



Ministerstwo
Finansów

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2017-2020

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2016 r.

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.mf.gov.pl

<i>I. WPROWADZENIE</i>	3
<i>II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO ORAZ KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI</i>	5
<i>III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2015 R. I W POŁOWIE 2016 R.</i>	9
<i>III.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów</i>	9
<i>III.2. Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku spw</i>	12
<i>III.3. Ograniczenia związane z ryzykiem</i>	13
<i>IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII</i>	15
<i>IV.1. Założenia makroekonomiczne Strategii</i>	15
<i>IV.2. Krajowy rynek spw</i>	15
IV.2.1. Banki krajowe	16
IV.2.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi.....	17
IV.2.3. Rola inwestorów zagranicznych	19
<i>IV.3. Uwarunkowania międzynarodowe</i>	20
<i>V. CEL STRATEGII</i>	21
<i>VI. ZADANIA STRATEGII</i>	24
<i>VI.1. Zapewnianie płynności rynku spw</i>	24
<i>VI.2. Zapewnianie efektywności rynku spw</i>	24
<i>VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku spw</i>	25
<i>VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH</i>	26
<i>VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII</i>	27
<i>VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu</i>	27
<i>VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa</i>	29
<i>VIII.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa</i>	31
<i>VIII.4. Zagrożenia dla realizacji Strategii</i>	32
<i>IX. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH</i>	33
<i>IX.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń</i>	33
<i>IX.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń</i>	33
<i>Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć</i>	35
<i>Aneks 2. Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku spw</i>	39
<i>Aneks 3. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE</i>	40
<i>Aneks 4. Wybrane dane statystyczne dotyczące finansów publicznych i wiarygodności kredytowej w Polsce i UE</i>	44

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 2017 r.

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

Wyszczególnienie	2015 (wykonanie)	2016	2017	2018	2019	2020
1. Państwowy dług publiczny						
w relacji do PKB	49,0%	51,4%	52,3%	51,7%	51,1%	49,5%
2. Kwota, o której mowa w art. 38a ustawy o finansach publicznych*						
w relacji do PKB	47,3%	49,8%	51,1%	50,6%	50,0%	48,4%
3. Dług sektora <i>general government</i>						
w relacji do PKB	51,4%	53,7%	55,0%	55,0%	54,6%	53,0%
4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa**						
a) w mld zł	29,2	31,8	30,4	31,0 - 32,1	30,8 - 31,8	32,4 - 33,4
b) w relacji do PKB	1,63%	1,71%	1,56%	1,50% - 1,55%	1,40% - 1,45%	1,38% - 1,43%

*) 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 2018-2020 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Przy przyjętych założeniach, w latach 2016-2017 relacja państwowego długu publicznego do PKB wzrośnie do 52,3%, a następnie będzie się stopniowo obniżać do 49,5% w 2020 r. Relacja kwoty z art. 38a ustawy o finansach publicznych ukształtuje się na poziomie 49,8% w 2016 r. i 51,1% w 2017 r., a następnie będzie się obniżać do 48,4% w 2020 r.

Relacja długu sektora *general government* do PKB wzrośnie do 55,0% w 2017 r. i utrzyma się na tym poziomie w 2018 r., a następnie będzie się obniżać i w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 53,0%.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na 2017 r. limit kosztów obsługi długu będzie niższy od limitu na 2016 r., zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do PKB i wyniesie odpowiednio 30,4 mld zł (wobec 31,8 mld zł) oraz 1,56% PKB (wobec 1,71% PKB). Założono, że relacja kosztów obsługi długu do PKB w horyzoncie *Strategii* obniży się do poziomu 1,38% - 1,43%.

Niniejsza *Strategia* stanowi kontynuację strategii przygotowanej rok temu, jednak jej treść została skoncentrowana na diagnozie obecnej sytuacji oraz działaniach planowanych w horyzoncie

Strategii. W konsekwencji skrócone i przeredagowane zostały fragmenty *Strategii* odnoszące się do przeszłości. Ponadto wyodrębniony został rozdział dotyczący gwarancji i poręczeń oraz zmodyfikowano układ aneksów. Niezmieniony pozostał cel minimalizacji kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach związanych z ryzykiem. Utrzymane zostały zadania służące realizacji celu *Strategii* związane z rozwojem rynku finansowego, tj. zapewnianie płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych (spw).

Dla realizacji celu *Strategii* w latach 2017-20 przyjęto, że:

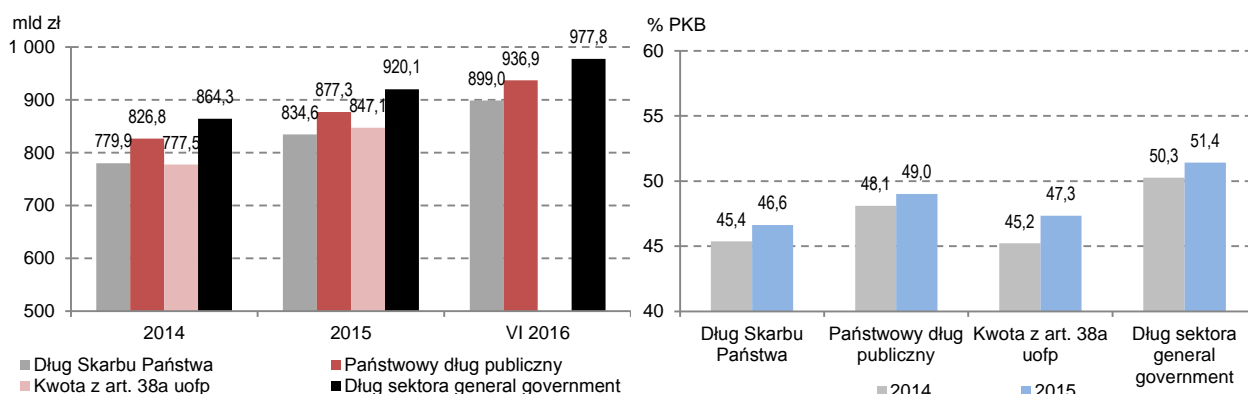
- utrzymane zostanie elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty i instrumentów, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi długu i przy ograniczeniach wynikających z przyjętych poziomów ryzyka oraz możliwego wpływu na politykę pieniężną,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

Strategia zawiera cztery aneksy, w tym słowniczek pojęć.

II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO ORAZ KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI

Na koniec 2015 r. państwowy dług publiczny (definicja krajowa) ukształtował się na poziomie 49,0% PKB (wobec 48,1% PKB na koniec 2014 r.), natomiast relacja kwoty z art. 38a ustawy o finansach publicznych (państwowy dług publiczny przeliczony po kursach średnich i pomniejszony o wartość środków na prefinansowanie potrzeb pożyczkowych w kolejnym roku budżetowym) wyniosła 47,3% PKB (wobec 45,2% PKB w 2014 r.). Relacja długu sektora *general government* (definicja UE) do PKB wyniosła 51,4% (wobec 50,3% na koniec 2014 r.) i była znacznie niższa od relacji dla całej Unii Europejskiej (85,2% PKB) oraz strefy euro (90,7%)¹.

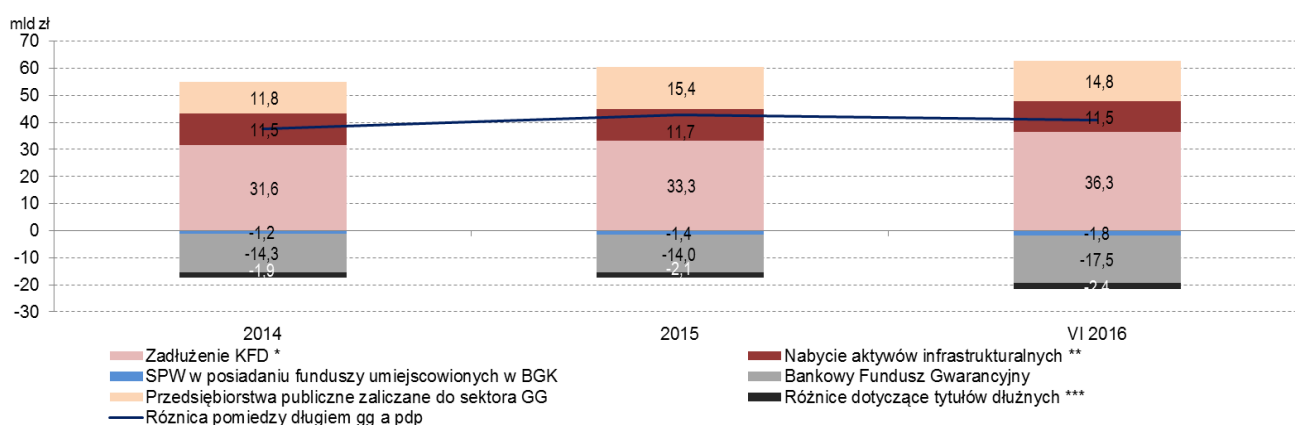
Wykres 1. Wielkość długu publicznego w latach 2014-2016



Różnice pomiędzy państwowym długiem publicznym a długiem sektora *general government* wynikają z następujących czynników:

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

Wykres 2. Różnice pomiędzy wielkością długu general government (gg) a państwowym długiem publicznym (pdp)



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

**) 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, zrestrukturyzowane/zrefinansowane kredyty handlowe, leasing zwrotny.

¹ Zestawienie deficytu i długu dla państw UE znajduje się w aneksie 4.

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

Zmiany wielkości długu publicznego w 2015 r. i I połowie 2016 r. wynikały głównie ze zmian długu SP, który stanowi ok. 92% państwowego długu publicznego oraz ok. 88% długu sektora *general government*. Zmiana wielkości długu SP od początku 2015 r. wynikała przede wszystkim z finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz osłabienia złotego.

Tabela 2. Przyczyny wzrostu długu SP w 2015 r. i I połowie 2016 r. (w mld zł)

Wyszczególnienie	2015	I-VI 2016
Przyrost długu SP	54,6	64,4
1. Potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa:	53,8	20,0
1.1. Deficyt budżetu państwa	42,6	18,7
1.2. Deficyt budżetu środków europejskich	3,2	7,7
1.3. Koszty reformy emerytalnej ¹⁾	3,1	1,7
1.4. Przychody z prywatyzacji	0,0	0,0
1.5. Saldo depozytów jsfp i depozytów sądowych	-8,5	-2,4
1.6. Zarządzanie środkami europejskimi	9,9	-5,5
1.7. Saldo pożyczek udzielonych	5,3	0,0
1.8. Pozostałe potrzeby pożyczkowe ²⁾	-1,8	-0,2
2. Zmiany długu SP niewynikające z potrzeb pożyczkowych:	-7,6	42,9
2.1. Różnice kursowe	8,8	12,9
2.2. Zmiana stanu na rachunkach budżetowych	-18,8	28,7
2.3. Przedterminowa spłata kredytu FMF ³⁾	1,8	0,0
2.4. Pozostałe czynniki ⁴⁾	0,6	1,2
3. Zmiana pozostałego długu SP	8,3	1,5
3.1. Depozyty jsfp ⁵⁾	4,2	1,5
3.2. Depozyty sądowe ⁶⁾	4,1	-0,1
3.3. Pozostałe zadłużenie SP	0,0	0,1

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

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

3) Kredyt związany z finansowaniem programu zakupu samolotów F-16.

4) Dyskonto od spw, indeksacja spw, transakcje sell-buy-back.

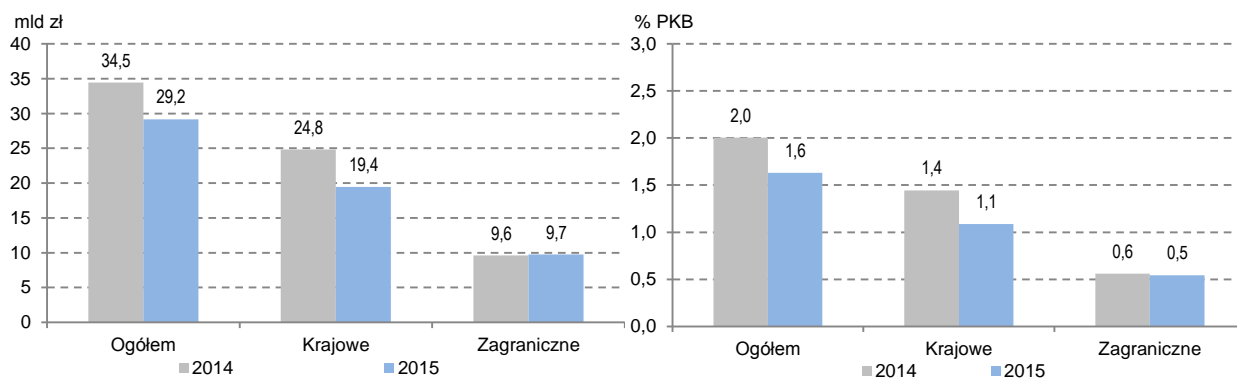
5) Depozyty przyjęte od jednostek sektora finansów publicznych (jsfp) posiadających osobowość prawną – ich wartość nie ma wpływu na wysokość państwowego długu publicznego.

6) Depozyty sądowe od jsfp posiadających osobowość prawną i podmiotów spoza sfp.

W 2015 r. miał miejsce spadek kosztów obsługi długu SP, zarówno w ujęciu nominalnym – z 34,5 mld zł w 2014 r. do 29,2 mld zł, jak i w relacji do PKB – z 2,0% do 1,6%. Na obniżenie kosztów obsługi długu wpłynęły spadki rentowności oraz polityka emisyjna polegająca na zwiększeniu udziału instrumentów zmiennoprocentowych, od których odsetki szybciej dostosowują się do spadających stóp procentowych.

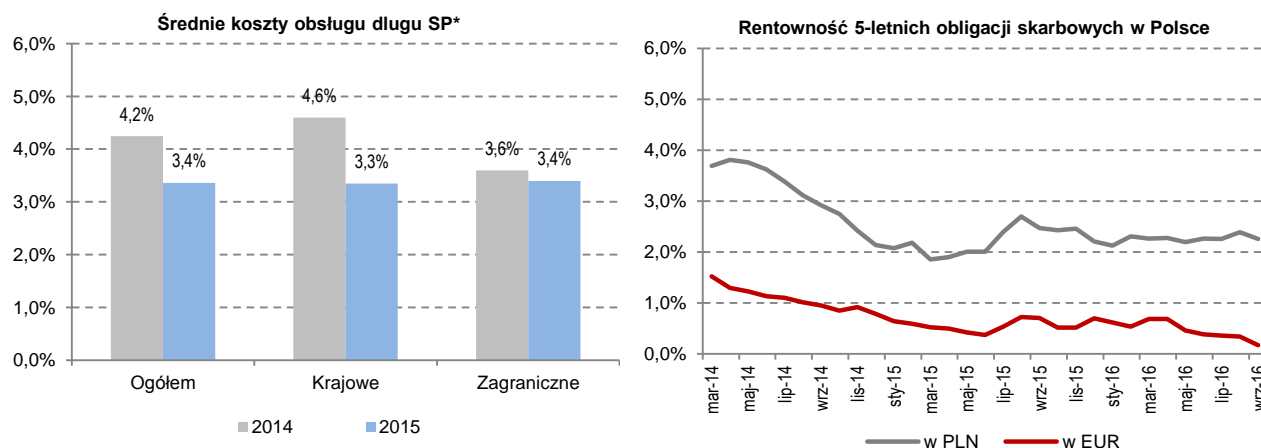
Koszty obsługi długu zagranicznego były niższe niż krajowego, co wynikało przede wszystkim z mniejszego udziału długu zagranicznego w długu SP.

Wykres 3. Koszty obsługi długu SP w latach 2014-2015



Średnie koszty obsługi długu w 2015 r. uległy obniżeniu z 4,2% w 2014 r. do 3,4%, co było głównie efektem znaczącego spadku średnich kosztów obsługi długu krajowego (z 4,6% do 3,3%). Wciąż jest to poziom wyższy od bieżącego kosztu finansowania rynkowego, co wynika z obsługi długu zaciąganego w przeszłości przy wyższych rentownościach. Z uwagi na wyższe *duration* długu zagranicznego, dostosowanie kosztów obsługi do niższych rynkowych stóp procentowych następuje wolniej niż w przypadku długu krajowego.

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

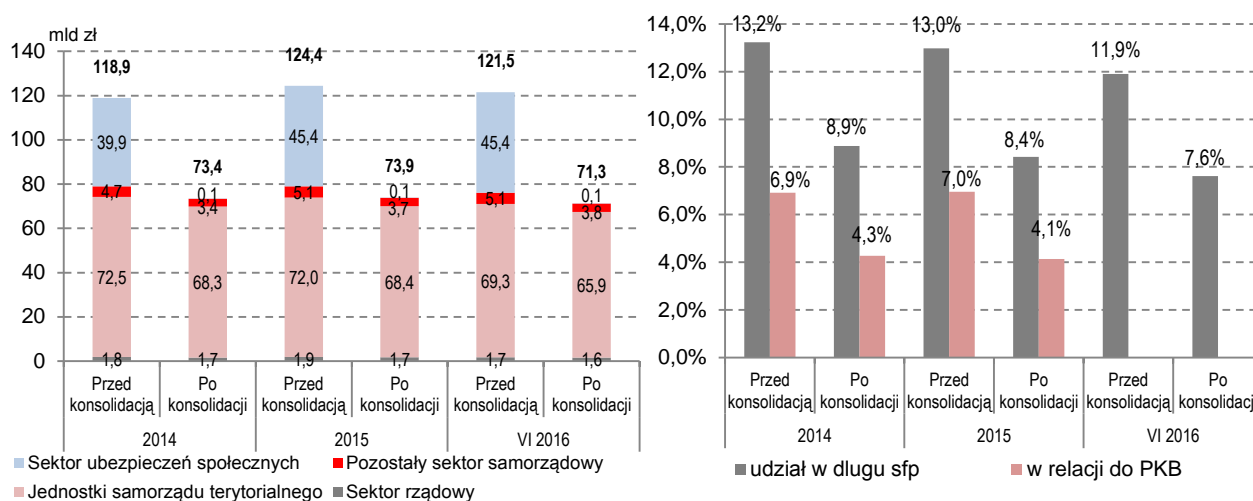


*) Średnie koszty obsługi długu zostały obliczone jako relacja różnicy kosztów i dochodów z tytułu obsługi długu w danym roku do średniej arytmetycznej z wielkości długu na koniec bieżącego i poprzedniego roku (ze względu na znaczący spadek długu krajowego w 2014 r. w wyniku umorzenia 3.02.2014 r. spw przekazanych przez OFE średnia została obliczona za okres od końca lutego do końca grudnia).

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2015 r. 13,0% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (8,4% po konsolidacji) wobec 13,2% przed konsolidacją (8,9% po konsolidacji) na koniec 2014 r. Po I półroczu 2016 r. wielkości te kształtowały się odpowiednio na poziomie 11,9% oraz 7,6%.

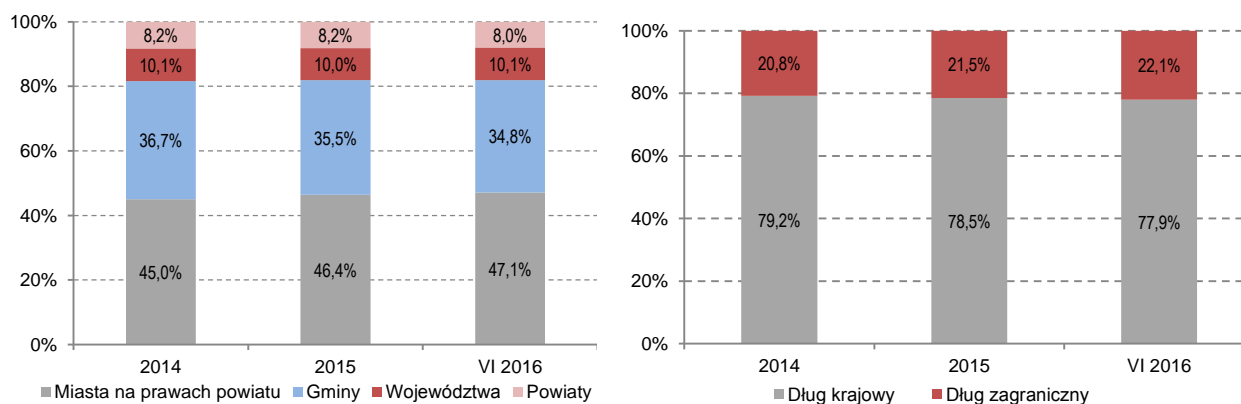
Największy udział w tej części zadłużenia stanowiło zadłużenie sektora samorządowego, w szczególności dług jednostek samorządu terytorialnego (jst). Zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych stanowiły niemal w całości zobowiązania FUS. Różnica pomiędzy wysokością zadłużenia sektora ubezpieczeń społecznych przed i po konsolidacji wynikała z finansowania części niedoboru środków w FUS pożyczkami z budżetu państwa.

Wykres 5. Wielkość i struktura zadłużenia innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych w latach 2014-2016



W ostatnich latach miała miejsce stabilizacja zadłużenia jst i ich związków. Na koniec 2015 r. zadłużenie tej grupy jednostek (przed konsolidacją) wynosiło 72,0 mld zł wobec 72,5 mld zł na koniec 2014 r. Po II kwartale 2016 r. dług jst ukształtował się na poziomie 69,3 mld zł. Podobnie jak w poprzednich latach, w łącznej kwocie zobowiązań jst największy udział miało zadłużenie miast na prawach powiatu – 46,4% na koniec 2015 r. oraz 47,1% na koniec I półrocza 2016 r. Udział zobowiązań gmin utrzymywał się na poziomie ok. 35%, województw – ok. 10%, a powiatów – ok. 8%.

Wykres 6. Struktura zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego*



*) Struktura zadłużenia wg miejsca emisji obejmuje jst i ich związki.

W strukturze zobowiązań jst i ich związków dominuje zadłużenie krajowe (78,5% na koniec 2015 r. oraz 77,9% po I półroczu 2016 r.). Dominujący udział w długi jst i ich związków stanowiły kredyty i pożyczki (94,0% na koniec 2015 r. oraz 93,6% po pierwszym półroczu 2016 r.).

III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2015 R. I W POŁOWIE 2016 R.

W 2015 r. i w I połowie 2016 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2015-2018*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2014 r., oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2016-2019*, przyjętej wraz z erratą w grudniu 2015 r.

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

III.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów

Zgodnie z założeniami *Strategii* głównym źródłem pozyskiwania środków na finansowanie potrzeb pożyczkowych pozostał rynek krajowy. W 2015 r. na rynku krajowym wyemitowano spw o wartości nominalnej 110,3 mld zł, a na rynkach zagranicznych pozyskano środki o wartości nominalnej 27,5 mld zł, z czego 9,5 mld zł stanowiły kredyty z międzynarodowych instytucji finansowych (mif). W I połowie 2016 r. z rynku krajowego pozyskano środki w wysokości 83,2 mld zł (wraz z bonami skarbowymi), a z rynku zagranicznego 17,4 mld zł.

Tabela 3. Sprzedaż spw na rynku krajowym i zagranicznym oraz kredyty z mif

Instrumenty	2014		2015		I-VI 2016	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Krajowe spw	116,9	81,0	110,3	80,0	83,2	82,7
Zagraniczne spw	17,4	12,1	18,0	13,1	17,4	17,3
Kredyty z mif	10,0	6,9	9,5	6,9	0,0	0,0

Wśród instrumentów emitowanych na rynku krajowym dominowały papiery oferowane na przetargach (w 2015 r. stanowiły 97,0% wartości wszystkich sprzedanych papierów skarbowych, w I połowie 2016 r. 97,4%).

W strukturze sprzedaży spw sprzedawanych na przetargach w 2015 r. i w I połowie 2016 r. przeważały papiery średnio- i długoterminowe (o terminie zapadalności powyżej 4 lat). Od stycznia 2016 r., po trzech latach przerwy, w ofercie sprzedaży znalazły się bony skarbowe (o okresie zapadalności 32-37 tygodni). Rentowności uzyskane na przetargach bonów były najniższe w historii (1,29% w lutym), a środki pozyskane z emisji służyły do zarządzania bieżącą płynnością budżetu państwa.

Tabela 4. Sprzedaż spw na rynku krajowym wg terminów zapadalności

Instrumenty	2014	2015	I-VI 2016
Bony skarbowe	0,0%	0,0%	8,0%
Obligacje o terminie zapadalności do 4 lat	30,7%	14,5%	26,5%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat do 6 lat	37,4%	50,7%	34,3%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 6 lat	31,9%	34,8%	31,2%

Dominujący udział w strukturze sprzedaży krajowych spw na przetargach utrzymały papiery o stałym oprocentowaniu, przy malejącym udziale instrumentów o oprocentowaniu zmiennym (spadek z 29,5% w 2014 r. do 15,1% w I połowie 2016 r.). Odnotowano natomiast nieznaczny udział obligacji indeksowanych inflacją, w związku z ich sprzedażą na przetargu w maju 2016 r.

Tabela 5. Sprzedaż spw na rynku krajowym wg rodzaju oprocentowania

Instrumenty	2014	2015	I-VI 2016
Obligacje o oprocentowaniu stałym	55,5%	66,4%	56,6%
Obligacje zerokuponowe	15,0%	13,2%	18,9%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym	29,5%	20,5%	15,1%
Obligacje indeksowane	0,0%	0,0%	1,4%
Bony skarbowe	0,0%	0,0%	8,0%

Na rynkach zagranicznych w omawianym okresie przeprowadzono sześć emisji na rynku euro o łącznej wartości 6,25 mld EUR (odpowiednio 3,75 mld EUR w 2015 r. i 2,5 mld EUR w I połowie 2016 r.) oraz jedną emisję na rynku dolara amerykańskiego o wartości 1,75 mld USD (w marcu 2016 r.). W kwietniu 2015 r. wyemitowano obligacje we frankach szwajcarskich o wartości 580 mln CHF z ujemną rentownością.

Ponadto w sierpniu 2016 r. po raz pierwszy w historii wyemitowano obligacje nominowane w juanach chińskich, tzw. obligacje Panda, o wartości nominalnej 3 mld CNY. Wraz z emisją została zawarta transakcja swap polegająca na zamianie pozyskanych środków na euro wraz z zabezpieczeniem przyszłych przepływów z tytułu obsługi i wykupu obligacji. Rentowność emisji, dokonanej na chińskim wewnętrznym rynku międzybankowym, po transakcji swap ukształtowała się na ujemnym poziomie.

Tabela 6. Emisje obligacji na rynkach zagranicznych w 2015 r. i w I połowie 2016 r.

Okres	Zapadalność (lata)	Waluta	Wartość emisji	Kupon	Rentowność
2015	12	EUR	1.000	0,875%	1,022%
	3	CHF	580	0,000%	-0,213%
	10	EUR	1.000	1,500%	1,592%
	6	EUR	1.750	0,875%	0,940%
I-VI 2016	10	EUR	1.000	1,500%	1,542%
	20	EUR	750	2,375%	2,471%
	10	USD	1.750	3,250%	3,339%
	20	EUR	750	2,375%	2,275%

Wśród pozostałych istotnych operacji w zakresie długu zagranicznego należy wymienić:

- ciążenia kredytów z mif (łącznie w 2015 r. i w I połowie 2016 r. 2,3 mld EUR, w tym z EBI 1,3 mld EUR i z Banku Światowego 0,94 mld EUR);
- rynkowe transakcje wymiany walutowej typu CIRS na zobowiązania o niższym oprocentowaniu. W 2015 r. zawarto transakcje o wartości 0,9 mld EUR (na CHF), a w I półroczu 2016 r. o wartości 1,75 mld USD (na EUR).

Do najważniejszych czynników, które miały wpływ na przebieg i strukturę finansowania potrzeb pożyczkowych w 2015 r. i w I połowie 2016 r. należy zaliczyć:

1) czynniki zewnętrzne, w tym w szczególności:

- politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne na świecie:
 - **USA**: oczekiwania na rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej, podwyżka stóp o 25 pb w grudniu 2015 r. i oczekiwania na kolejne podwyżki;
 - **strefa euro**: rozszerzenie programu skupu aktywów o obligacje rządowe (od marca 2015 r.) i obligacje korporacyjne (od czerwca 2016 r.), zwiększenie miesięcznej skali skupu aktywów z 60 mld EUR do 80 mld EUR (od kwietnia 2016 r.), wprowadzenie długoterminowych operacji refinansujących dla banków od czerwca 2016 r. (TLTRO II), dwie obniżki stóp procentowych (w grudniu 2015 r. i maju 2016 r.) do rekordowo niskiego poziomu, w tym stopy repo do 0,0% i stopy depozytowej do -0,4%;

- **Szwajcaria:** obniżenie stóp procentowych o 50 pb i zniesienie minimalnego kursu wymiany franka na euro (w styczniu 2015 r.), skutkujące silną aprecjacją franka wobec innych walut, w tym złotego, oraz przejściowym silnym osłabieniem złotego wobec euro i dolara;
 - **Chiny:** obniżki stóp procentowych i dewaluacja juana, mające na celu wsparcie chińskiej gospodarki;
 - **Japonia:** wprowadzenie ujemnej stopy procentowej (w styczniu 2016 r.) i utrzymanie programu skupu aktywów bez zmian (80 bln JPY w skali roku);
 - niepewność na rynkach finansowych związaną z kryzysem zadłużenia w Grecji (ostateczne osiągnięcie porozumienia w sierpniu 2015 r.) oraz obawy o tempo wzrostu światowej gospodarki, w szczególności o spowolnienie gospodarcze w Chinach;
 - zwycięstwo w referendum w Wielkiej Brytanii zwolenników opuszczenia UE (w czerwcu 2016 r.); w reakcji wzrosła awersja do ryzyka, skutkująca przejściowym osłabieniem złotego i innych walut naszego regionu oraz wzrostem rentowności obligacji skarbowych;
 - osłabienie euro wobec dolara wynikające z pogłębiającej się dywergencji pomiędzy polityką pieniężną EBC i Fed (o 8,2% w omawianym okresie).
- 2) czynniki lokalne, przede wszystkim:
- politykę pieniężną RPP i sytuację na krajowym rynku finansowym, w tym:
 - obniżkę stóp procentowych o 50 pb, w tym stopy repo do rekordowo niskiego poziomu 1,5% (w marcu 2015 r.) i deklarację zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej;
 - przyspieszenie tempa wzrostu w 2015 r. (do 3,6% r/r z 3,3% w 2014 r.) i nieznaczne osłabienie jego dynamiki w I kwartale 2016 r., przy trwającej od lipca 2014 r. deflacji w ujęciu r/r;
 - zdjęcie z Polski procedury nadmiernego deficytu w czerwcu 2015 r.;
 - przyjęcie projektu budżetu państwa na 2016 r. realizującego rządowe programy społeczne (w tym program wspierania rodzin „500 plus”) i zakładającego wzrost dochodów podatkowych (m.in. w wyniku poprawy ściągальności podatków i wprowadzenia nowych podatków);
 - obniżenie ratingu Polski przez agencję ratingową S&P do poziomu BBB+ i perspektywy do negatywnej (w styczniu 2016 r.) oraz obniżenie perspektywy ratingu do negatywnej przez agencję Moody’s (w czerwcu 2016 r.);
 - zmiany w przepływach kapitału zagranicznego na krajowym rynku spw (napływ kapitału na kwotę 10,8 mld zł w 2015 r. i odpływ w I połowie 2016 r. o 10,2 mld zł, wynikający z silnego oddłużenia w krótkoterminowych obligacjach skarbowych, przy zwiększaniu portfela obligacji średnio- i długoterminowych);
 - wzrost zaangażowania banków w krajowych spw (20,7 mld zł w 2015 r. i 53,4 mld zł w I połowie 2016 r.), w 2016 r. będący w znacznym stopniu efektem wyłączenia spw z podatku od niektórych instytucji finansowych;
 - duża zmienność złotego: w 2015 r. kurs EUR/PLN kształtował się w przedziale 3,99-4,36 (zmienność na poziomie 7,2%), a USD/PLN 3,52-4,04 (12,6%) wobec zmienności EUR/USD na poziomie 12,3%. W I połowie 2016 r. kurs EUR/PLN kształtował się w przedziale 4,24-4,49 (zmienność 6,2%), a kurs USD/PLN w przedziale 3,72-4,13 (9,4%) wobec zmienności EUR/USD na poziomie 6,5%;
 - wzrost rentowności średnio- i długoterminowych krajowych obligacji skarbowych w 2015 r. i w mniejszej skali w I połowie 2016 r., przy spadku rentowności papierów krótkoterminowych w 2015 r. i stabilizacji w I połowie 2016 r.

- nierównomierny rozkład w czasie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, wynikający z realizacji budżetu oraz wykupu dużych serii obligacji przypadających na styczeń, kwiecień, lipiec i październik;
- wdrożenie drugiego etapu konsolidacji zarządzania płynnością (od stycznia 2015 r.) umożliwiające obniżenie potrzeb pożyczkowych o wartość depozytów jednostek sektora finansów publicznych ulokowanych na rachunkach Ministerstwa Finansów w BGK;
- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa poprzez prefinansowanie znaczącej części potrzeb pożyczkowych brutto kolejnego roku (odpowiednio ok. 33% potrzeb roku 2015 i ok. 20% roku 2016) pod koniec poprzedniego roku.

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

Wśród najważniejszych działań mających na celu ograniczenie kosztów obsługi należy wymienić:

- politykę emisyjną zakładającą tworzenie płynnych serii obligacji benchmarkowych. W połowie 2016 r. 14 emisji miało wartość przekraczającą 20 mld zł (12 emisji na koniec 2015 r.). Emisje benchmarkowe stanowiły 69,2% wartości nominalnej obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu (wobec 58,7% na koniec 2015 r.). Duża wartość emisji jest istotnym czynnikiem wpływającym na poziom płynności na rynku wtórnym. Średni wskaźnik płynności² w I połowie 2016 r. wyniósł 160,8% wobec 164,2% w 2015 r., co było wynikiem mniejszej skali wzrostu obrotów na rynku wtórnym w porównaniu ze wzrostem zadłużenia w obligacjach rynkowych);
- emisję obligacji na rynku euro i dolara amerykańskiego o wartości zapewniającej płynność danej serii;
- dostosowanie poziomu i struktury podaży spw do bieżącej sytuacji rynkowej oraz oddziaływanie na tę sytuację poprzez politykę informacyjną;
- emisję 11-miesięcznych obligacji oszczędnościowych KOS w listopadzie 2015 r. (sprzedano 879 mln zł). Celem emisji było okazjonalne rozszerzenie standardowej oferty obligacji oszczędnościowych odpowiadającej preferencjom nabywców indywidualnych, zwiększenie udziału nabywców indywidualnych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, promocja wszystkich obligacji oszczędnościowych;
- prowadzenie transakcji typu *sell-buy-back* pomiędzy dealerami spw (DSPW) i kandydatami na DSPW a BGK na szczególnych zasadach (mechanizm wprowadzono w lutym 2014 r. w celu wspierania rozrachunku w sytuacji czasowej i istotnie ograniczonej dostępności obligacji konkretnej serii na rynku wtórnym). W 2015 r. i I połowie 2016 r. zawarto transakcje o wartości nominalnej 2,9 mld zł.

² Wskaźnik płynności – iloraz miesięcznej wartości transakcji zawartych na obligacjach do zadłużenia na koniec miesiąca.

III.3. Ograniczenia związane z ryzykiem

Tabela 7. Ocena realizacji ograniczeń celu Strategii związanych z ryzykiem

Ograniczenia celu Strategii												
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji	Miara	Wartość								
				2014	2015	VI 2016						
Ryzyko refinansowania	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Wysoka sprzedaż obligacji średnio- i długoterminowych w 2015 r. i w I połowie 2016 r. (odpowiednio 85,5% i 65,5% ogółu spw sprzedanych na przetargach sprzedaży i zamiany); Znaczna rola przetargów zamiany (odkupiono 29,2% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie styczeń 2015 r. – czerwiec 2016 r.); Utrzymanie średniej zapadalności długu krajowego bezpiecznie powyżej określonego w Strategii poziomu 4 lat i wzrost w kierunku docelowego poziomu 4,5 roku; Utrzymanie średniej zapadalności długu SP bezpiecznie powyżej określonego w Strategii poziomu 5 lat; Podwyższenie średniej zapadalności długu zagranicznego dzięki dużym emisjom obligacji długoterminowych (10- i 20-letnich) na rynkach zagranicznych; Powrót do emisji bonów skarbowych w niedużej skali w I kwartale 2016 r. jako instrumentu zarządzania poziomem rezerwy budżetu państwa. 	Średnia zapadalność (w latach)									
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	4,19	4,27	4,27	7,08	6,88	7,14	5,24	5,22	5,28
			Udział w krajowych spw:									
			<ul style="list-style-type: none"> - spw do 1 roku - bonów skarbowych 	12,3%	14,2%	14,4%	0,0%	0,0%	1,1%			
Ryzyko kursowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Ograniczenie udziału długu zagranicznego, zgodnie z założeniami Strategii; Utrzymanie efektywnego udziału długu w euro w długu zagranicznym powyżej minimalnego poziomu założonego w Strategii (70%). 	Udział długu zagranicznego w długu SP	35,5%	34,9%	34,1%						
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	70,9%	73,0%	73,4%						
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Utrzymanie ATR długu krajowego w przedziale określonym w Strategii 2,8-3,8 lat; Ryzyko stopy procentowej dla długu zagranicznego utrzymywało się na bezpiecznym poziomie i nie stanowiło ograniczenia dla minimalizacji kosztów 	ATR (w latach)									
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	3,17	3,24	3,31	5,35	4,98	5,36	3,97	3,87	4,03
			Duration (w latach)									
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	3,03	3,04	3,06	4,80	4,54	4,85	3,71	3,61	3,73

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 2015 r. odkupiono obligacje o wartości nominalnej 28,2 mld zł, a w I połowie 2016 r. o wartości 8,2 mld zł); • oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2015 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 106,0 mld zł, a w I półroczu 2016 r. odpowiednio 46,1 mld zł; • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK - w 2015 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 932,0 mld zł, a w I półroczu 2016 r. 733,7 mld zł; • rynkowe transakcje wymiany walut typu FX swap, pozwalające na okresowe wykorzystanie posiadanych walut w celu pozyskania środków złotych - w 2015 r. przeprowadzono transakcje o równowartości 1,2 mld USD; • lokaty walutowe - w 2015 r. zawarto lokaty na kwotę 108,3 mld EUR, a w I półroczu 2016 r. na kwotę 16,5 mld EUR; • sprzedaż części środków walutowych z funduszy unijnych oraz związanych z zarządzaniem długiem na rynku walutowym (w 2015 r. sprzedano waluty o równowartości 6,4 mld EUR) oraz w NBP (8,2 mld EUR w 2015 r.); • lokaty wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych na rachunkach Ministra Finansów w BGK w ramach konsolidacji zarządzania płynnością - na koniec 2015 r. zgromadzono środki w wysokości 36,7 mld zł, a na koniec czerwca 2016 r. 39,1 mld zł. <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2015 r. i w I połowie 2016 r. zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.</p>
Ryzyko kredytowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> • Lokaty w BGK zabezpieczone spw nie generowały ryzyka kredytowego; • Funkcjonuje system limitów kredytowych dla niezabezpieczonych lokat w BGK; • Ryzyko związane z transakcjami na instrumentach pochodnych jest ograniczane poprzez wybór partnerów o wysokiej wiarygodności kredytowej; • Funkcjonuje system zabezpieczeń transakcji na instrumentach pochodnych w postaci blokady papierów skarbowych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. 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"> • Kupony nowych emisji ustalane były na poziomie nieznacznie poniżej ich prognozowanej rentowności; • Do równomiernego rozkładu kosztów przyczyniały się przetargi zamiany na rynku krajowym i przetargi odkupu obligacji nominowanych w USD i EUR. <p>Na wysokość kosztów obsługi długu w 2015 r. miały wpływ transakcje swapowe zawarte w 2014 r. w ramach zarządzania limitem z ustawy budżetowej i rozkładem kosztów między latami (zmniejszenie kosztów o 1,97 mld zł).</p>

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

IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII

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

IV.1. Założenia makroekonomiczne *Strategii*

Ocena sytuacji makroekonomicznej i kierunków polityki fiskalnej została przedstawiona w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na 2017 r. W tabeli 8 zawarto założenia makroekonomiczne *Strategii*, zgodne z założeniami projektu budżetu.

Tabela 8. Założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii*

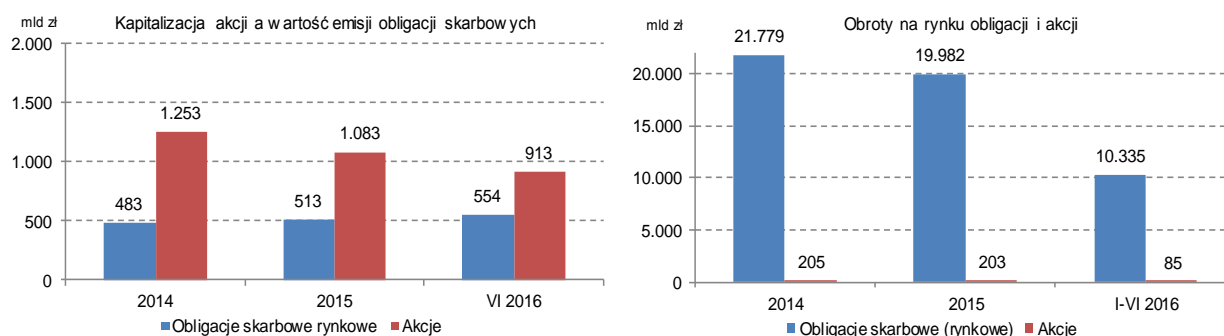
Wyszczególnienie	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Realny wzrost PKB (%)	3,6	3,4	3,6	3,8	3,9	3,9
PKB w cenach bieżących (mld zł)	1 789,7	1 857,6	1 954,2	2 068,1	2 197,3	2 341,1
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	-0,9	-0,5	1,3	1,8	2,2	2,5
USD/PLN - na koniec roku	3,90	3,96	3,93	3,85	3,80	3,73
EUR/PLN - na koniec roku	4,26	4,30	4,26	4,18	4,13	4,05

IV.2. Krajowy rynek spw

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

Pod względem wartości papierów wartościowych w obrocie, wartość krajowego rynku spw na koniec czerwca br. odpowiadała 61% kapitalizacji rynku akcji. Charakteryzuje się on jednak zdecydowanie większą płynnością - obroty na obligacjach skarbowych (pomimo ich spadku w 2015 r.) przewyższały około stukrotnie obroty na rynku akcji.

Wykres 7. Zadłużenie w krajowych obligacjach skarbowych i kapitalizacja rynku akcji oraz obroty na tych rynkach

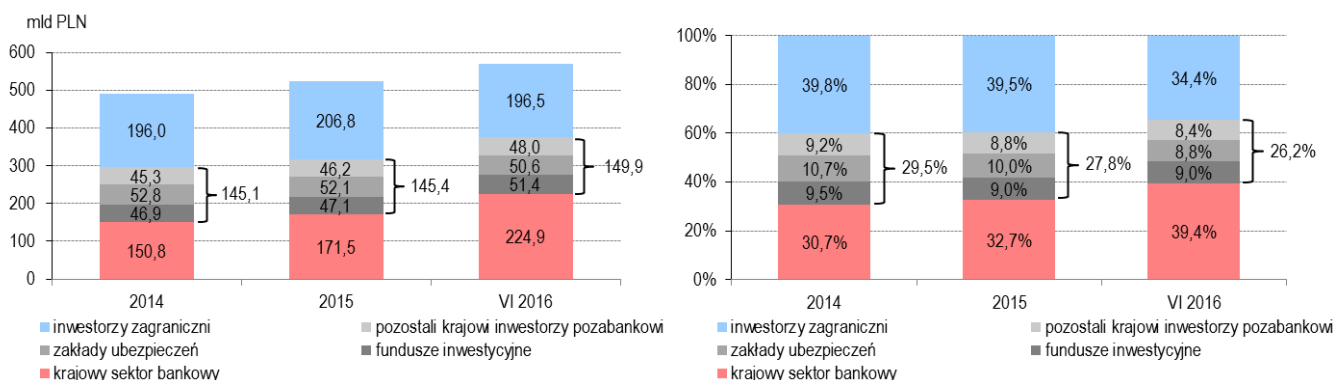


Podmioty inwestujące na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych można podzielić na trzy główne grupy: krajowy sektor bankowy, krajowy sektor pozabankowy i inwestorów zagranicznych. W 2015 r. i w I połowie 2016 r. w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych spw obserwowane były następujące zmiany:

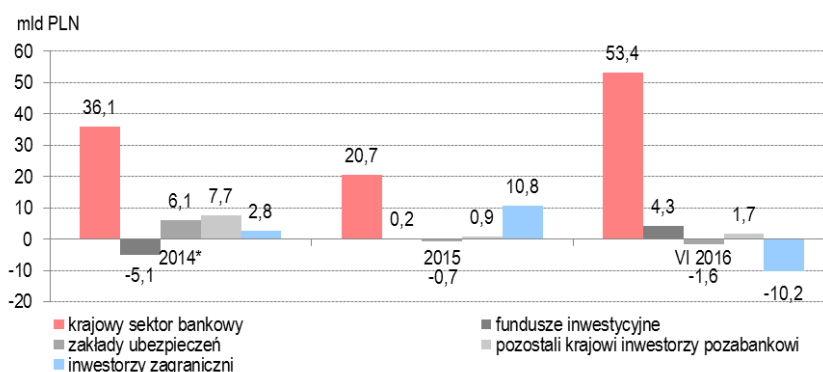
- znacząco wzrosło zaangażowanie krajowego sektora bankowego (łącznie o 74,1 mld zł, w tym o 53,4 mld zł w I połowie 2016 r.), wskutek czego zadłużenie wobec tej grupy inwestorów przekroczyło w lutym 2016 r. zadłużenie wobec inwestorów zagranicznych;
- po wzroście o 10,8 mld zł w 2015 r., w I połowie 2016 r. nastąpił spadek o 10,2 mld zł zadłużenia wobec inwestorów zagranicznych;

- efektem relatywnie niewielkiego przyrostu portfela spw w posiadaniu krajowego sektora pozabankowego (łącznie o 4,8 mld zł) było zmniejszenie jego udziału w strukturze podmiotowej zadłużenia.

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



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

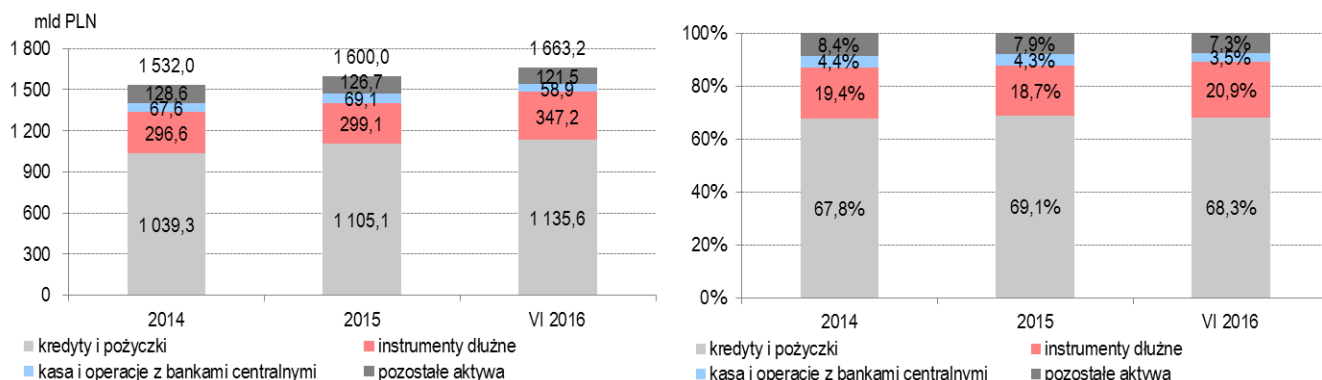


*) Z wyłączeniem efektu umorzenia spw o wartości nominalnej 130,1 mld zł w lutym 2014 r. w wyniku reformy emerytalnej.

IV.2.1. Banki krajowe

Inwestorzy krajowi według stanu na koniec czerwca 2016 r. posiadali 65,6% zadłużenia w krajowych spw, co oznaczało wzrost o 5,4 pkt proc. względem końca 2014 r., do czego przyczynił się przede wszystkim wysoki przyrost portfela banków.

Wykres 10. Struktura aktywów banków krajowych



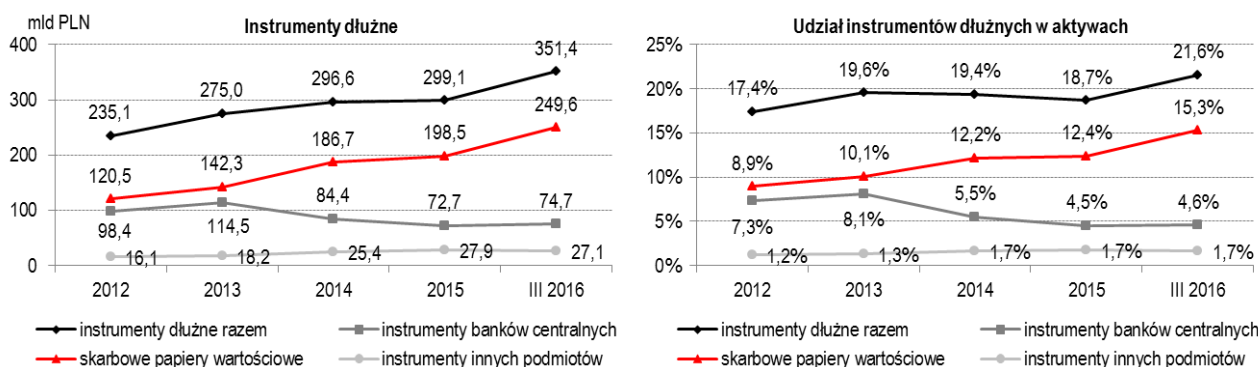
Źródło: dane Komisji Nadzoru Finansowego

Aktywa banków krajowych na koniec czerwca br. wynosiły blisko 1,7 bln zł (wzrost o 8,6% wobec końca 2014 r.), przy dominującym udziale kredytów i pożyczek (ok. 68%). Drugim największym składnikiem aktywów były instrumenty dłużne, które jednocześnie stanowiły największą grupę instrumentów w aktywach finansowych banków krajowych. Ich udział zwiększył się z ok. 19% na koniec 2014 r. do ok. 21% na koniec czerwca 2016 r. W strukturze instrumentów dłużnych

przeważający udział miały papiery skarbowe, głównie polskie, oraz instrumenty banków centralnych, przede wszystkim bony pieniężne NBP. Od końca 2013 r. obserwowany był trend wzrostowy zaangażowania banków w instrumenty skarbowe, przy jednoczesnej redukcji portfela bonów pieniężnych.

W I półroczu 2016 r. dodatkowym czynnikiem istotnie wspierającym popyt banków na spw było wprowadzenie z dniem 1 lutego 2016 r. podatku od niektórych instytucji finansowych, obejmującego przede wszystkim banki i zakłady ubezpieczeń. Podstawą opodatkowania banków są aktywa pomniejszone m.in. o fundusze własne oraz polskie papiery skarbowe. Konstrukcja podatku skłoniła banki do dokonania, w pierwszych miesiącach funkcjonowania podatku, dostosowań w strukturze aktywów i w efekcie zwiększenia udziału instrumentów skarbowych.

Wykres 11. Instrumenty dłużne w aktywach banków krajowych



Źródło: dane Komisji Nadzoru Finansowego.

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

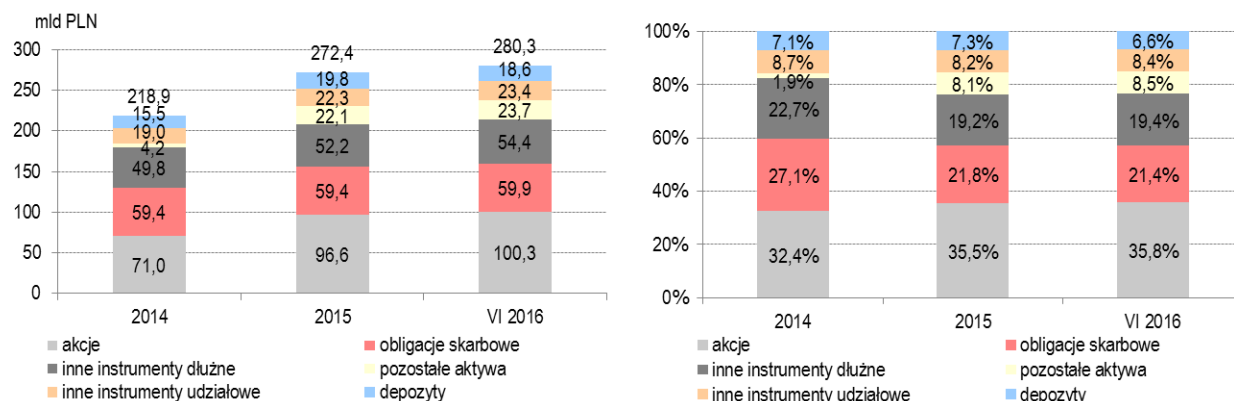
- rozwój koniunktury gospodarczej, wpływający na wielkość i strukturę aktywów banków, m.in. na skalę udzielanych kredytów oraz kształtowanie się wielkości depozytów;
- poziom nadpłynności sektora bankowego;
- utrzymujące się niskie stopy procentowe;
- podatek od niektórych instytucji finansowych, zwiększający atrakcyjność inwestowania w spw względem innych instrumentów dłużnych (szczególnie bonów pieniężnych), jednocześnie zwiększający jednak koszty działalności banków;
- ewentualne inne zmiany regulacyjne dotyczące sektora bankowego.

IV.2.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi

Dwie największe grupy inwestorów krajowych z sektora pozabankowego stanowią fundusze inwestycyjne i zakłady ubezpieczeń. Według stanu na koniec czerwca 2016 r. podmioty te posiadały odpowiednio 9,0% (spadek o 0,5 pkt proc. względem końca 2014 r.) i 8,8% (spadek o 1,9 pkt proc. wobec końca 2014 r.) krajowych spw. Głównymi czynnikami oddziałującymi na wartość portfela spw w posiadaniu funduszy inwestycyjnych i zakładów ubezpieczeniowych są wysokość aktywów i polityka inwestycyjna tych podmiotów.

Aktywa netto funduszy inwestycyjnych według stanu na koniec czerwca 2016 r. wyniosły 280,3 mld zł, co oznaczało wzrost o 61,4 mld zł, tj. o 28,1% wobec końca 2014 r. Przyrost aktywów dotyczył jednak przede wszystkim portfela akcji oraz kategorii „pozostałe aktywa”, wartość obligacji skarbowych w aktywach funduszy pozostała na poziomie ok. 60 mld zł. Było to w dużej mierze związane z niskimi stopami procentowymi, skłaniającymi do inwestowania w bardziej ryzykowne instrumenty, o potencjalnie wyższych stopach zwrotu.

Wykres 12. Struktura aktywów netto funduszy inwestycyjnych*

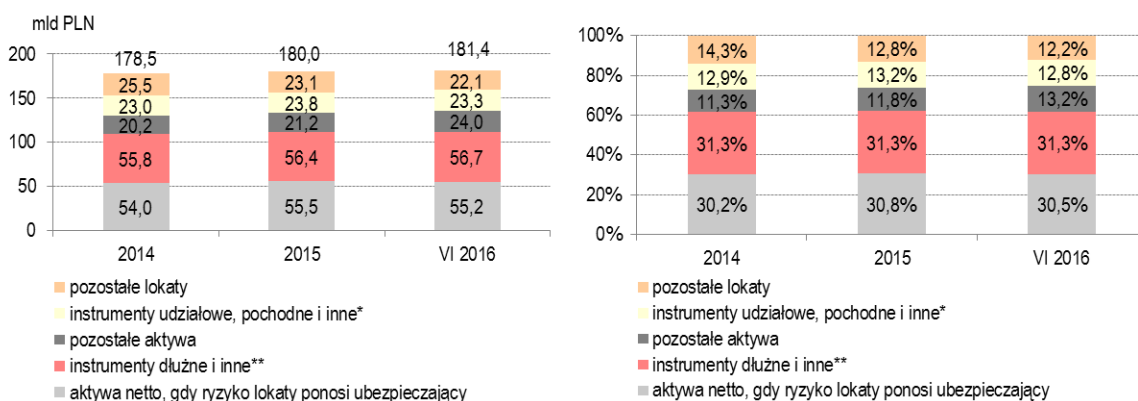


Źródło: dane Narodowego Banku Polskiego

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

W przypadku zakładów ubezpieczeń na koniec czerwca 2016 r. obserwowany był niewielki wzrost aktywów względem końca 2014 r. – o 2,9 mld zł (tj. o 1,6%), do poziomu 181,4 mld zł. Wzrost zanotowano przede wszystkim w kategorii „pozostałe aktywa”, a także w aktywach netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko inwestycyjne ponosi ubezpieczający. Wartość portfela instrumentów dłużnych i innych papierów wartościowych przynoszących stały dochód, w których zdecydowanie dominują instrumenty skarbowe, pozostała na stabilnym poziomie wynoszącym ok. 57 mld zł.

Wykres 13. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń



Źródło: dane Komisji Nadzoru Finansowego.

*) Inne papiery wartościowe o zmiennej kwocie dochodu

***) Inne papiery wartościowe o stałej kwocie dochodu

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

- dalszy rozwój rynku ubezpieczeniowego i funduszy inwestycyjnych;
- kształtowanie się poziomu oszczędności krajowych, w tym w efekcie wdrażania Programu Budowy Kapitału, zakładającego m.in. zwiększenie skali oszczędności w gospodarce poprzez wprowadzenie nowych instrumentów oraz budowę kultury długoterminowego oszczędzania gospodarstw domowych;
- koniunktura na rynku akcji, która jest jednym z czynników determinujących decyzje w zakresie alokacji oszczędności przez gospodarstwa domowe;
- utrzymujące się niskie stopy procentowe, skłaniające do poszukiwania alternatywnych względem lokat bankowych możliwości inwestowania kapitału przez gospodarstwa domowe;

- czynniki regulacyjne, m.in. podatek od niektórych instytucji finansowych.

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

IV.2.3. Rola inwestorów zagranicznych

Inwestorzy zagraniczni odgrywają znaczącą rolę w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym – ich udział w zadłużeniu w krajowych spw na koniec czerwca 2016 r. wynosił 34,4%, istotnie zmniejszył się jednak w porównaniu z końcem 2014 r. (o 5,4 pkt proc.). Do spadku udziału nierezydentów przyczyniła się przede wszystkim redukcja portfela spw w ciągu pierwszych dwóch miesięcy 2016 r., jednak w zdecydowanej większości dotyczyła ona instrumentów o najkrótszych faktycznych terminach zapadalności. W kolejnych miesiącach obserwowany był napływ inwestorów zagranicznych na polski rynek spw (spadek portfela zanotowano tylko w kwietniu, co miało związek z wykupem obligacji PS0416). Zdecydowanie największym zainteresowaniem wśród nierezydentów cieszyły się obligacje o najdłuższych terminach zapadalności.

Popyt ze strony inwestorów zagranicznych jest w dużej mierze uzależniony od sytuacji międzynarodowej i w konsekwencji charakteryzuje się wysoką zmiennością. Ryzyko nagłego odpływu z Polski kapitału zagranicznego jest jednak ograniczone z uwagi na wysoką dywersyfikację, zarówno instytucjonalną, jak i geograficzną struktury nierezydentów. W strukturze podmiotowej zadłużenia wobec nierezydentów dominują stabilni inwestorzy instytucjonalni, w szczególności ponad ¼ stanowią banki centralne i instytucje publiczne. Wysoką dywersyfikacją odznacza się również struktura geograficzna posiadaczy krajowych spw – na koniec czerwca 2016 r. znajdowały się one w posiadaniu inwestorów z 55 krajów.

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

- działania banków centralnych;
- globalna sytuacja gospodarcza, w tym: konsekwencje wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE, spowolnienie gospodarcze w Chinach; silne fundamenty gospodarcze Polski;
- ocena ryzyka kredytowego Polski;
- utrzymujący się dysparytet stóp procentowych;
- funkcjonowanie w Polsce dużego i płynnego rynku finansowego (w szczególności rynku spw) i jego odpowiedniej infrastruktury;
- mocno zdywersyfikowana struktura zarówno podmiotowa, jak i geograficzna inwestorów zagranicznych posiadających krajowe papiery skarbowe;
- dostęp Polski do elastycznej linii kredytowej z Międzynarodowego Funduszu Walutowego, pełniący rolę stabilizującą w sytuacji zwiększonej zmienności na międzynarodowych rynkach finansowych.

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

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:
 - zapowiedzi EBC odnośnie do pozostawienia stóp procentowych na obecnym lub niższym poziomie przez dłuższy czas oraz kontynuacji programu skupu aktywów, mającego potrwać co najmniej do końca marca 2017 r., a także plany przeprowadzenia łącznie 4 serii długoterminowych operacji refinansujących (TLTRO II) oraz deklaracja gotowości do wykorzystania wszystkich dostępnych instrumentów tak, żeby zapewnić trwały powrót ścieżki inflacji w kierunku celu inflacyjnego;
 - deklaracje Fed wskazujące, że dalsze podwyżki stóp procentowych będą dokonywane stopniowo, w zależności od warunków gospodarczych;
 - kontynuacja programu skupu aktywów oraz deklaracja możliwości obniżenia głównej stopy procentowej przez Bank Japonii, jeżeli byłoby to konieczne do osiągnięcia celu inflacyjnego;
 - utrzymywanie przez Narodowy Bank Szwajcarii ujemnej stopy depozytowej i ujemnego pasma wahań dla trzymiesięcznej stawki LIBOR CHF oraz deklaracja gotowości do interwencji na rynku walutowym, jeżeli będzie to niezbędne do przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji CHF;
 - utrzymywanie przez Ludowy Bank Chin stóp procentowych na historycznie niskim poziomie oraz obniżonej stopy rezerwy obowiązkowej, przy kontynuacji ekspansywnej polityki pieniężnej mającej stymulować chińską gospodarkę.
- postrzeganie ryzyka kredytowego Polski i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych.

V. CEL STRATEGII

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

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

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

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

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

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

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

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

1) ryzyka refinansowania:

- dążenie do zwiększania roli instrumentów średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym, w tempie uzależnionym od sytuacji rynkowej,
- utrzymanie średniej zapadalności długu krajowego na poziomie nie niższym niż 4 lata oraz dążenie do osiągnięcia docelowego poziomu 4,5 roku,
- utrzymanie średniej zapadalności długu SP na poziomie zbliżonym do 5 lat,
- dążenie do równomiernego rozkładu wykupu w kolejnych latach;

2) ryzyka kursowego:

- obniżenie udziału długu nominowanego w walutach obcych w horyzoncie *Strategii* poniżej 30%, w tempie uzależnionym od warunków rynkowych i budżetowych,
- możliwość stosowania instrumentów pochodnych w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu,
- utrzymanie w horyzoncie *Strategii* efektywnego (tj. uwzględniającego transakcje pochodne) udziału euro w długu w walutach obcych na poziomie co najmniej 70%, z możliwością przejściowych odchyleń od tego poziomu w przypadku niekorzystnej sytuacji rynkowej;

3) ryzyka stopy procentowej:

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

4) ryzyka płynności budżetu państwa:

- utrzymywanie bezpiecznego poziomu płynności budżetu państwa przy efektywnym zarządzaniu płynnymi aktywami. Ich poziom będzie wypadkową aktualnej i przewidywanej sytuacji budżetowej oraz rynkowej, z uwzględnieniem uwarunkowań sezonowych i dążenia do równomiernego rozkładu podaży spw w ciągu roku,
- możliwość wykorzystania środków walutowych i transakcji pochodnych w zarządzaniu strukturą walutową płynnych aktywów,
- wykorzystywanie wolnych środków jednostek sektora finansów publicznych oraz środków znajdujących się w depozytach sądowych w zarządzaniu płynnością budżetu państwa;

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

- zawieranie transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych z podmiotami o wysokiej wiarygodności kredytowej,

- stosowanie rozwiązań ograniczających ryzyko kredytowe 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 tym również poprzez wykorzystywanie instrumentów pochodnych,
- ustalanie kuponów obligacji na poziomie nieznacznie poniżej ich prognozowanej rentowności w okresie sprzedaży.

VI. ZADANIA STRATEGII

Za najważniejsze zadania służące realizacji celu *Strategii* uznano:

- 1) zapewnianie płynności rynku spw,
- 2) zapewnianie efektywności rynku spw,
- 3) zapewnianie przejrzystości rynku spw.

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 służące powinny przede wszystkim utrzymywaniu prawidłowego funkcjonowania rynku bądź jego dalszemu doskonaleniu tak, aby przyczyniać się do lepszej realizacji celu *Strategii*.

VI.1. Zapewnianie płynności rynku spw

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

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

VI.2. Zapewnianie efektywności rynku spw

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

- dopasowanie harmonogramu emisji na rynku krajowym i zagranicznym do uwarunkowań rynkowych i budżetowych;
- 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 związanych z rynkiem spw;
- bezpośrednie kontakty z inwestorami służące bieżącej wymianie informacji i konsultacjom oraz badaniu 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 nowymi 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;
- doskonalenie kanałów komunikacji elektronicznej z inwestorami krajowymi i zagranicznymi.

VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku spw

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

- promocja rynku elektronicznego poprzez odpowiednie regulacje w systemie DSPW, z zachowaniem zasad konkurencyjności oraz transparentności, w szczególności dotyczące obowiązków nałożonych na uczestników systemu w zakresie kwotowań obligacji, utrzymywania określonych spreadów oraz udziału w fixingu spw;
- prowadzenie przejrzystej komunikacji w zakresie planów emisyjnych w horyzoncie bieżącego roku, kwartału i miesiąca.

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.

W aneksie 3 przedstawione zostały ograniczenia dotyczące zaciągania długu publicznego zapisane w ustawie o finansach publicznych (wynikające z procedur ostrożnościowych i sanacyjnych oraz zasad zaciągania zobowiązań przez jst), a także mechanizm korygujący regułę wydatkową.

VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji *Strategii* obejmują prognozy:

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

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

VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

Przy przyjętych założeniach, w latach 2016-2017 relacja państwowego długu publicznego do PKB wzrośnie do 52,3%, a następnie będzie się stopniowo obniżać do 49,5% w 2020 r. Relacja kwoty z art. 38a ustawy o finansach publicznych ukształtuje się na poziomie 49,8% w 2016 r. i 51,1% w 2017 r., a następnie będzie się obniżać do 48,4% w 2020 r.

Relacja długu sektora *general government* do PKB wzrośnie do 55,0% w 2017 r. i utrzyma się na tym poziomie w 2018 r., a następnie będzie się obniżać i w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 53,0%.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na 2017 r. limit kosztów obsługi długu będzie niższy od limitu na 2016 r., zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w relacji do PKB i wyniesie odpowiednio 30,4 mld zł (wobec 31,8 mld zł) oraz 1,56% PKB (wobec 1,71% PKB). Założono, że relacja kosztów obsługi długu do PKB w horyzoncie *Strategii* obniży się do poziomu 1,38% - 1,43%.

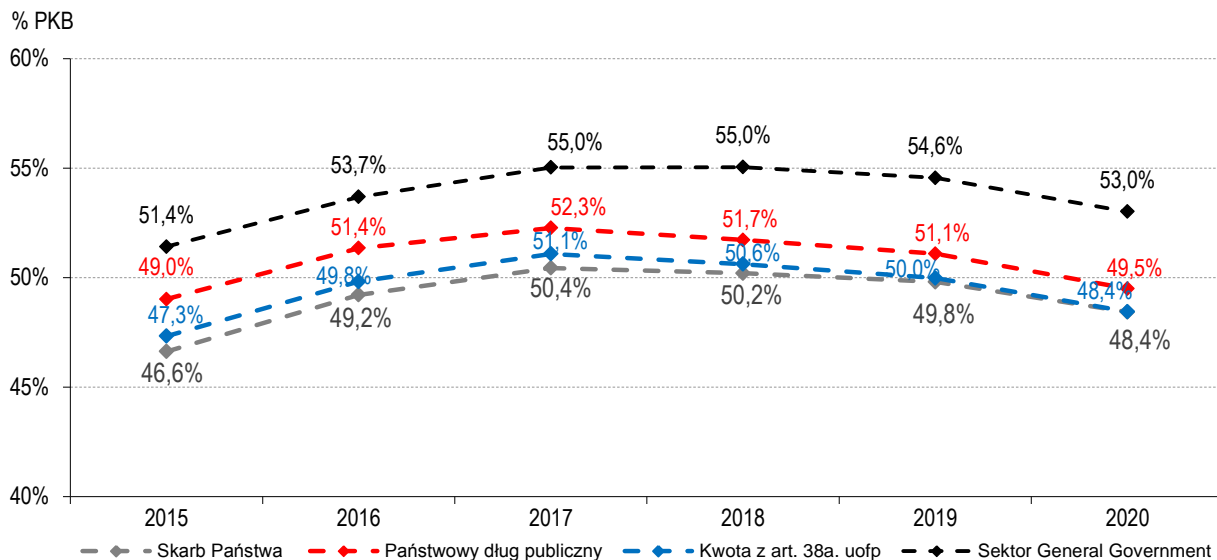
Tabela 9. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

Wyszczególnienie	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1. Dług Skarbu Państwa						
a) w mld zł	834,6	914,2	985,7	1 038,1	1 094,4	1 133,7
- krajowy	503,1	611,3	675,0	723,3	774,2	810,2
- zagraniczny	276,9	303,0	310,7	314,8	320,3	323,6
b) w relacji do PKB	46,6%	49,2%	50,4%	50,2%	49,8%	48,4%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	877,3	953,9	1 021,4	1 069,6	1 122,7	1 158,8
b) w relacji do PKB	49,0%	51,4%	52,3%	51,7%	51,1%	49,5%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a ustawy o finansach publicznych*						
a) w mld zł	847,1	925,4	998,3	1 046,8	1 098,2	1 134,2
b) w relacji do PKB	47,3%	49,8%	51,1%	50,6%	50,0%	48,4%
4. Dług sektora <i>general government</i>						
a) w mld zł	920,1	997,2	1 075,3	1 138,4	1 198,7	1 241,0
b) w relacji do PKB	51,4%	53,7%	55,0%	55,0%	54,6%	53,0%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu SP (kasowo)**						
a) w mld zł, w tym:	29,2	31,8	30,4	31,0 - 32,1	30,8 - 31,8	32,4 - 33,4
- długu krajowego	19,4	21,7	20,0	21,2	21,7	24,0
- długu zagranicznego	9,7	10,1	10,4	9,9 - 10,9	9,1 - 10,2	8,4 - 9,4
b) w relacji do PKB	1,63%	1,71%	1,56%	1,50% - 1,55%	1,40% - 1,45%	1,38% - 1,43%

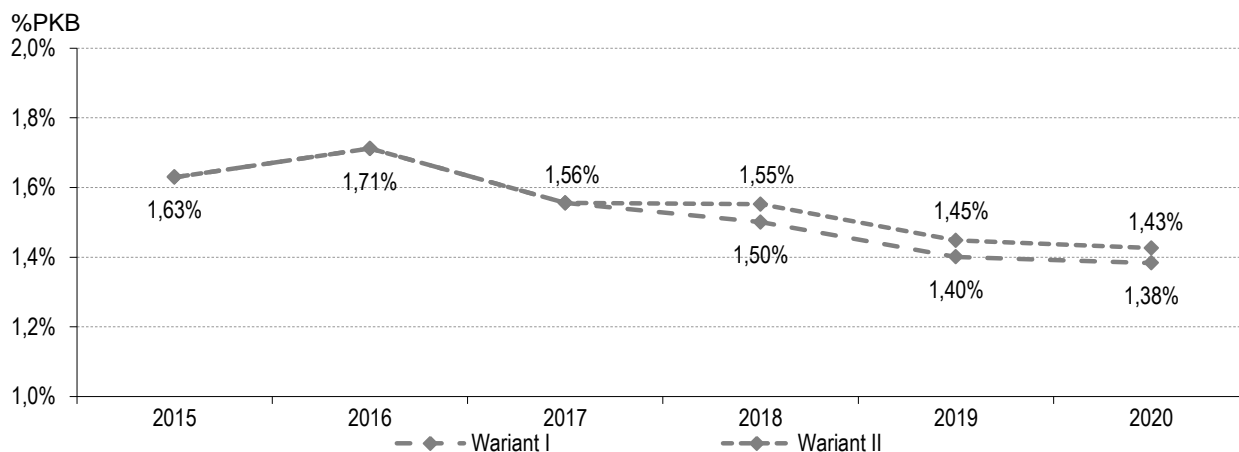
*) Kwota ustalona w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego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

**) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2018-2020 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

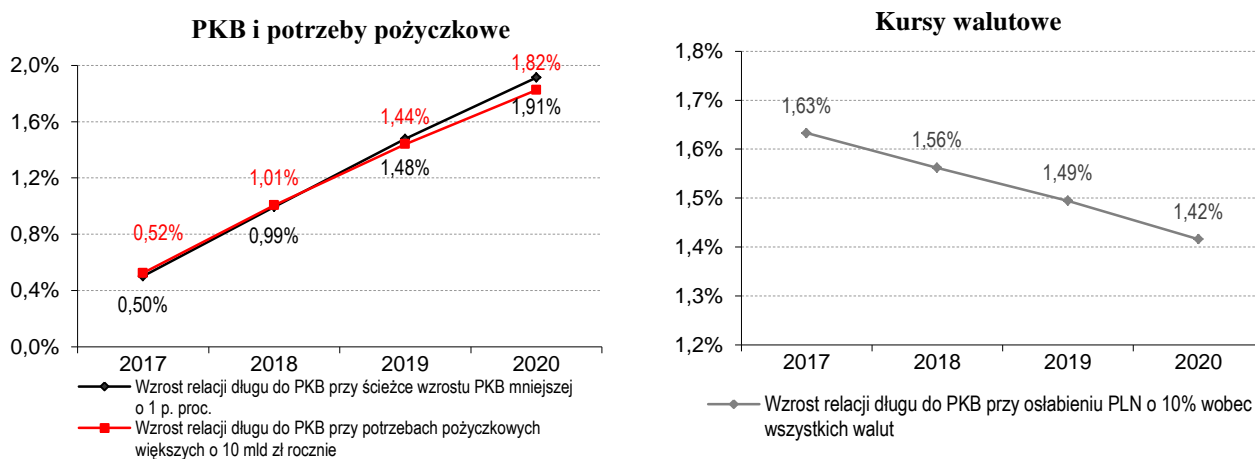
Wykres 14. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 15. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

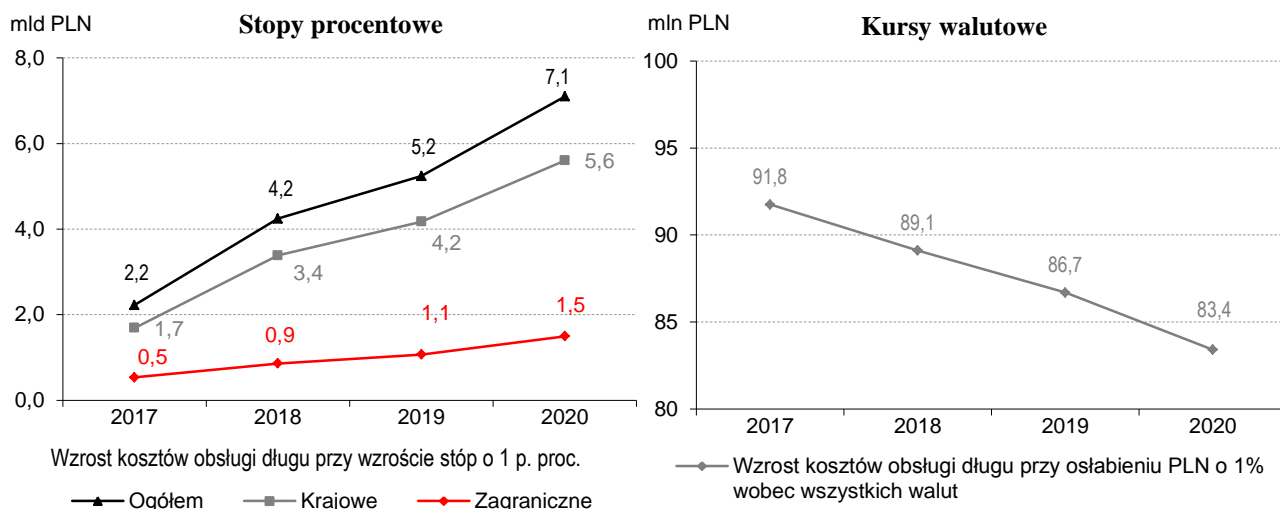


Wykres 16. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń *



*) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2017 roku.

Wykres 17. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń

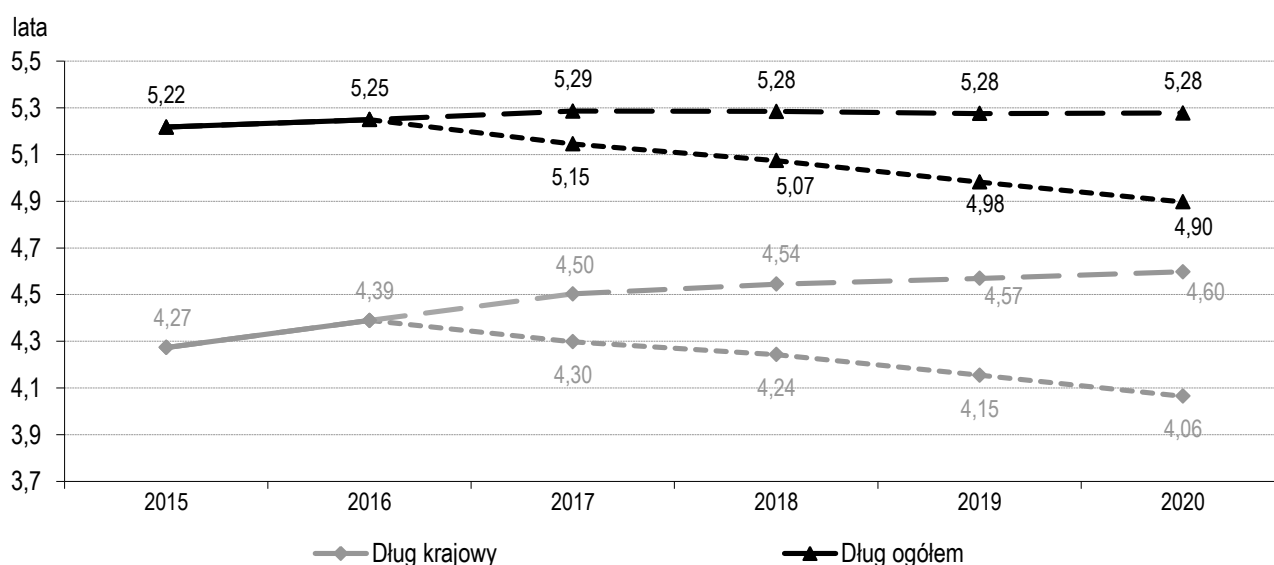


VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

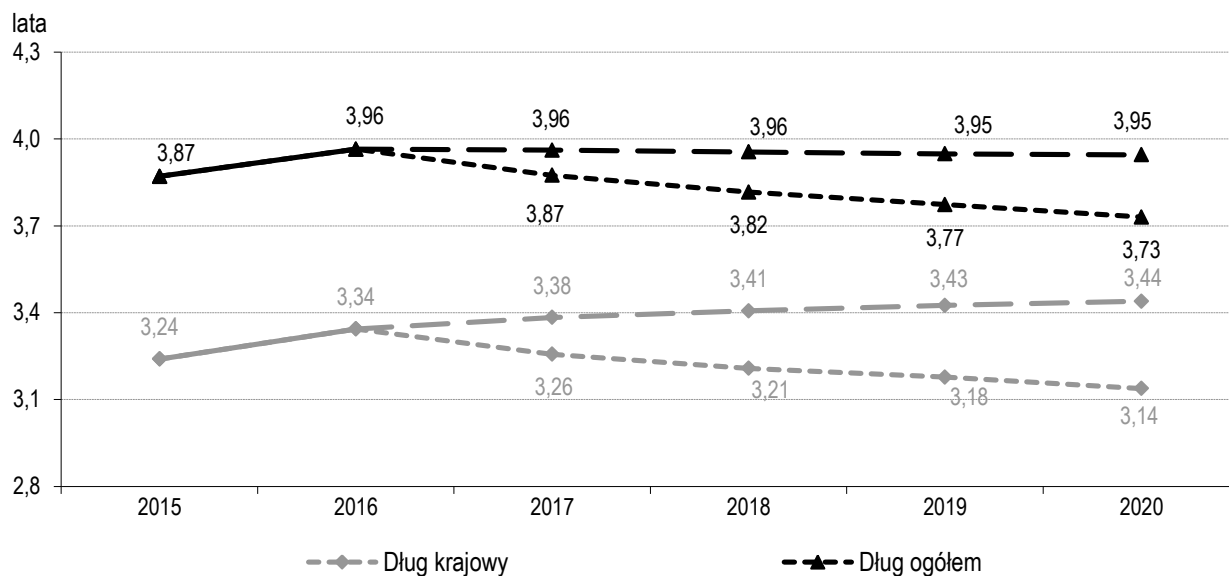
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zakresie ryzyka refinansowania – kierunek zmian średniej zapadalności rynkowego długu krajowego SP będzie zależał od warunków rynkowych tak, że średnia zapadalność w 2020 r. może osiągnąć wartość z przedziału 4,0-4,6 roku, a całego długu SP 4,9-5,3 roku wobec odpowiednio 4,4 oraz 5,25 roku na koniec 2016 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. 3,1-3,4 roku wobec 3,3 roku na koniec 2016 r., a długu ogółem ok. 3,7-4,0 roku, natomiast *duration* rynkowego długu krajowego w przedziale ok. 2,9-3,2 roku wobec ok. 3,1 roku na koniec 2016 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,5-3,6 roku;
- udział długu w walutach obcych będzie ograniczany i w horyzoncie *Strategii* powinien spaść poniżej 30%.

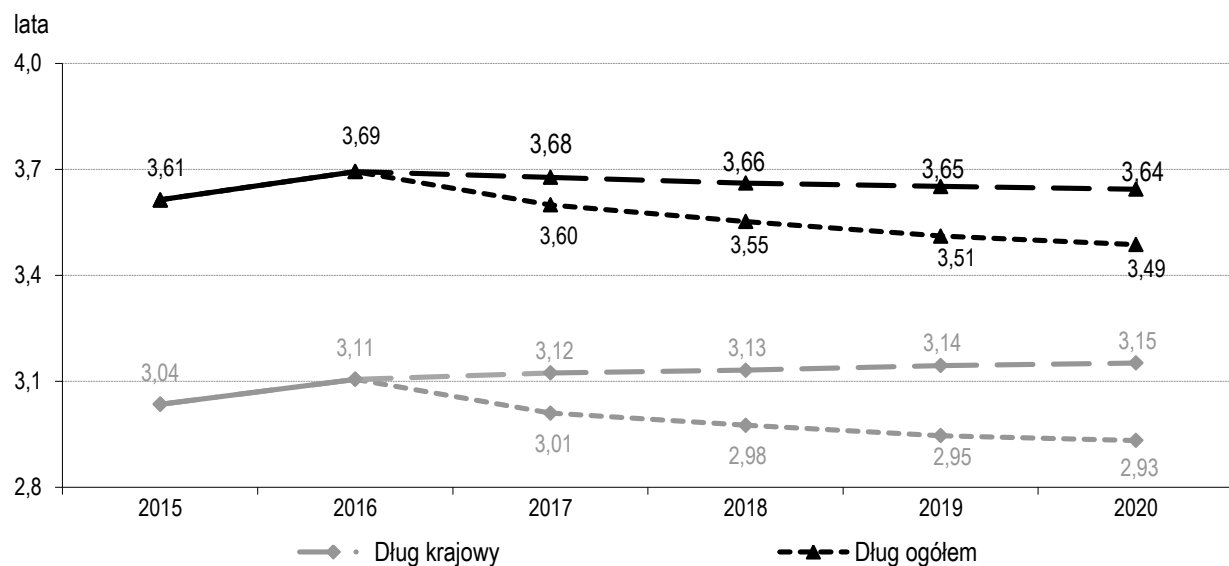
Wykres 18. Średnia zapadalność długu SP



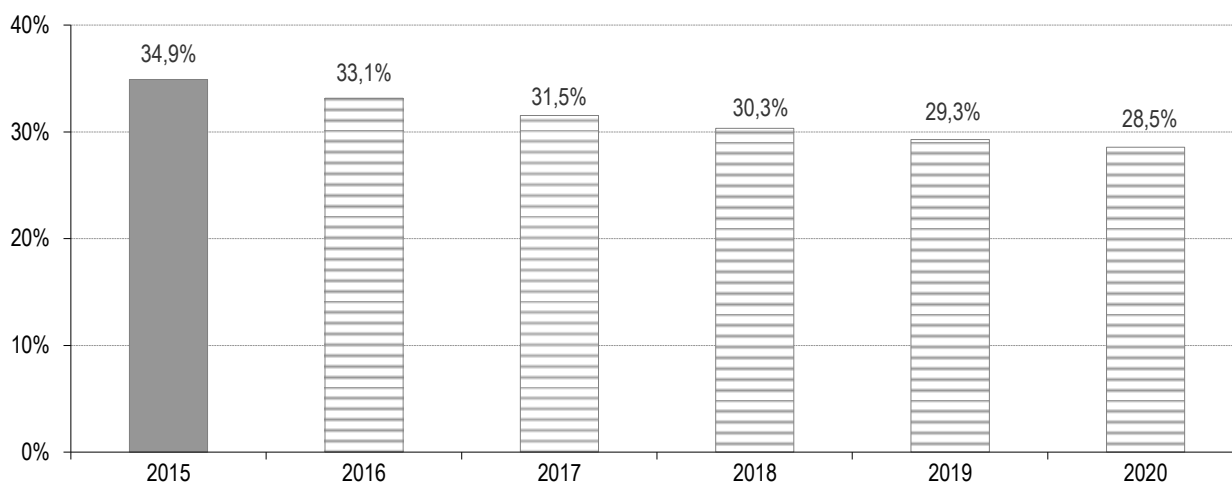
Wykres 19. ATR długu SP



Wykres 20. Duration długu SP



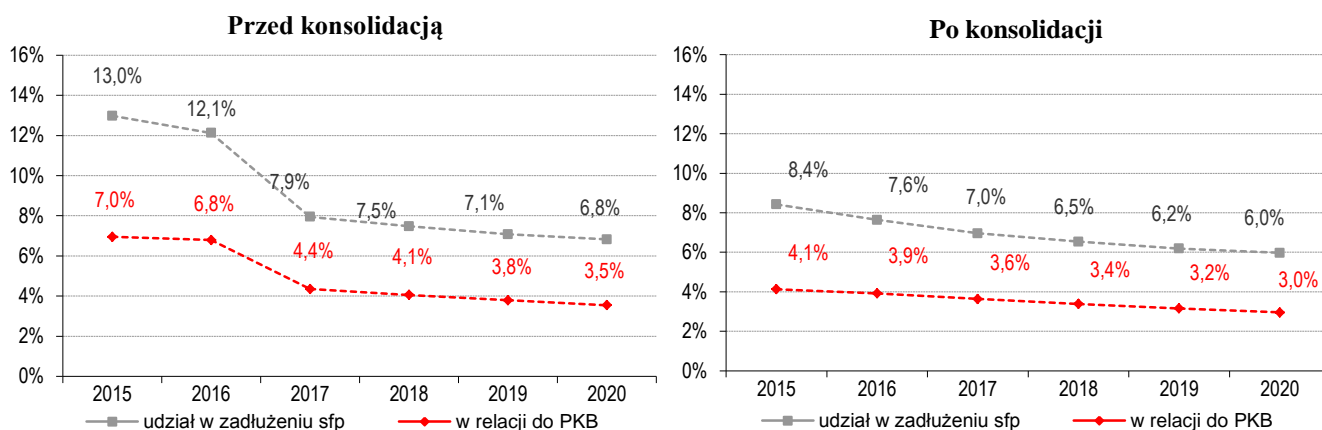
Wykres 21. Udział długu w walutach obcych w długu SP



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

Przy przyjętych założeniach zadłużenie przed konsolidacją pozostałego sektora w relacji do PKB w horyzoncie *Strategii* obniży się z 6,8% do 3,5%, a zadłużenie po konsolidacji z 4,1% do 3,0%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych przed konsolidacją spadnie z 12,1% do 6,8%, a po konsolidacji z 7,6% do 6,0%.

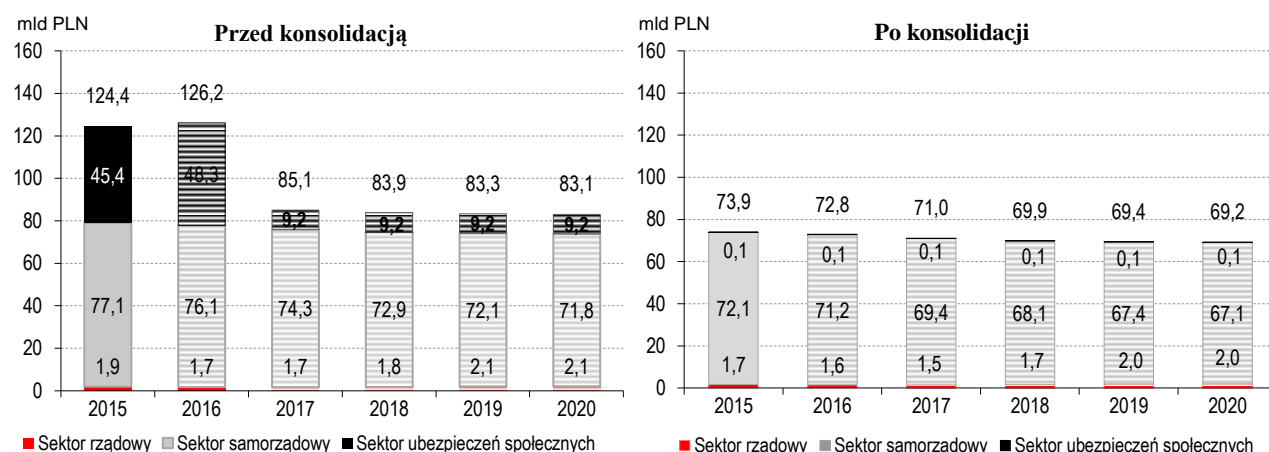
Wykres 22. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji – relacja do PKB i udział w zadłużeniu SFP



Nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP w horyzoncie *Strategii* spadnie ze 126,2 mld zł do 82,4 mld zł przed konsolidacją, głównie w wyniku umorzenia w 2017 r. pożyczek z budżetu państwa udzielonych FUS, których termin spłaty przypada w 2017 r. Umorzenie pożyczek z budżetu państwa dla FUS nie wpłynie na stan długu po konsolidacji, który w horyzoncie *Strategii* zmniejszy się z 72,8 mld zł do 69,2 mld zł. Spadek długu po konsolidacji będzie wypadkową zmniejszenia zadłużenia jst oraz stabilizacji zadłużenia pozostałych jednostek sektora rządowego i samorządowego.

W *Strategii* założono, że zadłużenie jst oraz ich związków ulegnie obniżeniu na skutek występowania nadwyżek budżetowych tej grupy jednostek. Na poziom długu jst będą oddziaływać również reguły dotyczące zaciągania zobowiązań przez te jednostki, w tym indywidualny wskaźnik zadłużenia, który wszedł w życie 1 stycznia 2014 r.

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



VIII.4. Zagrożenia dla realizacji Strategii

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

- odmiennym od zakładanego scenariuszem sytuacji makroekonomicznej w Polsce, w szczególności wolniejszym wzrostem PKB, wyższymi stopami procentowymi oraz wahaniami kursu walutowego;
- uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
 - wolniejszym od przewidywanego tempem wzrostu w światowej gospodarce, w szczególności w Europie,
 - konsekwencjami wyjścia Wielkiej Brytanii z UE,
 - odpływem kapitału w kierunku rynków bazowych lub innych rynków;
- 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,
 - koniecznością wykonania poręczeń lub gwarancji udzielanych przez podmioty sektora finansów publicznych.

IX. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

IX.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń

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

- 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. Zgodnie z art. 31 *ustawy z dnia 8 maja 1997 r. o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne*, ustawa budżetowa corocznie określa łączną kwotę, do wysokości której mogą być udzielane przez SP poręczenia i gwarancje. Limit na 2017 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 następującym podmiotom:

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

IX.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń

Potencjalne (niewymagalne) zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych na koniec I półrocza 2016 r. wyniosły 130,3 mld zł, wobec 116,9 mld zł, tj. 6,5% PKB w 2015 r. oraz 114,5 mld zł, tj. 6,7% PKB w 2014 r.

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2016 r. wynosiły one 126,5 mld zł wobec 113,2 mld zł, tj. 6,3% PKB w 2015 r. oraz 110,8 mld zł, tj. 6,4% PKB w 2014 r. Wzrost niewymagalnych zobowiązań do końca 2015 r. był przede wszystkim wynikiem nowych gwarancji udzielonych na wsparcie rozwoju infrastruktury. Dotychczasowa działalność SP w zakresie gwarancji i poręczeń nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych, a na koniec 2015 r. ok. 85% niewymagalnych zobowiązań z tego tytułu należało do grupy niskiego ryzyka.

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP (stan na 30 czerwca 2016 r.) wynikały z:

- | | |
|--|-------------|
| • gwarancji udzielonych za BGK | 89,4 mld zł |
| w tym na wsparcie KFD | 87,7 mld zł |
| • gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. | 13,9 mld zł |
| • gwarancji wypłat z KFD dla Gdańsk Transport Company S.A. | 9,0 mld zł |

- gwarancji wypłat z KFD dla Autostrady Wielkopolskiej II S.A. 6,9 mld zł
- gwarancji udzielonej za Autostradę Wielkopolską S.A. 3,5 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Intercity S.A. 2,0 mld zł

Przewiduje się, że relacja potencjalnych zobowiązań SP z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji do PKB wyniesie na koniec 2016 r. ok. 7,2%, a następnie wzrośnie, jednak utrzyma się ona w kolejnych okresach prognozy na poziomie zbliżonym do 9%.

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:							
a) sektor finansów publicznych							
w mld zł	114,5	116,9	137,4	185,7	195,0	202,7	213,5
w relacji PKB	6,7%	6,5%	7,4%	9,5%	9,4%	9,2%	9,1%
b) Skarb Państwa							
w mld zł	110,8	113,2	133,7	182,0	191,3	198,9	209,8
w relacji PKB	6,4%	6,3%	7,2%	9,3%	9,3%	9,1%	9,0%

Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć

A. Wykaz skrótów

ATM – średnia zapadalność (*average time to maturity*)
ATR – *average time to refixing*
CIRS – *currency interest rate swap*
DSPW – Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
EBC – Europejski Bank Centralny
Fed – System Rezerwy Federalnej w USA (*the Federal Reserve System*)
jst – jednostki samorządu terytorialnego
KFD – Krajowy Fundusz Drogowy
mif – międzynarodowe instytucje finansowe
NBP – Narodowy Bank Polski
pdp – państwowy dług publiczny
sfp – sektor finansów publicznych
SP – Skarb Państwa
spw – skarbowe papiery wartościowe
spzoz – samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej

B. Słowniczek pojęć

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

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

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

gdzie:

r – termin płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
 t – termin zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
 j – termin zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
 R – zbiór wszystkich terminów płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
 T – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
 J – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
 NZ_r – wyrażony w złotych 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 późniejszej odsprzedaży papierów wartościowych, po cenach ustalonych w dniu transakcji.

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

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

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

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

gdzie:

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

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

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

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

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

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

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

i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s .

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

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

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

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;
- 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 – ryzyko, że druga strona transakcji nie wywiąże się, w całości lub w części, ze swojego zobowiązania. Powstaje w wyniku transakcji, których przedmiotem są należności – dla zarządzającego długiem w przypadku stosowania instrumentów pochodnych. Ryzyko kredytowe występuje również w zarządzaniu płynnymi aktywami, np. poprzez dokonywanie lokat w bankach i nabywanie papierów wartościowych.

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

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

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

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

Ryzyko płynności budżetu państwa – ryzyko utraty przez budżet państwa zdolności do regulowania bieżących zobowiązań oraz terminowej realizacji wydatków budżetowych. Ograniczanie tego ryzyka wymaga, 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 kosztów obsługi długu, w efekcie zmian wysokości stóp procentowych. Jego źródłem jest konieczność refinansowania zapadającego w przyszłości długu po nieznanym stopach procentowych oraz zmienność płatności kuponowych od długu o oprocentowaniu zmiennym.

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

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

Swap – wymiana strumieni płatności o 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. Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku spw

- Raporty roczne:
<http://www.finanse.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/publikacje/raporty-roczne>
- Zadłużenie Skarbu Państwa, biuletyn miesięczny:
<http://www.finanse.mf.gov.pl/zadluzenie-skarbu-panstwa>
- Zadłużenie sektora finansów publicznych, biuletyn kwartalny:
<http://www.finanse.mf.gov.pl/zadluzenie-sektora-finansow-publicznych>
- Informacja miesięczna o podaży spw i jej uwarunkowaniach:
<http://www.finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/publikacje/informacja-miesieczna>
- Informacja miesięczna o strukturze inwestorów na krajowym rynku spw:
<http://www.finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/rynek-wtorny-spw/struktura-inwestorow>
- Informacja miesięczna o transakcjach na rynku wtórnym spw:
<http://www.finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/rynek-wtorny-spw/statystyka-ryнку-wtornego>

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

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
<p>1. Konstytucja RP</p> <ul style="list-style-type: none"> nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5); 	<p>1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 126) - określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (<i>Excessive Deficit Procedure - EDP</i>);
<p>2. Ustawa o finansach publicznych</p> <ul style="list-style-type: none"> regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia; definicja sektora finansów publicznych. 	<p>2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%;
	<p>3. Rozporządzenie 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 uchwalonym 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 jest 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> <p>h) organy administracji rządowej mogą zaciągać nowe zobowiązania na przygotowanie inwestycji, jeżeli mają zapewnione</p>

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

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

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

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

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

II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez jst

- a) planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych i wolne środki;
- b) wykonane wydatki bieżące mogą być wyższe niż wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych i wolne środki jedynie o kwotę związaną z realizacją zadań bieżących ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA w przypadku, gdy środki te nie zostały przekazane w danym roku budżetowym;
- c) jst mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:
 - spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów,
 - pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu jst,
 - finansowanie planowanego deficytu budżetu jst,
 - wyprzedzające finansowanie zadań finansowych ze środków pochodzących z budżetu EU;
- d) zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe na pokrycie deficytu przejściowego budżetu jst podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane;
- e) jst mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym:
 - dyskonto od emitowanych przez jst papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej,
 - kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna;
- f) relacja łącznych kwot z tytułu:
 - spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek,
 - wykupów papierów wartościowych emitowanych przez jst wraz z należnymi odsetkami i dyskontem,
 - potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez jst poręczeń oraz gwarancjido 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:
	<ul style="list-style-type: none"> • wartość relacji wyniku nominalnego, powiększonego o koszty reformy emerytalnej, do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 mniejsza od -3%, albo jeżeli • wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 większa od 48%;
2.	minus półtora punktu procentowego, jeżeli:
	<ul style="list-style-type: none"> • wartość relacji wyniku nominalnego powiększonego o koszty reformy emerytalnej do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz • wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 większa od 43%, a nie większa od 48% oraz • prognozowana w projekcie ustawy budżetowej na rok n przedłożonym Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku n nie jest mniejsza o więcej niż dwa punkty procentowe od wskaźnika średniookresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;
	<ul style="list-style-type: none"> • wartość relacji wyniku nominalnego powiększonego o koszty reformy emerytalnej do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz • wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie większa niż 43% oraz • suma corocznych różnic między wartością relacji wyniku nominalnego do produktu krajowego brutto oraz poziomem średniookresowego celu budżetowego jest w roku n-2 mniejsza od -6% oraz • prognozowana w projekcie ustawy budżetowej na rok n przedłożonym Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku n nie jest mniejsza o więcej niż dwa punkty procentowe od wskaźnika średniookresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;
3.	plus półtora punktu procentowego, jeżeli:
	<ul style="list-style-type: none"> • wartość relacji wyniku nominalnego powiększonego o koszty reformy emerytalnej do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz • wartość relacji państwowego długu publicznego pomniejszonego o kwotę wolnych środków jest w roku n-2 nie większa niż 43% oraz • suma corocznych różnic między wartością relacji wyniku nominalnego do produktu krajowego brutto oraz poziomem średniookresowego 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 średniookresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych;
4.	zero punktu procentowego - w pozostałych przypadkach.

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

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora <i>general government</i>
1. zakres sektora finansów publicznych	
<ul style="list-style-type: none"> ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do sektora finansów publicznych; 	<ul style="list-style-type: none"> zakres sektora <i>general government</i>¹⁾ został zdefiniowany w ESA2010²⁾; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, FK): <ul style="list-style-type: none"> nie są zaliczane do sektora finansów publicznych; 	<ul style="list-style-type: none"> są zaliczane do sektora <i>general government</i>³⁾;
b) przedsiębiorstwa publiczne nieprowadzące działalności rynkowej (np. PKP PLK S.A, Port Lotniczy Łódź sp. z o.o., szpitale publiczne oraz jednostki ochrony zdrowia) <ul style="list-style-type: none"> nie są zaliczane do sektora finansów publicznych; 	<ul style="list-style-type: none"> są zaliczane do sektora <i>general government</i>;
c) Bankowy Fundusz Gwarancyjny wraz z funduszem ochrony środków gwarantowanych <ul style="list-style-type: none"> nie jest zaliczany do sektora finansów publicznych 	<ul style="list-style-type: none"> jest zaliczany do sektora <i>general government</i>;
2. tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego	
<ul style="list-style-type: none"> papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi); kredyty i pożyczki; przyjęte depozyty; zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone); 	<ul style="list-style-type: none"> papiery wartościowe; pożyczki; gotówka i depozyty;
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
<ul style="list-style-type: none"> zobowiązania wymagalne; 	<ul style="list-style-type: none"> - ⁴⁾ zrestrukturyzowane bądź zrefinansowane kredyty handlowe niezależnie od terminu zapadalności są zaliczane do kategorii pożyczki, czyli także te o pierwotnym terminie zapadalności poniżej lub równej rok⁵⁾;
3. wycena zobowiązań wyrażonych w walutach obcych	
<ul style="list-style-type: none"> wartość nominalna zobowiązań wyrażonych w walutach obcych podlega przeliczeniu na walutę polską według średniego kursu walut obcych, ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w ostatnim dniu roboczym danego okresu sprawozdawczego; 	<ul style="list-style-type: none"> zobowiązania wyrażone w obcej walucie lub wymienione na mocy umów — z jednej obcej waluty na jedną lub więcej obcych walut — są przeliczane na inne obce waluty według kursu uzgodnionego w ramach tych umów i są przeliczane na walutę krajową w oparciu o reprezentatywny rynkowy kurs walutowy z ostatniego dnia roboczego każdego roku;
4. dług potencjalny	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
<ul style="list-style-type: none"> nie jest uwzględniany. 	<ul style="list-style-type: none"> ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami; po spełnieniu określonych kryteriów dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejęcia długu).

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

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

Tabela 5. Deficyt, dług publiczny¹⁾ i rentowność obligacji 10-letnich²⁾ w UE w latach 2014–2015

	2014			2015		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	-3,6	180,1	6,93	-7,2	176,9	9,67
Włochy	-3,0	132,5	2,89	-2,6	132,7	1,71
Portugalia	-7,2	130,2	3,75	-4,4	129,0	2,42
Cypr	-8,9	108,2	6,00	-1,0	108,9	4,54
Belgia	-3,1	106,5	1,71	-2,6	106,0	0,84
Hiszpania	-5,9	99,3	2,72	-5,1	99,2	1,73
Francja	-4,0	95,4	1,67	-3,5	95,8	0,84
Irlandia	-3,8	107,5	2,37	-2,3	93,8	1,18
Strefa euro³⁾	-2,6	92,2	2,04	-2,1	90,7	1,22
Wielka Brytania	-5,6	88,2	2,14	-4,4	89,2	1,79
Chorwacja	-5,5	86,5	4,05	-3,2	86,7	3,55
Austria	-2,7	84,3	1,49	-1,2	86,2	0,75
Unia Europejska	-3,0	86,8	2,20	-2,4	85,2	1,45
Słowenia	-5,0	81,0	3,27	-2,9	83,2	1,71
Węgry	-2,3	76,2	4,81	-2,0	75,3	3,43
Niemcy	0,3	74,7	1,16	0,7	71,2	0,50
Holandia	-2,4	68,2	1,45	-1,8	65,1	0,69
Malta	-2,0	67,1	2,61	-1,5	63,9	1,49
Finlandia	-3,2	59,3	1,45	-2,7	63,1	0,72
Słowacja	-2,7	53,9	2,07	-3,0	52,9	0,89
Polska	-3,3	50,3	3,52	-2,6	51,4	2,70
Szwecja	-1,6	44,8	1,72	0,0	43,4	0,72
Litwa	-0,7	40,7	2,79	-0,2	42,7	1,38
Czechy	-1,9	42,7	1,58	-0,4	41,1	0,58
Dania	1,5	44,8	1,32	-2,1	40,2	0,69
Rumunia	-0,9	39,8	4,49	-0,7	38,4	3,47
Łotwa	-1,6	40,8	2,51	-1,3	36,4	0,96
Bułgaria	-5,4	27,0	3,35	-2,1	26,7	2,49
Luksemburg	1,7	22,9	1,34	1,2	21,4	0,37
Estonia	0,8	10,4	:	0,4	9,7	:

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

²⁾ Średnia ze średnich miesięcznych rentowności obligacji 10-letnich za okres ostatnich dwunastu miesięcy; średnia dla grudnia; Eurostat.

³⁾ Dane za 2014 r. dla 18 krajów, dane za 2015 r. dla 19 krajów.

Tabela 6. Ocena kredytowa (rating) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE wg stanu na 16 września 2016 r.

	Standard&Poor's	Fitch	Moody's
Austria	AA+	AA+	Aa1
Belgia	AA	AA	Aa3
Bułgaria	BB+	BBB-	Baa2
Chorwacja	BB	BB	Ba2
Cypr	BB	B+	B1
Czechy	AA-	A+	A1
Dania	AAA	AAA	Aaa
Estonia	AA-	A+	A1
Finlandia	AA+	AA+	Aa1
Francja	AA	AA	Aa2
Grecja	B-	CCC	Caa3
Hiszpania	BBB+	BBB+	Baa2
Holandia	AAA	AAA	Aaa
Irlandia	A+	A	A3
Litwa	A-	A-	Baa1
Luksemburg	AAA	AAA	Aaa
Łotwa	A-	A-	A3
Malta	BBB+	A	A3
Niemcy	AAA	AAA	Aaa
Polska	BBB+	A-	A2
Portugalia	BB+	BB+	Ba1
Rumunia	BBB-	BBB-	Baa3
Słowacja	A+	A+	A2
Słowenia	A	BBB+	Baa3
Szwecja	AAA	AAA	Aaa
Węgry	BBB-	BBB-	Ba1
Wlk. Brytania	AA	AA	Aa1
Włochy	BBB-	BBB+	Baa2

Źródło: Reuters

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2005 – VI 2016

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	VI 2016
1. Dług Skarbu Państwa												
a) w mld zł	440,2	478,5	501,5	569,9	631,5	701,9	771,1	793,9	838,0	779,9	834,6	899,0
krajowy *	315,5	352,3	380,4	420,2	462,7	507,0	524,7	543,0	584,3	503,1	543,3	592,2
zagraniczny *	124,7	126,2	121,1	149,7	168,8	194,8	246,4	250,9	253,8	276,9	291,3	306,7
b) w relacji do PKB	44,7%	44,9%	42,3%	44,6%	46,4%	48,6%	49,2%	48,7%	50,6%	45,4%	46,6%	-
2. Państwowy dług publiczny												
a) w mld zł	466,6	506,3	527,4	597,8	669,9	747,9	815,3	840,5	882,3	826,8	877,3	936,9
b) w relacji do PKB	47,4%	47,5%	44,4%	46,8%	49,2%	51,8%	52,0%	51,6%	53,3%	48,1%	49,0%	-
3. Dług sektora general government (definicja UE)												
a) w mld zł	459,7	502,3	524,4	595,4	678,3	767,8	847,7	875,5	923,0	864,3	920,1	977,1
b) w relacji do PKB	46,7%	47,2%	44,2%	46,6%	49,8%	53,1%	54,1%	53,7%	55,7%	50,3%	51,4%	-

*) wg kryterium miejsca emisji

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2005 – VI 2016

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	VI 2016
1. Produkt krajowy brutto												
w mld zł	984,9	1 065,2	1 186,8	1 277,3	1 361,8	1 445,1	1 566,6	1 629,0	1 656,3	1 719,1	1 789,7	-
2. Kursy walutowe (na koniec okresu)												
a) EUR	3,8598	3,8312	3,5820	4,1724	4,1082	3,9603	4,4168	4,0882	4,1472	4,2623	4,2615	4,4255
b) USD	3,2613	2,9105	2,4350	2,9618	2,8503	2,9641	3,4174	3,0996	3,0120	3,5072	3,9011	3,9803