



Ministerstwo
Finansów

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2023–2026

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2022 r.

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.gov.pl/finanse

I. WPROWADZENIE	5
II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO I KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI	7
III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2021 R. I W I POŁOWIE 2022 R.	12
III.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów	12
III.2. Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW	16
III.3. Ograniczenia związane z ryzykiem	17
IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII	19
IV.1. Założenia makroekonomiczne <i>Strategii</i>	19
IV.2. Uwarunkowania międzynarodowe	19
IV.3. Krajowy rynek SPW	20
IV.3.1. Banki krajowe	21
IV.3.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi.....	22
IV.3.3. Inwestorzy zagraniczni	24
IV.4. Koncepcja i planowany proces reformy wskaźników referencyjnych	25
V. CEL STRATEGII	27
VI. ZADANIA STRATEGII	30
VI.1. Zapewnianie płynności rynku SPW	30
VI.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW.....	30
VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW	31
VI.4. Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa	31
VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	32
VII.1. Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego	32
VII.2. Stabilizująca reguła wydatkowa.....	33
VII.3. Ustawa o finansach publicznych	34
VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII	35
VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu	35
VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa.....	38
VIII.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa.....	39
VIII.4. Zagrożenia dla realizacji <i>Strategii</i>	41
IX. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	42
IX.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń	42
IX.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń.....	42
<i>Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć</i>	44
<i>Aneks 2. Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku SPW</i>	48
<i>Aneks 3. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE</i>	49
<i>Aneks 4. Wybrane dane statystyczne dotyczące finansów publicznych i wiarygodności kredytowej w Polsce i UE</i>	54

I. WPROWADZENIE

Zgodnie z art. 75 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych Minister Finansów zobowiązany jest do opracowania co roku czteroletniej strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa (SP) oraz oddziaływania na państwowy dług publiczny (PDP). Dokument ten Minister Finansów przedstawia Radzie Ministrów do zatwierdzenia, a następnie Rada Ministrów przedstawia go Sejmowi wraz z uzasadnieniem projektu ustawy budżetowej.

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się na dwóch płaszczyznach:

- w szerszym znaczeniu stanowi element polityki fiskalnej i obejmuje decyzje, jaka część wydatków państwa ma być finansowana poprzez zaciąganie długu, a zatem, jaka będzie wielkość długu publicznego (aspekt ten jest omawiany w aktualizowanych co roku dokumentach poświęconych programowi gospodarczemu rządu, w szczególności w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej oraz w Aktualizacji Programu Konwergencji);
- w węższym znaczeniu oznacza sposób finansowania potrzeb pożyczkowych państwa oraz kształtowanie struktury długu, w szczególności poprzez wybór rynków, instrumentów i terminów emisji.

Założenia makroekonomiczne i fiskalne przyjęte w *Strategii* są zgodne z założeniami projektu ustawy budżetowej na rok 2023.

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

Wyszczególnienie	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	(wykonanie)					
1. Państwowy dług publiczny (PDP)						
b) w relacji do PKB	43,8%	40,5%	40,6%	41,1%	41,1%	39,9%
2. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*						
b) w relacji do PKB	40,2%	38,3%	39,0%	39,7%	39,7%	38,6%
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (dług EDP)						
b) w relacji do PKB	53,8%	51,7%	53,3%	55,0%	55,6%	55,7%
4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa**						
a) w mld zł	26,0	26,0	66,0	65,7 - 66,2	68,0 - 68,5	78,3 - 78,9
b) w relacji do PKB	0,99%	0,86%	1,99%	1,84% - 1,85%	1,78% - 1,80%	1,95% - 1,96%

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

**) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2024-2026 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Prognoza została przygotowana przy założeniu poprawy wyniku strukturalnego od 2024 r. w minimalnym tempie wynikającym z obecnych przepisów Paktu Stabilności i Wzrostu, tj. o 0,5 pkt. proc. rocznie. Komisja Europejska zapowiedziała natomiast przedstawienie w październiku propozycji zmian tych przepisów; mogłyby one wejść w życie najwcześniej w 2024 r.

Przy przyjętych założeniach, relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się na koniec 2022 r. do 40,5%, a na koniec 2023 r. wyniesie 40,6%. Następnie w latach 2024-2025 relacja ustabilizuje się na poziomie 41,1%, by na koniec okresu objętego prognozą *Strategii* spaść do 39,9%.

Relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych do PKB ukształtuje się na poziomie 38,3% w 2022 r. i 39,0% w 2023 r., tj. poniżej progu 43% zawartego w stabilizującej regule wydatkowej. Następnie relacja ta wzrośnie do poziomu 39,7% w latach 2024-2025, a potem obniży się do 38,6% w 2026 r.

Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB obniży się do 51,7% w 2022 r., a następnie wzrośnie do 53,3% w 2023 r. i 55,0% w 2024 r., stabilizując się poniżej 56% w horyzoncie *Strategii*. Oznacza to, że wartość referencyjna relacji długu do PKB na poziomie 60% nie zostanie w horyzoncie *Strategii* przekroczona. Wzrost relacji długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB, mimo spadku tej relacji dla PDP w horyzoncie *Strategii*, będzie wynikał z zakładanego przyrostu zadłużenia funduszy w BGK, przede wszystkim Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2023 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 66,0 mld zł, tj. 1,99% PKB. W kolejnych latach *Strategia* zakłada, że koszty obsługi długu będą się utrzymywały poniżej 2% PKB.

Niniejsza *Strategia* stanowi kontynuację strategii przygotowanej rok temu, niezmienny pozostał cel *Strategii*, tj. minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu, przy przyjętych ograniczeniach związanych z ryzykiem. Utrzymane zostały zadania służące realizacji celu *Strategii* związane z rozwojem rynku finansowego, tj. zapewnianie płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW) oraz zadanie dotyczące efektywnego zarządzania płynnością budżetu państwa.

Dla realizacji celu *Strategii* w latach 2023-26 przyjęto, że:

- utrzymane zostanie elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty i instrumentów, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi długu i przy ograniczeniach wynikających z przyjętych poziomów ryzyka;
- głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostanie rynek krajowy;
- udział długu nominowanego w walutach obcych w długu SP zostanie utrzymany na poziomie poniżej 25% z możliwością przejściowych odchyłeń wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych;
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i na rynku euro;
- utrzymywana będzie średnia zapadalność krajowego długu SP na poziomie zbliżonym do 4,5 roku, a całego długu SP na poziomie zbliżonym do 5 lat, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyłeń wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych.

Strategia zawiera cztery aneksy, w tym słowniczek wybranych skrótów.

II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO I KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI

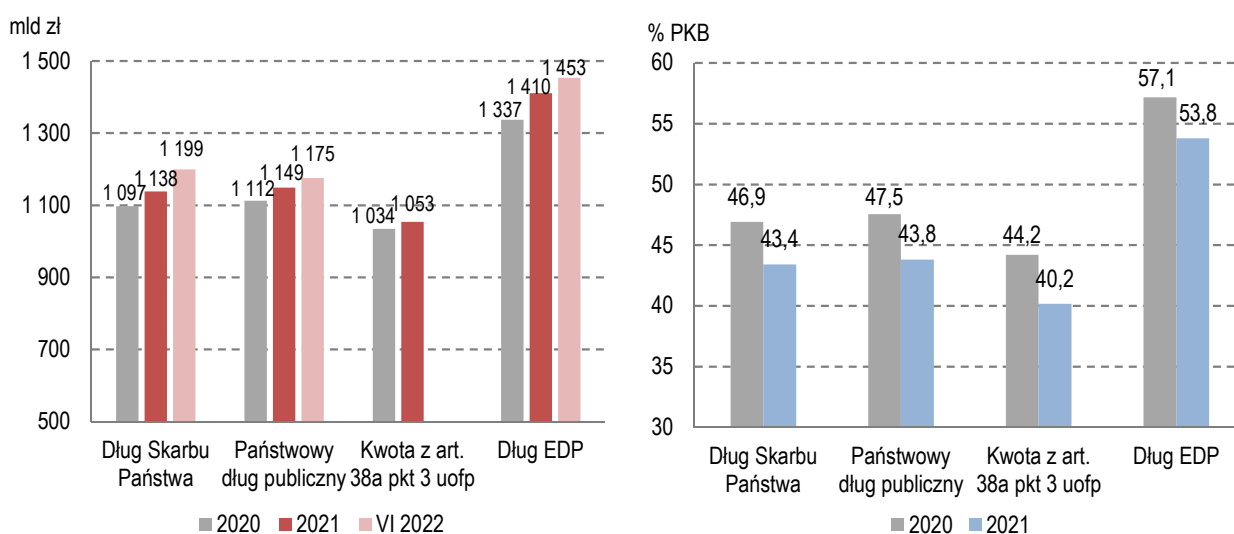
W 2021 r. państwowy dług publiczny (tj. dług publiczny wg definicji krajowej) wyniósł 1 148,6 mld zł, co oznaczało wzrost o 36,8 mld zł w porównaniu z końcem 2020 r. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (dług EDP, tj. dług publiczny wg definicji UE) wyniósł 1 410,5 mld zł i był o 73,9 mld zł wyższy w porównaniu z końcem 2020 r.

W 2021 r. spadła relacja długu publicznego do PKB:

- relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniosła 43,8% wobec 47,5% na koniec 2020 r. (spadek o 3,7 p.p.);
- relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych (państwowy dług publiczny przeliczony po kursach średnich i pomniejszony o wartość środków na finansowanie potrzeb pożyczkowych w kolejnym roku budżetowym) na koniec 2021 r. ukształtowała się na poziomie 40,2% PKB, tj. poniżej progu 43% PKB określonego w stabilizującej regule wydatkowej, wobec 44,2% PKB na koniec 2020 r.;
- relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wyniosła 53,8% wobec 57,1% na koniec 2020 r. (spadek o 3,4 p.p.) i była znacznie niższa od relacji dla całej Unii Europejskiej (88,1% PKB) oraz strefy euro (95,6% PKB), również obniżenie relacji długu do PKB było większe niż w całej UE (1,9 p.p.) i w strefie euro (1,6 p.p.)¹.

Prowadzona w latach przed pandemią polityka budżetowa, która konsekwentnie obniżała dług publiczny w relacji do PKB, stworzyła duży bufor bezpieczeństwa, pozwalający reagować na sytuację kryzysową bez obaw o osiągnięcie przez dług niebezpiecznych poziomów. Po kryzysowym roku 2020 możliwe było ponowne obniżenie długu w relacji do PKB.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego



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

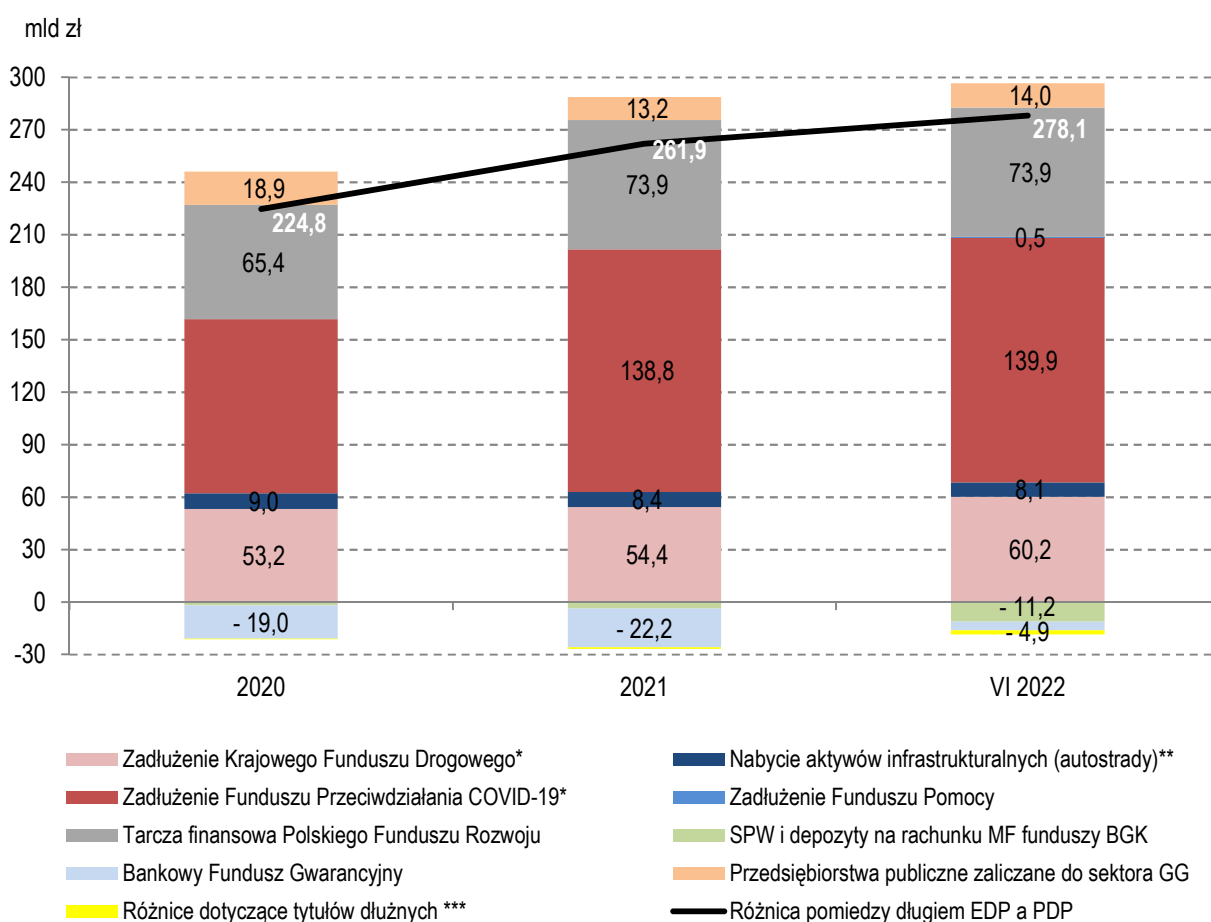
- innego zakresu jednostek należących do sektora finansów publicznych, w tym m.in. zaliczenia do sektora wg definicji UE Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) i Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (FPC), których zadłużenie powiększa dług sektora;
- przekierowania transakcji do sektora instytucji rządowych i samorządowych, w tym Tarczy Finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) – obligacje wyemitowane na sfinansowanie Tarczy powiększają dług EDP;

¹) Zestawienie wyniku i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dla państw UE znajduje się w Aneksie 4.

- 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.

Nowelizacją ustawy o finansach publicznych od 1 stycznia 2022 r. Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG) został włączony do sektora finansów publicznych i tym samym zakres sektora wg definicji krajowej zbliżył się do zakresu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Skutkiem tego włączenia jest obniżenie państwowego długu publicznego ze względu na konsolidację SPW w posiadaniu BFG. Poza sektorem finansów publicznych, a w sektorze instytucji rządowych i samorządowych pozostały aktywa funduszy ochrony środków gwarantowanych tworzonych przez podmioty objęte systemem gwarantowania.

Wykres 2. Różnice pomiędzy wielkością długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (dług EDP) a państwowym długiem publicznym (PDP)



*) Wartość zadłużenia skonsolidowanego w ramach sektora instytucji rządowych i samorządowych, tj. pomniejszonego o obligacje KFD i FPC w posiadaniu innych jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych.

**) Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć budowy autostrad dane o zadłużeniu sektora instytucji rządowych i samorządowych uwzględniają zobowiązania strony rządowej z tytułu budowy niektórych odcinków autostrad.

***) Zobowiązania wymagalne, przejęcie zadłużenia w wyniku uruchomienia gwarancji, transakcje CIRS, zrestrukturyzowane/zrefinansowane kredyty handlowe, leasing zwrotny i inne.

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

Zmiany wielkości państwowego długu publicznego wynikały głównie ze zmian długu SP, który stanowi ok. 92% PDP, a długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dodatkowo przede wszystkim z emisji obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz obligacji Polskiego Funduszu Rozwoju w ramach Tarczy Finansowej.

Wzrost długu Skarbu Państwa w 2021 r. o 40,6 mld zł był głównie wypadkową:

- ujemnych potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa (-8,0 mld zł) jako wypadkowej głównie deficytu budżetu państwa w wysokości 26,4 mld zł, pomniejszenia potrzeb z tytułu zarządzania środkami europejskimi (-10,1 mld zł) oraz konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych (-23,3 mld zł),
- zwiększenia stanu środków na rachunkach budżetowych (+21,0 mld zł),
- obligacji przekazanych na podstawie innych ustaw niż ustawa o finansach publicznych (+16,3 mld zł) - łączna wartość nominalna przekazanych SPW wyniosła 22,3 mld zł, z czego 6,0 mld zł przekazane do Funduszu Reprywatyzacji (FR) nie wpływa na dług Skarbu Państwa do czasu ich zbycia przez Fundusz,
- różnic kursowych (+2,2 mld zł),
- zmiany pozostałego zadłużenia SP (+8,6 mld zł), w tym: przyrostu depozytów od jednostek sektora finansów publicznych (+15,9 mld zł) w ramach konsolidacji zarządzania płynnością oraz umorzenia pożyczki Funduszu Solidarnościowego (-8,7 mld zł) udzielonej przez Fundusz Rezerwy Demograficznej (w ramach sektora finansów publicznych, bez wpływu na państwowy dług publiczny).

W I połowie 2022 r. wzrost długu SP o 60,7 mld zł był wypadkową przede wszystkim:

- ujemnych potrzeb pożyczkowych (-36,1 mld zł), będących głównie wynikiem nadwyżki budżetu państwa w wysokości 27,7 mld zł oraz pomniejszenia potrzeb z tytułu zarządzania środkami europejskimi (-3,8 mld zł) oraz konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych (-4,1 mld zł),
- przyrostu stanu środków na rachunkach budżetowych (+46,5 mld zł),
- przekazania obligacji (+17,6 mld zł), łączna wartość nominalna przekazanych SPW wyniosła 15,0 mld zł, z czego 4,9 mld zł przekazane do FR; przy sprzedaży lub przekazaniu przez FR papierów o wartości 7,5 mld zł,
- różnic kursowych (+6,3 mld zł),
- wzrostu pozostałego długu SP (+18,4 mld zł), wynikającego z przyrostu depozytów w ramach konsolidacji zarządzania płynnością.

Do końca sierpnia 2022 r. potrzeby pożyczkowe brutto roku 2022 założone w ustawie budżetowej na rok 2022 zostały w pełni sfinansowane.

Tabela 2. Przyczyny wzrostu długu SP w 2021 r. i w I połowie 2022 r. (w mld zł)

Wyszczególnienie	2021	I-VI 2022
Przyrost długu Skarbu Państwa	40,6	60,7
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa:	-8,0	-36,1
1.1. Deficyt budżetu państwa	26,4	-27,7
1.2. Deficyt budżetu środków europejskich	-0,7	0,0
1.3. Saldo konsolidacji zarządzania płynnością	-23,3	-4,1
1.4. Zarządzanie środkami europejskimi	-10,1	-3,8
1.5. Saldo pożyczek udzielonych	-0,1	-0,1
1.6. Pozostałe potrzeby pożyczkowe ¹⁾	-0,2	-0,4
2. Pozostałe zmiany:	48,6	96,9
2.1. Różnice kursowe	2,2	6,3
2.2. Zmiana stanu na rachunkach budżetowych	21,0	46,5
2.3. Przekazanie obligacji	16,3	17,6
2.4. Dyskonto od SPW i indeksacja SPW	0,5	8,1
2.5. Zmiana pozostałego długu Skarbu Państwa	8,6	18,4
• Depozyty JSFP ²⁾	15,9	10,1

• Depozyty JSFG ³⁾	0,4	6,7
• Pozostałe depozyty ⁴⁾	1,1	1,6
• Pozostałe zadłużenie SP	-8,7	0,0

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

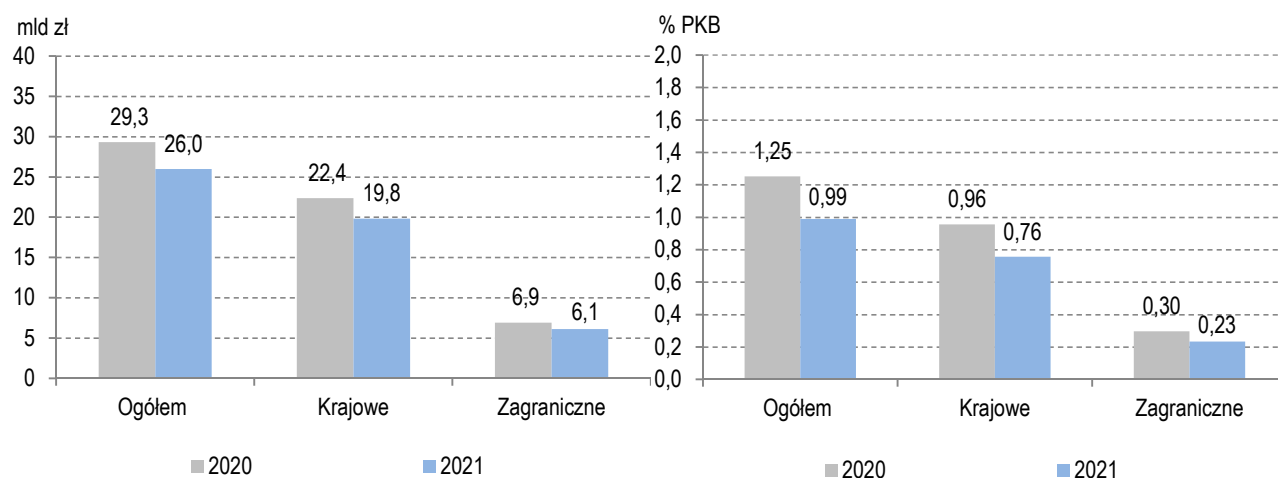
2) Depozyty przyjęte od JSFP posiadających osobowość prawną oraz depozyty sądowe i prokuratorskie od JSFP posiadających osobowość prawną, bez wpływu na państwowy dług publiczny ze względu na eliminację wzajemnych zobowiązań JSFP.

3) Depozyty od jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych nienależących do SFP, bez wpływu na dług EDP (definicja UE).

4) Depozyty sądowe i prokuratorskie od podmiotów spoza sektora finansów publicznych, depozyty zabezpieczające wynikające z umów CSA.

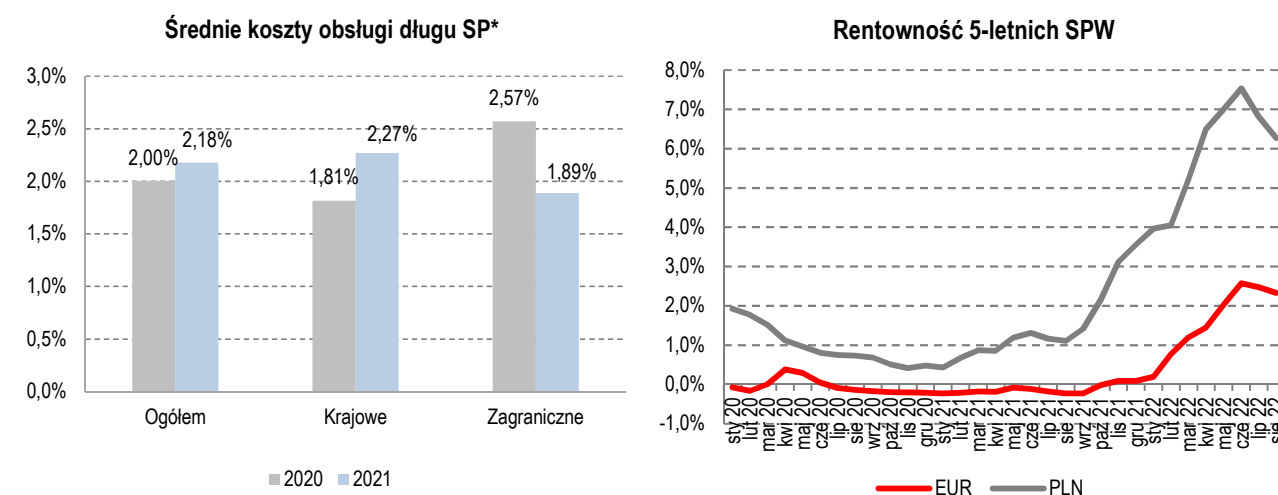
W 2021 r. miał miejsce spadek kosztów obsługi długu SP w ujęciu nominalnym do 26,0 mld zł z 29,3 mld zł w 2020 r. przy jednoczesnym spadku dochodów z tytułu emisji długu (premii i odsetek) z 8,0 mld zł w 2020 r. do 1,5 mld zł w 2021 r. Relacja kosztów obsługi długu do PKB również spadła – do 0,99% w 2021 r. z 1,25% w 2020 r. Koszty obsługi długu zagranicznego były niższe niż krajowego, co wynikało z mniejszego udziału długu zagranicznego w długu SP oraz niższego nominalnego oprocentowania.

Wykres 3. Koszty obsługi długu SP



Średnie koszty obsługi długu ogółem (uwzględniające dochody) wzrosły z 2,00% w 2020 r. do 2,18% w 2021 r., przy obniżeniu kosztów długu zagranicznego (z 2,57% do 1,89%). Wynikało to ze wzrostu bieżącego kosztu finansowania rynkowego oraz poziomu kosztów obsługi długu zaciąganego w przeszłości.

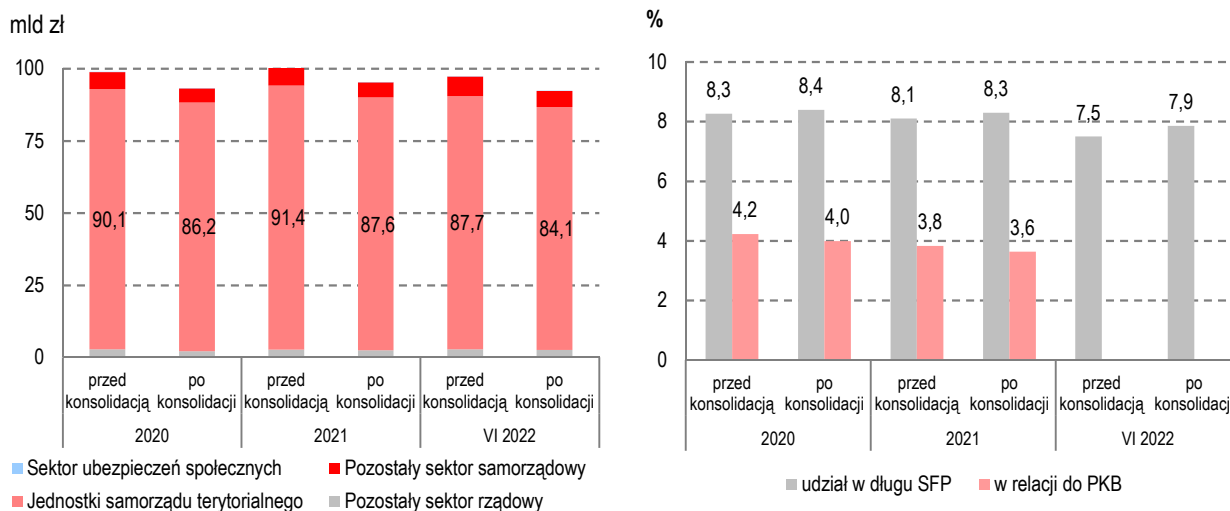
Wykres 4. Rynkowe stopy procentowe a średnie koszty obsługi długu SP



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

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2021 r. 8,1% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (8,3% po konsolidacji) wobec 8,3% przed konsolidacją (8,4% po konsolidacji) na koniec 2020 r. Na koniec II kwartału 2022 r. wielkości te kształtowały się na poziomie odpowiednio 7,5% i 7,9%.

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



Największy udział w tej części zadłużenia stanowiło zadłużenie sektora samorządowego, w szczególności dług jednostek samorządu terytorialnego (JST) i ich związków. W 2021 r. nieskonsolidowany dług JST i ich związków wzrósł o 1,3 mld zł i wyniósł 91,4 mld zł. Natomiast dług tych jednostek skonsolidowany w ramach sektora finansów publicznych wzrósł o 1,4 mld zł do poziomu 87,6 mld zł. W pierwszym półroczu 2022 r. zadłużenie JST i ich związków spadło odpowiednio o 3,7 mld zł przed konsolidacją i o 3,5 mld zł po konsolidacji.

III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2021 R. I W I POŁOWIE 2022 R.

W 2021 r. i w I połowie 2022 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2021-2024*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2020 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2022-2025*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2021 r.

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

III.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów

Zgodnie z założeniami *Strategii* głównym źródłem pozyskiwania środków na finansowanie potrzeb pożyczkowych pozostał rynek krajowy. W 2021 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 153,2 mld zł. Na rynkach zagranicznych zaciągnięto zobowiązania o wartości nominalnej 35,2 mld zł, z czego 32,9 mld zł stanowiły środki z UE na walkę ze skutkami pandemii COVID-19 (pożyczka z europejskiego instrumentu tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem - SURE). Na rynkach zagranicznych wyemitowano obligacje o równowartości 1,8 mld zł, a 0,5 mld zł stanowiły zaciągnięte zobowiązania z kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych.

W I połowie 2022 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW w wysokości 84,8 mld zł wg wartości nominalnej, a zaciągnięte zobowiązania na rynkach zagranicznych wyniosły 17,2 mld zł (głównie emisje zagraniczne i pożyczki SURE).

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

Instrumenty	2020		2021		I-VI 2022	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Krajowe SPW	200,4	89,9	153,2	81,3	84,8	83,1
Zagraniczne SPW	16,2	7,3	1,8	1,0	9,2	9,1
Kredyty z MIF	1,8	0,8	0,5	0,2	0,9	0,8
Pożyczki z UE	4,6	2,1	32,9	17,5	7,1	7,0

Wśród instrumentów emitowanych na rynku krajowym przeważały papiery hurtowe przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych, choć udział obligacji oszczędnościowych zwiększył się w sposób istotny (z 14,2% w 2020 r. do 28,3% na koniec 2021 r. i 36,4% w połowie 2022 r.).

W strukturze sprzedaży rynkowych SPW oferowanych na rynku pierwotnym w 2021 r. i w I połowie 2022 r. dominowały papiery średnio- i długoterminowe (o terminie zapadalności powyżej 4 lat). Udział tych papierów zwiększył się z 71,5% w 2020 r. do 92,9% w połowie 2022 r. W przypadku obligacji oszczędnościowych największy udział w sprzedaży posiadały papiery krótko- i średnioterminowe (o zapadalności do 4 lat), choć udział obligacji o zapadalności powyżej 4 lat zwiększył się wyraźnie w I połowie 2022 r.

Tabela 4. Sprzedaż SPW na rynku krajowym wg terminów zapadalności

Instrumenty	2020	2021	I-VI 2022
SPW rynkowe	100%	100%	100%
Bony skarbowe	10,3%	0,0%	0,0%
Obligacje o terminie zapadalności do 4 lat	18,2%	12,6%	7,1%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat do 6 lat	40,4%	46,1%	59,2%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 6 lat	31,1%	41,3%	33,7%
Obligacje oszczędnościowe	100%	100%	100%
Obligacje o terminie zapadalności do 2 lat	51,2%	59,1%	51,3%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 2 lat do 4 lat	40,1%	33,2%	37,9%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat	8,7%	7,7%	10,8%

Największy udział w strukturze sprzedaży krajowych SPW na rynku hurtowym utrzymały papiery o stałym oprocentowaniu, przy relatywnie wysokim udziale instrumentów o oprocentowaniu zmiennym (wzrost z 17,7% w 2020 r. do 33,0% w I połowie 2022 r.) i malejącym udziale obligacji zerokuponowych (z 7,7% w 2020 r. do 4,0% w I połowie 2022 r.). W przypadku obligacji oszczędnościowych pierwsza połowa 2022 r. przyniosła wyraźną zmianę preferencji nabywców tych obligacji, co znalazło odzwierciedlenie w skokowym wzroście udziału obligacji o zmiennym oprocentowaniu w strukturze sprzedaży (do 71,4% z 40,9% w 2021 r.).

Tabela 5. Sprzedaż SPW na rynku krajowym wg rodzaju oprocentowania

Instrumenty	2020	2021	I-VI 2022
SPW rynkowe	100%	100%	100%
Obligacje o oprocentowaniu stałym	64,2%	60,3%	63,0%
Obligacje zerokuponowe	7,7%	5,0%	4,0%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym	17,7%	34,6%	33,0%
Obligacje o nominalnie indeksowanym inflacją	0,0%	0,0%	0,0%
Bony skarbowe	10,3%	0,0%	0,0%
Obligacje oszczędnościowe	100%	100%	100%
Obligacje o oprocentowaniu stałym	51,2%	59,1%	28,6%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym opartym o inflację	48,2%	40,5%	46,9%
Pozostałe obligacje o oprocentowaniu zmiennym	0,6%	0,4%	24,5%

Na rynkach zagranicznych w omawianym okresie przeprowadzono jedną emisję na rynku euro o wartości 2,0 mld EUR i emisję na rynku chińskim. W 2021 r. wyemitowano 3-letnią obligację nominowaną w juanach chińskich, tzw. obligację Panda o wartości nominalnej 3 mld CNY i rentowności 3,20%, rentowność emisji po przeswapowaniu na euro ukształtowała się na ujemnym poziomie -0,104%. W I połowie 2022 r. po raz pierwszy od 2019 r. przeprowadzono emisję 10-letnich obligacji benchmarkowych nominowanych w euro. Wysoki popyt (ponad 4 mld zł) pozwolił na uplasowanie emisji o wartości nominalnej 2 mld EUR. Obligację wyceniono na 110 pb powyżej średniej stopy swapowej, co oznaczało rentowność na poziomie 2,85% przy rocznym kuponie 2,75%.

Tabela 6. Emisje obligacji na rynkach zagranicznych w 2021 r. i w I połowie 2022 r.

Okres	Zapadalność (lata)	Waluta	Wartość emisji (mln)	Rentowność
2021	3	CNY	3 000	3,20% (-0,104% po swap)
I – VI 2022	10	EUR	2 000	2,85%

Łącznie w 2021 r. i w I połowie 2022 r. zaciągnięto kredyty z MIF o wartości 0,289 mld EUR. W 2020 r. rozpoczęto również korzystanie z nisko oprocentowanych pożyczek z Unii Europejskiej w ramach instrumentu SURE, stworzonego w celu wsparcia krajów członkowskich w związku z pandemią COVID-19. Łączna wartość programu wynosi 100 mld EUR, z czego na Polskę przypada 11,2 mld EUR. W 2021 i I połowie 2022 r. Polska skorzystała z pożyczek o łącznej wartości 8,7 mld EUR, a od początku programu - o łącznej wartości 9,7 mld EUR.

Do głównych czynników, które miały wpływ na przebieg i strukturę finansowania potrzeb pożyczkowych w 2021 r. i w I połowie 2022 r., należy zaliczyć:

1) czynniki lokalne, w tym głównie:

- politykę pieniężną RPP i sytuację na rynku finansowym, w tym:
 - zaostrzenie polityki pieniężnej, aby sprowadzić inflację do celu NBP w średnim okresie: w omawianym okresie RPP dokonała 9 podwyżek stóp procentowych, w tym stopy repo łącznie o 590 pb do 6,0%, stopy lombardowej o 600 pb do 6,5% i stopy depozytowej o 550 pb do 5,5%; podwyższyła stopę rezerw obowiązkowych z 0,5% do 3,5%; wycofała się z oferowania kredytu wekslowego na refinansowanie nowych kredytów dla podmiotów

- i zawiesiła od grudnia 2021 r. program zakupu na rynku wtórnym obligacji skarbowych oraz obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa; łącznie w 2021 r. na 13 aukcjach NBP zakupił obligacje o wartości nominalnej 36,9 mld zł, (w tym 28,6 mld zł obligacji skarbowych, 7,4 mld zł obligacji BGK i 0,9 mld zł obligacji PFR);
- utrzymanie niezmiennych ocen ratingowych Polski przez główne agencje (A- przez agencję S&P i Fitch oraz A2 przez agencję Moody's) oraz stabilnych perspektyw ratingu;
 - przepływy kapitału zagranicznego na krajowym rynku SPW (odpływ 9,2 mld zł w 2021 r. i napływ 22,1 mld zł w I połowie 2022 r.) m.in. na skutek wzrostu popytu na aktywa na bazowych rynkach długu w warunkach podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, a następnie silnego wzrostu rentowności krajowych SPW od października 2021 r. w wyniku zmiany kursu polityki pieniężnej RPP;
 - silna deprecjacja złotego wobec euro w 2021 r. i w I połowie 2022 r., przy wysokiej zmienności kursu walutowego (zmienność kursu EUR/PLN wyniosła odpowiednio 5,3% i 7,4% wobec 7,5% w 2020 r., kurs rynkowy średnioroczny wyniósł odpowiednio 4,5606 i 4,6308 wobec 4,4405 średnio w 2020 r.) oraz nieznaczne umocnienie złotego wobec dolara w 2021 r. i silna deprecjacja w I połowie 2022 r. przy wysokiej zmienności kursu (zmienność kursu USD/PLN wyniosła odpowiednio 8,5% i 11,4% wobec 11,8% w 2020 r., a średni kurs wyniósł 3,8590 i 4,2407 wobec 3,8935 średnio w 2020 r.);
 - dużą zmienność na rynku krajowych obligacji skarbowych w całym omawianym okresie, przy silnym wzroście rentowności od października 2021 r.: średnie rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich w 2021 r. wyniosły odpowiednio 0,8% (0,5% w 2020 r.), 1,5% (1,0%) i 2,0% (1,5%), a w I połowie 2022 r. wyniosły odpowiednio: 5,45%, 5,72% i 5,47%; w czerwcu rentowności obligacji osiągnęły poziomy nienotowane od 20 lat (odpowiednio 8,32%, 8,44% i 8,04%);
- działania polskiego rządu mające na celu łagodzenie negatywnych skutków pandemii, w tym m.in.:
 - przedłużenie w marcu 2021 r. programu wsparcia dla najbardziej zagrożonych branż o wartości 4,5 mld zł oraz zmiany w ramach Tarczy PFR dla dużych firm (m.in. wydłużenie terminów dla wniosków o finansowanie i okresów karencji w spłacie kapitału i odsetek, obniżenie oprocentowania pożyczki płynnościowej);
 - dalsze emisje obligacji BGK gwarantowanych przez Skarb Państwa na zasilenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. W 2021 r. BGK wyemitował łącznie 33,1 mld zł obligacji o terminie zapadalności od 4 do 20 lat oraz obligacje na rynkach zagranicznych o wartości nominalnej 500 mln EUR i 400 mln USD, a w I połowie 2022 r. 1,3 mld zł obligacji o terminie zapadalności od 6 do 19 lat;
 - dalsze emisje obligacji PFR gwarantowanych przez Skarb Państwa w ramach programu Tarcza Finansowa. W 2021 r. PFR wyemitował 8,5 mld zł obligacji o terminie zapadalności 7-9 lat;
 - uruchomienie tzw. tarczy antyinflacyjnej, w tym: obniżenie akcyzy na paliwo do minimalnego poziomu dopuszczalnego w UE. Jak również obniżenie stawki podatku VAT na niektóre podstawowe towary, takie jak przykładowo: podstawowe produkty żywnościowe, energię elektryczną i ciepłą czy gaz ziemny. Wprowadzenie dodatku osłonowego dla gospodarstw domowych;
 - uchwalenie przez Sejm nowelizacji budżetu na rok 2021 (w październiku 2021 r.), w której dopuszczalny deficyt został obniżony do 40,4 mld zł wobec 82,3 mld zł w pierwotnej ustawie. W nowelizacji ustawy dochody budżetowe założono na poziomie 483,0 mld zł (pierwotnie 404,5 mld zł), a wydatki na poziomie 523,4 mld zł (pierwotnie 486,8 mld zł);
 - uchwalenie przez Sejm ustawy budżetowej na rok 2022, w której założono deficyt budżetu państwa w wysokości 29,9 mld zł, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie ok. 2,9% PKB, a dług tego sektora na poziomie 56,6% PKB.

2) czynniki zewnętrzne, w tym w szczególności:

- politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne, na którą składały się:
 - **w USA:** utrzymanie stóp procentowych bez zmian do lutego 2022 r. i kontynuacja programów pożyczkowych dla firm, osób fizycznych, władz stanowych i samorządów lokalnych, ograniczanie skali miesięcznych zakupów w ramach programu skupu aktywów od grudnia 2021 r. i zakończenie programu w marcu br., zaostrzenie polityki pieniężnej w odpowiedzi na wzrost i utrzymywanie się inflacji znacznie powyżej długoterminowego celu inflacyjnego: trzy podwyżki stóp w łącznej wysokości 150 pb (w marcu, maju i czerwcu 2022 r.), w wyniku czego stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 1,50-1,75%; zapowiedź redukcji sumy bilansowej Fed od czerwca br. (o 47 mld USD miesięcznie przez pierwsze trzy miesiące, a następnie o 95 mld USD miesięcznie);
 - **w strefie euro:** utrzymanie stóp procentowych bez zmian (stopa repo na poziomie 0,00%, stopa depozytowa: -0,50%), wydłużenie programu ultra-tanich pożyczek dla banków (o wartości 109 mld EUR) do czerwca 2022 r. (program był przewidziany do czerwca 2021 r.), kontynuacja programu skupu aktywów (PEPP) o wartości 1,85 bln EUR i zakończenie go w marcu 2022 r., ograniczanie skupu aktywów netto w ramach programu APP do 20 mld EUR w czerwcu br. i zakończenie programu z dniem 1 lipca br., zapowiedź podwyższenia stóp procentowych o 25 pb na lipcowym posiedzeniu (w czerwcu br.) i deklaracja reinwestowania w całości spłat kapitału z zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP tak długo jak będzie to konieczne do zachowania odpowiednich warunków płynnościowych;
 - **w Chinach:** dwie obniżki rocznej stopy procentowej kredytów dla firm łącznie o 15 pb do 3,70% (w grudniu 2021 r. i styczniu 2022 r.) i 5-letniej stopy referencyjnej kredytów hipotecznych o 20 pb do 4,45% (w styczniu i maju 2022 r.); w styczniu 2022 r. bank centralny nieoczekiwanie obniżył 7-dniową stopę reverse repo o 10 pb do 2,10% oraz stopę procentową 1-rocznych kredytów MLF (koszt średnioterminowego finansowania dla instytucji finansowych) do 2,85% (najniższego poziomu w historii) i potwierdził dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego;
 - **w Japonii:** utrzymanie głównej stopy procentowej na poziomie -0,1% oraz kontroli krzywej dochodowości (poprzez skup obligacji rządowych w celu utrzymania rentowności 10-letniego benchmarku na poziomie ok. 0,0%), program skupu obligacji skarbowych na poziomie 80 bln JPY w skali roku, wydłużenie terminu programu skupu papierów komercyjnych i obligacji korporacyjnych do marca 2022 r.;
- zaostrzenie polityki pieniężnej na rynkach regionalnych i europejskich;
- sytuację geopolityczną na świecie wpływającą na poziom apetytu na ryzyko na globalnym rynku finansowym, w tym m.in.:
 - przedstawienie przez prezydenta USA J. Bidena (w styczniu 2021 r.) i przyjęcie (w marcu 2021 r.) nowego pakietu wsparcia dla gospodarki amerykańskiej na czas pandemii o wartości 1,9 bln USD. W pakiecie przewidziano m.in. kolejne transze pieniężne dla obywateli, przedłużenie wsparcia dla bezrobotnych, finansowanie kampanii szczepień oraz leczenia związanego z pandemią koronawirusa;
 - wzrost napięcia geopolitycznego w związku z inwazją rosyjską na Ukrainę zapoczątkowaną 24 lutego 2022 r., nałożenie sankcji na Rosję, w szczególności przez UE i USA, za pogwałcenie prawa międzynarodowego i suwerenności Ukrainy. Agresja Rosji na Ukrainę wywołała gwałtowną reakcję na rynkach finansowych i wzrost awersji do ryzyka (spadek rentowności na rynkach bazowych i wzrost na emerging markets, umocnienie USD i CHF, osłabienie walut krajów rozwijających się, wzrost cen ropy naftowej);
- obawy o wzrost gospodarczy na świecie, związany z narastającą presją inflacyjną, wpływem sytuacji geopolitycznej na inflację, sytuacją na rynkach surowców, skutkami zaostrzenia polityki pieniężnej i kolejnymi falami pandemii COVID-19, zwłaszcza nowymi wariantami wirusa.

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

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

- politykę emisyjną zakładającą budowanie dużych serii obligacji benchmarkowych. W połowie 2022 r. 16 emisji przekraczało wartość 25 mld zł, podczas gdy na koniec 2021 r. było 18 takich emisji (15 emisji na koniec 2020 r.). Emisje przekraczające 25 mld zł stanowiły 83% wartości nominalnej obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu wobec 92,6% na koniec 2021 r. (69,9% na koniec 2020 r.). Odpowiednio duża wartość emisji w pozytywny sposób wpływa na poziom płynności na rynku wtórnym;
- emisję w systemie private placement dla Bankowego Funduszu Gwarancyjnego 10-letnich obligacji skarbowych o oprocentowaniu zmiennym opartym o 6-miesięczny WIBOR (PP0931) i wartości nominalnej 3 mld zł. Obligacja zawiera opcję bezwarunkowego przedterminowego odkupu na żądanie posiadacza. Koszt emisji był porównywalny do standardowych emisji w systemie przetargowym, a dodatkową korzyścią było uzyskanie finansowania potrzeb pożyczkowych bez zwiększania długu publicznego wg definicji UE, a od 1 stycznia 2022 r. również państwowego długu publicznego wg definicji krajowej (BFG został zaliczony do sektora finansów publicznych);
- emisje obligacji na rynku euro o wartości zapewniającej płynność danej serii (w I połowie 2022 r. przeprowadzono jedną emisję o wartości powyżej 1 mld EUR);
- dostosowanie poziomu i struktury sprzedaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej oraz oddziaływanie na tę sytuację poprzez politykę informacyjną;
- transakcje typu *sell-buy-back* (SBB) pomiędzy dealerami SPW (DSPW) i kandydatami na DSPW a BGK na szczególnych zasadach (mechanizm wprowadzono w lutym 2014 r. w celu wspierania rozrachunku w sytuacji czasowej i istotnie ograniczonej dostępności obligacji konkretnej serii na rynku wtórnym). W 2021 r. i w I połowie 2022 r. przeprowadzono transakcje o wartości nominalnej 18,1 mld zł, co stanowiło 0,2% wszystkich zawartych transakcji SBB na rynku SPW;
- rozszerzenie oferty obligacji oszczędnościowych:
 - trzecia emisja obligacji premiovych (POS) w marcu 2022 r. Są to instrumenty o stałym oprocentowaniu z premią możliwą do wygrania w drodze losowania;
 - wprowadzenie w czerwcu 2022 r. do stałej oferty emisji rocznych (ROR) i dwuletnich (DOR) obligacji o zmiennej stopie procentowej opartej o stopę referencyjną NBP. Konstrukcja oprocentowania zapewnia regularną comiesięczną wypłatę odsetek. Oprocentowanie ROR i DOR w poszczególnych miesięcznych okresach odsetkowych ustalane jest na podstawie stopy referencyjnej NBP. Począwszy od sierpnia 2022 r. w ofercie obligacji oszczędnościowych papiery trzyletnie o oprocentowaniu zmiennym (TOZ) zostały zastąpione papierami trzyletnimi o oprocentowaniu stałym (TOS). Obligacje oszczędnościowe oferowane w sieci sprzedaży detalicznej służą zapewnieniu stabilnej bazy inwestorów, przyczyniając się do realizacji celu *Strategii*, a jednocześnie są emitowane w ramach działań zachęcających do wzrostu oszczędności i budowy kultury oszczędzania oraz ochrony oszczędności polskich obywateli przed skutkami wysokiej inflacji;
- wprowadzenie w 2021 r. dodatkowego obowiązku realizacji minimalnego udziału w obrotach w segmencie kasowym rynku elektronicznego dla dealerów SPW i kandydatów do funkcji DSPW w ramach regulacji systemu DSPW. Zmiana ta ma celu zwiększenie płynności i efektywności elektronicznego rynku wtórnego SPW.

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		
				2020	2021	VI 2022
Ryzyko refinansowania	Umiarkowany	<ul style="list-style-type: none"> Wzrost udziału obligacji średnio- i długoterminowych w łącznej sprzedaży obligacji hurtowych na rynku krajowym w 2021 r. i w I połowie 2022 r. (odpowiednio 87,4% i 92,9% sprzedaży rynkowych SPW); Istotna rola przetargów zamiany: <ul style="list-style-type: none"> odkupiono 35,4% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie I 2021 - VI 2022; w okresie od 2021 r. do połowy 2022 r. odkupiono w sumie obligacje o wartości nominalnej 67,4 mld zł, podczas gdy w okresie od 2020 r. do połowy 2021 r. o wartości nominalnej 83,3 mld zł; Przekazanie uprawnionym podmiotom na podstawie odrębnych ustaw obligacji o wartości nominalnej 37,3 mld zł, do końca 2021 r. wydawane były 2-letnie obligacje zerokuponowe, począwszy od 2022 r. wydawane obligacje odpowiadają strukturze obligacji sprzedawanych na przetargach; Obniżenie w 2021 r. i połowie 2022 r. średniej zapadalności poniżej przyjętego w Strategii poziomu 4,5 roku dla długu krajowego na skutek zmian w uwarunkowaniach rynkowych (rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych przez RPP), w tym w strukturze popytu, dużej skali obligacji przekazywanych o terminie zapadalności od 2 do 3 lat (24,3 mld zł) oraz starzenia się długu, a jednocześnie wzrost średniej zapadalności długu ogółem, choć nadal poniżej docelowego poziomu 5 lat. Strategia przyjęta we wrześniu 2021 r. dopuszcza możliwość przejściowych odchyień średniej zapadalności od poziomów docelowych, wynikających z uwarunkowań rynkowych i budżetowych związanych ze skutkami epidemii COVID-19. 	Średnia zapadalność** (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	4,23	4,16	4,07
			Udział w krajowych SPW:			
			- SPW do 1 roku	12,1%	14,0%	15,4%
			- bonów skarbowych	1,4%	0,0%	0,0%
Ryzyko kursowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Utrzymanie udziału długu w walutach obcych w dłużej SP poniżej 25%, tj. zgodnie z założeniami Strategii; Utrzymanie efektywnego udziału długu w euro w dłużej zagranicznym (po uwzględnieniu transakcji pochodnych) wyraźnie powyżej minimalnego poziomu założonego w Strategii (70%). 	Udział długu zagranicznego w dłużej SP	24,2%	23,3%	22,0%
			Udział długu w euro w dłużej zagranicznym	82,7%	85,8%	90,6%
Ryzyko stopy procentowej	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> Utrzymanie ATR długu krajowego w przedziale założonym w Strategii, tj. 2,8-3,6 roku, przy spadkowej tendencji wskaźnika, co wynika z kształtowania się ATM i udziału instrumentów o zmiennym oprocentowaniu; Zgodnie ze Strategią utrzymany został dominujący udział instrumentów o oprocentowaniu stałym w dłużej nominowanym w walutach obcych. 	ATR (w latach)**			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	3,16	3,00	2,94
			Duration ** (w latach)			
			- kraj	3,09	2,87	2,56
			- zagranica	4,76	5,31	5,18
			- razem	3,55	3,55	3,30

Ograniczenia celu <i>Strategii</i>		
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Ryzyko płynności	Wysoki	<p>Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były:</p> <ul style="list-style-type: none"> oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2021 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 241,7 mld zł, a w I połowie 2022 r. 124,9 mld zł; lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK - w 2021 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 4 555,4 mld zł, a w I połowie 2022 r. 1 640,9 mld zł; rynkowe lokaty złotowe typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi – w 2021 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 323,1 mld zł, a w I połowie 2022 r. 352,2 mld zł; lokaty walutowe - w 2021 r. zawarto lokaty na kwotę 0,65 mld EUR, a w I połowie 2022 r. na kwotę 0,13 mld EUR; transakcje IRS zawarte w celu rozłożenia w czasie wydatków na obsługę długu – w 2021 r. o wartości nominalnej 92,0 mld zł (por. Rozkład kosztów obsługi długu w czasie); wymiana skonsolidowanych środków walutowych w NBP i na rynku; w 2021 r. sprzedano waluty o równowartości 15,7 mld EUR w NBP, na rynku sprzedano 3,59 mld EUR, w I połowie 2022 r. wymieniono 1,71 mld EUR w NBP oraz o równowartości 3,18 mld EUR na rynku. <p>W ramach konsolidacji zarządzania płynnością lokaty wolnych środków na rachunkach Ministra Finansów w BGK wyniosły na koniec 2021 r. 125,2 mld zł, a na koniec czerwca 2022 r. 129,2 mld zł.</p> <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2021 r. i w I połowie 2022 r. zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.</p>
Ryzyko kredytowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Rynek lokaty złotowe typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi nie generowały ryzyka kredytowego; Funkcjonuje system limitów kredytowych dla niezabezpieczonych lokat w BGK; Ryzyko związane z transakcjami na instrumentach pochodnych jest ograniczane poprzez wybór partnerów o wysokiej wiarygodności kredytowej; Funkcjonuje system zabezpieczeń transakcji na instrumentach pochodnych w postaci blokady papierów skarbowych oraz wzajemnych zabezpieczeń transakcji w formie depozytu pieniężnego. Transakcje zabezpieczone nie generują ryzyka kredytowego; Ryzyko kredytowe niezabezpieczonych transakcji na instrumentach pochodnych jest dywersyfikowane poprzez limity nałożone na łączną wartość transakcji zawieranych z poszczególnymi partnerami. Wiarygodność kredytowa potencjalnych partnerów jest na bieżąco monitorowana.
Ryzyko Operacyjne	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> Odpowiednia infrastruktura techniczna do zawierania transakcji rynkowych, bezpieczeństwo informacji związanych z zarządzaniem długiem oraz zintegrowana baza danych długu SP wspierają utrzymywanie ryzyka operacyjnego na bezpiecznym poziomie; Odpowiednia infrastruktura techniczna umożliwi pracę zdalną; Źródłem ryzyka było utrzymanie i pozyskanie wykwalifikowanej kadry z uwagi na sytuację na rynku pracy oraz skutki pandemii COVID-19.
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. <p>Na wysokość kosztów obsługi długu miały wpływ transakcje swapowe zawarte w 2020 r. oraz 2021 r., których celem było rozłożenie w czasie tych wydatków poprzez wykorzystanie bieżących oszczędności. W efekcie tych operacji koszty w 2021 r. zwiększyły się o 1,3 mld zł, a w 2022 r. zmniejszyły się o 3,4 mld zł.</p>

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

**) Parametry ATM i ATR długu krajowego liczone są dla długu rynkowego SP, natomiast parametry długu SP liczone są dla krajowego i zagranicznego długu rynkowego oraz kredytów z MIF i pożyczek z UE. Duration nie uwzględnia dodatkowo obligacji o nominale indeksowanym inflacją.

IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII

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

IV.1. Założenia makroekonomiczne *Strategii*

Ocena sytuacji makroekonomicznej i kierunków polityki fiskalnej została przedstawiona w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na rok 2022. W tabeli 8. zawarto główne założenia makroekonomiczne *Strategii*, zgodne z założeniami projektu ustawy budżetowej.

Tabela 8. Założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii*

Wyszczególnienie	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Realny wzrost PKB (%)	5,9	4,6	1,7	3,1	3,1	2,9
PKB w cenach bieżących (mld zł)	2 622,2	3 017,8	3 317,7	3 577,7	3 811,5	4 025,2
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	5,1	13,5	9,8	4,8	3,1	2,5
EUR/PLN - na koniec roku	4,60	4,65	4,65	4,65	4,65	4,65
USD/PLN - na koniec roku	4,06	4,43	4,43	4,43	4,43	4,43

Założenia makroekonomiczne uwzględniają bieżącą politykę pieniężną RPP i oczekiwania co do jej dalszego przebiegu. Od lipca br. do zakończenia prac nad *Strategią* RPP dokonała dwóch podwyżek stóp procentowych, łącznie o 75 pb, w wyniku czego stopa referencyjna wzrosła do 6,75%, a stopa lombardowa do 7,25%.

IV.2. Uwarunkowania międzynarodowe

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

- sytuację gospodarczą krajów UE - według lipcowych prognoz Komisji Europejskiej PKB w UE w 2022 r. zwiększy się o 2,7% (po wzroście o 5,4% rok wcześniej), a w 2023 r. dynamika wzrostu obniży do 1,5%. Komisja obniżyła prognozę wzrostu na 2023 r. (w prognozie z maja br. wynosiła ona 2,3%) ze względu na materializację ryzyk związanych ze wzrostami cen energii, większą skalą zacieśnienia polityki pieniężnej oraz pogorszeniem prognoz gospodarczych dla USA i Chin;
- przedłużenie obowiązywania ogólnej klauzuli wyjścia w UE na rok 2023. Decyzja Komisji Europejskiej o przedłużeniu klauzuli uwzględniła potrzebę zapewnienia elastycznej polityki budżetowej, zdolnej do reakcji w obliczu gospodarczych skutków rosyjskiej agresji na Ukrainę (jak utrudnienia w dostawach energii). Co do zasady, tempo wzrostu wydatków bieżących powinno w 2023 r. być zgodne z neutralnym nastawieniem polityki budżetowej, a więc nie przekładać się ani na konsolidację, ani na ekspansję fiskalną;
- sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których zaciągane będą zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro oraz działania głównych banków centralnych wpływające na poziom rentowności na krajowym rynku długu:
 - rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej przez EBC większą od oczekiwań podwyżką stóp procentowych na posiedzeniu w lipcu (o 50 pb wobec oczekiwanych 25 pb, w tym głównej stopy procentowej do 0,50% i stopy depozytowej do 0,0%) i o 75 pb na kolejnym, wrześniowym posiedzeniu; w ocenie EBC dalsza normalizacja jest właściwa by sprowadzić inflację do celu 2% w średnim okresie, a kolejne decyzje dotyczące poziomu stóp procentowych będą podejmowane na bieżąco w oparciu o napływające dane makroekonomiczne. Bank zatwierdził również nowy instrument ochrony transmisji (*transmission protection instrument*, TPI) wspierający skuteczną transmisję polityki pieniężnej. Instrument ten będzie polegał na skupie papierów wartościowych na rynku wtórnym tych krajów strefy euro, w których wystąpi pogorszenie warunków finansowania niewynikające z czynników fundamentalnych, pod warunkiem spełnienia przez nie określonych kryteriów. Skala skupu w ramach tego instrumentu

nie jest ograniczona ex ante i będzie zależała od tego, jak poważne będą zagrożenia dla transmisji polityki pieniężnej. Bank zamierza nadal reinwestować spłaty kapitału z zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP tak długo jak będzie to konieczne, a w przypadku programu PEPP – co najmniej do końca 2024 r.;

- kontynuację zaostrzania polityki pieniężnej prowadzonej przez Fed – na posiedzeniach w lipcu i we wrześniu br. bank centralny podwyższył stopy procentowe łącznie o 150 pb, w wyniku czego główna stopa znalazła się w przedziale 3,00-3,25% i zapowiedział kolejne podwyżki stóp procentowych stawiając na pierwszym miejscu walkę z wysoką inflacją i powrót do celu inflacyjnego na poziomie 2% w długim okresie, nawet kosztem wzrostu gospodarczego. Jednocześnie Fed poinformował o odejściu od *forward guidance*, zasygnalizował, że dalsze decyzje będą ściśle uzależnione od napływających danych i podwyższył prognozę stóp procentowych. Zgodnie z wrześniową projekcją stóp procentowych Fed oczekuje, że główna stopa procentowa wyniesie ok. 4,4% na koniec 2022 r., 4,6% na koniec 2023 r., 3,9% na koniec 2024 r. i 2,9% na koniec 2025 r.;
- kontynuację ultrałagodnej polityki pieniężnej przez Bank Japonii z kontrolą krzywej dochodowości oraz utrzymywanie referencyjnej ujemnej stopy procentowej tak długo, jak będzie to konieczne do osiągnięcia i utrzymania celu inflacyjnego na stabilnym poziomie 2%;
- zmianę kursu polityki pieniężnej Narodowego Banku Szwajcarii: na posiedzeniu 16 czerwca br. bank centralny nieoczekiwanie podwyższył stopy procentowe o 50 pb (po raz pierwszy od 15 lat), aby zapobiec dalszemu wzrostowi inflacji (w maju inflacja wyniosła 2,9% r/r). Po podwyżce stopy referencyjna i depozytowa nadal były ujemne i wyniosły minus 0,25%. Na wrześniowym posiedzeniu bank centralny zdecydował o kolejnej podwyżce stóp, tym razem o 75 pb, w wyniku której stopa repo i depozytowa wzrosły do 0,50%. Jednocześnie, bank nie wykluczył dalszych podwyżek stóp procentowych i interwencji na rynku walutowym w celu stabilizacji inflacji;
- kontynuację łagodnej polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin: bank zapowiedział prowadzenie ostrożnej polityki monetarnej w warunkach spowolnienia gospodarczego i w celu ochrony gospodarki przed większymi szokami; w sierpniu nieoczekiwanie obniżył stopę procentową od 1-roczyń kredytów MLF o 10 pb do 2,75% i 7-dniową stopę reverse repo do 2,0% z 2,1%;
- postrzeganie ryzyka kredytowego Polski i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych;
- obawy o wzrost gospodarczy związane głównie z sytuacją geopolityczną, wzrostem cen na rynkach surowców, perspektywami inflacji oraz wpływem zaostrzania polityki monetarnej przez banki centralne i utrzymującą się pandemię koronawirusa.

IV.3. Krajowy rynek SPW

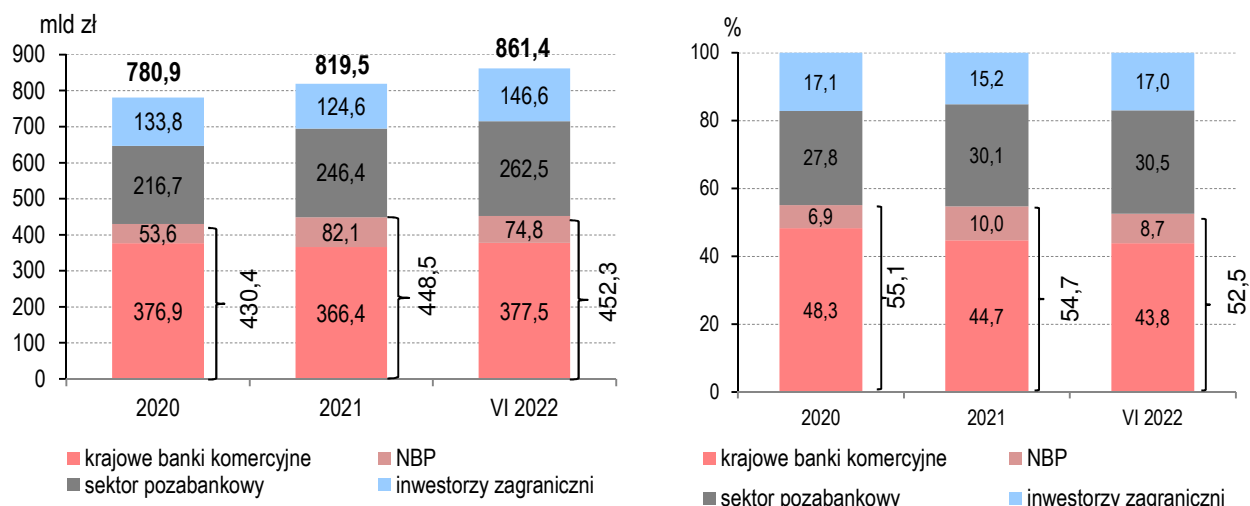
Istotnym uwarunkowaniem zarządzania długiem jest poziom rozwoju krajowego rynku finansowego, w tym bazy inwestorów krajowych, jak również zaangażowanie inwestorów zagranicznych na tym rynku. W warunkach swobodnego przepływu kapitału rozwinięty i głęboki rynek krajowy pozwala na amortyzację szoków zewnętrznych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

Podmioty inwestujące na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych można podzielić na trzy główne grupy: krajowy sektor bankowy, krajowy sektor pozabankowy i inwestorów zagranicznych. Od końca 2020 r. do I połowy 2022 r. w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW zaobserwowano następujące zmiany:

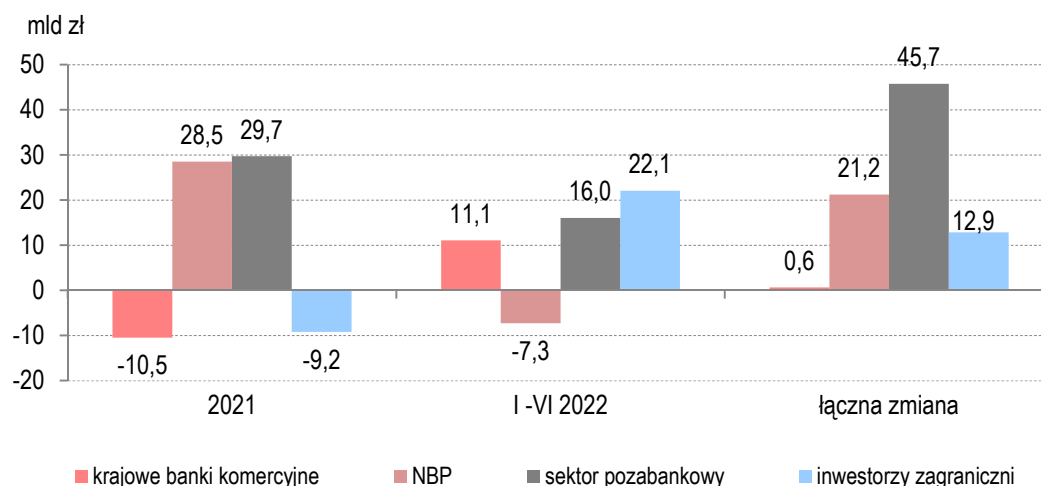
- utrzymanie dominującego udziału w strukturze podmiotowej zadłużenia sektora bankowego (52,5% na koniec czerwca 2022 r.), w ujęciu nominalnym zaangażowanie wzrosło o 21,9 mld zł, w tym banki komercyjne o 0,6 mld zł i NBP o 21,2 mld zł;

- znaczny wzrost zaangażowania krajowych inwestorów pozabankowych łącznie o 45,7 mld zł, ich udział w strukturze podmiotowej wzrósł do 30,5% (o 2,7 p.p.);
- wzrost zaangażowania w krajowe SPW przez inwestorów zagranicznych, łącznie o 12,9 mld zł, w efekcie ich udział wyniósł 17,0%, tj. obniżył się o 0,1 p.p.

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



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



* Wg wartości nominalne, dane o SPW uwzględniają transakcje warunkowe.

Inwestorzy krajowi według stanu na koniec czerwca 2022 r. posiadali 83,0% zadłużenia w krajowych SPW, co oznaczało wzrost o 0,1 p.p. względem końca 2020 r. Od końca 2020 r. ich zaangażowanie wzrosło o 67,6 mld zł (tj. o 10,4%).

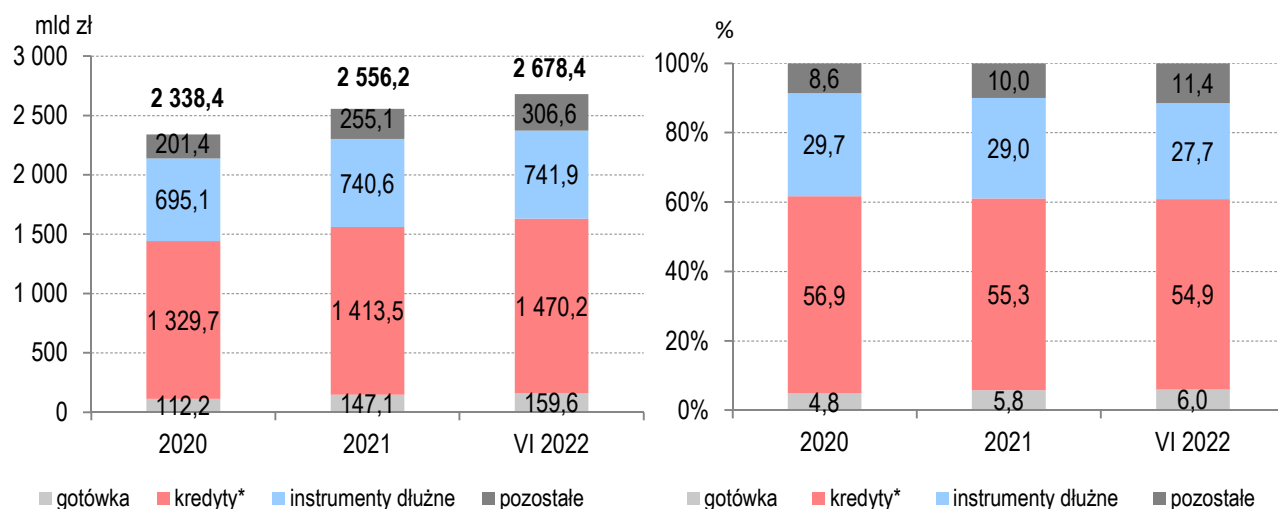
IV.3.1. Banki krajowe

Aktywa krajowych banków komercyjnych na koniec czerwca 2022 r. wynosiły 2,7 bln zł (wzrost o 14,5% wobec końca 2020 r.), przy dominującym udziale kredytów i innych należności od podmiotów krajowych (ok. 54,9%). Drugim największym składnikiem aktywów były instrumenty dłużne – na koniec czerwca 2022 r. ich udział wyniósł 27,7%. W strukturze instrumentów dłużnych nadal przeważający udział miały papiery skarbowe (52,2%) oraz bony pieniężne NBP (ok. 24,9%).

Po wzroście zaangażowania banków w krajowe SPW w kryzysowym 2020 r., kiedy to banki zaabsorbowały zwiększoną podaż SPW, w 2021 r. i I połowie 2022 r. popyt pozostawał na ograniczonym poziomie. Od kwietnia 2020 r. do października 2021 r. NBP przeprowadzał na rynku wtórnym (w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku) bezwarunkowe operacje

zakupu SPW oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa. W I połowie 2022 r. zaangażowanie NBP w krajowe SPW spadło, co wynikało z wykupu zapadających obligacji znajdujących się w portfelu NBP przy braku ich reinwestycji i zakupów.

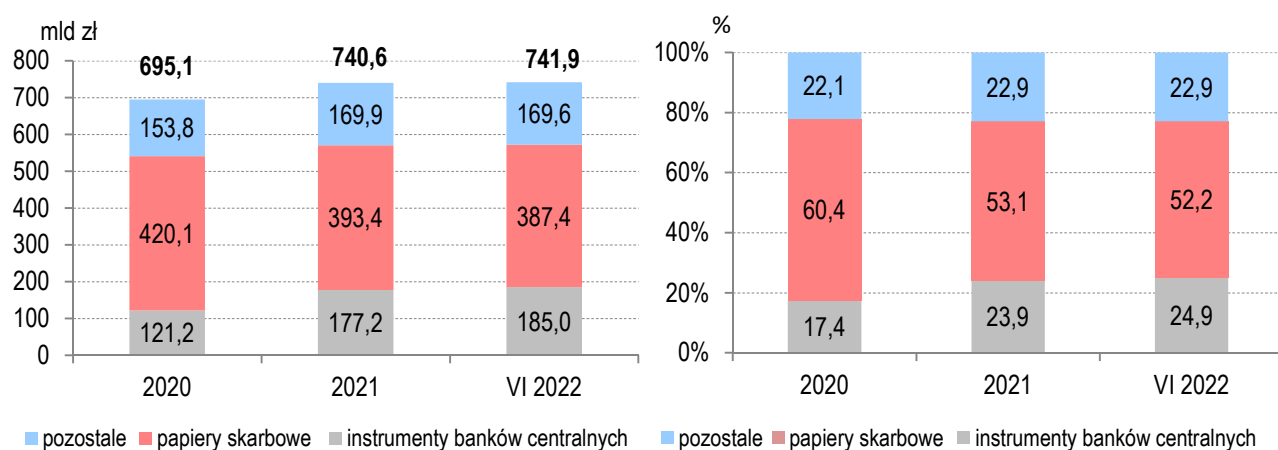
Wykres 8. Struktura aktywów krajowych banków komercyjnych



* Kredyty – kredyty i inne należności od podmiotów krajowych.

Źródło: Narodowy Bank Polski, wg obowiązujących metod wyceny.

Wykres 9. Instrumenty dłużne w aktywach krajowych banków komercyjnych



Źródło: Narodowy Bank Polski, wg obowiązujących metod wyceny.

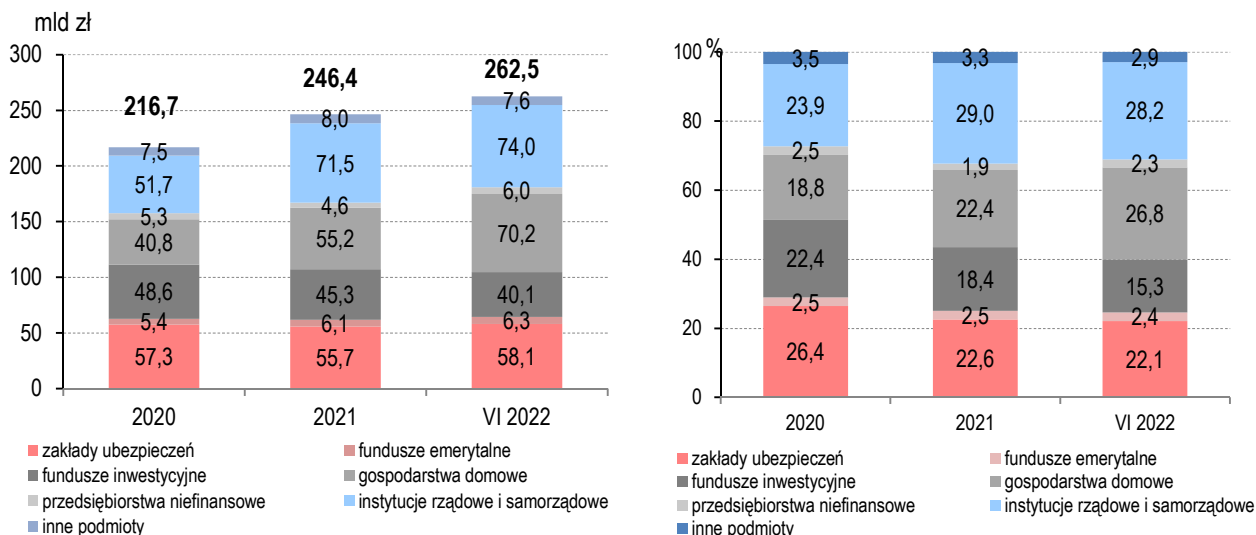
Do najistotniejszych czynników oddziałujących na popyt banków na krajowe SPW w horyzoncie Strategii należy zaliczyć:

- rozwój koniunktury gospodarczej, wpływający na wielkość i strukturę aktywów banków;
- politykę banku centralnego, w tym w zakresie poziomu stóp procentowych;
- poziom nadpłynności sektora bankowego;
- uwarunkowania formalno-prawne i organizacyjne, w tym proces tranzycji stawek WIBOR na nowy wskaźnik referencyjny.

IV.3.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi

Grupę inwestorów krajowych z sektora pozabankowego stanowią podmioty instytucjonalne działające na rynku finansowym, w tym przede wszystkim zakłady ubezpieczeń i fundusze inwestycyjne oraz pozostali krajowi inwestorzy pozabankowi, głównie gospodarstwa domowe oraz instytucje rządowe i samorządowe.

Wykres 10. Struktura portfela krajowych SPW w posiadaniu sektora pozabankowego*



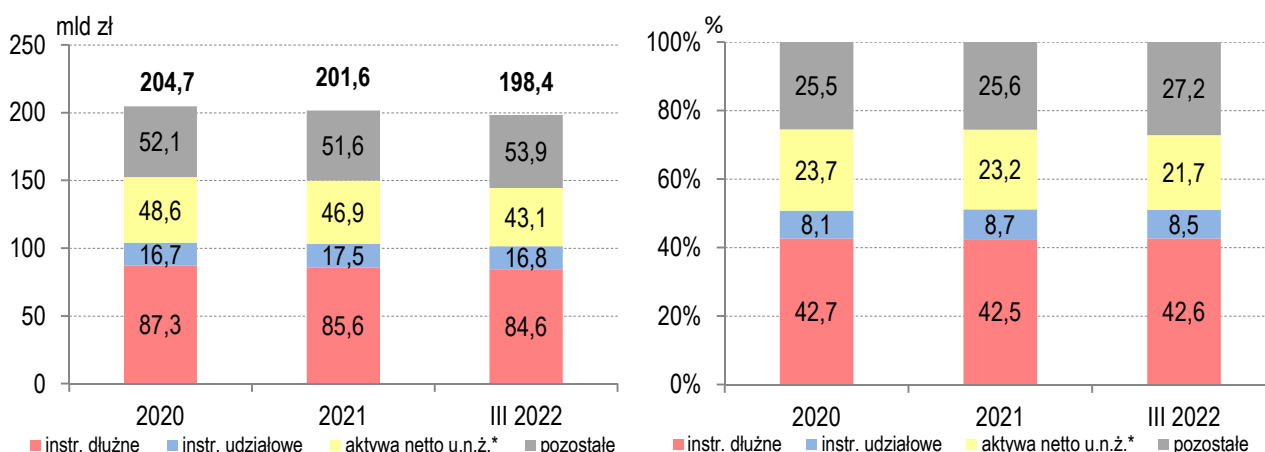
* Wg wartości nominalnej, dane o SPW uwzględniają transakcje warunkowe.

Wśród krajowych inwestorów pozabankowych istotną rolę odgrywają inwestorzy instytucjonalni, jednakże w ostatnich latach największą dynamiką wzrostów cechuje się wartość portfela SPW w posiadaniu gospodarstw domowych. Od końca 2020 r. ich zaangażowanie wzrosło o 29,4 mld zł (tj. o 72,0%) do poziomu 70,2 mld zł, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu zainteresowania ofertą obligacji oszczędnościowych.

Według stanu na koniec czerwca 2022 r. zakłady ubezpieczeń posiadały 6,7% krajowych SPW (spadek udziału o 0,6 p.p. względem końca 2020 r.), fundusze inwestycyjne 4,7% (spadek o 1,6 p.p.), a pozostali krajowi inwestorzy pozabankowi 19,1% (wzrost o 4,9 p.p.). Głównymi czynnikami oddziałującymi na wartość portfela SPW w posiadaniu zakładów ubezpieczeniowych i funduszy inwestycyjnych są wysokość aktywów oraz polityka inwestycyjna tych podmiotów.

Aktywa zakładów ubezpieczeń na koniec marca 2022 r. ukształtowały się na poziomie 198,4 mld zł, co oznaczało spadek o 6,3 mld zł wobec końca 2020 r., tj. o 3,1%.

Wykres 11. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń

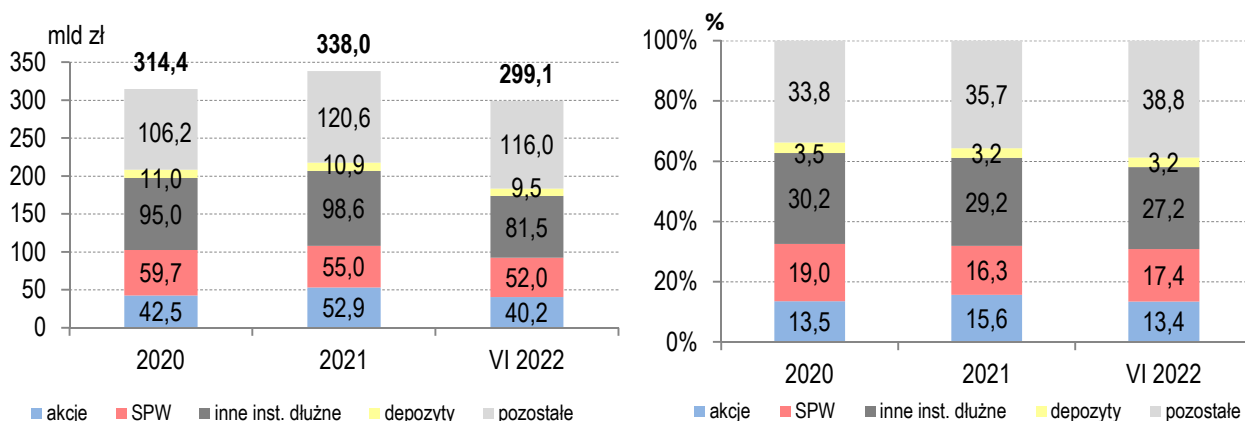


* aktywa netto u.n.ż. – aktywa netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający.

Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego, wg aktualnych metod wyceny.

Aktywa funduszy inwestycyjnych według stanu na koniec czerwca 2022 r. spadły do poziomu 299,1 mld zł, tj. o 15,3 mld zł (o 4,9%) wobec końca 2020 r. Wartość obligacji skarbowych (wyemitowanych na rynku krajowym i zagranicznym) w posiadaniu funduszy inwestycyjnych spadła w tym czasie o 8,5 mld zł, a ich udział w aktywach spadł o 1,6 p.p.

Wykres 12. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych



Źródło: Narodowy Bank Polski, wg aktualnych metod wyceny.

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

- dalszy rozwój rynku ubezpieczeniowego i funduszy inwestycyjnych, szczególnie w kontekście koniunktury na rynkach akcji oraz poziomów rentowności papierów skarbowych, co znajduje odzwierciedlenie w strukturze aktywów tych instytucji;
- rosnące stopy procentowe i rekordowo wysoka inflacja, w sposób pośredni oddziałujące również na zachowania inwestycyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych, skłaniając je do poszukiwania inwestycji chroniących kapitał;
- zmiany w systemie emerytalnym mające na celu zwiększenie skali długoterminowych oszczędności gospodarstw domowych z przeznaczeniem na wypłatę po zakończeniu aktywności zawodowej. Zmiany w systemie emerytalnym obejmują powołanie Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK) (od lipca 2019 r.) oraz projekt przekształcenia OFE w fundusze inwestycyjne prowadzące indywidualne konta emerytalne (IKE) (obecnie prace nad zmianami zostały zawieszono).

IV.3.3. Inwestorzy zagraniczni

Udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu w krajowych SPW na koniec czerwca 2022 r. wyniósł 17,0% i zmniejszył się o 0,1 p.p. względem końca 2020 r. W 2021 r. oraz w I połowie 2022 r. inwestorzy zagraniczni zwiększyli swoje zaangażowanie w krajowych SPW łącznie o 12,9 mld zł, co było wypadkową spadku zaangażowania nierezydentów o 9,2 mld zł w 2021 r. oraz wzrostu o 22,1 mld zł w I połowie 2022 r. Na udział nierezydentów wpływ miały m.in. polityka pieniężna głównych banków centralnych oraz zmiany dysparytetu stóp procentowych.

Popyt ze strony inwestorów zagranicznych jest w dużej mierze uzależniony od sytuacji międzynarodowej i w konsekwencji charakteryzuje się wysoką zmiennością. Ryzyko negatywnego wpływu na rynek SPW odpływu z Polski kapitału zagranicznego jest jednak ograniczone z uwagi na dominującą rolę inwestorów krajowych oraz dywersyfikację, zarówno instytucjonalną, jak i geograficzną struktury nierezydentów. W strukturze podmiotowej zadłużenia wobec nierezydentów dominują inwestorzy instytucjonalni: banki centralne i instytucje publiczne, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeń. Zdywersyfikowana jest również struktura geograficzna posiadaczy krajowych SPW – na koniec czerwca 2022 r. znajdowały się one w portfelach inwestorów z 61 krajów.

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

- działania banków centralnych;
- rozwój sytuacji gospodarczej oraz stabilność rynków finansowych na świecie, na co istotny

wpływ będzie miał przebieg wojny na Ukrainie oraz skutki pandemii COVID-19 na świecie;

- fundamenty gospodarcze i ocena ryzyka kredytowego Polski;
- funkcjonowanie w Polsce dużego i płynnego rynku finansowego (w szczególności rynku SPW) i jego odpowiedniej infrastruktury (wspieraniu rozwoju polskiego rynku kapitałowego ma służyć realizacja Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego), istotne znaczenie będzie miał przebieg procesu tranzytacji stawek WIBOR na nowy wskaźnik referencyjny (por. rozdział IV.4).

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

IV.4. Koncepcja i planowany proces reformy wskaźników referencyjnych

W związku z decyzją o wprowadzeniu nowej wolnej od ryzyka stopy procentowej (RFR – risk free rate), która docelowo ma zastąpić wskaźnik WIBOR, od maja 2022 r. rozpoczęły się prace nad kompleksową reformą wskaźników referencyjnych. Proces ten wymaga współdziałania i ścisłej koordynacji działań wszystkich istotnych uczestników rynku finansowego oraz strony publicznej. Dotychczasowe doświadczenia rynków rozwiniętych wskazują, że okres tranzytacji trwa od 2 do 5 lat w zależności od dojrzałości rynku i szczegółowych przyjmowanych rozwiązań.

Nowy wskaźnik RFR jest indeksem stopy procentowej wyznaczonym przy założeniu minimalizowania zakresu inkorporowanego ryzyka (m.in. ryzyka kredytowego czy ryzyka płynności), co oznacza, że jest wyznaczany wyłącznie na podstawie stopy faktycznych transakcji o terminie O/N (overnight) zawartych w określonym czasie na ściśle zdefiniowanym rynku. RFR, w przeciwieństwie do stawki WIBOR, wyraża jedynie bieżącą krótkookresową stopę procentową, nie uwzględniając oczekiwań co do kształtowania się stóp procentowych w przyszłości. W każdym państwie bądź obszarze walutowym metoda kalkulacji RFR jest definiowana odrębnie przez lokalnego administratora.

W połowie 2022 r. powołano Komitet Sterujący Narodowej Grupy Roboczej (KS NGR), który po przeprowadzeniu analiz i konsultacji publicznych z podmiotami rynku finansowego oraz niefinansowego, 1 września 2022 r. podjął decyzję o wyborze indeksu WIRD jako alternatywnego wskaźnika referencyjnego stopy procentowej.

Danymi wejściowymi dla wybranego wskaźnika są informacje reprezentujące transakcje O/N z instytucjami finansowymi oraz z dużymi przedsiębiorstwami. Administratorem WIRD w rozumieniu Rozporządzenia BMR² jest GPW Benchmark, wpisany do rejestru Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). Docelowo wskaźnik WIRD ma się stać kluczowym wskaźnikiem referencyjnym stopy procentowej stosowanym w produktach bankowych, leasingowych i faktoringowych oraz instrumentach finansowych (papierach dłużnych, instrumentach pochodnych).

Wprowadzenie nowego wskaźnika referencyjnego będzie miało bezpośredni wpływ na instrumenty emitowane przez Skarb Państwa, ponieważ ponad 27% zadłużenia w krajowych SPW stanowią obligacje o oprocentowaniu indeksowanym do stawki WIBOR. Wpływ pośredni, ale jeszcze istotniejszy, bo dotyczący całego rynku SPW, będzie miał miejsce poprzez konieczność zbudowania efektywnego rynku instrumentów pochodnych na przyjętą przez instytucje nadzorcze referencyjną stopę procentową. Instrumenty pochodne stanowią główny punkt odniesienia do wyceny

² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014.

instrumentów finansowych na stopę procentową, w szczególności obligacji oraz kontraktów wymiany stóp procentowych.

Rynek dłużnych papierów wartościowych funkcjonuje w ścisłym powiązaniu z rynkiem instrumentów pochodnych na stopę procentową, w szczególności na stopę zmienną, na której oparte są obligacje zmiennokuponowe. Dla efektywnego działania każdego z tych rynków niezbędne jest równie efektywne funkcjonowanie drugiego z nich. Rynek obligacji skarbowych, bez możliwości zawierania transakcji pochodnych na stopę procentową, doznałby szeregu perturbacji, w tym np. niepewności wyceny, spadku popytu, przedterminowego zamykania transakcji IRS i w konsekwencji wyprzedaży SPW i spadku ich cen.

Tranzycja stawek WIBOR na nowy wskaźnik implikuje:

- fundamentalną przebudowę dotychczasowych praktyk operacyjnych, procesów rozliczeniowych i sprawozdawczych, wycen i zarządzania ryzykiem;
- konieczność jednoczesnego szerokiego i złożonego procesu systemowych dostosowań u wszystkich interesariuszy rynku finansowego. Dostosowania te będą miały charakter ekonomiczny (zmiany i dostosowania modeli finansowych, wyceny, modeli ryzyka, itp.) oraz infrastrukturalno-techniczny (dostosowania systemów informatycznych we wszystkich instytucjach finansowych, dostosowania w obrocie i obsłudze instrumentów);
- konieczność powstania i rozwoju rynku nowych zmodyfikowanych instrumentów finansowych opartych na nowym wskaźniku.

Kolejnym krokiem prac KS NGR będzie przyjęcie Mapy Drogowej określającej harmonogram działań mających na celu zastąpienie wskaźnika referencyjnego WIBOR nowym wskaźnikiem referencyjnym. Według wstępnych założeń po planowanych na 2023 r. emisjach technicznych w 2024 r. rozpoczną się emisje obligacji skarbowych opartych na nowym wskaźniku.

Ze szczegółowymi informacjami dotyczącymi tranzycji stawek referencyjnych można zapoznać się na stronie internetowej GPW Benchmark: <https://gpwbenchmark.pl/>

V. CEL STRATEGII

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

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

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

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

Podjęcie do realizacji celu minimalizacji kosztów obsługi długu nie uległo zmianie w stosunku do strategii z poprzedniego roku. Oznacza to możliwość elastycznego kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, sposobu emisji, waluty oraz typu instrumentów, w tym również przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych. Wybór tej struktury powinien być rezultatem oceny sytuacji rynkowej (poziomu popytu, stóp procentowych i kształtu krzywej dochodowości na poszczególnych rynkach) i kosztu finansowania w długim horyzoncie czasu, z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z akceptowanego poziomu ryzyka.

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

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

- uwzględniać potrzeby pożyczkowe budżetu w walutach obcych oraz napływ środków unijnych;
- zapewniać dywersyfikację źródeł pozyskiwania środków poprzez dostęp Polski do bazy inwestorów na głównych rynkach finansowych;
- utrzymywać pozycję Polski na rynku euro;
- działać stabilizująco na rynek krajowy poprzez możliwość dostosowywania struktury finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa do sytuacji rynkowej;
- uwzględniać instrumenty finansowe oferowane przez UE, w tym w ramach części zwrotnej Europejskiego Instrumentu na Rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności;

- wykorzystywać możliwość atrakcyjnego finansowania w międzynarodowych instytucjach finansowych;
- uwzględniać możliwość sprzedaży walut w NBP i na rynku walutowym jako instrumentu zarządzania środkami walutowymi i płynnością budżetu państwa, z uwzględnieniem uwarunkowań wynikających z polityki pieniężnej, gospodarczej i budżetowej.

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

1) ryzyka refinansowania

- utrzymywanie dominującej roli instrumentów średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym, przy uwzględnieniu sytuacji rynkowej;
- dążenie do utrzymywania średniej zapadalności długu krajowego* na poziomie zbliżonym do 4,5 roku, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyłeń wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych;
- dążenie do utrzymania średniej zapadalności długu SP* na poziomie zbliżonym do 5 lat, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyłeń wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych;
- dążenie do równomiernego rozkładu wykupów w czasie;

2) ryzyka kursowego

- utrzymywanie udziału długu nominowanego w walutach obcych w długi SP poniżej 25% z możliwością przejściowych odchyłeń wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych;
- możliwość stosowania instrumentów pochodnych w celu tworzenia odpowiedniej struktury walutowej długu;
- utrzymanie w horyzoncie *Strategii* efektywnego (tj. uwzględniającego transakcje pochodne) udziału euro w długi w walutach obcych na poziomie co najmniej 70%;

3) ryzyka stopy procentowej

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

4) ryzyka płynności budżetu państwa

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

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

- zawieranie transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych z podmiotami o wysokiej wiarygodności kredytowej;
- stosowanie rozwiązań ograniczających ryzyko kredytowe, w tym umów zabezpieczających, oraz pozwalających na jego dywersyfikację przy zawieraniu transakcji z zastosowaniem instrumentów pochodnych. W horyzoncie *Strategii* możliwe jest zawieranie kolejnych umów zabezpieczających, uwzględniających obecne standardy rynkowe i umożliwiające zawieranie transakcji niegenerujących ryzyka kredytowego na korzystniejszych warunkach;
- dywersyfikację ryzyka kredytowego generowanego przez transakcje niezabezpieczone;
- dysponowanie infrastrukturą umożliwiającą zdalną realizację procesów związanych z zarządzaniem długiem;

6) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie

- dążenie do równomiernego rozkładu kosztów obsługi długu w poszczególnych latach, w tym również poprzez wykorzystywanie instrumentów pochodnych;
- ustalanie kuponów obligacji na poziomie nieznacznie poniżej ich prognozowanej rentowności w okresie sprzedaży.

**)Parametry ATM i ATR długu krajowego liczone są dla długu rynkowego SP, natomiast parametry długu SP liczone są dla krajowego i zagranicznego długu rynkowego oraz kredytów z MIF i pożyczek z UE.*

VI. ZADANIA STRATEGII

Za najważniejsze zadania służące realizacji celu *Strategii* uznano:

- 1) zapewnianie płynności rynku SPW;
- 2) zapewnianie efektywności rynku SPW;
- 3) zapewnianie przejrzystości rynku SPW;
- 4) efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa.

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

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

VI.1. Zapewnianie płynności rynku SPW

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

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

W związku z prowadzoną reformą stawek referencyjnych planowany jest rozwój płynnego rynku obligacji o oprocentowaniu zmiennym opartym o nowy wskaźnik referencyjny, z uwzględnieniem nadrzędnego celu minimalizacji kosztów obsługi długu w długim terminie oraz w tempie uzależnionym od uwarunkowań rynkowych, w tym infrastrukturalnych ze strony uczestników rynku.

VI.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW

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

- dopasowanie harmonogramu emisji na rynku krajowym i zagranicznym do uwarunkowań rynkowych i budżetowych;
- zwiększanie roli systemu DSPW w zakresie rozwoju rynku SPW oraz operacji związanych z zarządzaniem długiem - w obszarach, gdzie uczestnicy systemu DSPW mogą zapewnić konkurencyjność nie mniejszą niż inni uczestnicy rynku finansowego, zawieranie transakcji i wybór partnera następować będą z uwzględnieniem preferencji wynikających z ich udziału w systemie;
- dbałość o relacje z inwestorami na rynku krajowym i zagranicznym, w tym poprzez:
 - regularne spotkania z bankami będącymi uczestnikami systemu DSPW (w ramach Rady Uczestników Rynku SPW),
 - kontakty z podmiotami krajowego sektora pozabankowego,
 - kontakty z inwestorami i bankami zagranicznymi,

- bieżącą komunikację z inwestorami;
- poszerzanie bazy inwestorów, w tym poprzez regularne kontakty z inwestorami zagranicznymi, również w formule zdalnej, służące promocji SPW emitowanych w kraju i za granicą;
- aktywny udział w konferencjach i seminariach z udziałem inwestorów.

VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW

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

- prowadzenie przejrzystej komunikacji w zakresie planów emisyjnych w horyzoncie bieżącego roku, kwartału i miesiąca;
- promocja rynku elektronicznego poprzez:
 - odpowiednie regulacje w systemie DSPW, z zachowaniem zasad konkurencyjności oraz transparentności, w szczególności dotyczące obowiązków nałożonych na uczestników systemu w zakresie kwotowań obligacji, utrzymywania określonych spreadów oraz udziału w fixingu SPW,
 - dostosowywanie zasad pełnienia funkcji DSPW do aktualnych potrzeb wynikających z otoczenia regulacyjnego.

VI.4. Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa

Zadanie to polega z jednej strony na pozyskiwaniu i utrzymywaniu środków na poziomie zapewniającym terminową realizację zadań państwa oraz odporność budżetu na zmieniającą się sytuację rynkową, z drugiej strony na ich inwestowaniu, tak aby koszt netto ich utrzymywania był możliwie najniższy. Działania te dokonywane są przy uwzględnieniu uwarunkowań budżetowych, rynkowych oraz ograniczeń związanych z ryzykiem, w tym kredytowym i operacyjnym.

Utrzymywanie odpowiedniego poziomu płynności powoduje powstanie bezpośredniego kosztu, wynikającego z wyższych rentowności sprzedawanych SPW w stosunku do osiągniętych dochodów z krótkoterminowych lokat. Jednakże dzięki utrzymywaniu odpowiedniego stanu wolnych środków występują pośrednie oszczędności wynikające z faktu, że emitent ma możliwość dostosowania sprzedaży SPW do sytuacji rynkowej bez zwiększania ryzyka płynności i kosztów obsługi długu.

Realizacji zadania służyć będą następujące instrumenty:

- lokaty środków złotych oraz walutowych w NBP oraz na rynku finansowym za pośrednictwem BGK;
- zawieranie transakcji typu *buy-sell-back* bezpośrednio na rynku finansowym, niegenerujących ryzyka kredytowego;
- sprzedaż środków walutowych w NBP oraz na rynku walutowym;
- transakcje FX swap umożliwiające kształtowanie struktury walutowej płynnych środków;
- krótkoterminowe pożyczki na rynku międzybankowym.

Ponadto, w ramach zarządzania płynnością sektora finansów publicznych na rachunku Ministra Finansów w BGK lokowane są wolne środki jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz środki z depozytów sądowych i prokuratorskich, co pozwoliło na zmniejszenie potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa. Procedowana zmiana ustawy o finansach publicznych (szczegóły w rozdziale VII.3) obejmuje obowiązkową konsolidacją zarządzania płynnością wszystkie fundusze umiejscowione w BGK.

VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

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

W przypadku długu sektora finansów publicznych, w tym długu innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych, autonomicznych w zaciąganiu zobowiązań, oddziaływanie na wielkość zadłużenia ma charakter pośredni i wynika z zapisów ustawy o finansach publicznych. Zawierają one przede wszystkim ograniczenia nałożone na sposób zaciągania zobowiązań przez JST oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne, obowiązujące jednostki sektora finansów publicznych w przypadku, gdy relacje do PKB zarówno PDP, jak i kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy, przekraczają 55%.

Ponadto stabilizująca reguła wydatkowa zawarta w ustawie o finansach publicznych określa progi relacji kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych do PKB na poziomach 43% i 48%. Przekroczenie progów i spełnienie dodatkowych warunków określonych w ustawie uruchamia automatyczny mechanizm korygujący ograniczający tempo wzrostu kwoty wydatków na określony rok budżetowy (z zastrzeżeniem lat obowiązywania klauzuli wyjścia).

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

VII.1. Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego

W okresie objętym *Strategią* będą obowiązywały przejściowe regulacje w zakresie reguł fiskalnych obowiązujących JST wprowadzone w związku z epidemią COVID-19 oraz konfliktem zbrojnym na terytorium Ukrainy.

W zakresie reguły zrównoważania strony bieżącej budżetu JST (art. 242 ustawy o finansach publicznych) na lata 2022-2025 zostało zmienione podejście do rozliczania tej reguły – z rozliczania jednorocznego na średniookresowe³. Oznacza to, że deficyt bieżący danego roku będzie musiał być pokryty dochodami bieżącymi i określonymi przychodami w innym roku budżetowym.

Wprowadzono w latach 2023-2025 możliwości bilansowania strony bieżącej budżetu JST wolnymi środkami w rozumieniu art. 217 ust. 2 pkt 6 ustawy o finansach publicznych, czyli nadwyżką środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu jednostki samorządu terytorialnego, wynikającą z wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek w latach ubiegłych.⁴

W zakresie limitów określających możliwości spłaty zobowiązań JST w okresie *Strategii* zgodnie z obecnie obowiązującymi przepisami indywidualny wskaźnik zadłużenia opierał się będzie na średniej arytmetycznej z obliczonej dla ostatnich trzech lub siedmiu lat (w zależności od wyboru dokonanego przez organ wykonawczy JST do 31 grudnia 2021 r.)⁵ relacji dochodów bieżących powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów bieżących budżetu JST.

W związku z udzielaną przez JST pomocą obywatelom Ukrainy wobec konfliktu zbrojnego na terytorium tego państwa, w zakresie reguł fiskalnych obowiązujących JST zostały wprowadzone rozwiązania łagodzące wymogi gospodarki finansowej JST określone w art. 242 oraz art. 243 ustawy

³ Art. 9 ust. 2 ustawy z dnia 14 października 2021 r. o zmianie ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. z 2021 r. 1927, z późn. zm.).

⁴ Art. 6 ustawy z dnia 15 września 2022 r. o zmianie ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1964).

⁵ Art. 9 ust. 1 ustawy z dnia 14 grudnia 2018 r. o zmianie ustawy finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2018 r. poz. 2500, z późn. zm.).

o finansach publicznych. Ustalając relację w zakresie zrównoważenia strony bieżącej budżetu samorządowego oraz relację ograniczającą wysokość spłaty długu, JST pomniejsza wydatki bieżące o wydatki bieżące poniesione w zakresie pomocy obywatelom Ukrainy.

Dodatkowo, w celu usprawnienia realizacji inwestycji dofinansowywanych z Rządowego Funduszu Polski Ład: Programu Inwestycji Strategicznych wprowadzono rozwiązanie umożliwiające JST zaciąganie kredytów i pożyczek oraz emitowanie papierów wartościowych na wyprzedzające finansowanie działań finansowanych ze środków pochodzących z Rządowego Funduszu Polski Ład: Program Inwestycji Strategicznych⁶. Wprowadzono również rozwiązania wyłączające czasowo z limitu spłat zobowiązań JST wykupy papierów wartościowych, spłaty rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami i dyskontem oraz spłaty rat innych zobowiązań zaliczanych do tytułu dłużnego, o którym mowa w art. 72 ust. 1 pkt 2 ustawy o finansach publicznych, wraz z wydatkami bieżącymi na obsługę tych zobowiązań, odpowiednio emitowanych lub zaciąganych w związku z realizacją zadania inwestycyjnego dofinansowywanego z ww. Funduszu⁷.

Ponadto, zgodnie z ustawą z 5 sierpnia 2022 r. o dodatku węglowym w latach 2023-2025 przy ustalaniu relacji, o której mowa w art. 243 ust. 1 ustawy o finansach publicznych nie uwzględnia się potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń i gwarancji.

W związku z sygnałami płynącymi z jednostek samorządu terytorialnego dotyczącymi wpływu inflacji na ich sytuację finansową oraz w wyniku bieżącego monitorowania przez Ministerstwo Finansów spełnienia przez JST relacji z art. 243 ust. 1 wprowadzono możliwość niespełnienia przez JST w latach 2023-2025 relacji ograniczającej wysokość spłaty długu, pod warunkiem gdy łączna kwota długu JST na koniec danego roku nie przekroczy 100% w tym roku budżetowym dochodów ogółem tej jednostki, pomniejszonych o kwoty wykonanych dotacji i środków o podobnym charakterze oraz powiększonych o przychody z tytułów określonych w art. 217 ust. 2 pkt 4–8 ustawy o finansach publicznych, nieprzeznaczone na sfinansowanie deficytu budżetowego.⁸

VII.2. Stabilizująca reguła wydatkowa

W obliczu rosyjskiej inwazji na Ukrainę, bezprecedensowych wzrostów cen energii oraz zakłóceń w łańcuchach dostaw KE uznała za potrzebne utrzymanie ogólnej klauzuli wyjścia do końca 2023 roku, aby wesprzeć gospodarkę UE i strefy euro w powrocie do stanu normalności. Istotnym celem przedłużenia klauzuli było zapewnienie elastycznej polityki budżetowej, zdolnej do reakcji na zmieniającą się sytuację gospodarczą, w szczególności w zakresie dostępności surowców energetycznych.

W związku z tym, aby zapewnić przestrzeń fiskalną do reagowania na wyzwania wynikające z dynamicznie zmieniającej się sytuacji gospodarczej, wprowadzono zmiany w SRW⁹. Z powodu bezprecedensowych szoków o charakterze globalnym oraz utrzymującej się w ich efekcie wysokiej dynamiki cen powstały znaczące rozbieżności między wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) i celem inflacyjnym Rady Polityki Pieniężnej, co mimo prognozowanego spadku inflacji może nie mieć charakteru krótkookresowego. W efekcie kwota wydatków wynikająca ze stosowania dotychczas obowiązującej formuły SRW prowadziłaby do nadmiernego ograniczenia wydatków. Dlatego też zastąpiono wskaźnik celu inflacyjnego RPP wskaźnikiem CPI wraz z mechanizmem korekty błędów prognoz.

⁶ Ustanowiony na podstawie art. 65 ust. 28 ustawy z dnia 31 marca 2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 568, z późn. zm.).

⁷ Art. 35 ustawy z dnia 9 czerwca 2022 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1265).

⁸ Art. 7 ustawy z dnia 15 września 2022 r. o zmianie ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1964).

⁹ Ustawa z dnia 23 czerwca 2022 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz ustawy – Prawo ochrony środowiska (Dz. U. poz. 1747).

Dodatkowo, wspomniana nowelizacja wprowadziła klauzulę inwestycyjną na 2023 r. przewidującą wyłączenie wydatków inwestycyjnych (majątkowych) jednostek objętych SRW z nieprzekraczalnego limitu wydatków. Zaproponowany w ustawie sposób ujmowania wydatków inwestycyjnych sprawi, że w ramach wyznaczonych limitów będzie możliwość ich finansowania, bez zmniejszania pozostałych wydatków objętych SRW.

Powyższe zmiany umożliwią kontynuowanie niezbędnych działań związanych z łagodzeniem gospodarczych skutków rosyjskiej agresji na Ukrainę.

VII.3. Ustawa o finansach publicznych

Od 1 stycznia 2022 r. weszły w życie zmiany do ustawy o finansach publicznych, które spowodowały:

- rozszerzenie katalogu jednostek zaliczonych do sektora finansów publicznych o Bankowy Fundusz Gwarancyjny, co pozwoliło zbliżyć zakres sektora publicznego wg definicji krajowej do zakresu sektora instytucji rządowych i samorządowych; skutkiem tej zmiany jest obniżenie państwowego długu publicznego ze względu na konsolidację SPW w posiadaniu BFG,¹⁰
- zmiany w zakresie sum depozytowych powszechnych jednostek organizacyjnych prokuratury, które są obecnie przechowywane na rachunkach depozytowych Ministra Finansów prowadzonych przez Bank Gospodarstwa Krajowego, na tych samych zasadach co depozyty sądowe, co wpłynęło na ograniczenie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa.¹¹

Przeprowadzone w Ministerstwie Finansów prace analityczne dotyczące obowiązujących przepisów ustawy o finansach publicznych pozwoliły na zidentyfikowanie regulacji, które wymagają zmiany, w tym w zakresie dotyczącym PDP, w szczególności zarządzania długiem Skarbu Państwa¹²:

- projektowane przepisy wprowadzają zmianę w zakresie obliczania wartości zobowiązań finansowych zabezpieczonych transakcjami typu cross currency swap, dostosowując to działanie do sensu ekonomicznego oraz do metodologii unijnej: jeżeli zobowiązanie wyrażone w walucie obcej jest wymieniane na mocy umów na inne waluty obce, będzie ono przeliczone na inne waluty obce po kursie uzgodnionym w umowie, a następnie przeliczane na walutę krajową zgodnie z ogólną zasadą; ta sama reguła będzie obowiązywać w przypadku długu w walucie krajowej zamienionego na walutę obcą,
- dla realizacji zadań publicznych tworzy się fundusze w BGK, które nie są jednostkami sektora finansów publicznych, a ich działalność finansowana jest ze środków publicznych, czy to w formie dotacji, czy przekazywanych nieodpłatnie SPW, czy też w formie partycypacji w daninach publicznych, zasadne jest objęcie takich funduszy, zaliczanych do sektora instytucji rządowych i samorządowych, konsolidacją zarządzania płynnością,
- zmiana w zakresie oprocentowania depozytów i środków przyjmowanych w zarządzanie; oprocentowanie depozytów u Ministra Finansów jest uzależnione od stóp procentowanych ustalanych na rynku międzybankowym oraz stopy depozytowej Narodowego Banku Polskiego; w przypadku wprowadzenia przez Radę Polityki Pieniężnej ujemnej stopy depozytowej NBP lub występowania ujemnych wartości stawek rynkowych konieczne jest wprowadzenie możliwości stosowania ujemnego oprocentowania środków przyjętych w depozyt lub zarządzanie przez Ministra Finansów.

Przewidywany termin wejścia w życie projektowanych przepisów określono na rok 2023.

¹⁰ Ustawa z dnia 11 sierpnia 2021 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2021 r. poz. 1535).

¹¹ Ustawa z dnia 20 maja 2021 r. o zmianie ustawy - Prawo o prokuraturze, ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2021 r. poz. 1236).

¹² Wykaz prac legislacyjnych i programowych Rady Ministrów UD 327

VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji *Strategii* obejmują prognozy:

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

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

VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

Tabela 9. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

Wyszczególnienie	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1. Dług Skarbu Państwa*						
a) w mld zł	1 138,0	1 236,2	1 353,6	1 482,6	1 581,2	1 622,3
- krajowy	872,7	962,5	1 067,4	1 185,6	1 267,9	1 302,5
- zagraniczny	265,4	273,7	286,2	297,0	313,3	319,8
b) w relacji do PKB	43,4%	41,0%	40,8%	41,4%	41,5%	40,3%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	1 148,6	1 222,8	1 345,6	1 470,7	1 565,0	1 604,8
b) w relacji do PKB	43,8%	40,5%	40,6%	41,1%	41,1%	39,9%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych**						
a) w mld zł	1 053,1	1 156,3	1 295,2	1 420,3	1 514,5	1 554,2
b) w relacji do PKB	40,2%	38,3%	39,0%	39,7%	39,7%	38,6%
4. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych						
a) w mld zł	1 410,5	1 560,2	1 767,5	1 968,1	2 120,1	2 243,1
b) w relacji do PKB	53,8%	51,7%	53,3%	55,0%	55,6%	55,7%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)***						
a) w mld zł, w tym:	26,0	26,0	66,0	65,7 - 66,2	68,0 - 68,5	78,3 - 78,9
- długu krajowego	19,8	20,8	60,2	59,0	60,6	70,1
- długu zagranicznego	6,1	5,2	5,8	6,7 - 7,2	7,4 - 7,9	8,2 - 8,7
b) w relacji do PKB	0,99%	0,86%	1,99%	1,84% - 1,85%	1,78% - 1,80%	1,95% - 1,96%

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

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

***) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2024-26 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

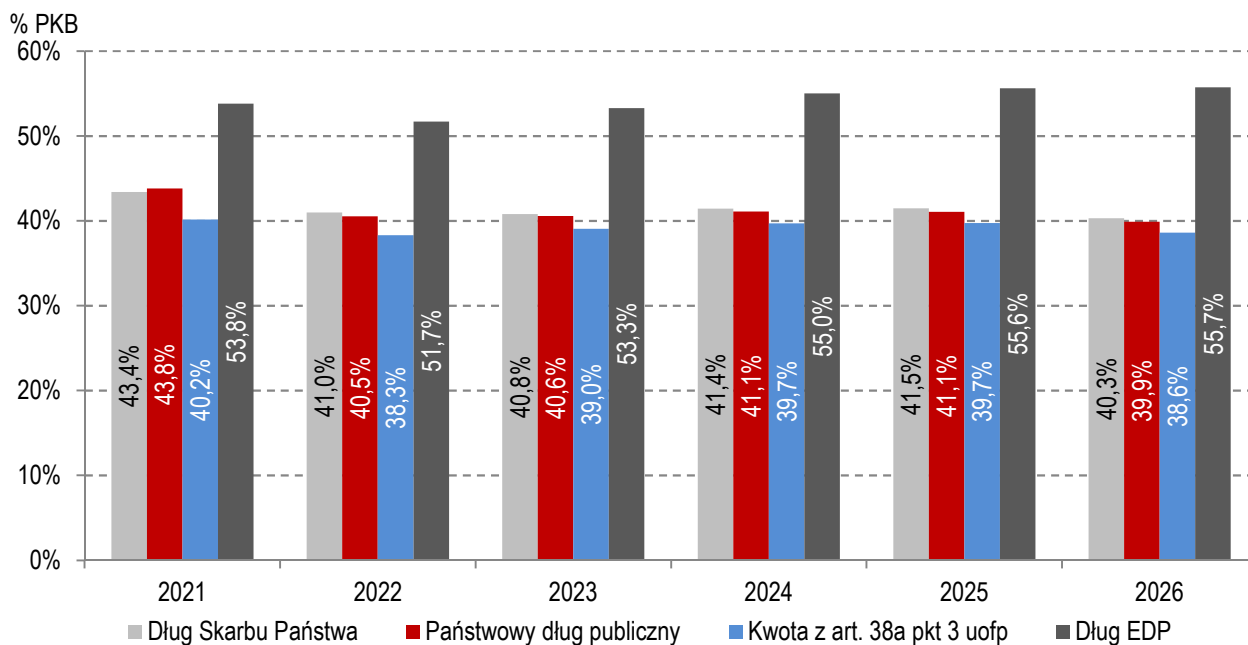
Prognoza została przygotowana przy założeniu poprawy wyniku strukturalnego od 2024 r. w minimalnym tempie wynikającym z obecnych przepisów Paktu Stabilności i Wzrostu, tj. o 0,5 pkt. proc. rocznie. Komisja Europejska zapowiedziała natomiast przedstawienie w październiku br. propozycji zmian tych przepisów; mogłyby one wejść w życie najwcześniej w 2024 r.

Przy przyjętych założeniach, relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się na koniec 2022 r. do 40,5%, a na koniec 2023 r. wyniesie 40,6%. Następnie w latach 2024-2025 relacja ustabilizuje się na poziomie 41,1%, by na koniec okresu objętego prognozą *Strategii* spaść do 39,9%.

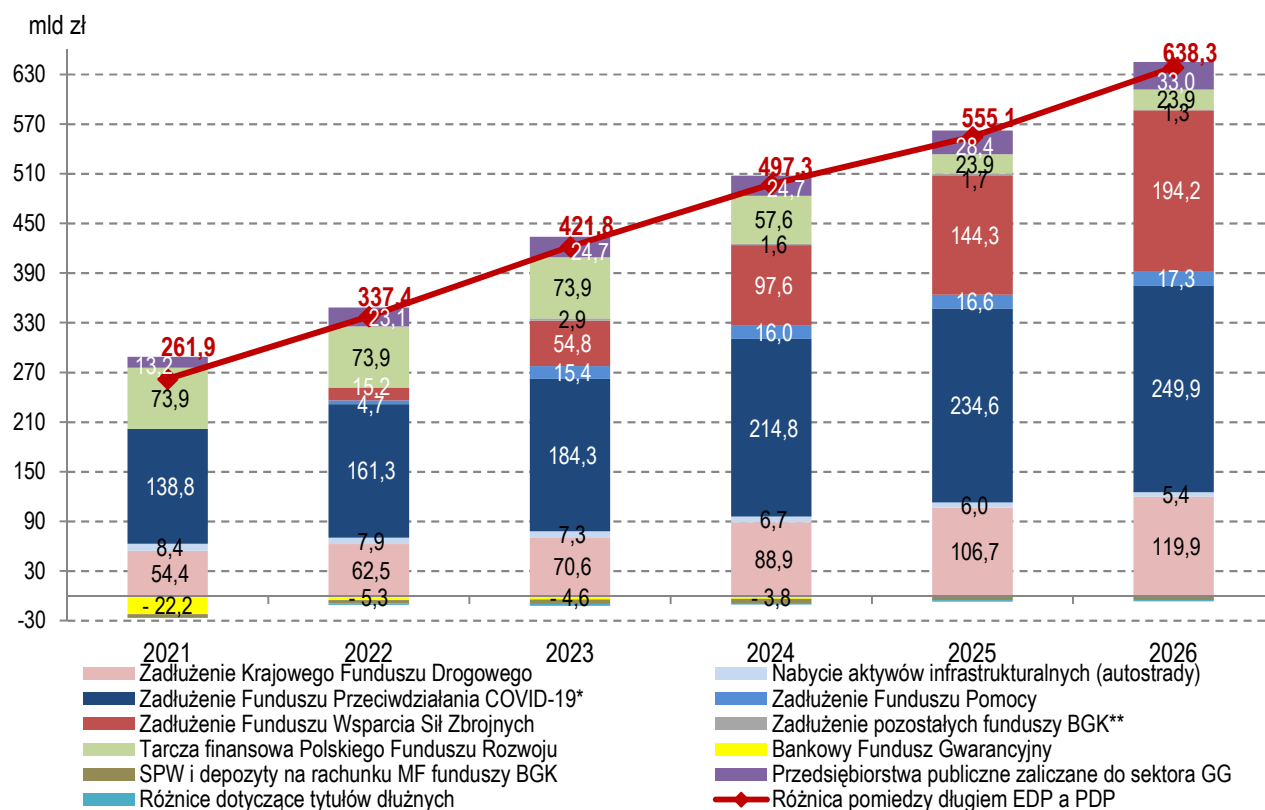
Relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych do PKB ukształtuje się na poziomie 38,3% w 2022 r. i 39,0% w 2023 r., tj. poniżej progu 43% zawartego w stabilizującej regule wydatkowej. Następnie relacja ta wzrośnie do poziomu 39,7% w latach 2024-2025, a potem obniży się do 38,6% w 2026 r.

Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB obniży się do 51,7% w 2022 r., a następnie wzrośnie do 53,3% w 2023 r. i 55,0% w 2024 r., stabilizując się poniżej 56% w horyzoncie *Strategii*. Oznacza to, że wartość referencyjna relacji długu do PKB na poziomie 60% nie zostanie w horyzoncie *Strategii* przekroczona. Wzrost relacji długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB, mimo spadku tej relacji dla PDP w horyzoncie *Strategii*, będzie wynikał z zakładanego przyrostu zadłużenia funduszy w BGK, przede wszystkim Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych.

Wykres 13. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 14. Różnice pomiędzy wielkością długu EDP a PDP

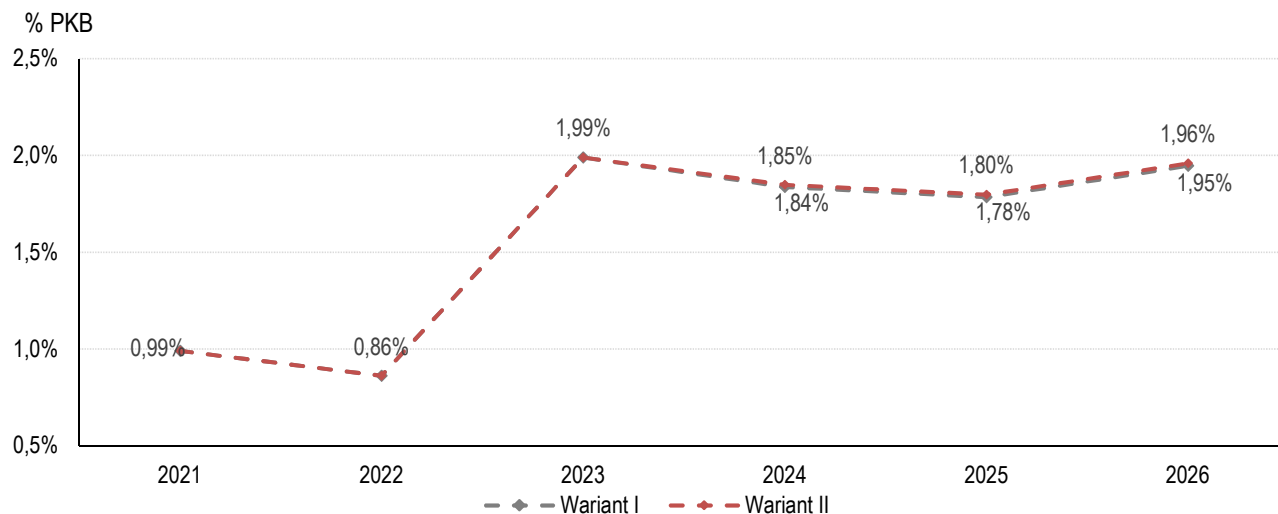


*) FPC uwzględni realizację wypłat na dofinansowanie inwestycji z Rządowego Funduszu Polski Łód: Program Inwestycji Strategicznych

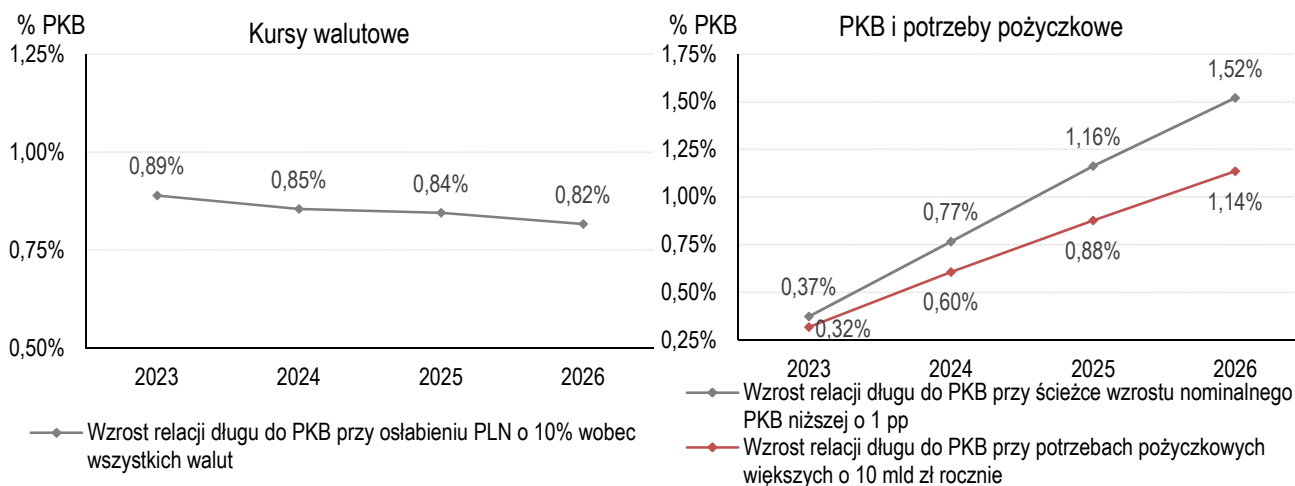
**) Krajowy Fundusz Gwarancyjny, Fundusz Gwarancji Płynnościowych, Fundusz Gwarancji Kryzysowych, Fundusz Kolejowy

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2023 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 66,0 mld zł, tj. 1,99% PKB. W kolejnych latach *Strategia* zakłada, że koszty obsługi długu będą się utrzymywały poniżej 2% PKB.

Wykres 15. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

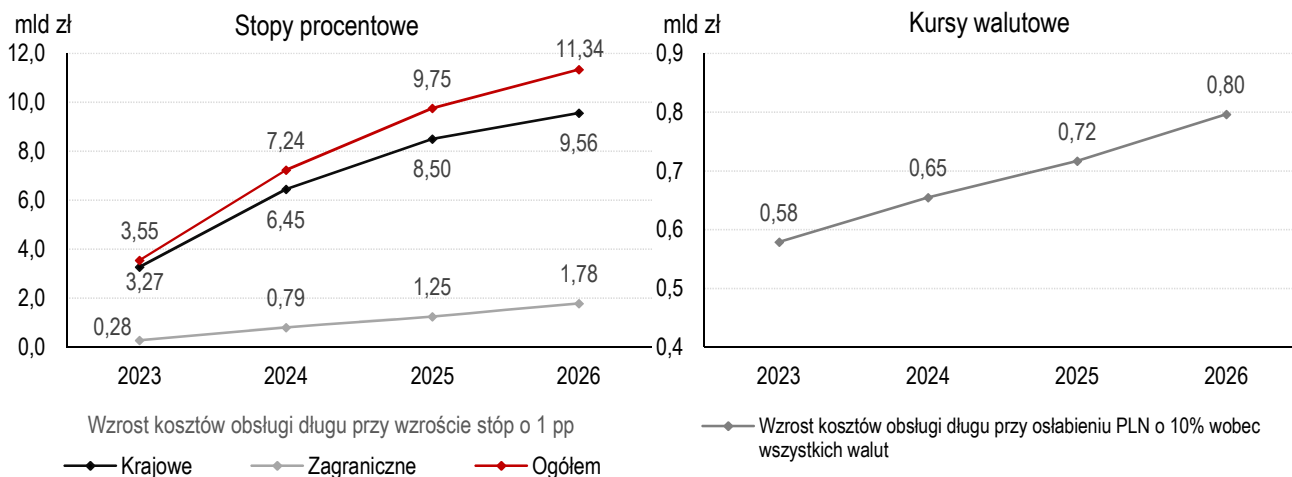


Wykres 16. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń*



*) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2023 r., wrażliwości częściowe przy braku zmian pozostałych założeń.

Wykres 17. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń

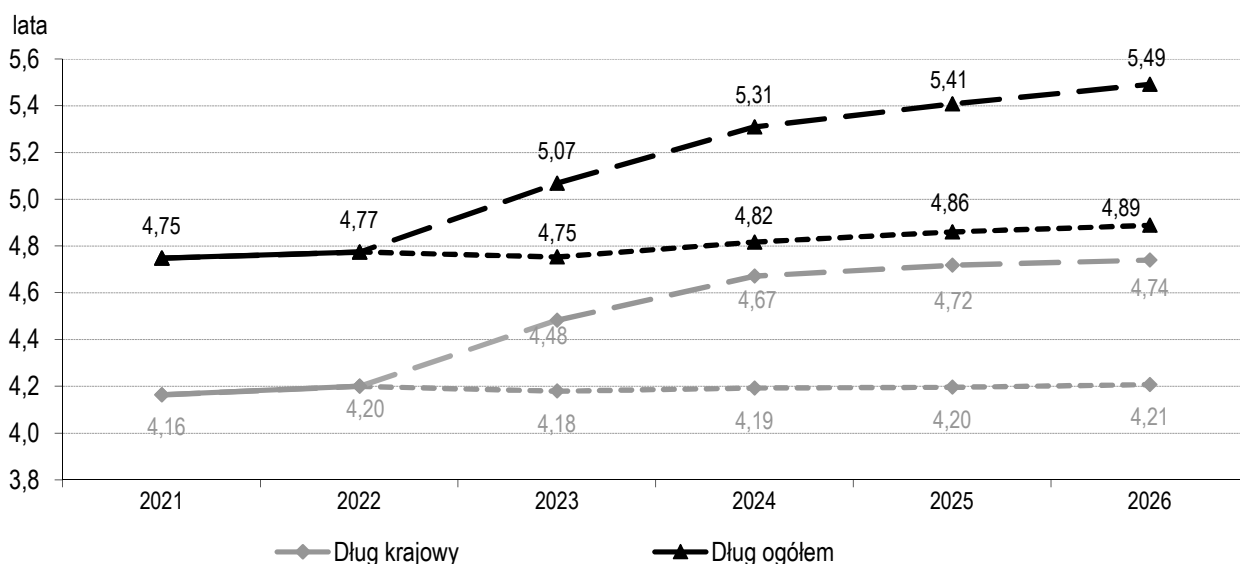


VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

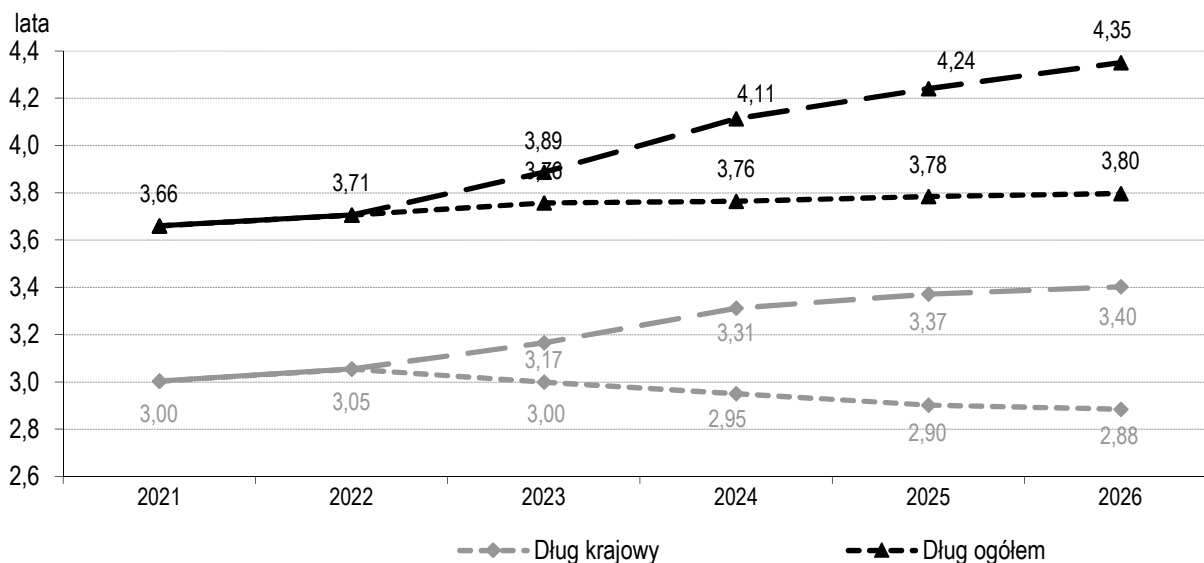
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zakresie ryzyka refinansowania – kierunek zmian średniej zapadalności krajowych SPW będzie zależał od warunków rynkowych, średnia zapadalność w 2026 r. może osiągnąć wartość z przedziału 4,2-4,7 roku, a całego długu SP 4,9-5,5 roku wobec odpowiednio ok. 4,2 oraz ok. 4,8 roku na koniec 2022 r.;
- ryzyko stopy procentowej pozostawać będzie w założonym w *Strategii* przedziale, w zależności od przyjętej struktury finansowania, ATR rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 2,9-3,4 roku wobec ok. 3,0 roku na koniec 2022 r., a długu ogółem ok. 3,8-4,3 roku wobec ok. 3,7 roku na koniec 2022 r., natomiast *duration* rynkowego długu krajowego w przedziale ok. 2,4-3,3 roku wobec ok. 2,7 roku na koniec 2022 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,2-3,8 roku wobec ok. 3,3 roku na koniec 2022 r.;
- udział długu w walutach obcych będzie ograniczany i w horyzoncie *Strategii* spadnie do ok. 19,7% w 2026 r.

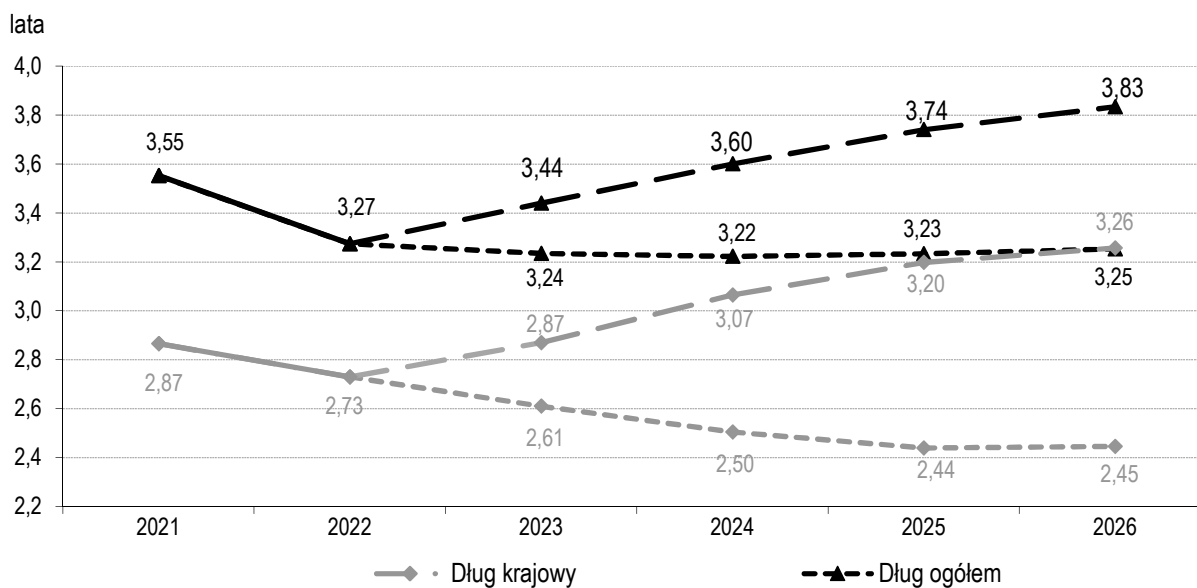
Wykres 18. Średnia zapadalność długu SP



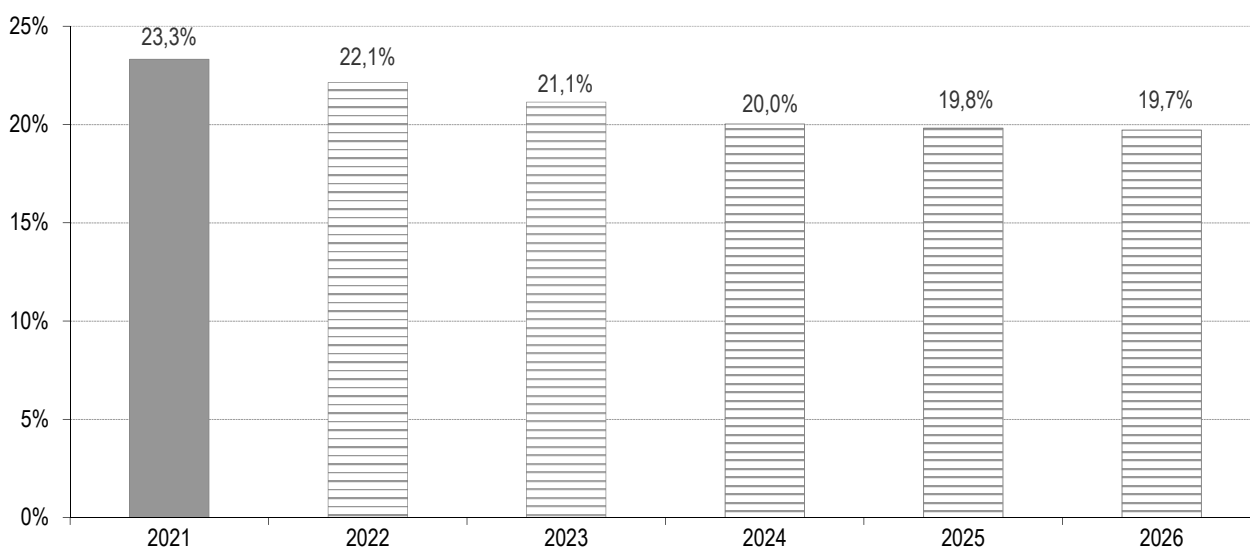
Wykres 19. ATR długu SP



Wykres 20. Duration długu SP



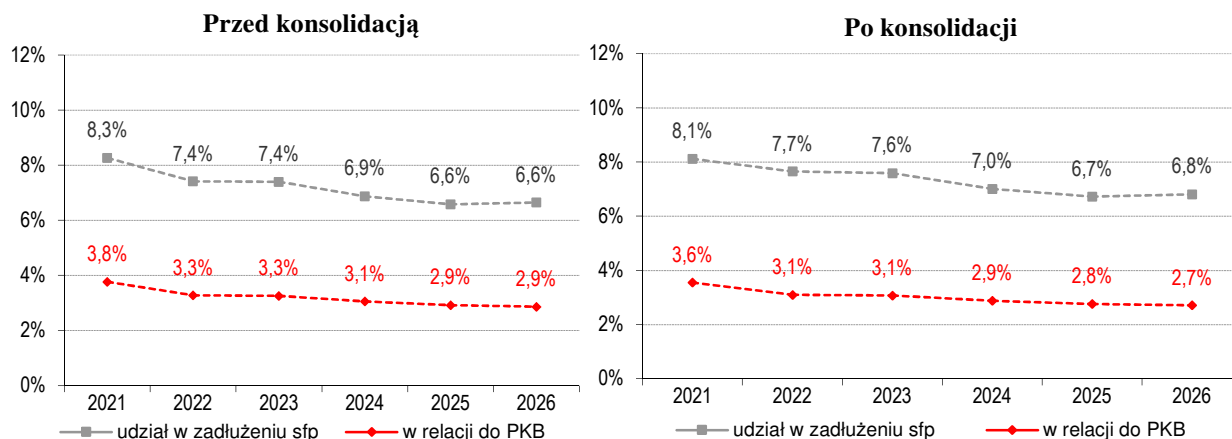
Wykres 21. Udział długu w walutach obcych w długu SP



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

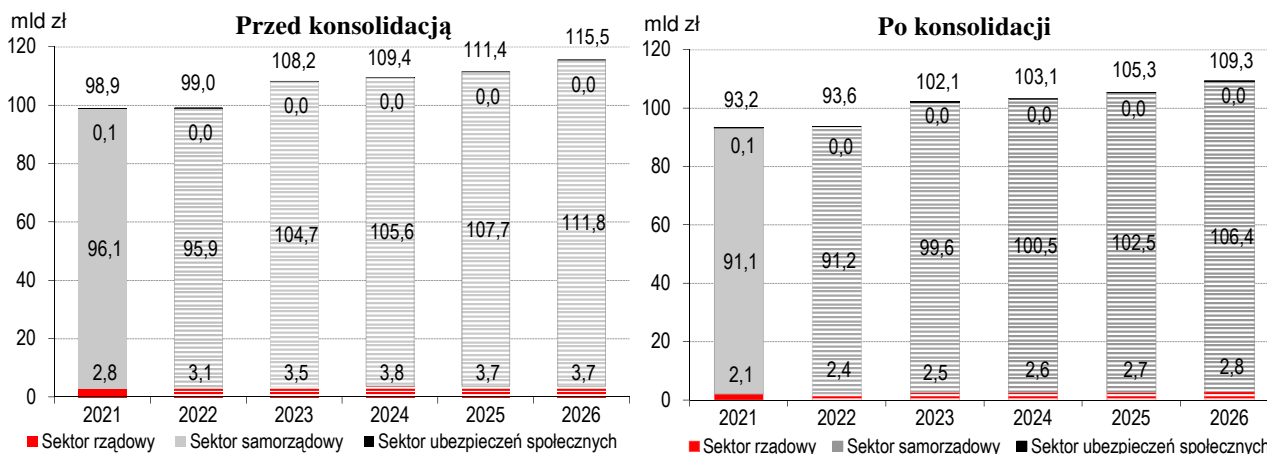
Przy przyjętych założeniach zadłużenie przed konsolidacją pozostałych jednostek sektora w relacji do PKB w horyzoncie *Strategii* spadnie z 3,3% do 2,9%, a zadłużenie po konsolidacji z 3,1% do 2,7%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych po konsolidacji spadnie z 7,7% w 2021 r. do 6,8% w 2026 r.

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 przed konsolidacją wzrosło z 99,0 mld zł w 2022 r. do 115,5 mld zł w 2026 r. Trend ten będzie pochodną głównie zadłużenia JST oraz ich związków. Na poziom długu JST będą miały wpływ reguły dotyczące zaciągania zobowiązań przez te jednostki, w tym indywidualny wskaźnik zadłużenia.

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



VIII.4. Zagrożenia dla realizacji Strategii

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

- odmiennym od zakładanego scenariuszem rozwoju sytuacji makroekonomicznej i budżetowej w Polsce, m.in. związanym z kształtowaniem się inflacji, możliwym dalszym wzrostem stóp procentowych oraz wahaniami kursu walutowego;
- uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
 - wolniejszym od przewidywanego tempem wzrostu światowej gospodarki, wynikającym z sytuacji geopolitycznej, w tym przede wszystkim wojny na Ukrainie, dostępnością i ceną surowców energetycznych oraz potencjalnego dalszego przebiegu pandemii COVID-19;
 - polityką pieniężną głównych banków centralnych, w tym EBC oraz Fed;
 - odpływem kapitału w kierunku rynków bazowych lub innych rynków na skutek np. potencjalnych zawirowań na rynkach finansowych;
- ryzykiem wzrostu relacji długu publicznego do PKB w stosunku do założeń, w związku z:
 - wyższym poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zależnym m.in. od koniunktury w polskiej gospodarce;
 - większym niż zakładany przyrostem zadłużenia innych niż SP podmiotów sektora instytucji rządowych i samorządowych, w szczególności funduszy w BGK;
 - osłabieniem kursu złotego w stosunku do poziomu założonego w *Strategii*;
 - emisją SPW w celu ich przekazywania na realizację zadań na podstawie innych ustaw niż ustawa o finansach publicznych;
 - koniecznością wykonania poręczeń lub gwarancji udzielanych przez podmioty sektora finansów publicznych.

IX. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

IX.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń

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

- udzielać gwarancji i poręczeń na wspieranie inwestycji prorozwojowych, m.in. z zakresu infrastruktury, ochrony środowiska, tworzenia nowych miejsc pracy oraz rozwoju regionalnego, realizowanych także w oparciu o fundusze z UE, jak również na wsparcie innych zadań inwestycyjnych wynikających z ewentualnych nowych programów wsparcia przewidujących udzielanie poręczeń i gwarancji oraz
- ewentualnie kontynuować, w koniecznym zakresie, wykorzystanie gwarancji i poręczeń w celu przeciwdziałania skutkom gospodarczym pandemii COVID-19 i rosyjskiej agresji zbrojnej na Ukrainę.

W ostatnim czasie nastąpiła zmiana uwarunkowań geopolitycznych i gospodarczych. Spowodowała ona wzrost cen paliw, napływ uchodźców wojennych i konieczność wzmoczonego rozwoju sił zbrojnych. W związku z nowymi wyzwaniami, przewiduje się w szczególności udzielanie nowych gwarancji na finansowanie: Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, Funduszu Pomocy (związanego z napływem uchodźców) czy dofinansowania dostaw paliw, w tym gazowych. Wraz z kontynuacją programów inwestycji infrastrukturalnych (finansowanie Krajowego Funduszu Drogowego i inwestycji kolejowych), te nowe czynniki powodują, że na najbliższe lata prognozowany jest znaczny wzrost potencjalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń udzielanych przez Skarb Państwa.

Ponadto, tak samo jak w latach poprzednich, w ramach corocznego limitu budżetowego przewidziano możliwość udzielenia gwarancji związanych z ewentualnymi działaniami, które mogą być podjęte w przypadku pogorszenia warunków działania polskiego systemu finansowego. Dotychczas nie wystąpiła konieczność udzielania tych gwarancji w istotnym zakresie.

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 2022 r. wynoszą (wg danych szacunkowych) 380,8 mld zł wobec 360,5 mld zł na koniec 2021 r. (13,7% PKB) oraz 306,8 mld zł (13,1% PKB) na koniec 2020 r.

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2022 r. wynosiły one 364,4 mld zł, a na koniec 2021 r. 356,3 mld zł (13,6% PKB) wobec 302,9 mld zł w 2020 r. (12,9% PKB). Znaczny wzrost potencjalnych zobowiązań jest głównie wynikiem udzielania gwarancji związanych ze zwalczaniem skutków COVID-19. Gwarancje te wynoszą na koniec I półrocza 2022 r. 242,3 mld zł.

Dotychczasowy portfel nie stwarza istotnych zagrożeń w zakresie poręczeń i gwarancji SP. Na koniec 2021 r. oraz I półrocza 2022 r., ok. 95% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. W szczególności, konstrukcja finansowania gwarancji związanych z COVID-19 minimalizuje ryzyko wypłat z tytułu tych gwarancji. W odniesieniu do nowych prognozowanych gwarancji, możliwy sposób finansowania Funduszy lub przewidywana sytuacja podmiotów również nie powoduje na dzień dzisiejszy istotnego wzrostu prognozowanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń.

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP (stan na 30 czerwca 2022 r.) wynikały z:

- gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego na zasilenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 164,1 mld zł
- gwarancji udzielonych za BGK 90,6 mld zł
w tym na wsparcie KFD 90,1 mld zł
- gwarancji udzielonych za Polski Fundusz Rozwoju S.A. na realizację Programów rządowych w ramach Tarczy Finansowej PFR w związku ze zwalczaniem skutków COVID-19 78,3 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. 16,3 mld zł
- gwarancji wypłat z KFD dla Gdańsk Transport Company S.A 6,5 mld zł
- gwarancji wypłat z KFD dla Autostrady Wielkopolskiej S.A II 5,6 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Intercity S.A. 2,0 mld zł

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

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:							
a) sektor finansów publicznych							
w mld zł	306,8	360,5	486,3	655,2	702,9	740,6	828,2
w relacji do PKB	13,1%	13,7%	16,1%	19,7%	19,6%	19,4%	20,6%
b) Skarb Państwa							
w mld zł	302,9	356,3	469,9	638,8	686,5	724,2	811,8
w relacji do PKB	12,9%	13,6%	15,6%	19,3%	19,2%	19,0%	20,2%
<i>w tym za podmioty z sektora instytucji rządowych i samorządowych</i>	301,0	354,3	409,3	549,5	626,6	685,0	772,8
<i>w relacji do PKB</i>	12,9%	13,6%	13,6%	16,6%	17,5%	18,0%	19,2%

Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć

A. Wykaz skrótów

ATM – średnia zapadalność (*average time to maturity*)
ATR – *average time to refixing*
BFG – Bankowy Fundusz Gwarancyjny
BGK – Bank Gospodarstwa Krajowego
CIRS – *currency interest rate swap*
DSPW – Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
EBC – Europejski Bank Centralny
Fed – System Rezerwy Federalnej w Stanach Zjednoczonych (*the Federal Reserve System*)
FP – Fundusz Pomocy
FPC – Fundusz Przeciwdziałania COVID-19
FWSZ – Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych
JST – jednostki samorządu terytorialnego
JSFP – jednostki sektora finansów publicznych
KE – Komisja Europejska
KFD – Krajowy Fundusz Drogowy
MIF – międzynarodowe instytucje finansowe
NBP – Narodowy Bank Polski
PDP – państwowy dług publiczny
PR – Polski Fundusz Rozwoju
PPK – Pracownicze Plany Kapitałowe
RPP – Rada Polityki Pieniężnej
SFP – sektor finansów publicznych
SP – Skarb Państwa
SRW – stabilizująca reguła wydatkowa
SPW – skarbowe papiery wartościowe
SPZOZ – samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej

B. Słowniczek pojęć

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

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

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

gdzie:

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

Benchmark

1. (*emisja*) duża wartościowo emisja SPW, posiadająca płynny rynek wtórny w danym segmencie zapadalności. Rynkowa wycena emisji benchmarkowej stanowi punkt odniesienia dla poziomu stóp procentowych w tym segmencie. Na elektronicznym rynku TBS Poland funkcjonuje pojęcie emisji bazowych, oznaczające określone przez Ministra Finansów emisje SPW, w szczególności obligacji skarbowych o stałym dochodzie, terminie wykupu nie krótszym niż rok i wartości nominalnej co najmniej 10 mld zł lub emisje SPW sprzedawane na bieżąco na przetargach, które osiągnęły wartość co najmniej 2 mld zł. Przy wyznaczaniu benchmarków na polskiej krzywej dochodowości podawanej w serwisach informacyjnych Refinitiv 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 niezależne umowy: umowa kupna oraz umowa późniejszej odsprzedaży skarbowych papierów wartościowych, po cenach ustalonych w dniu zakupu skarbowych papierów wartościowych.

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

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

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

gdzie:

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

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

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

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

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

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

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

i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s

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

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

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

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

Ryzyko kredytowe – ryzyko, że druga strona transakcji nie wywiąże się, w całości lub w części, ze swojego zobowiązania. Ryzyko to 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 wyniku 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 zwiększą się w wyniku nieadekwatnej do zakresu zadań infrastruktury oraz organizacji i kontroli zarządzania długiem. Ryzyko operacyjne jest najtrudniej mierzalnym spośród rodzajów ryzyka.

Ryzyko płynności budżetu państwa – ryzyko utraty przez budżet państwa zdolności do regulowania bieżących zobowiązań oraz terminowej realizacji wydatków budżetowych. Ograniczanie tego ryzyka wymaga, aby budżet państwa miał dostęp do odpowiednio dużego zasobu płynnych środków finansowych, pozwalających na uniezależnienie od przejściowych zjawisk kryzysowych, uniemożliwiających lub utrudniających pozyskiwanie środków pożyczkowych z rynku finansowego po racjonalnym koszcie.

Zarządzanie tym ryzykiem polega z jednej strony na dążeniu do utrzymywania bezpiecznej rezerwy na odpowiednim poziomie (poprzez doskonalenie procesu planowania i monitorowania płynności budżetu państwa), z drugiej strony na zarządzaniu płynnymi aktywami w taki sposób, aby generowały dochody budżetowe rekompensujące w jak największym stopniu koszty związane z utrzymywaniem określonego, bezpiecznego poziomu płynności.

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

Ryzyko refinansowania – wiąże się z emisją długu w celu sfinansowania wykupu istniejącego zadłużenia. Ryzyko dotyczy zarówno samej zdolności wykupu zapadającego długu, jak i warunków, na których jest on refinansowany (w tym w szczególności kosztów obsługi generowanych przez nowo emitowany dług). Im wyższa kwota wykupu zapadającego długu i im bliższy jej termin, tym większe jest ryzyko związane z jego refinansowaniem.

Na wielkość ryzyka refinansowania wpływa wielkość długu publicznego oraz jego struktura zapadalności. Do ograniczenia ryzyka refinansowania przyczynia się wydłużenie okresu zapadalności długu oraz równomierne rozłożenie wykupów w czasie.

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

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

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

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

gdzie:

t – termin zapadalności,

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

N_t – wyrażony w złotych nominal płatny w chwili t ,

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

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

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

Publikacje dostępne na: <https://www.gov.pl/web/finanse/dlug-publiczny>

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

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
1. Konstytucja RP <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); 	1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej <ul style="list-style-type: none"> poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 126) – określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (<i>Excessive Deficit Procedure</i> - EDP);
2. Ustawa o finansach publicznych <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. 	2. Protokół w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej <ul style="list-style-type: none"> definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%;
	3. Rozporządzenie Rady (WE) nr 479/2009 z dnia 25 maja 2009 r. o stosowaniu Protokołu w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską <ul style="list-style-type: none"> definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych;
	4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (ESA 2010) <ul style="list-style-type: none"> definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych; definicja sektora instytucji rządowych i samorządowych.

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

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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

lub przebudowy dróg krajowych w celu usunięcia zagrożenia bezpieczeństwa w ruchu drogowym, inwestycji w infrastrukturę przeciwpowodziową, systemu elektronicznego poboru opłat za korzystanie z dróg publicznych oraz odszkodowań za nieruchomości przejęte w związku z przygotowaniem i realizacją inwestycji w zakresie dróg publicznych;

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

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

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

II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST

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

- b) wykonane wydatki bieżące mogą być wyższe niż wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych jedynie o kwotę związaną z realizacją wydatków bieżących z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA w przypadku, gdy środki te nie zostały przekazane w danym roku budżetowym;

- c) JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:
 - spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów,
 - pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST,
 - finansowanie planowanego deficytu budżetu JST,
 - wyprzedzające finansowanie zadań finansowych ze środków pochodzących z budżetu UE;

- d) zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe na pokrycie deficytu przejściowego budżetu JST podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane;

- e) JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym:
 - dyskonto od emitowanych przez JST papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej,
 - kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna;

- f) relacja łącznych kwot z tytułu:
 - spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek,
 - wykupów papierów wartościowych emitowanych przez JST wraz z należnymi odsetkami i dyskontem,
 - spłat rat zobowiązań, które wywołują skutki ekonomiczne podobne do umowy pożyczki lub kredytu wraz z należnymi w danym roku odsetkami,
 - potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń oraz gwarancji,

do planowanych dochodów bieżących budżetu JST nie może przekroczyć w danym roku budżetowym oraz w jakimkolwiek roku następującym po roku budżetowym średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich siedmiu lat relacji jej dochodów bieżących pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów ogółem budżetu JST (ograniczenia dotyczące spłat długu JST);

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

- g) ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się do:
 - spłat rat kredytów i pożyczek zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami,
 - wykupów papierów wartościowych emitowanych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami i dyskontem,
 - poręczeń i gwarancji udzielonych samorządowym osobom prawnym realizującym zadania jednostki samorządu terytorialnego w ramach programów finansowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA.

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

- 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 50% ze środków UE, w części odpowiadającej wydatkom na wkład krajowy finansowanych tymi zobowiązaniami;
- h) ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się także do następującej wyłącznie w roku budżetowym, na który uchwalono budżet, wcześniejszej spłaty zobowiązań, która przypadłaby po roku budżetowym, na który uchwalono budżet:
- środkami pochodzącymi z nowego zobowiązania, jeżeli obniża to łączny koszt obsługi długu w całym okresie spłaty,
 - wynikających z posiadania wolnych środków, jako nadwyżki środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu jednostki samorządu terytorialnego, wynikających z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek z lat ubiegłych, środkami z tego tytułu,
 - środkami z tytułu innego niż wymieniony powyżej, w szczególności z posiadanych przychodów z prywatyzacji majątku JST i spłaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych, jeżeli jednostka nie zaciąga zobowiązań na finansowanie planowanego deficytu budżetu.

Tabela 3. Mechanizm korygujący stabilizującej reguły wydatkowej

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych	
Wielkość korekty kwoty wydatków spójnej ze stabilizującą regułą wydatkową, zgodnie z art. 112aa ust. 4, wynosi:	
1.	minus dwa punkty procentowe, jeżeli:
a)	wartość relacji wyniku nominalnego do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 mniejsza od -3%, albo jeżeli
b)	wartość relacji państwowego długu publicznego przeliczonego z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów walut obcych ogłaszanych przez NBP w dni robocze roku budżetowego, pomniejszonego o kwotę wolnych środków, do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 większa od 48%;
2.	minus półtora punktu procentowego, jeżeli:
a)	- wartość relacji wyniku nominalnego do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz - wartość relacji państwowego długu publicznego przeliczonego z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów walut obcych ogłaszanych przez NBP w dni robocze roku budżetowego, pomniejszonego o kwotę wolnych środków, do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 większa od 43%, a nie większa od 48% oraz - prognozowana w uzasadnieniu do projektu ustawy budżetowej na rok n przedłożonego 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*;
b)	- wartość relacji wyniku nominalnego do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz - wartość relacji państwowego długu publicznego przeliczonego z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów walut obcych ogłaszanych przez NBP w dni robocze roku budżetowego, pomniejszonego o kwotę wolnych środków, do produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie większa niż 43% oraz - suma corocznych różnic między wartością relacji wyniku nominalnego do produktu krajowego brutto oraz poziomem średniookresowego celu budżetowego jest w roku n-2 mniejsza od -6% oraz - prognozowana w uzasadnieniu do projektu ustawy budżetowej na rok n przedłożonego 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:
a)	- wartość relacji wyniku nominalnego produktu krajowego brutto jest w roku n-2 nie mniejsza niż -3% oraz - wartość relacji państwowego długu publicznego przeliczonego z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów walut obcych ogłaszanych przez NBP w dni robocze roku budżetowego, pomniejszonego o kwotę wolnych środków, jest w roku n-2 nie większa niż 43% oraz - suma corocznych różnic między wartością relacji wyniku nominalnego do produktu krajowego brutto oraz poziomem średniookresowego celu budżetowego jest w roku n-2 większa od 6% oraz - prognozowana w uzasadnieniu do projektu ustawy budżetowej na rok n przedłożonego Sejmowi dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku n nie jest większa o więcej niż dwa punkty procentowe od wskaźnika średniookresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych*;
4.	zero punktu procentowego – w pozostałych przypadkach.
Wyłączenie zastosowania przepisów dotyczących stabilizującej reguły wydatkowej	
Przepisów stabilizującej reguły wydatkowej nie stosuje się w przypadku:	

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

Wielkość korekty kwoty wydatków spójnej ze stabilizującą regułą wydatkową, zgodnie z art. 112aa ust. 4, wynosi:

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

- jeżeli prognozowana w uzasadnieniu do projektu ustawy budżetowej lub w uzasadnieniu do projektu ustawy zmieniającej ustawę budżetową na rok, na który jest obliczana kwota wydatków roczna dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych jest mniejsza o więcej niż dwa punkty procentowe od wskaźnika średniookresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych określonego w uzasadnieniu do projektu ustawy budżetowej na ostatni rok przedłożonego Sejmowi, w którym nie zostały spełnione warunki określone powyżej.

*wskaźnik średniookresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych to ośmioletnia średnia geometryczna realnych rocznych dynamik wzrostu PKB. Dla roku, dla którego ustalana jest kwota wydatków, oraz roku poprzedzającego ten rok przyjmuje się wartości prognoz budżetowych. Dla pozostałych lat wielkość ta wynika z ogłoszenia Prezesa Głównego Urzędu Statystycznego. W przypadku, kiedy horyzont lat objętych tym wskaźnikiem zawiera rok, w którym zawieszono stosowanie stabilizującej reguły wydatkowej lub rok w ramach klauzuli powrotu po tymczasowym zawieszeniu stosowania stabilizującej reguły wydatkowej, obliczając ten wskaźnik, roczną dynamikę wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych w roku zawieszenia stosowania stabilizującej reguły wydatkowej i w latach klauzuli powrotu do standardowej formuły reguły wydatkowej, zastępuje się wskaźnikiem średniookresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych, określonym w projekcie ustawy budżetowej na ostatni rok, w którym nie zostały spełnione warunki zawieszenia stosowania stabilizującej reguły wydatkowej, przedłożonym Sejmowi.

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

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
1. zakres sektora finansów publicznych	
<ul style="list-style-type: none"> • ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do SFP obejmujący: <ul style="list-style-type: none"> - organy władzy publicznej, w tym organy administracji rządowej, organy kontroli państwowej i ochrony prawa oraz sądy i trybunały; - jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki; - związki metropolitalne; - jednostki budżetowe; - samorządowe zakłady budżetowe; - agencje wykonawcze; - instytucje gospodarki budżetowej; - państwowe fundusze celowe; - Zakład Ubezpieczeń Społecznych i zarządzane przez niego fundusze oraz Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego i fundusze zarządzane przez Prezesa Kasy Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego; - Narodowy Fundusz Zdrowia; - samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej; - uczelnie publiczne; - Polska Akademia Nauk i tworzone przez nią jednostki organizacyjne; - państwowe i samorządowe instytucje kultury; - inne państwowe lub samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, instytutów działających w ramach Sieci Badawczej Łukasiewicz, banków oraz spółek prawa handlowego; - Bankowy Fundusz Gwarancyjny. 	<ul style="list-style-type: none"> • zakres sektora instytucji rządowych i samorządowych¹⁾ został zdefiniowany w ESA 2010²⁾; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, FPC, Fundusz Kolejowy):	

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
<ul style="list-style-type: none"> nie są zaliczane do sektora finansów publicznych; 	<ul style="list-style-type: none"> są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych³⁾;
b) przedsiębiorstwa publiczne nieprowadzące działalności rynkowej w rozumieniu ESA 2010 (np. PKP PLK S.A., Centralny Port Komunikacyjny sp. z o. o., Port Lotniczy Łódź sp. z o.o. oraz jednostki ochrony zdrowia)	
<ul style="list-style-type: none"> nie są zaliczane do sektora finansów publicznych; 	<ul style="list-style-type: none"> są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych;
c) przekierowanie transakcji do sektora instytucji rządowych i samorządowych - transakcje przeprowadzone przez jednostki nienależące do sektora instytucji rządowych i samorządowych mogą być traktowane jako odrębna, zlecona działalność prowadzona w imieniu rządu, co skutkuje wykazywaniem tych transakcji w rachunkach sektora instytucji rządowych i samorządowych, np. Tarcza finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju	
<ul style="list-style-type: none"> nie jest częścią finansów publicznych 	<ul style="list-style-type: none"> jest częścią rachunków sektora instytucji rządowych i samorządowych
2. tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego	
<ul style="list-style-type: none"> papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi); kredyty i pożyczki; przyjęte depozyty; zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone); 	<ul style="list-style-type: none"> papiery wartościowe; pożyczki; gotówka i depozyty;
<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 określenie zakresu sektora *instytucji rządowych i samorządowych* jest Główny Urząd Statystyczny. Lista jednostek sektora według stanu na 31 grudnia 2017 r. jest dostępna na stronie internetowej GUS: https://stat.gov.pl/download/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5483/6/8/1/lista_jednostek_sektora_instytucji_rzadowych_i_samorzadowych_s.13.xlsx
- Zgodnie z ESA2010 (rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej) jednostka klasyfikowana jest do sektora instytucji rządowych i samorządowych, jeśli nie stanowi odrębnej jednostki instytucjonalnej lub jest oddzielną jednostką instytucjonalną kontrolowaną przez sektor instytucji rządowych i samorządowych i nie prowadzi działalności rynkowej. Zdolność do prowadzenia działalności rynkowej jest sprawdzana głównie za pomocą zwykłego kryterium ilościowego, tzn. jeżeli wskaźnik przychodów ze sprzedaży do kosztów produkcji wynosi powyżej 50%, jednostka ta jest z zasady rynkowa. Jednakże, w celu podjęcia decyzji dotyczącej tego, czy producent, który działa pod kontrolą sektora instytucji rządowych i samorządowych, jest jednostką rynkową, należy uwzględnić również kryteria jakościowe.
- Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsiębiorstw związanych z budową infrastruktury, po spełnieniu określonych kryteriów w zadłużeniu sektora instytucji rządowych i samorządowych mogą być ujmowane także nakłady inwestycyjne poniesione przez podmioty spoza sektora realizujące inwestycje tego typu (imputed loan = pożyczka przypisana).
- Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie lub nadwyżce) sektora instytucji rządowych i samorządowych.
- Warunki zaliczenia zrestrukturyzowanych bądź zrefinansowanych kredytów handlowych do kategorii pożyczki zawarte są w decyzji Eurostatu z dnia 31 lipca 2012 r. *The statistical recording of some operations related to trade credits incurred by government units.*

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

Tabela 5. Wynik oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych¹⁾ i rentowność obligacji 10-letnich²⁾ w UE w latach 2020–2021

	2020			2021		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	-10,2	206,3	1,27	-7,4	193,3	0,88
Włochy	-9,6	155,3	1,17	-7,2	150,8	0,81
Portugalia	-5,8	135,2	0,41	-2,8	127,4	0,30
Hiszpania	-10,3	120,0	0,38	-6,9	118,4	0,35
Francja	-8,9	114,6	-0,15	-6,5	112,9	0,01
Belgia	-9,0	112,8	-0,15	-5,5	108,2	-0,01
Cypr	-5,8	115,0	0,88	-1,7	103,6	0,37
Strefa euro	-7,1	97,2	0,06	-5,1	95,6	0,07
Unia Europejska	-6,8	90,0	0,32	-4,7	88,1	0,39
Austria	-8,0	83,3	-0,22	-5,9	82,8	-0,09
Chorwacja	-7,3	87,3	0,83	-2,9	79,8	0,45
Węgry	-7,8	79,6	2,22	-6,8	76,8	3,06
Słowenia	-7,8	79,8	0,08	-5,2	74,7	0,07
Niemcy	-4,3	68,7	-0,51	-3,7	69,3	-0,37
Finlandia	-5,5	69,0	-0,22	-2,6	65,8	-0,09
Słowacja	-5,5	59,7	-0,04	-6,2	63,1	-0,08
Malta	-9,5	53,4	0,48	-8,0	57,0	0,50
Irlandia	-5,1	58,4	-0,06	-1,9	56,0	0,06
Polska	-6,9	57,1	1,50	-1,9	53,8	1,95
Holandia	-3,7	54,3	-0,38	-2,5	52,1	-0,33
Rumunia	-9,3	47,2	3,89	-7,1	48,8	3,62
Łotwa	-4,5	43,3	-0,06	-7,3	44,8	0,00
Litwa	-7,3	46,6	0,22	-1,0	44,3	0,16
Czechy	-5,8	37,7	1,13	-5,9	41,9	1,90
Dania	-0,2	42,1	-0,36	2,3	36,7	-0,06
Szwecja	-2,7	39,6	-0,04	-0,2	36,7	0,27
Bułgaria	-4,0	24,7	0,25	-4,1	25,1	0,19
Luksemburg	-3,4	24,8	-0,41	0,9	24,4	-0,36
Estonia	-5,6	19,0	-0,03	-2,4	18,1	0,06

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

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

Tabela 6. Ocena kredytowa (rating) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE wg stanu na 15 września 2022 r.

Kraj	Standard&Poor's	Fitch	Moody's
Austria	AA+	AA+	Aa1
Belgia	AA	AA-	Aa3
Bułgaria	BBB	BBB	Baa1
Chorwacja	BBB-	BBB+	Baa2
Cypr	BBB-	BBB-	Ba1
Czechy	AA-	AA-	AA3
Dania	AAA	AAA	Aaa
Estonia	AA-	AA-	A1
Finlandia	AA+	AA+	Aa1
Francja	AA	AA	Aa2
Grecja	BB+	BB	Ba3
Hiszpania	A	A-	Baa1
Holandia	AAA	AAA	Aaa
Irlandia	AA-	AA-	A1
Litwa	A	A	A2
Luksemburg	AAA	AAA	Aaa
Łotwa	A	A-	A3
Malta	A-	A+	A2
Niemcy	AAA	AAA	Aaa
Polska	A-	A-	A2
Portugalia	BBB	BBB	Baa2
Rumunia	BBB-	BBB-	Baa3
Słowacja	A+	A	A2
Słowenia	AA-	A	A3
Szwecja	AAA	AAA	Aaa
Węgry	BBB	BBB	Baa2
Wielka Brytania	AA	AA-	Aa3
Włochy	BBB	BBB	Baa3

Zródło: Refinitiv

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2011 – VI 2022

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	VI 2022
1. Dług Skarbu Państwa												
a) w mld zł	771,1	793,9	838	779,9	834,6	928,7	928,5	954,3	973,3	1 097,5	1 138,0	1 198,8
krajowy*	524,7	543,0	584,3	503,1	543,3	609,2	644,5	674,4	716,5	831,5	872,7	935,3
zagraniczny*	246,4	250,9	253,8	276,9	291,3	319,5	283,9	279,8	256,9	266,0	265,4	263,5
b) w relacji do PKB	49,3%	48,9%	50,9%	45,6%	46,3%	49,8%	46,7%	45,0%	42,4%	46,9%	43,4%	-
2. Państwowy dług publiczny												
a) w mld zł	815,3	840,5	882,3	826,8	877,3	965,2	961,8	984,3	990,9	1 111,8	1 148,6	1 175,3
b) w relacji do PKB	52,1%	51,8%	53,6%	48,3%	48,7%	51,8%	48,3%	46,4%	43,2%	47,5%	43,8%	-
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (definicja UE)												
a) w mld zł	856,6	883,5	931,1	873,9	923,4	1 010,0	1 007,2	1 035,8	1 046,0	1 336,6	1 410,5	1 453,5
b) w relacji do PKB	54,7%	54,4%	56,5%	51,1%	51,3%	54,2%	50,6%	48,8%	45,6%	57,1%	53,8%	-

*) Wg kryterium miejsca emisji.

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2011 – VI 2022

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	VI 2022
1. Produkt krajowy brutto												
w mld zł	1 565,3	1 623,4	1 646,7	1 711,2	1 801,1	1 863,5	1 989,8	2 121,6	2 293,2	2 339,0	2 622,2	-
2. Kursy walutowe (na koniec okresu)												
a) EUR	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,68
b) USD	3,42	3,1	3,01	3,51	3,9	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,48

Źródło: GUS, NBP.