środki dla FUS z tytułu ubytku składki przekazywanej do OFE	1,1	1,3	1,4	1,4	1,6	1,5	1,6	1,0	0,5	0,6	0,5
Przychody netto z prywatyzacji	-0,8	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	0,0
Zarządzanie płynnością sektora finansów publicznych	-	-	-	-	-	-	-	-1,6	-0,2	0,0	0,0
Różnice kursowe	-2,2	-0,3	-0,4	-0,9	2,0	-0,3	0,0	1,8	-1,3	-0,1	0,8
Nominalny wzrost PKB	-4,0	-2,5	-3,4	-4,6	-3,0	-2,8	-2,4	-3,7	-1,9	-1,4	-1,9
Pozostałe czynniki	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,0	1,5	0,1	1,2	0,6	0,0	1,2