



Ministerstwo  
Finansów

# STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH w latach 2025-2028

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2024 r.

ul. Świętokrzyska 12  
00-916 Warszawa

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

[www.gov.pl/finanse](http://www.gov.pl/finanse)



## Spis treści

1.	Wprowadzenie.....	5
2.	Wielkość długu publicznego i kosztów jego obsługi .....	8
3.	Ocena realizacji celu Strategii w 2023 r. i w I połowie 2024 r.....	13
3.1.	Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów.....	13
3.2.	Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW .....	19
3.3.	Ograniczenia związane z ryzykiem.....	21
4.	Uwarunkowania Strategii.....	23
4.1.	Uwarunkowania makroekonomiczne Strategii .....	23
4.2.	Uwarunkowania międzynarodowe.....	23
4.3.	Krajowy rynek SPW.....	24
4.3.1.	Banki krajowe.....	26
4.3.2.	Krajowi inwestorzy pozabankowi.....	27
4.3.3.	Inwestorzy zagraniczni.....	29
4.4.	Reforma wskaźników referencyjnych .....	29
5.	Cel Strategii.....	31
6.	Zadania Strategii .....	34
6.1.	Zapewnianie płynności rynku SPW .....	34
6.2.	Zapewnianie efektywności rynku SPW .....	34
6.3.	Zapewnianie przejrzystości rynku SPW .....	35
6.4.	Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa.....	35
7.	Oddziaływanie na dług sektora finansów publicznych .....	37
7.1.	Zmiany w regulacjach w zakresie zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego oraz nadzorowane lub kierowane przez nie jednostki sektora finansów publicznych.....	37
7.2.	Stabilizująca reguła wydatkowa.....	39
7.3.	Fundusze zarządzane przez Bank Gospodarstwa Krajowego zaliczone do sektora instytucji rządowych i samorządowych .....	40
8.	Przewidywane efekty realizacji Strategii .....	42
8.1.	Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu.....	42
8.2.	Struktura długu Skarbu Państwa .....	45
8.3.	Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa.....	47
8.4.	Zagrożenia dla realizacji Strategii .....	48
9.	Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych .....	49
9.1.	Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń .....	49
9.2.	Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń.....	49
Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć.....		51
Aneks 2. Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku SPW.....		56
Aneks 3. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE .....		57
Aneks 4. Wybrane dane statystyczne dotyczące finansów publicznych i wiarygodności kredytowej w Polsce i UE .....		64



# 1. Wprowadzenie

Zgodnie z art. 75 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2023 r. poz. 1270, z późn. zm., dalej: ustawa 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 dokumentach poświęconych programowi gospodarczemu rządu, w szczególności w corocznie aktualizowanym uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej oraz, w roku bieżącym, w średniookresowym planie budżetowo-strukturalnym, który po przyjęciu przez Radę Ministrów zostanie do 15 października br. przekazany Komisji Europejskiej i Radzie Ecofin);
- w węższym znaczeniu oznacza sposób finansowania potrzeb pożyczkowych państwa oraz kształtowanie struktury długu, w szczególności poprzez wybór rynków, instrumentów i terminów emisji.

Tabela 1. Dług publiczny – podsumowanie prognoz Strategii

Wyszczególnienie	2023	2024	2025 wg limitów	2025	2026	2027	2028
<b>1. Państwowy dług publiczny</b>							
w relacji do PKB	38,9%	43,3%	47,9%	47,1%	48,1%	48,6%	48,3%
<b>2. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*</b>							
w relacji do PKB	36,4%	40,7%	46,7%	45,8%	47,0%	47,5%	47,2%
<b>3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych</b>							
w relacji do PKB	49,6%	54,6%	59,8%	58,4%	60,9%	61,3%	61,2%

\*) 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.

Prognoza na lata 2025-2028 została przygotowana przy założeniu corocznego dostosowania fiskalnego umożliwiającego przestrzeganie ustalonej ścieżki wydatków netto zgodnie z wymogami rozporządzenia UE dotyczącego średniookresowych planów budżetowo-strukturalnych oraz założeniami średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego.

Przy przyjętych założeniach prognozowana relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniesie 43,3% w 2024 r. i 47,1% w 2025 r., następnie będzie wzrastała do 48,6% w 2027 r., a w ostatnim roku prognozy obniży się do 48,3%. W horyzoncie *Strategii* relacja państwowego długu publicznego do PKB pozostanie bezpiecznie poniżej progu ostrożnościowego 55% określonego w ustawie o finansach publicznych.

Prognozowana relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE, dług EDP) do PKB wyniesie 54,6% w 2024 r. i 58,4% w 2025 r., następnie wzrośnie do 61,3% w 2027 r., a w 2028 r. obniży się do 61,2%. Wartość referencyjna relacji długu EDP do PKB na poziomie 60% zostanie przekroczona w 2026 r.

Przy założeniu pełnego wykonania limitu deficytu zapisanego w projekcie ustawy budżetowej na rok 2025 relacja do PKB państwowego długu publicznego wyniosłaby w 2025 r. 47,9%, a długu sektora instytucji rządowych i samorządowych 59,8% PKB.

Tabela 2. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa – podsumowanie prognoz Strategii

Wyszczególnienie	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa* (kasowe)</b>						
a) w mld zł	61,7	66,5	75,5	90,6 - 91,8	102,5 - 103,9	106,8 - 108,2
b) w relacji do PKB	1,81%	1,83%	1,90%	2,14% - 2,16%	2,29% - 2,32%	2,26% - 2,29%

\*) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2026-28 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2025 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 75,5 mld zł, tj. 1,9% PKB. Strategia zakłada, że koszty obsługi długu wzrosną do ok. 2,3% PKB w latach 2027-2028.

Niniejsza Strategia stanowi kontynuację dotychczasowych dokumentów. Utrzymany został cel minimalizacji kosztów obsługi długu przy ograniczeniach na ryzyko, jednak został on przeformułowany tak, aby wprost odwoływał się do nadrzędnego dla zarządzania długiem aspektu sfinansowania planowanych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Obecnie cel Strategii sformułowany został jako sfinansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sposób zapewniający minimalizację 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 2025-2028 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 i dolara amerykańskiego;

- będzie miało miejsce dążenie do osiągnięcia średniej zapadalności krajowego długu SP na poziomie zbliżonym do 4,5 roku oraz utrzymana zostanie średnia zapadalność całego długu SP na poziomie co najmniej 5 lat, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyleń wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych.

*Strategia* zawiera cztery aneksy, w tym słowniczek wybranych skrótów.

## 2. Wielkość długu publicznego i kosztów jego obsługi

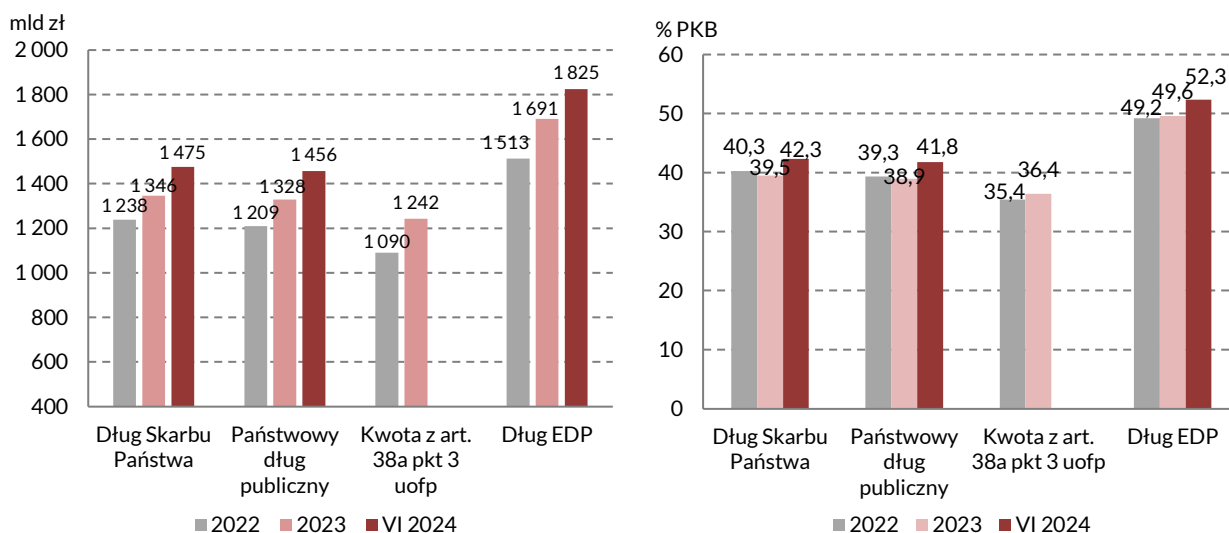
W 2023 r. państwowy dług publiczny (tj. dług publiczny wg definicji krajowej) wyniósł 1 328,1 mld zł, co oznaczało wzrost o 118,6 mld zł w porównaniu z końcem 2022 r. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (tj. dług publiczny wg definicji UE) wyniósł 1 691,2 mld zł i był o 178,4 mld zł wyższy w porównaniu z końcem 2022 r.

Relacje długu publicznego do PKB w 2023 r.:

- relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniosła 38,9% wobec 39,3% na koniec 2022 r. (spadek o 0,4 pkt proc.);
- 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 2023 r. ukształtowała się na poziomie 36,4% PKB wobec 35,4% PKB na koniec 2022 r.;
- relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wyniosła 49,6% wobec 49,2% na koniec 2022 r. (wzrost o 0,4 pkt proc.) i była znacznie niższa od relacji dla całej Unii Europejskiej (81,7% PKB) oraz strefy euro (88,6% PKB)<sup>1</sup>.

W pierwszym półroczu 2024 r. relacje PDP i długu EDP do PKB wzrosły odpowiednio o 2,8 pkt proc. i 2,7 pkt proc. do 41,8% i 52,3%.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego



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

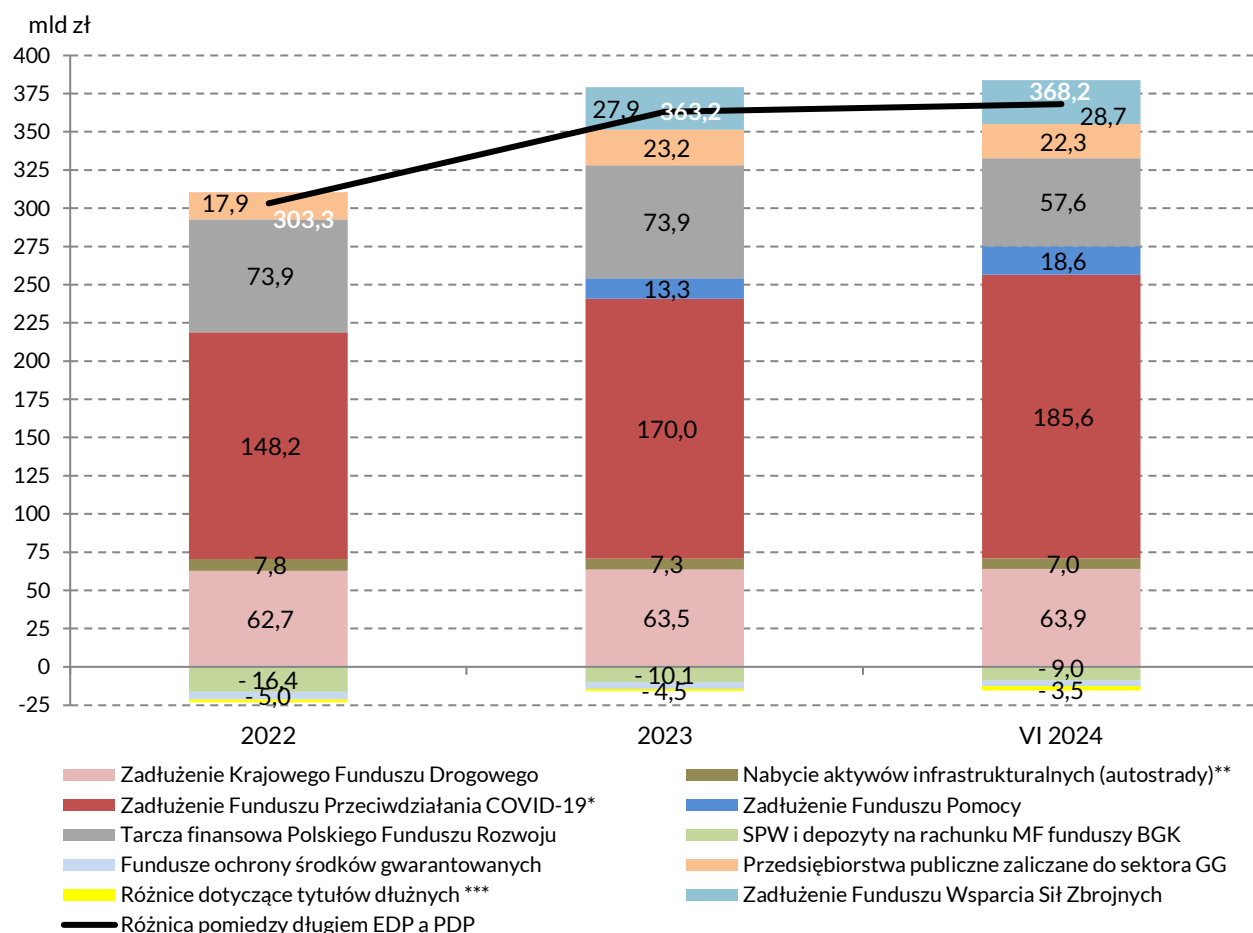
- innego zakresu jednostek należących do sektora finansów publicznych, w tym m.in. zaliczenia do sektora wg definicji UE Krajowego Funduszu Drogowego (KFD), Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (FPC), Funduszu Pomocy (FP) i Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych (FWSZ), których zadłużenie powiększa dług sektora;

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



- przekierowania transakcji do sektora instytucji rządowych i samorządowych, w tym Tarczy Finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) – obligacje wyemitowane na sfinansowanie Tarczy powiększają dług EDP;
- różnic dotyczących tytułów dłużnych, głównie zobowiązań wymagalnych jednostek, które są traktowane jako dług publiczny wg definicji krajowej, a nie są do niego zaliczane wg definicji UE.

Wykres 2. Różnice pomiędzy wielkością długu 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 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, Funduszu Pomocy oraz zaciągania zobowiązań na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, a także wykupu obligacji wyemitowanych przez PFR na sfinansowanie Tarczy Finansowej.

Wzrost długu Skarbu Państwa w 2023 r. o 107,7 mld zł był wypadkową:

- potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa (+137,6 mld zł) wynikających głównie z deficytu budżetu państwa w wysokości 85,6 mld zł, konsolidacji zarządzania płynnością (+38,2 mld zł) oraz zarządzania środkami europejskimi (+14,3 mld zł);
- zmniejszenia stanu środków na rachunkach budżetowych (-17,7 mld zł);
- przekazania obligacji na podstawie innych ustaw niż ustawa o finansach publicznych (+21,6 mld zł);
- różnic kursowych (-24,5 mld zł);
- zmiany pozostałego zadłużenia SP (-14,8 mld zł), w tym: spadku depozytów od jednostek sektora finansów publicznych (-14,3 mld zł) i jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych (-6,7 mld zł) w ramach konsolidacji zarządzania płynnością przy wzroście pożyczek udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych (+5,0 mld zł).

W I połowie 2024 r. wzrost długu SP o 128,8 mld zł był wypadkową przede wszystkim:

- potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa (+61,3 mld zł), wynikających głównie z deficytu budżetu państwa w wysokości 69,9 mld zł, finansowania deficytu budżetu środków europejskich (+3,0 mld zł), salda pożyczek udzielonych (+3,0 mld zł) oraz konsolidacji zarządzania płynnością (-4,4 mld zł) i zarządzania środkami europejskimi (-9,9 mld zł);
- przyrostu stanu środków na rachunkach budżetowych (+54,9 mld zł);
- przekazania obligacji (+6,8 mld zł);
- różnic kursowych (-0,5 mld zł);
- zmiany pozostałego zadłużenia SP (-1,8 mld zł), w tym spadku depozytów jednostek sektora finansów publicznych (-1,3 mld zł) oraz jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych (-0,6 mld zł) w ramach konsolidacji zarządzania płynnością.

Na 13 września 2024 r. stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto 2024 r. według ustawy budżetowej wyniósł ok. 90%, a według przewidywanego wykonania 2024 r. w projekcie ustawy budżetowej na rok 2025, poziom tego sfinansowania wyniósł ok. 95%.

Tabela 3. Przyczyny wzrostu długu SP w 2023 r. i w I połowie 2024 r. (w mld zł)

Wyszczególnienie	2023	I-VI 2024
<b>Przyrost długu Skarbu Państwa</b>	107,7	128,8
<b>1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa:</b>	137,6	61,3
1.1. Deficyt budżetu państwa	85,6	69,9
1.2. Deficyt budżetu środków europejskich	-1,0	3,0
1.3. Saldo konsolidacji zarządzania płynnością	38,2	-4,4
1.4. Zarządzanie środkami europejskimi	14,3	-9,9
1.5. Saldo pożyczek udzielonych	0,0	3,0
1.6. Pozostałe potrzeby pożyczkowe <sup>1)</sup>	0,4	-0,4
<b>2. Pozostałe zmiany:</b>	-29,8	67,6
2.1. Różnice kursowe	-24,5	-0,5
2.2. Zmiana stanu na rachunkach budżetowych	-17,7	54,9
2.3. Przekazanie obligacji	21,6	6,8
2.4. Dyskonto od SPW i indeksacja SPW	5,6	8,2

2.5. Zmiana pozostałego długu Skarbu Państwa	-14,8	-1,8
• Depozyty JSFP <sup>2)</sup>	-14,3	-1,3
• Depozyty JSGG <sup>3)</sup>	-6,7	-0,6
• Pozostałe depozyty <sup>4)</sup>	1,2	0,1
• Pożyczki udzielone przez JSFP <sup>5)</sup>	5,0	0,0
• Pozostałe zadłużenie SP	-0,1	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 JSFP posiadających osobowość prawną, bez wpływu na państwowy dług publiczny ze względu na eliminację wzajemnych zobowiązań JSFP.

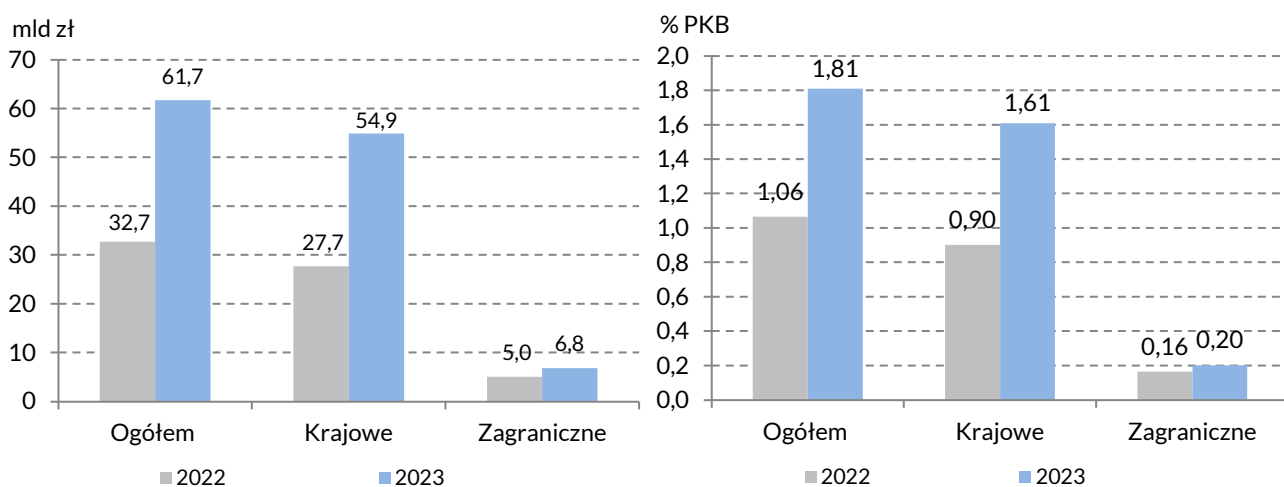
3) Depozyty od jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych nienależących do SFP, bez wpływu na dług EDP (definicja UE).

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

5) Pożyczka Funduszu Solidarnościowego (FS) z Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD), bez wpływu na państwowy dług publiczny ze względu na eliminację wzajemnych zobowiązań JSFP.

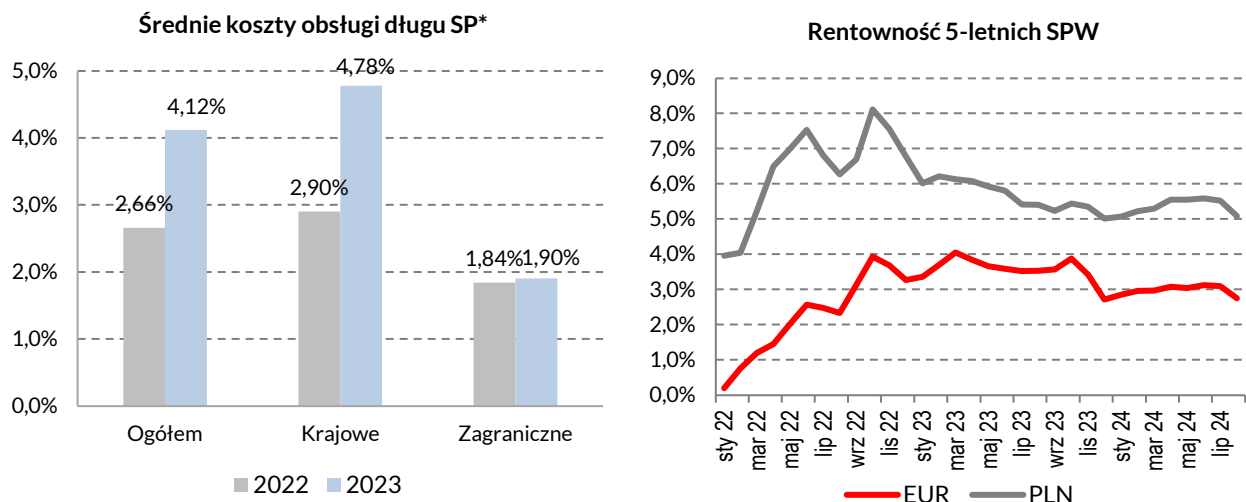
W 2023 r. miał miejsce wzrost kasowych kosztów obsługi długu SP w ujęciu nominalnym do 61,7 mld zł z 32,7 mld zł w 2022 r. (w tym długu krajowego z 27,7 mld zł do 54,9 mld zł) przy jednoczesnym wzroście dochodów z tytułu emisji długu (premii i odsetek) z 1,3 mld zł w 2022 r. do 9,3 mld zł w 2023 r. Relacja kosztów obsługi długu do PKB również wzrosła – do 1,81% w 2023 r. z 1,06% w 2022 r. Koszty obsługi długu zagranicznego były niższe niż krajowego, co wynikało z mniejszego udziału długu zagranicznego w długu SP oraz niższego oprocentowania.

Wykres 3. Koszty obsługi długu SP



Średnie koszty obsługi długu ogółem (uwzględniające dochody z tytułu sprzedaży SPW) wzrosły z 2,66% w 2022 r. do 4,12% w 2023 r., w tym długu krajowego z 2,90% do 4,78%. Wynikało to ze wzrostu bieżącego kosztu finansowania rynkowego oraz poziomu kosztów obsługi długu zaciąganego w przeszłości.

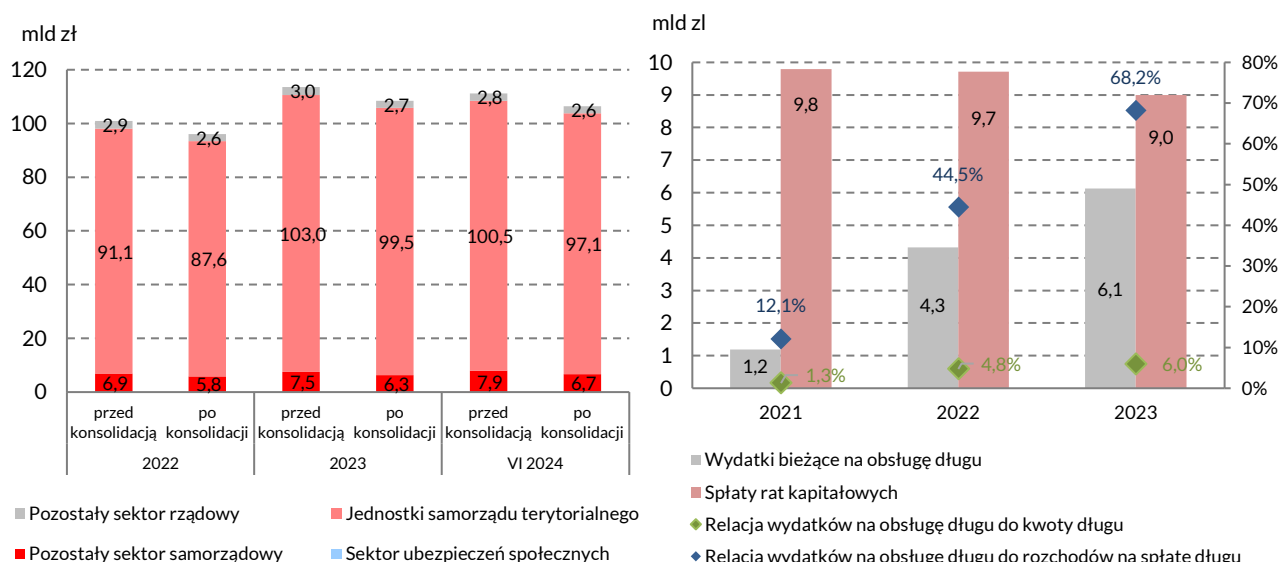
Wykres 4. Rynkowe stopy procentowe a średnie koszty obsługi długu SP



\*) 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.

Największy udział w zadłużeniu innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych stanowiło zadłużenie sektora samorządowego, w szczególności dług jednostek samorządu terytorialnego (JST) i ich związków. W 2023 r. nieskonsolidowany dług JST i ich związków wzrósł o 11,9 mld zł i wyniósł 103,0 mld zł. Dług tych jednostek skonsolidowany w ramach sektora finansów publicznych wzrósł do 99,5 mld zł. W pierwszym półroczu 2024 r. zadłużenie JST i ich związków spadło odpowiednio o 2,5 mld zł przed konsolidacją i o 2,3 mld zł po konsolidacji.

Wykres 5. Wielkość zadłużenia innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji oraz wskaźniki dotyczące sytuacji finansowej JST



### 3. Ocena realizacji celu *Strategii* w 2023 r. i w I połowie 2024 r.

W 2023 r. i w I połowie 2024 r. zarządzanie długiem Skarbu Państwa odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2023-2026*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2022 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2024-2027*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2023 r. i jej aktualizacji przyjętej przez Radę Ministrów w grudniu 2023 r.

Oba dokumenty definiowały ten sam cel zarządzania długiem Skarbu Państwa, 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.

#### 3.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów

Zgodnie z założeniami *Strategii* głównym źródłem pozyskiwania środków na finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostał rynek krajowy. W 2023 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 218,6 mld zł. Na rynkach zagranicznych zaciągnięto zobowiązania o wartości nominalnej 66,5 mld zł, z czego 45,9 mld zł stanowiły zobowiązania z tytułu emisji obligacji, 1,1 mld zł kredyty zaciągnięte w międzynarodowych instytucjach finansowych, a 19,5 mld zł otrzymano z długoterminowej pożyczki z UE.

W I połowie 2024 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 178,4 mld zł, a zaciągnięte zobowiązania na rynkach zagranicznych wyniosły 63,4 mld zł (głównie emisje zagraniczne obligacji).

Tabela 4. Sprzedaż SPW na rynku krajowym i zagranicznym oraz kredyty i pożyczki wg wartości nominalnej

Instrumenty	2022		2023		I-VI 2024	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Krajowe SPW	161,3	78,1	218,6	76,7	178,4	73,8
Zagraniczne SPW	22,8	11,1	45,9	16,1	47,6	19,7
Kredyty z MIF	8,1	3,9	1,1	0,4	0,3	0,1
Pożyczki z UE	14,2	6,9	19,5	6,8	15,5	6,4

Wśród instrumentów emitowanych na rynku krajowym dominowały papiery hurtowe przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych (w 2023 r. stanowiły 77,7% wartości łącznej sprzedaży, a w I połowie 2024 r. 78,3%), przy wysokim udziale obligacji oszczędnościowych (w 2023 r. 22,3%, a w połowie 2024 r. 21,7%).

W strukturze sprzedaży rynkowych SPW oferowanych na rynku pierwotnym w 2023 r. i w I połowie 2024 r. przeważały papiery średnio- i długoterminowe (o terminie zapadalności powyżej 4 lat), choć udział tych papierów w sprzedaży zmniejszył się z 89,6% w 2022 r. do 84,1% w I połowie 2024 r. W przypadku obligacji oszczędnościowych największy udział w sprzedaży posiadały papiery krótko- i średnioterminowe (o zapadalności do 4 lat), przy czym udział obligacji o zapadalności 2-4 lata zwiększył się jeszcze w I połowie 2024 r. do 64,1% (44,3% w 2022 r.).

Tabela 5. Sprzedaż SPW na rynku krajowym wg terminów zapadalności

Instrumenty	2022	2023	I-VI 2024
<b>SPW rynkowe</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Bony skarbowe	0,0%	0,0%	0,0%
Obligacje o terminie zapadalności do 4 lat	10,4%	12,8%	15,9%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat do 6 lat	55,2%	66,1%	56,0%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 6 lat	34,4%	21,1%	28,1%
<b>Obligacje oszczędnościowe</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Obligacje o terminie zapadalności do 2 lat	44,4%	27,0%	26,8%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 2 lat do 4 lat	44,3%	60,0%	64,1%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat	11,2%	13,0%	9,1%

Największy udział w strukturze sprzedaży krajowych SPW na rynku hurtowym pod względem rodzaju oprocentowania utrzymały papiery o stałym oprocentowaniu, przy relatywnie wysokim, choć malejącym udziale instrumentów o oprocentowaniu zmiennym (spadek z 30,8% w 2022 r. do 27,1% w I połowie 2024 r.). Spore zainteresowanie nową emisją obligacji indeksowanych inflacją na rynku hurtowym (pierwsza emisja obligacji IZ0836 w czerwcu br.) spowodowało, że udział tych papierów na koniec I połowy 2024 r. wyniósł 1,7%. W przypadku obligacji oszczędnościowych pierwsza połowa 2024 r. przyniosła zmianę dotychczasowych preferencji nabywców tych obligacji, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście udziału obligacji o stałym oprocentowaniu w strukturze sprzedaży (do 44,1% z 18,3% w 2022 r.) kosztem spadku udziału obligacji o oprocentowaniu zmiennym opartym o inflację (do 30,6% z 53,5% w 2022 r.).

Tabela 6. Sprzedaż SPW na rynku krajowym wg rodzaju oprocentowania

Instrumenty	2022	2023	I-VI 2024
<b>SPW rynkowe</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Obligacje o oprocentowaniu stałym	62,8%	57,7%	62,1%
Obligacje zerokuponowe	6,3%	12,3%	9,0%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym	30,8%	30,1%	27,1%
Obligacje o nominale indeksowanym inflacją	0,0%	0,0%	1,7%
Bony skarbowe	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Obligacje oszczędnościowe</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Obligacje o oprocentowaniu stałym	18,3%	20,1%	44,1%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym opartym o inflację	53,5%	54,6%	30,6%
Pozostałe obligacje o oprocentowaniu zmiennym	28,2%	25,3%	25,2%

Na rynkach zagranicznych w omawianym okresie przeprowadzono pięć emisji benchmarkowych na rynku euro o łącznej wartości nominalnej 8,5 mld EUR i pięć emisji na rynku amerykańskim o łącznej wartości nominalnej 13,0 mld USD.

Ponadto, w listopadzie 2023 r. przeprowadzono pierwszą od 10 lat emisję obligacji nominowanych w JPY na rynku japońskim. Wyemitowano trzy serie obligacji o łącznej wartości nominalnej 85,4 mld jenów. Głównymi czynnikami, które zadecydowały o emisji na rynku japońskim były:

- pojawiające się regularnie zainteresowanie ze strony inwestorów japońskich emisją w ich walucie,
- utrzymanie oraz poszerzenie bazy inwestorów w obligacje emitowane na rynku krajowym (inwestorzy japońscy stanowią największą grupę wśród nierezydentów posiadających krajowe SPW).

Tabela 7. Emisje obligacji na rynkach zagranicznych w 2023 r. i w I połowie 2024 r.

Okres	Zapadalność (lata)	Waluta	Wartość emisji (mln)	Rentowność
2023	10	EUR	2 250	3,945%
	20	EUR	1 250	4,272%
	10	USD	2 500	4,968%
	30	USD	2 500	5,585%
	3	JPY	66 500	0,930%
	10	JPY	10 200	1,750%
	20	JPY	8 700	2,410%
I – VI 2024	7	EUR	1 250	3,721%
	10	EUR	2 500	3,716%
	20	EUR	1 250	4,175%
	5	USD	1 500	4,797%
	10	USD	3 000	5,162%
	30	USD	3 500	5,580%

Łącznie w 2023 r. i w I połowie 2024 r. zaciągnięto kredyty z MIF o wartości 0,3 mld EUR. W grudniu 2023 r. rozpoczęto również korzystanie z pożyczek z Unii Europejskiej w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RRF), stworzonego w celu odbudowy gospodarki europejskiej po pandemii Covid-19. Polega on na emisji obligacji przez Komisję Europejską na rzecz UE, z których środki przekazywane są krajom członkowskim w formie preferencyjnych pożyczek oraz dotacji. Do połowy 2024 r. Polska otrzymała łącznie 8,1 mld EUR pożyczek na realizację Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności.

Do głównych czynników, które miały wpływ na przebieg i strukturę finansowania potrzeb pożyczkowych w 2023 r. i w I połowie 2024 r., należy zaliczyć:

- 1) czynniki lokalne, w tym głównie:
  - politykę pieniężną RPP i sytuację na rynku finansowym, w tym:
    - dwie obniżki stóp procentowych: o 75 pb we wrześniu 2023 r. i kolejną o 25 pb w październiku 2023 r. W wyniku tych decyzji stopa referencyjna została obniżona z 6,75% do 5,75%, stopa lombardowa z 7,25% do 6,25%, a stopa depozytowa z 6,25% do 5,25%. RPP wskazywała, że decyzje o dostosowaniu stóp procentowych opierały się na ocenie napływających danych, wskazujących na wyraźne zmniejszenie presji popytowej i ograniczenie presji inflacyjnej. W ocenie Rady to dostosowanie stóp będzie sprzyjało powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. Do końca pierwszej połowy 2024 r. Rada utrzymała stopy procentowe bez zmian, sygnalizując, że dalsze decyzje będą uzależnione od napływających danych dotyczących perspektyw inflacji

- i aktywności gospodarczej. Rada nie zmieniła również stopy rezerwy obowiązkowej (3,5%), ani jej oprocentowania (na poziomie stopy referencyjnej);
- zmniejszenie wysokiej presji inflacyjnej – po wzroście do 18,4% r/r w lutym 2023 r., od marca 2023 r. inflacja znalazła się w trendzie spadkowym osiągając 2,0% r/r w marcu 2024 r., jednak w następnych miesiącach ponownie rosła (2,6% r/r w czerwcu br.), do czego przyczyniło się m.in. przywrócenie 5% stawki VAT na żywność (od kwietnia 2024 r.); w opinii RPP kształtowanie się inflacji w kolejnych kwartałach obarczone jest znaczną niepewnością związaną m.in. z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe;
  - 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 o 14,0 mld zł w 2023 r. i napływ o 5,4 mld zł w I połowie 2024 r.) m.in. wskutek zmniejszenia dysparytetu pomiędzy stopami procentowymi w Polsce i na bazowych rynkach długu w warunkach zmienności na rynkach finansowych i wobec zdecydowanej zmiany kursu polityki pieniężnej Fed i EBC w walce z inflacją;
  - umocnienie złotego wobec euro w 2023 r. i w I połowie 2024 r., przy niższej zmienności kursu walutowego (zmienność kursu EUR/PLN wyniosła odpowiednio 6,4% i 4,1% wobec 8,8% w 2022 r., kurs wahał się w granicach odpowiednio 4,30-4,79 i 4,24-4,39 wobec 4,49-4,97 w 2022 r., a średnio wyniósł 4,54 i 4,31 wobec 4,68 w 2022 r.) oraz silna aprecjacja złotego wobec dolara w 2023 r. i w I połowie 2024 r., przy wysokiej zmienności kursu (zmienność kursu USD/PLN wyniosła odpowiednio 11,0% i 6,7% wobec 15,6% w 2022 r., kurs wahał się w granicach odpowiednio 3,89-4,48 i 3,91-4,11 wobec 3,93-5,00 w 2022 r., a średni kurs wyniósł 4,20 i 3,99 wobec 4,45 w 2022 r.);
  - istotna zmienność na rynku krajowych obligacji skarbowych w całym omawianym okresie, przy spadku rentowności wzdłuż całej krzywej dochodowości: średnie rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich w 2023 r. wyniosły odpowiednio 5,67% (6,36% w 2022 r.), 5,67% (6,38%) i 5,84% (6,10%), a w I połowie 2024 r. wyniosły odpowiednio: 5,18%, 5,37% i 5,54%;
- wygrana partii koalicyjnych w październikowych wyborach parlamentarnych i utworzenie koalicyjnego rządu w grudniu 2023 r.;
  - kontynuacja finansowania wydatków funduszy umiejscowionych w BGK na rynkach długu:
    - na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 w 2023 r. BGK wyemitował obligacje gwarantowane przez SP o wartości 11,7 mld zł i terminach zapadalności od 5 do 19 lat oraz trzy emisje obligacji na rynkach zagranicznych o łącznej wartości nominalnej 0,9 mld EUR i 1,75 mld USD i terminach zapadalności 2 i 10 lat. W I połowie 2024 r. BGK uplasował 6,0 mld zł obligacji o terminie zapadalności od 4 do 18 lat na rynku krajowym, a na rynkach zagranicznych obligacje 8- i 15-letnie o łącznej wartości 2,2 mld EUR;



- na rzecz Funduszu Pomocy w 2023 r. BGK wyemitował obligacje gwarantowane przez SP o łącznej wartości 1,175 mld EUR i 93 mld JPY, a w I połowie 2024 r. o wartości 1,3 mld EUR;
  - na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych w 2023 r. BGK wyemitował obligacje gwarantowane przez SP o wartości 3,0 mld USD, przyrost pozostałego zadłużenia funduszu wynikał z zaciągniętych kredytów;
  - uchwalenie przez Sejm ustawy budżetowej na rok 2024, w której założono dochody budżetu państwa w wysokości 682,4 mld zł, limit wydatków na poziomie 866,4 mld zł i dopuszczalny deficyt budżetu państwa w wysokości 184,0 mld zł;
  - uchwalenie ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (z dnia 28 czerwca 2024 r.) wprowadzającej zmiany w stabilizującej regule wydatkowej (SRW). Zmiany dotyczą w szczególności rozszerzenia zakresu podmiotowego SRW, uspoźnienia wyłączeń ze stosowania SRW z regulacjami unijnymi, klauzuli wyjścia oraz algorytmu stosowanego do obliczania kwoty wydatków SRW. Zmiany dostosowują krajowe ramy fiskalne do nowych przepisów unijnych, które weszły w życie 30 kwietnia br. oraz stanowią uwzględnienie wniosków z przeglądu stabilizującej reguły wydatkowej przeprowadzonego we współpracy z Międzynarodowym Funduszem Walutowym i wniosków pokontrolnych Najwyższej Izby Kontroli w zakresie funkcjonowania SRW;
- 2) czynniki zewnętrzne, w tym w szczególności:
- politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne, na którą składały się:
    - **w USA:** kontynuacja restrykcyjnej polityki pieniężnej (od marca 2022 r.) wobec utrzymywania się inflacji powyżej długoterminowego celu inflacyjnego: w 2023 r. Fed przeprowadził 4 podwyżki stóp procentowych łącznie o 100 pb, w wyniku czego stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 5,25-5,50%, a do czerwca br. utrzymywał stopy bez zmian; kontynuacja programu redukcji sumy bilansowej Fed (poprzez brak reinwestycji kapitału z zapadających papierów skarbowych); na posiedzeniu w czerwcu br. Fed przedstawił nowe projekcje stóp procentowych, które okazały się wyższe w porównaniu z projekcją z marca br. – w 2024 r. oczekiwana jest jedna obniżka stóp procentowych o 25 pb (wobec trzech w projekcji marcowej), na koniec 2025 r. przedział dla głównej stopy ma wynieść 4,00-4,25% (obniżka o 100 pb, w marcowej projekcji zakładano o 25 pb niższy), a na koniec 2026 r. utrzymano przedział na poziomie 3,00-3,25%;
    - **w strefie euro:** normalizacja polityki pieniężnej: podwyższenie stóp procentowych łącznie o 200 pb (dwie podwyżki po 50 pb i 4 podwyżki po 25 pb) do września 2023 r., w wyniku tych decyzji stopa repo została obniżona do 4,50%, a stopa depozytowa do 4,00%; zmniejszanie portfela programu APP w skali średnio 15 mld EUR miesięcznie do końca czerwca 2023 r. w ramach częściowej reinwestycji zapadających papierów wartościowych oraz zaprzestanie tych reinwestycji od lipca 2023 r.; dalsze reinwestowanie kapitału z zapadających papierów wartościowych w ramach programu PEPP do końca 2024 r.; w czerwcu 2024 r. EBC obniżył stopy procentowe o 25 pb (stopa repo spadła do 4,25%, a stopa depozytowa do 3,75%) kończąc w ten

sposób okres ich 9-miesięcznej stabilizacji na historycznie wysokim poziomie – głównym argumentem za obniżką stóp był duży postęp w obniżaniu inflacji i rosnące przekonanie EBC, że inflacja powróci do celu w średnim terminie; ponadto bank centralny potwierdził, że w II półroczu będzie zmniejszał zasoby papierów wartościowych nabytych w ramach PEPP średnio o 7,5 mld EUR miesięcznie i wygasi reinwestowanie kapitału z tego programu z końcem 2024 r.;

- **w Japonii:** utrzymanie głównej stopy procentowej na ujemnym poziomie -0,1% do 0,0% (do lutego br.), na posiedzeniu w marcu bank centralny podwyższył przedział dla głównej stopy procentowej do 0,0-0,1%; kontrola krzywej dochodowości (docelowy poziom rentowności obligacji 10-letnich w wysokości ok. 0,0%), podwyższenie w ramach kontroli krzywej dochodowości górnej granicy przedziału wahań rentowności 10-letniego benchmarku z 0,50% do 1,00%, interwencje na rynku walutowym w celu powstrzymania silnej deprecjacji jena wobec dolara; zapowiedź ograniczenia skupu obligacji (szczegóły na lipcowym posiedzeniu);
- **w Szwajcarii:** kontynuacja restrykcyjnej polityki pieniężnej w 2023 r.: dwie podwyżki stóp procentowych łącznie o 75 pb (podwyżka o 50 pb i 25 pb), w wyniku których stopa referencyjna wzrosła do 1,75% oraz zapowiedź możliwych dalszych podwyżek stóp i interwencji na rynku walutowym w celu stabilizacji inflacji; w marcu i czerwcu br. SNB obniżył stopy procentowe po 25 pb, w wyniku czego główna stopa została obniżona do 1,25%;
- utrzymanie restrykcyjnej polityki pieniężnej w większości europejskich krajów i rozpoczęcie przez niektóre banki centralne obniżek stóp już pod koniec 2023 r. i w 2024 r. w reakcji na bieżącą sytuację gospodarczą i spadek inflacji (m.in. Węgry, Czechy, Szwecja, Dania);
- sytuację geopolityczną na świecie wpływającą na poziom apetytu na ryzyko na globalnym rynku finansowym, w tym m.in.:
  - trwającą od 24 lutego 2022 r. inwazję Rosji na Ukrainę, która przerodziła się w niszczycielską dla Ukrainy wojnę i spowodowała wzrost napięć na świecie, a zwłaszcza w regionie Europy Środkowo-Wschodniej;
  - utrzymanie i wprowadzanie nowych sankcji gospodarczych, politycznych i finansowych na Rosję obejmujących m.in. zamrożenie rosyjskich aktywów czy blokadanie lub ograniczanie handlu z Rosją;
  - wzrost napięcia na Bliskim Wschodzie związany ze zdecydowaną reakcją militarną Izraela w odpowiedzi na ataki terrorystyczne ze strony organizacji Hamas;
  - rozwiązanie parlamentu i ogłoszenie przedterminowych wyborów we Francji (pierwsza tura 30 czerwca br.) przez prezydenta E. Macrona po ogłoszeniu wyników wyborów do Parlamentu Europejskiego, w których wygrało skrajnie prawicowe Zjednoczenie Narodowe związane z Marine Le Pen.
- niepewność o wzrost gospodarczy na świecie, związana przede wszystkim z sytuacją geopolityczną, perspektywami inflacji i wpływem polityki pieniężnej.

### 3.2. Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW

Do najważniejszych działań prowadzących do minimalizacji kosztów obsługi długu Skarbu Państwa w rozumieniu zapewnienia efektywności rynku SPW należy zaliczyć:

- politykę emisyjną zakładającą budowanie dużych serii obligacji benchmarkowych na rynku krajowym. W połowie 2024 r. 21 emisji obligacji przekraczało wartość 25 mld zł (wobec 18 na koniec 2022 r.), w tym 16 emisji było większych od 30 mld zł (na koniec 2022 r. było 12 takich emisji). Emisje o wartości nominalnej większej niż 30 mld zł stanowiły 89,1% wartości nominalnej obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu wobec 88,6% na koniec 2023 r. Odpowiednio duża wartość emisji w sposób istotny wpływa na poziom płynności na rynku wtórnym;
- powrót do emisji obligacji indeksowanych inflacją na rynku hurtowym. W czerwcu br. po blisko 8 latach od ostatniej emisji, wyemitowano nową 12-letnią obligację indeksowaną inflacją IZ0836 o kuponie 2%. Czynnikiem, które zadecydowały o emisji tych obligacji była potrzeba rozszerzenia oferty obligacji na rynku hurtowym w warunkach znaczącego spadku inflacji do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego i zainteresowanie tym instrumentem, zgłaszane przez inwestorów z sektora pozabankowego i inwestorów zagranicznych. Wysoki popyt ze strony nabywców na dwóch przetargach w czerwcu umożliwił sprzedaż tych obligacji w łącznej wysokości 2,4 mld zł;
- emisje obligacji na rynku euro i dolara amerykańskiego o wartości zapewniającej płynność danej serii (w 2023 r. i I połowie 2024 r. przeprowadzono łącznie 5 emisji o wartości powyżej 1 mld EUR i tyle samo o wartości powyżej 1 mld USD);
- dostosowywanie poziomu i struktury podaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej;
- 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 2023 r. i I połowie 2024 r. przeprowadzono transakcje o wartości nominalnej 16,1 mld zł, co stanowiło 0,2% wszystkich zawartych transakcji SBB na rynku SPW;
- przyznanie Skarbowi Państwa (Ministrowi Finansów) statusu Inwestora Publicznego na rynku Treasury BondSpot Poland (dalej: „TBSP”), co umożliwiło Ministrowi Finansów od kwietnia 2024 r. zawieranie transakcji repo nie tylko na rynku OTC, ale również na rynku ASO - TBSP, z bankami, które mają status Market Makera. W I połowie 2024 r. zawarto transakcje na kwotę 42,1 mld PLN;
- objęcie stabilizującą regułą wydatkową (SRW) skarbowych papierów wartościowych przekazywanych nieodpłatnie przez jednostki i organy objęte SRW jednostkom sektora instytucji rządowych i samorządowych. Zmiana ta wynika bezpośrednio z rekomendacji Najwyższej Izby Kontroli i została dokonana w ramach ustawy z dnia 28 czerwca 2024 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1089);
- zamiana obligacji oszczędnościowych po preferencyjnej cenie:

- ustalenie niższej ceny zamiany w czerwcu, lipcu i sierpniu 2023 r. dla obligacji rocznych (ROR), 2-letnich (DOR), 3-letnich (TOS), 4-letnich (COI) i 10-letnich (EDO), w związku z wykupem obligacji oszczędnościowych o łącznej wartości blisko 12,2 mld zł (w tym wykupem pierwszych emisji obligacji rocznych ROR na kwotę 10,2 mld zł). Niższa cena zamiany miała na celu zachęcenie posiadaczy obligacji zapadających w okresie czerwiec-sierpień 2023 r., do reinwestycji środków pochodzących z wykupu tych instrumentów;

- ustalenie niższej ceny zamiany w czerwcu, lipcu i sierpniu 2024 r. dla obligacji 2-letnich (DOR), 3-letnich (TOS), 4-letnich (COI) i 10-letnich (EDO), w związku z wykupem obligacji oszczędnościowych o łącznej wartości blisko 10,3 mld zł (w tym wykupem obligacji rocznych ROR oraz pierwszych emisji DOR, na łączną kwotę blisko 8,3 mld zł). Podobnie jak w 2023 r., niższa cena zamiany miała na celu zachęcenie posiadaczy obligacji zapadających w miesiącach czerwiec-sierpień 2024 r. do reinwestycji środków pochodzących z ich wykupu.

### 3.3. Ograniczenia związane z ryzykiem

Tabela 8. Ocena realizacji ograniczeń celu Strategii związanych z ryzykiem

Ograniczenia celu Strategii						
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2022	2023	VI 2024
Ryzyko refinansowania	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nieznaczne obniżenie udziału obligacji średnio- i długoterminowych w łącznej sprzedaży obligacji hurtowych na rynku krajowym w 2023 r. i w I połowie 2024 r. (odpowiednio 87,2% i 84,1% wobec 89,6% w 2022 r., przy malejącym udziale obligacji średnioterminowych: odpowiednio 66,1% i 56,0% w sprzedaży);</li> <li>Istotna rola przetargów zamiany:               <ul style="list-style-type: none"> <li>odkupiono 33,5% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie I 2023 - VI 2024;</li> <li>w okresie od 2023 r. do połowy 2024 r. odkupiono w sumie obligacje o wartości nominalnej 80,3 mld zł, podczas gdy w okresie od 2022 r. do połowy 2023 r. o wartości nominalnej 51,8 mld zł;</li> </ul> </li> <li>Utrzymanie średniej zapadalności poniżej przyjętego w Strategii poziomu 4,5 roku dla długu krajowego na skutek utrzymywania się uwarunkowań rynkowych w zakresie struktury popytu oraz starzenia się długu, a jednocześnie zgodnie z założeniami Strategii wzrost średniej zapadalności długu ogółem powyżej 5 lat od 2023 r. (głównie w wyniku dużych emisji długoterminowych obligacji na rynkach zagranicznych oraz pożyczek z UE). Strategia przyjęta we wrześniu 2023 r. dopuszcza możliwość przejściowych odchyień średniej zapadalności od poziomów docelowych, wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych.</li> </ul>	Średnia zapadalność długu** (w latach)			
			- krajowego	4,11	4,08	4,22
			- zagranicznego	6,81	8,63	10,26
			- razem	4,84	5,25	5,87
Udział w krajowych SPW:						
- SPW do 1 roku	11,4%	13,2%	10,7%			
- bonów skarbowych	0,0%	0,0%	0,0%			
Ryzyko kursowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utrzymanie udziału długu w walutach obcych w dłużej SP poniżej 25%, tj. zgodnie z założeniami Strategii;</li> <li>Utrzymanie efektywnego udziału długu w euro w dłużej zagranicznym (po uwzględnieniu transakcji pochodnych) powyżej minimalnego poziomu założonego w Strategii (70%).</li> </ul>	Udział długu zagranicznego w dłużej SP	23,3%	22,6%	23,5%
			Udział długu w euro w dłużej zagranicznym	86,9%	88,8%	83,3%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utrzymanie ATR długu krajowego w założonym przedziale 2,6-3,6 roku;</li> <li>Zgodnie ze Strategią utrzymany został dominujący udział instrumentów o oprocentowaniu stałym w dłużej nominowanym w walutach obcych.</li> </ul>	ATR (w latach) długu**			
			- krajowego	2,98	3,02	3,14
			- zagranicznego	6,05	6,75	7,85
			- razem	3,80	3,99	4,42
			Duration długu** (w latach)			
			- krajowego	2,51	2,65	2,73
- zagranicznego	4,95	5,31	6,06			
- razem	3,18	3,31	3,63			
Udział długu o oproc. zmiennym w dłużej SP	27,3%	30,5%	29,1%			
Udział długu o oproc. zmiennym w dłużej krajowym	32,7%	35,2%	32,9%			

## Ograniczenia celu Strategii

Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
<b>Ryzyko płynności</b>	Wysoki	<p>Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2023 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 261,2 mld zł, a w I połowie 2024 r. - 119,5 mld zł;</li> <li>• lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK - w 2023 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 1 795,8 mld zł, a w I połowie 2024 r. 918,0 mld zł;</li> <li>• rynkowe lokaty złotowe typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi - w 2023 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 256,4 mld zł, a w I połowie 2024 r. 117,2 mld zł;</li> <li>• lokaty walutowe - w 2023 r. zawarto lokaty na kwotę o równowartości 26,3 mld EUR, a w I połowie 2024 r. na kwotę o równowartości 51,5 mld EUR;</li> <li>• wymiana skonsolidowanych środków walutowych w NBP i na rynku; w 2023 r. sprzedano waluty o równowartości 15,5 mld EUR w NBP i równowartości 4,5 mld EUR na rynku, w I połowie 2024 r. sprzedano waluty o równowartości 9,5 mld EUR w NBP oraz o równowartości 1,3 mld EUR na rynku;</li> <li>• transakcje typu <i>cross currency swap</i> (CIRS), których celem była zamiana waluty przepływów wynikających z emisji obligacji w USD na EUR - w 2023 r. zostały zawarte na łączną wartość 3,5 mld USD a w I połowie 2024 r. na kwotę 2,8 mld USD;</li> <li>• transakcje IRS zawarte w celu rozłożenia w czasie wydatków na obsługę długu - w 2023 r. zostały zawarte na łączną wartość nominalną 64 mld zł.</li> </ul> <p>Stan środków w ramach konsolidacji zarządzania płynnością wyniósł na koniec 2023 r. 93,1 mld zł, a na koniec czerwca 2024 r. 97,4 mld zł. Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2023 r. i w I połowie 2024 r. zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.</p>
<b>Ryzyko kredytowe</b>	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rynkowe lokaty złotowe typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi nie generowały ryzyka kredytowego;</li> <li>• Funkcjonuje system limitów kredytowych dla niezabezpieczonych lokat w BGK oraz transakcji pochodnych;</li> <li>• Ryzyko związane z transakcjami na instrumentach pochodnych jest ograniczane poprzez wybór partnerów o wysokiej wiarygodności kredytowej;</li> <li>• 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;</li> <li>• 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.</li> </ul>
<b>Ryzyko Operacyjne</b>	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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;</li> <li>• Odpowiednia infrastruktura techniczna umożliwia pracę zdalną.</li> </ul>
<b>Rozkład kosztów obsługi długu w czasie</b>	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kupony nowych emisji ustalone były na poziomie nieznacznie poniżej ich prognozowanej rentowności;</li> <li>• Na wysokość kosztów obsługi długu miały również wpływ transakcje swapowe zawarte w 2023 r. służące rozłożeniu w czasie kosztów obsługi długu pomiędzy latami 2023 i 2024. W wyniku tych transakcji w 2023 roku koszty zwiększyły się o 5,2 mld zł, a w 2024 roku zostały zmniejszone o 5,3 mld zł.</li> </ul>

\*) Wg skali: wysoki, zadowalający, 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 nominalnie indeksowanym inflacją.

## 4. Uwarunkowania Strategii

W tym rozdziale 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 przebieg reformy wskaźników referencyjnych.

### 4.1. Uwarunkowania makroekonomiczne Strategii

Ocena sytuacji makroekonomicznej i kierunków polityki fiskalnej została przedstawiona w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na rok 2025. W tabeli 9. zawarto główne założenia makroekonomiczne *Strategii*, oparte o założenia projektu ustawy budżetowej.

Tabela 9. Założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii*

Wyszczególnienie	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Realny wzrost PKB (%)	0,2	3,1	3,9	3,5	3,1	2,8
PKB w cenach bieżących (mld zł)	3 410,1	3 641,0	3 973,1	4 239,0	4 482,7	4 723,8
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	11,4	3,7	5,0	3,1	2,6	2,5
EUR/PLN - na koniec roku*	4,3480	4,2769	4,2769	4,2769	4,2769	4,2769
USD/PLN - na koniec roku*	3,9350	3,8453	3,8453	3,8453	3,8453	3,8453

\*Dla lat 2024-2028 przyjęto fixing NBP z 23 sierpnia 2024 r.

### 4.2. Uwarunkowania międzynarodowe

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

- powrót w 2024 r. do prowadzenia przez państwa członkowskie Unii Europejskiej polityki budżetowej zgodnej z unijnymi regułami budżetowymi (próg 3% PKB dla deficytu nominalnego sektora instytucji rządowych i samorządowych i próg 60% PKB dla długu sektora instytucji rządowych i samorządowych) i objęcie siedmiu państw członkowskich, w tym Polski, procedurą nadmiernego deficytu. Jednocześnie zgodnie z nowymi zasadami zarządzania gospodarczego UE, państwa członkowskie powinny co 4 lata – po raz pierwszy na jesieni 2024 r. – przedłożyć UE średniookresowe plany budżetowo-strukturalne i przedstawić ścieżkę ograniczenia deficytu. Rada UE po ocenie planów dokonanej przez Komisję Europejskiej zarekomenduje państwom członkowskim ścieżki wydatków, które będą wiążące dla co najmniej czterech kolejnych ustaw budżetowych;
- działania głównych banków centralnych oraz sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których mogą być zaciągane zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro:
  - kontynuację normalizacji polityki pieniężnej przez EBC; w lipcu członkowie Rady Prezesów jednogłośnie zdecydowali o utrzymaniu stóp procentowych bez zmian i zgodzili się co do tego, że kolejne decyzje będą podejmowane na bieżąco biorąc pod uwagę napływające dane. Bank centralny nie ma ustalonej ścieżki stóp, istnieją natomiast ryzyka w dół dla wzrostu gospodarczego i ryzyko wyższej od oczekiwań inflacji. We wrześniu EBC obniżył stopę depozytową o 25 pb do 3,50%, a stopę repo o 60 pb do 3,65%, ze względu na niższą inflację i osłabienie wzrostu gospodarczego. Nowe prognozy banku pokazały niższą ścieżkę wzrostu gospodarczego na 2024 r.

(0,8% wobec 0,9% w poprzedniej prognozie) i na 2025 r. (1,3% wobec 1,4%), natomiast ścieżka inflacji pozostała bez zmian w porównaniu z prognozą z czerwca potwierdzając scenariusz powrotu inflacji do celu w horyzoncie do 2026 r.;

- kontynuację polityki wait-and-see przez Fed – na posiedzeniu w lipcu br. bank centralny nie zmienił przedziału dla stopy funduszy federalnych (5,25-5,50%) i podał, że obniżenie stóp procentowych nie jest właściwe przed uzyskaniem większej pewności, że inflacja zmierza do celu 2% w sposób zrównoważony. Fed będzie nadal monitorował napływające dane pod kątem ich wpływu na gospodarkę. We wrześniu bank centralny obniżył stopy procentowe o 50 pb (stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 4,75%-5,00%), rozpoczynając tym samym cykl obniżek stóp procentowych. Z prognoz opublikowanych na wrześniowym posiedzeniu wynika, że większość członków Fed spodziewa się obniżenia stóp procentowych jeszcze o 50 pb do końca tego roku i o kolejne 100 pb w 2025 r. W 2026 r. stopy miałyby spaść o dalsze 50 pb do 2,9% (2,8% w projekcji czerwcowej);
- akomodacyjną politykę pieniężną Banku Japonii prowadzoną tak długo, jak będzie to konieczne do osiągnięcia i utrzymania celu inflacyjnego na stabilnym poziomie 2%, w tym: podwyższenie krótkoterminowej stopy procentowej do 0,25% (z 0,0-0,1%) na lipcowym posiedzeniu; stopy długoterminowe co do zasady będą kształtowane na rynkach finansowych, jednak w przypadku gwałtownego wzrostu stóp bank centralny będzie elastycznie reagował zwiększając skalę zakupów obligacji skarbowych; przedstawienie planu redukcji zakupu aktywów do marca 2026 r. – ograniczanie wielkości miesięcznych zakupów obligacji skarbowych o ok. 400 mld jenów co kwartał aż do osiągnięcia poziomu 2,9 bln jenów w marcu 2026 r.;
- łagodzenie polityki pieniężnej przez Narodowy Bank Szwajcarii: w czerwcu br. SNB po raz drugi w tym roku obniżył stopy procentowe ze względu na zmniejszenie presji inflacyjnej w porównaniu z poprzednim kwartałem i ocenił, że dzięki obniżeniu podstawowej stopy procentowej (o 25 pb do 1,25%) będzie w stanie utrzymać odpowiednie warunki monetarne. Bank będzie nadal uważnie monitorował rozwój inflacji i w razie potrzeby dostosuje swoją politykę, by zapewnić, że inflacja pozostanie w przedziale zapewniającym stabilność cen w średnim okresie, a w razie potrzeby będzie też interweniował na rynku walutowym;
- postrzeganie ryzyka kredytowego Polski i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych;
- niepewność związana z sytuacją geopolityczną, perspektywami gospodarki i inflacji oraz wpływem polityki monetarnej na wzrost gospodarczy.

### **4.3. Krajowy rynek SPW**

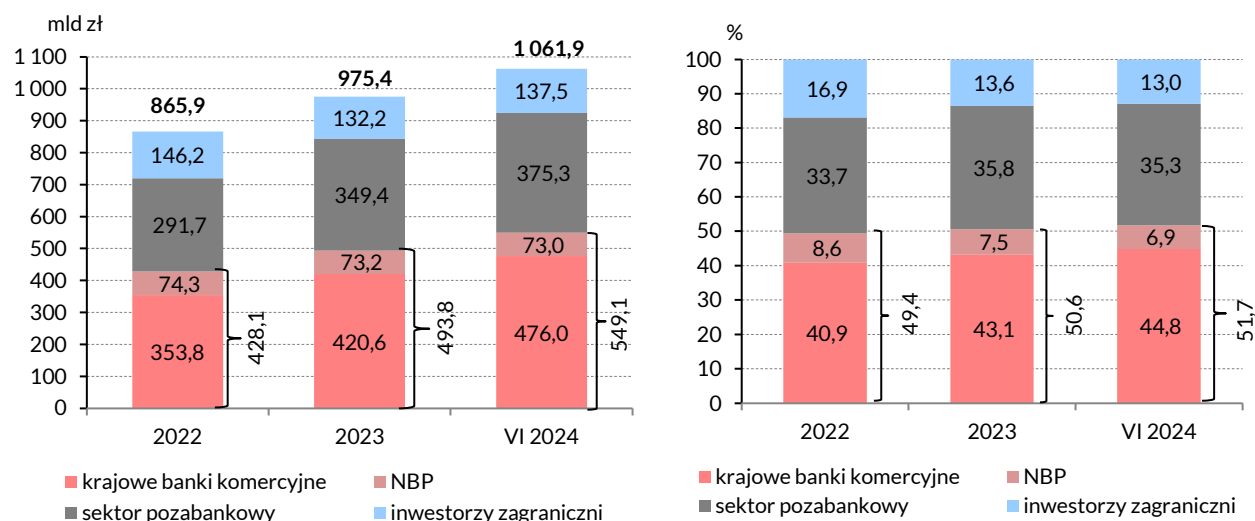
Istotnym uwarunkowaniem zarządzania długiem jest poziom rozwoju krajowego rynku finansowego, w tym bazy inwestorów krajowych, jak również zaangażowanie inwestorów zagranicznych na tym rynku. W warunkach swobodnego przepływu kapitału rozwinięty i głęboki rynek krajowy pozwala na amortyzację szoków zewnętrznych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



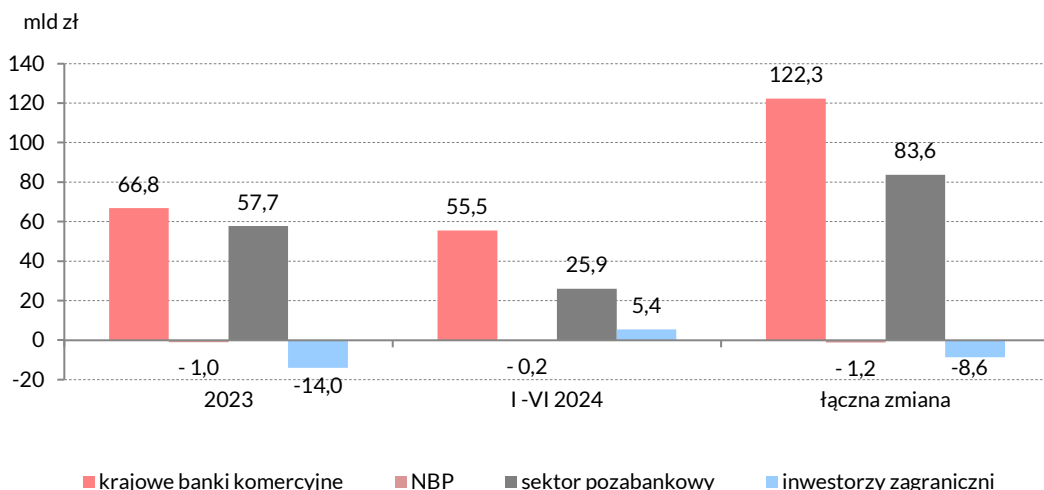
Podmioty inwestujące na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych można podzielić na trzy główne grupy: krajowy sektor bankowy, krajowy sektor pozabankowy i inwestorów zagranicznych. Od końca 2022 r. do I połowy 2024 r. w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW zaobserwowano następujące zmiany:

- utrzymanie dominującego udziału zadłużenia sektora bankowego (51,7% na koniec czerwca 2024 r.), w ujęciu nominalnym zaangażowanie wzrosło o 121,0 mld zł, w wyniku wzrostu zaangażowania banków komercyjnych o 122,3 mld zł i spadku NBP o 1,2 mld zł;
- wzrost zaangażowania krajowych inwestorów pozabankowych łącznie o 83,6 mld zł, ich udział w strukturze podmiotowej wzrósł do 35,3% (o 1,7 pkt proc.);
- spadek zaangażowania w krajowe SPW inwestorów zagranicznych, łącznie o 8,6 mld zł, w efekcie ich udział wyniósł 13,0%, tj. obniżył się o 3,9 pkt proc.

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



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



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

Inwestorzy krajowi według stanu na koniec czerwca 2024 r. posiadali 87,0% zadłużenia w krajowych SPW, co oznaczało wzrost o 3,9 pkt proc. względem końca 2022 r. Od końca 2022 r. ich zaangażowanie wzrosło o 204,7 mld zł (tj. o 28,4%).

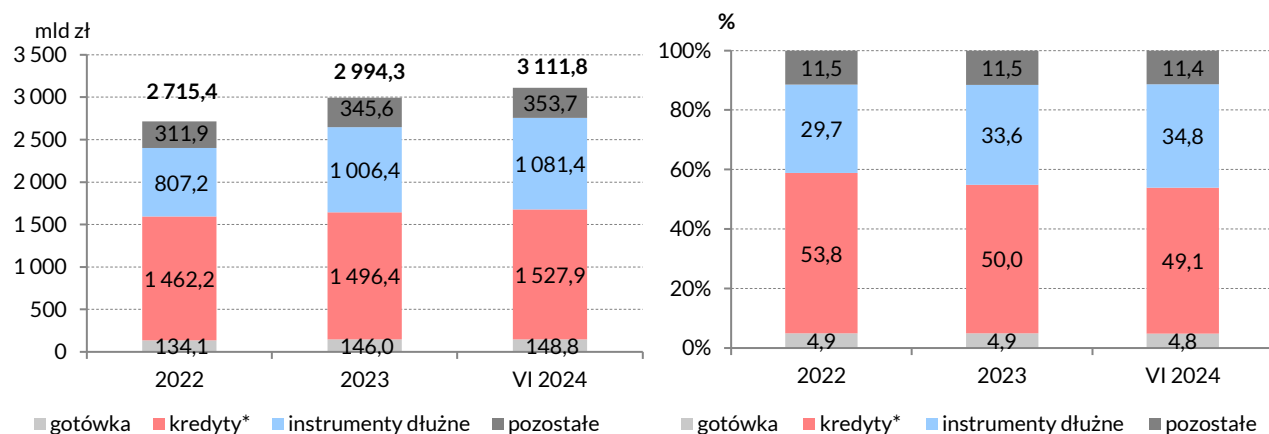
### 4.3.1. Banki krajowe

Aktywa krajowych banków komercyjnych na koniec czerwca 2024 r. wynosiły 3,1 bln zł (wzrost o 14,6% wobec końca 2022 r.), przy dominującym udziale kredytów i innych należności od podmiotów krajowych (49,1%). Drugim największym składnikiem aktywów były instrumenty dłużne – na koniec czerwca 2024 r. ich udział wyniósł 34,8%. W strukturze instrumentów dłużnych nadal przeważający udział miały papiery skarbowe (49,1%) oraz bony pieniężne NBP (29,9%).

Zaangażowanie krajowych banków komercyjnych w krajowe SPW na koniec czerwca 2024 r. wyniosło wg wartości nominalnej 476,0 mld zł (wzrost o 34,6% wobec końca 2022 r.).

Zaangażowanie NBP w krajowe SPW (zakupione na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku) na koniec czerwca 2024 r. spadło o 1,7% wobec końca 2022 r. i wynosiło wg wartości nominalnej 73,0 mld zł, co wynikało z wykupu zapadających obligacji znajdujących się w portfelu NBP przy braku ich reinwestycji i zakupów.

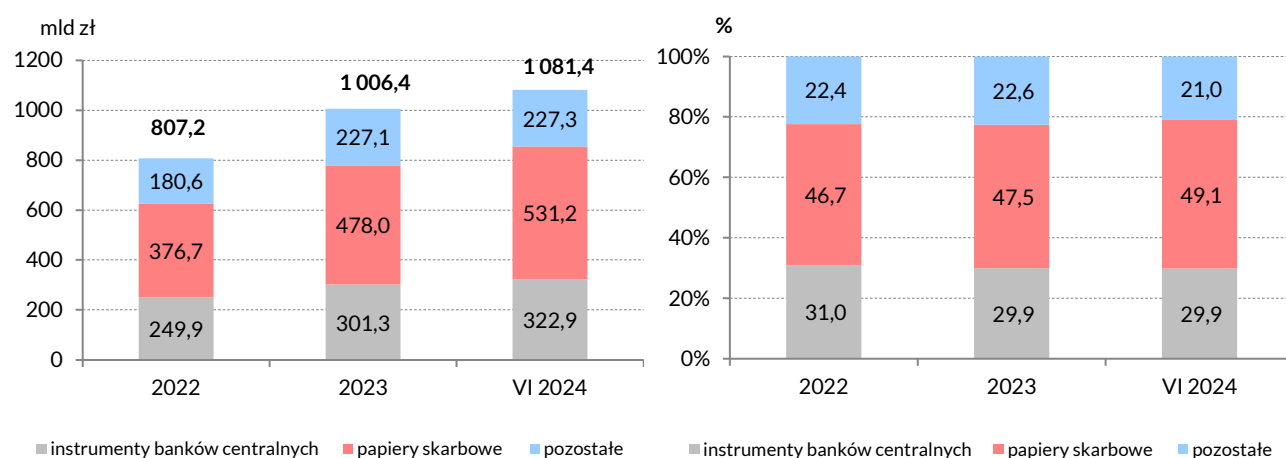
Wykres 8. Struktura aktywów krajowych banków komercyjnych



\* 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.

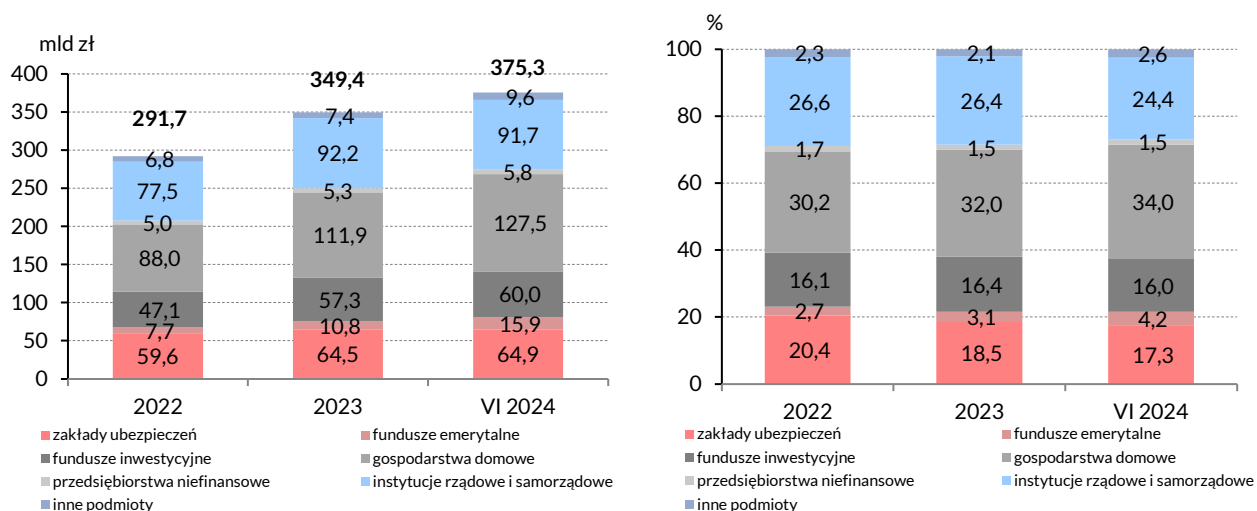
Do najistotniejszych czynników oddziałujących na popyt banków na krajowe SPW w horyzoncie Strategii należy zaliczyć:

- 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.

### 4.3.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi

Grupę inwestorów krajowych z sektora pozabankowego stanowią podmioty instytucjonalne działające na rynku finansowym, w tym przede wszystkim zakłady ubezpieczeń, 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\*



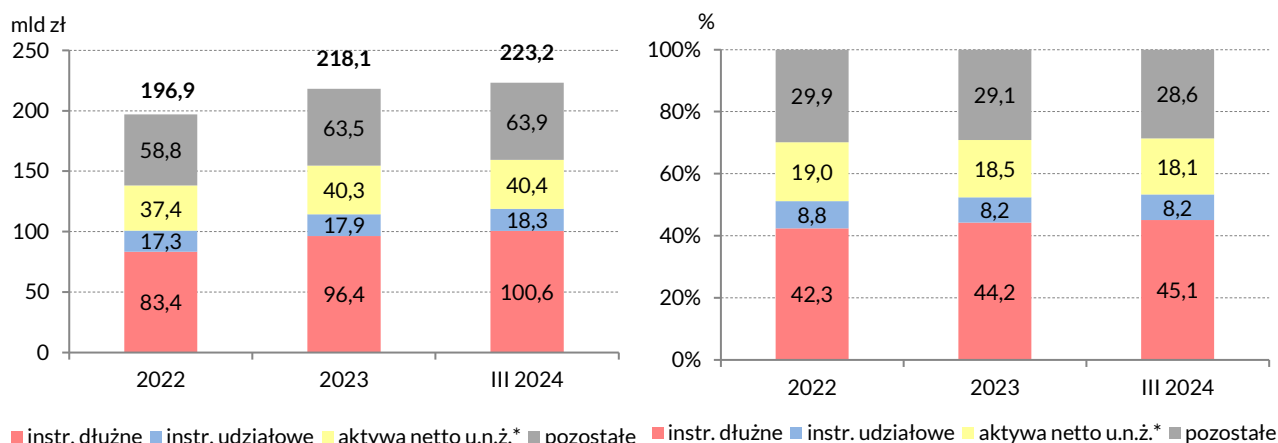
\* Wg wartości nominalnej, dane o SPW uwzględniają transakcje warunkowe.

Wśród krajowych inwestorów pozabankowych istotną rolę odgrywają inwestorzy instytucjonalni, jednakże w ostatnich latach największą dynamiką wzrostu cechuje się wartość portfela SPW w posiadaniu gospodarstw domowych. Od końca 2022 r. ich zaangażowanie wzrosło o 39,4 mld zł (tj. o 44,8%) do poziomu 127,5 mld zł, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu zainteresowania ofertą obligacji oszczędnościowych, która została dostosowana do bieżących uwarunkowań i oczekiwań ze strony inwestorów indywidualnych.

Według stanu na koniec czerwca 2024 r. zakłady ubezpieczeń posiadały 6,1% krajowych SPW (spadek udziału o 0,8 pkt proc. względem końca 2022 r.), fundusze inwestycyjne 5,7% (wzrost o 0,2 pkt proc.), a pozostali krajowi inwestorzy pozabankowi 23,6% (wzrost o 2,2 pkt proc.). 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 2024 r. ukształtowały się na poziomie 223,2 mld zł, co oznaczało wzrost o 26,3 mld zł wobec końca 2022 r., tj. o 13,4%.

Wykres 11. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń

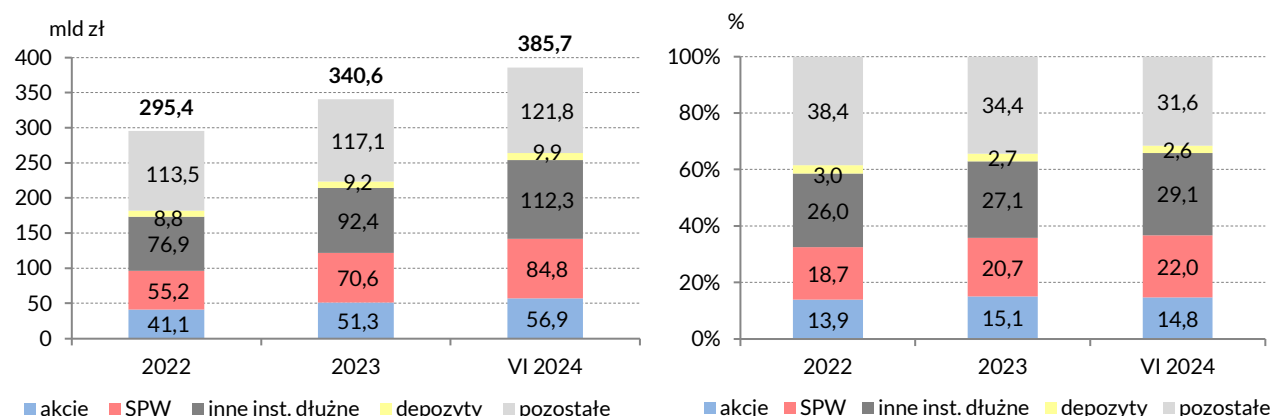


\* aktywa netto u.n.ż. – aktywa netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający.

Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego, wg aktualnych metod wyceny.

Aktywa funduszy inwestycyjnych według stanu na koniec czerwca 2024 r. wzrosły do poziomu 385,7 mld zł, tj. o 90,3 mld zł (o 30,6%) wobec końca 2022 r. Wartość obligacji skarbowych (wyemitowanych na rynku krajowym i zagranicznym) w posiadaniu funduszy inwestycyjnych wzrosła w tym czasie o 29,7 mld zł, a ich udział w aktywach wzrósł o 3,3 pkt proc.

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;
- poziom stóp procentowych i inflacji, która w sposób pośredni oddziałuje również na zachowania inwestycyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych, skłaniając je do poszukiwania inwestycji chroniących kapitał;
- zwiększanie skali długoterminowych oszczędności gospodarstw domowych z przeznaczeniem na wypłatę po zakończeniu aktywności zawodowej, w tym wzrost aktywów Pracowniczych Planów Kapitałowych.

### 4.3.3. Inwestorzy zagraniczni

Udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu w krajowych SPW na koniec czerwca 2024 r. wyniósł 13,0% i zmniejszył się o 3,9 pkt proc. względem końca 2022 r. W 2023 r. oraz w I połowie 2024 r. inwestorzy zagraniczni zmniejszyli swoje zaangażowanie w krajowych SPW łącznie o 8,6 mld zł, co było wypadkową spadku zaangażowania nierezydentów o 14,0 mld zł w 2023 r. oraz wzrostu o 5,4 mld zł w I połowie 2024 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 nierezydentów. W strukturze podmiotowej zadłużenia wobec nierezydentów istotną rolę odgrywają 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 2024 r. znajdowały się one w portfelach inwestorów z 67 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 rozwój sytuacji geopolitycznej, w tym przebieg wojny w Ukrainie;
- fundamenty gospodarcze, sytuacja fiskalna i ocena ryzyka kredytowego Polski;
- funkcjonowanie w Polsce dużego i płynnego rynku finansowego (w szczególności rynku SPW) i jego odpowiedniej infrastruktury, jak również przebieg procesu tranzycji stawek WIBOR na nowy wskaźnik transakcyjny (por. rozdział 4.4).

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.

### 4.4. Reforma wskaźników referencyjnych

Założeniem rozpoczętej w 2022 r. reformy wskaźników referencyjnych jest zastąpienie stosowania w umowach i instrumentach finansowych wskaźników WIBOR i WIBID przez nowy wskaźnik „wolny od ryzyka” (ang. *risk free rate*, RFR). W celu skutecznego przeprowadzenia procesu wdrożenia nowego wskaźnika referencyjnego w lipcu 2022 r. powołano Narodową Grupę Roboczą ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR). Komitet Sterujący NGR wybrał wskaźnik WIRON<sup>2</sup> jako rekomendowany indeks zastępujący

<sup>2</sup> WIRON opracowywany jest na podstawie jednodniowych transakcji depozytowych zawieranych przez podmioty przekazujące dane z instytucjami finansowymi oraz z dużymi przedsiębiorstwami.

WIBOR. Zgodnie z komunikatem z dnia 13 lutego 2023 r. zamieszczonym na stronie KNF WIRON stał się wskaźnikiem referencyjnym stopy procentowej.

Założenia Mapy Drogowej wskazywały na gotowość do zaprzestania opracowywania i publikowania wskaźników referencyjnych WIBOR i WIBID od początku 2025 r.

W październiku 2023 r. Komitet Sterujący NGR podjął decyzję o zmianie maksymalnych terminów realizacji Mapy Drogowej, w której zakłada się oddolne odchodzenie sektora finansowego od stosowania WIBOR na rzecz nowo zawieranych umów i instrumentów finansowych stosujących stałą stopę procentową lub nowe wskaźniki referencyjne typu RFR. Komitet Sterujący NGR wskazał finalny moment konwersji na koniec 2027 r.

W marcu 2024 r. na wniosek Ministerstwa Finansów, Komitet Sterujący NGR podjął decyzję o rozpoczęciu procesu przeglądu i analizy wskaźników alternatywnych dla WIBOR. Przegląd obejmuje zarówno WIRON, jak i inne możliwe indeksy lub wskaźniki. Ma na celu weryfikację decyzji Komitetu Sterującego NGR, podjętej we wrześniu 2022 r., o wyborze wskaźnika WIRON, w oparciu o szerszy zakres informacji rynkowych w dynamicznie zmieniającym się środowisku makroekonomicznym polskiej gospodarki.

Elementem przeglądu są również konsultacje publiczne, których wynik stanowić będzie element brany pod uwagę przy decyzji o wyborze finalnego indeksu/ wskaźnika referencyjnego alternatywnego dla WIBOR. 1 lipca 2024 r. zakończono zbieranie opinii przekazanych przez uczestników konsultacji, którym poddano 5 indeksów/ wskaźników alternatywnych: WIRON, WIRON+, WIRF, WIRF+ oraz WRR<sup>3</sup>.

W zależności od finalnych rozstrzygnięć konieczne może być opracowanie zaktualizowanej Mapy Drogowej reformy wskaźników referencyjnych w Polsce, obejmującej wymagane działania dla dalszego rozwoju krajowego rynku finansowego. Decyzje w tym zakresie leżą w gestii Komitetu Sterującego NGR i będą odrębnie komunikowane po zakończeniu przeglądu.

Wszelkie istotne zmiany i podjęte decyzje w zakresie dalszych etapów prac i ostatecznie wybranego indeksu zastępczego, a także ewentualnych modyfikacji Mapy Drogowej procesu zastąpienia wskaźników WIBOR i WIBID przez indeks RFR (w tym przewidywanego harmonogramu oraz zakresu niezbędnych działań) będą publikowane na stronie KNF: [https://www.knf.gov.pl/dla\\_ryнку/Wskazniki\\_referencyjne/prace\\_grupy](https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/prace_grupy).

---

<sup>3</sup> [https://www.knf.gov.pl/dla\\_ryнку/Wskazniki\\_referencyjne?articleId=89387&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne?articleId=89387&p_id=18)

## 5. Cel Strategii

Celem *Strategii* jest sfinansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sposób zapewniający minimalizację 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 wybór 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.

Takie podejście do realizacji celu oznacza 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 napływ środków walutowych w ramach budżetu unijnego i instrumenty finansowe oferowane przez UE;
- zapewniać dywersyfikację źródeł pozyskiwania środków poprzez dostęp Polski do bazy inwestorów na głównych rynkach finansowych;
- utrzymywać pozycję Polski na rynku euro i dolara amerykańskiego;
- działać stabilizująco na rynek krajowy poprzez możliwość dostosowywania struktury finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa do sytuacji rynkowej;
- wykorzystywać możliwość atrakcyjnego finansowania w międzynarodowych instytucjach finansowych;
- uwzględniać możliwość sprzedaży walut w NBP i na rynku walutowym jako instrumentu 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 osiągnięcia średniej zapadalności długu krajowego\* na poziomie zbliżonym do 4,5 roku, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyłeń wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych;
- utrzymanie średniej zapadalności długu SP\* na poziomie co najmniej 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 długu 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 długu w walutach obcych na poziomie co najmniej 70%;

### 3) ryzyka stopy procentowej

- utrzymywanie ATR długu krajowego\* w przedziale 2,6-3,6 roku;



- utrzymywanie dominującego udziału instrumentów o oprocentowaniu stałym w długi krajowym z jednoczesnym wykorzystaniem obligacji o zmiennym oprocentowaniu, w tym również opartych o nowy wskaźnik referencyjny, i obligacji inflacyjnych;
- możliwość wykorzystania instrumentów pochodnych w celu oddzielania zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania;
- 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 umożliwiających 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 krajowego długu rynkowego SP, natomiast parametry długu SP liczone są dla krajowego i zagranicznego długu rynkowego oraz kredytów z MIF i pożyczek z UE.

## 6. 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.

### 6.1. 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, a 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 40 mld zł, z uwzględnieniem dążenia do równomiernego rozkładu wykupów w czasie;
- emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro i dolara amerykańskiego;
- dostosowanie polityki emisyjnej, w tym przetargów sprzedaży, zamiany i odkupu oraz oferowanych instrumentów, do warunków rynkowych.

W związku z prowadzoną reformą stawek referencyjnych w horyzoncie *Strategii* 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 popytu i uwarunkowań organizacyjno-technicznych ze strony uczestników rynku.

### 6.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW

Zadanie to służy minimalizacji kosztów obsługi w drugim z przedstawionych w rozdziale 5 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 będzie 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 służące promocji SPW emitowanych w kraju i za granicą;
- aktywny udział w konferencjach i seminariach z udziałem inwestorów.

### **6.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW**

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

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

### **6.4. 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 w celu osiągnięcia możliwie najwyższych dochodów, 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, co do zasady, 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 możliwości 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 lokat zabezpieczonych w formie transakcji warunkowych (*buy-sell-back*, *repo*) 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.

W zarządzaniu płynnością budżetu państwa wykorzystywane są aktywnie wolne środki jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz środki z depozytów sądowych i prokuratorskich, co pozwala na ograniczenie bieżących potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa.

## 7. 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 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%.

Stabilizująca reguła wydatkowa zawarta w ustawie o finansach publicznych odnosi się do wartości referencyjnych dla wyniku (-3% PKB) i długu (60% PKB) sektora instytucji rządowych i samorządowych, związanych z unijną procedurą nadmiernego deficytu. Przekroczenie tych wartości lub 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). Szczegółowy opis mechanizmu korygującego został zawarty w Aneksie 3.

Na dług publiczny wg definicji UE, tj. dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, dodatkowo istotnie oddziałuje wielkość długu funduszy umiejscowionych w BGK zaliczonych do tego sektora, szczegóły znajdują się w podrozdziale 7.3.

W Aneksie 3 przedstawione zostały ograniczenia dotyczące zaciągania długu publicznego zawarte w ustawie o finansach publicznych wynikające z procedur ostrożnościowych i sanacyjnych oraz zasad zaciągania zobowiązań przez JST.

### 7.1. Zmiany w regulacjach w zakresie zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego oraz nadzorowane lub kierowane przez nie jednostki sektora finansów publicznych

Zgodnie z obecnie obowiązującymi przepisami prawa, do roku 2025 (włącznie) obowiązują przejściowe regulacje w zakresie reguł fiskalnych obowiązujących jednostki samorządu terytorialnego wprowadzone w celu łagodzenia skutków pandemii oraz konfliktu zbrojnego 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 średniookresowe. Oznacza to, że JST może w danym roku budżetowym przekroczyć relację, o której mowa w art. 242 ust. 1 i 2 pod warunkiem, że w latach 2022-2025 suma przekroczeń tej relacji w poszczególnych latach nie będzie wyższa

od sumy nadwyżek wynikających z tej relacji w poszczególnych latach.<sup>4</sup>

Ponadto, ustalając na lata 2023-2025 relację zrównoważenia budżetu w części bieżącej, dochody bieżące mogą być powiększone dodatkowo o wolne środki, rozumiane jako nadwyżka środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu JST innych niż określone w art. 217 ust 2 pkt 5 i 8 ustawy o finansach publicznych, w tym wynikających z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek z lat ubiegłych.<sup>5</sup>

W zakresie limitów określających możliwości spłaty zobowiązań JST w okresie przejściowym (do 2025 r. włącznie), indywidualny wskaźnik zadłużenia opiera się na średniej arytmetycznej obliczonej dla ostatnich trzech lub siedmiu lat (w zależności od wyboru dokonanego przez organ wykonawczy JST do 31 grudnia 2021 r.) relacji dochodów bieżących powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów bieżących budżetu JST.<sup>6</sup>

W związku z udzielaną przez JST pomocą obywatelom Ukrainy z uwagi na konflikt zbrojny na terytorium tego państwa, w zakresie reguł fiskalnych dotyczących JST obowiązują rozwiązania łagodzące wymogi gospodarki finansowej JST określone w art. 242 oraz art. 243 ustawy 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 w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa, w jakiej nie są one finansowane środkami publicznymi otrzymanymi przez jednostkę na ten cel.<sup>7</sup>

Zgodnie z ustawą z dnia 5 sierpnia 2022 r. o dodatku węglowym do roku 2025 włącznie, 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.<sup>8</sup>

Ponadto, w latach 2023-2025 relacja ograniczająca wysokość spłaty długu może być niezachowana przez JST, 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.<sup>9</sup>

Dodatkowo, w celu usprawnienia realizacji inwestycji dofinansowywanych z Rządowego

---

<sup>4</sup> 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. 1927, z późn. zm.).

<sup>5</sup> 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).

<sup>6</sup> Art. 9 ustawy z dnia 14 grudnia 2018 r. o zmianie ustawy finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 2500, z późn. zm.).

<sup>7</sup> Art. 110 ustawy z dnia 12 marca 2022 r. o pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa (Dz. U. z 2024 r. poz. 167, z późn. zm.).

<sup>8</sup> Art. 28 ustawy z dnia 5 sierpnia 2022 r. o dodatku węglowym (Dz. U. z 2024 r. poz. 1207).

<sup>9</sup> 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).

Funduszu Polski Ład: Programu Inwestycji Strategicznych<sup>10</sup>, wprowadzono rozwiązanie umożliwiające JST zaciąganie kredytów i pożyczek oraz emitowanie papierów wartościowych na wyprzedzające finansowanie działań finansowanych z tego programu. 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. Funduszu.<sup>11</sup>

Niemniej jednak, prowadzone są prace, mające na celu tymczasową modyfikację do roku 2029 reguł fiskalnych obowiązujących JST. Planowane zmiany zmierzałyby do przedłużenia obecnie obowiązującego do roku 2025 (włącznie) czasowego uelastycznienia reguł zawartych w ustawie o finansach publicznych. Dotyczyłoby to preferencji w zakresie zasady zrównoważenia części bieżącej budżetu JST oraz indywidualnego limitu spłaty zobowiązań.

## **7.2. Stabilizująca reguła wydatkowa**

Z dniem 23 lipca 2024 r. weszła w życie ustawa z 28 czerwca 2024 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw wprowadzająca zmiany w SRW. W ramach tej nowelizacji zaproponowano szereg zmian stanowiących odpowiedź na potrzebę dostosowania polskich ram fiskalnych do nowych wymogów i rozwiązań zawartych w reformie zarządzania gospodarczego w Unii Europejskiej. Nowe przepisy uwzględniają również wnioski z przeglądu SRW przeprowadzonego przez Ministerstwo Finansów we współpracy z Międzynarodowym Funduszem Walutowym oraz wnioski pokontrolne Najwyższej Izby Kontroli w zakresie funkcjonowania SRW.

W ramach zmian rozszerzony został zakres jednostek objętych SRW, w wyniku którego wszystkie jednostki, których plany finansowe są zamieszczane w ustawie budżetowej w formie załączników, zostały objęte SRW. Są to instytucje gospodarki budżetowej, agencje wykonawcze, ZUS i państwowe osoby prawne, o których mowa w art. 9 pkt 14 ustawy o finansach publicznych. Do zakresu SRW włączono również skarbowe papiery wartościowe przekazywane nieodpłatnie przez jednostki i organy objęte SRW jednostkom sektora instytucji rządowych i samorządowych. Z kwoty oraz limitu wydatków SRW wyłączono natomiast współfinansowanie programów finansowanych z bezzwrotnej pomocy UE. Rozwiązanie to jest spójne ze zmianami wprowadzonymi w unijnych regułach fiskalnych i stanowi analogię do funkcjonującego obecnie w SRW rozwiązania w zakresie wydatków finansowanych ze środków z bezzwrotnej pomocy z UE.

---

<sup>10</sup> 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.).

<sup>11</sup> 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, z późn. zm.).

W nowelizowanej ustawie o finansach publicznych wprowadzono również szereg zmian dotyczących algorytmu określającego poziom wydatków jednostek i organów objętych SRW, w tym:

- wprowadzono korektę błędu prognoz realnej dynamiki wzrostu PKB, celem zniwelowania wpływu błędu prognoz na poziom wydatków SRW;
- we wzorze na kwotę wydatków zastąpiono dotychczas stosowany średnioroczny wskaźnik cen towarów i usług deflatorem PKB;
- dostosowano mechanizm określający wysokość dostosowania fiskalnego do nowych rozwiązań unijnych

oraz zmieniono definicję działań dyskrejonalnych oraz działań jednorazowych i tymczasowych po stronie dochodów uwzględnianych w SRW.

Co więcej, wprowadzono zmiany w klauzuli wyjścia z SRW dotyczące samodzielnych czynników uruchamiających zawieszenie funkcjonowania SRW, w przypadku wprowadzenia jednego ze stanów nadzwyczajnych lub znacznego spowolnienia gospodarczego.

W efekcie tych zmian, dokonano przeliczenia kwoty wydatków SRW na rok 2024, mającej stanowić punkt startowy do obliczenia wartości wydatków na rok 2025. Przeliczenie to pozwoli na uwzględnienie w kwocie wydatków na rok 2025 wszystkich wprowadzonych zmian dotyczących zakresu SRW.

### **7.3. Fundusze zarządzane przez Bank Gospodarstwa Krajowego zaliczone do sektora instytucji rządowych i samorządowych**

Fundusze tworzone były w BGK na podstawie odrębnych ustaw od 1998 r. do 2023 r. Według pierwotnych założeń tworzenie funduszy miało na celu zapewnienie finansowania dla realizacji zadań istotnych z punktu widzenia polityki gospodarczej rządu. W późniejszym okresie fundusze były traktowane jako elastyczne narzędzie do realizacji zadań i celów, wynikających z nadzwyczajnej sytuacji ekonomiczno-politycznej, np. pandemii COVID-19, agresji Rosji na Ukrainę.

Wg stanu na koniec czerwca 2024 r. BGK jest operatorem dwudziestu funduszy, które zaliczone są do sektora instytucji rządowych i samorządowych wg metodyki ESA2010, nie są natomiast zgodnie z polskim prawem częścią krajowego sektora finansów publicznych. Oznacza to, że dług funduszy powiększa dług wg definicji UE, nie ma natomiast wpływu na państwowy dług publiczny wg definicji krajowej. Dane o długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, w tym długu jednostek zaliczonych do tego sektora, które finansują zadania państwa, m.in. poszczególnych funduszy w BGK, są co kwartał publikowane przez Ministerstwo Finansów (MF) w biuletynie statystycznym „Zadłużenie sektora finansów publicznych”, a prognozy na koniec danego roku oraz na cztery kolejne lata są prezentowane w Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych (rozdział 8. Przewidywane efekty realizacji Strategii).

Zgodnie z przepisami ustaw tworzących fundusze BGK może zaciągać zobowiązania dłużne na rzecz dziewięciu funduszy, z czego w praktyce, wg danych na koniec czerwca 2024 r., dług



zaciągany był na rzecz czterech funduszy: Krajowego Funduszu Drogowego, Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, Funduszu Pomocy oraz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych.

Minister Finansów, zgodnie z przepisami ustawowymi, akceptuje warunki emisji obligacji na rzecz funduszy, a w przypadku Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych dodatkowo akceptuje parametry ekonomiczne zaciąganych kredytów lub pożyczek oraz wyraża zgodę na zaciąganie innych zobowiązań finansowych dotyczących pozyskania zwrotnych środków finansowych. Harmonogramy emisji obligacji na rzecz funduszy są ustalane z uwzględnieniem kalendarza przetargów SPW na rynku krajowym oraz na rynkach zagranicznych, a przy ustalaniu terminów zapadalności obligacji funduszy brane są pod uwagę harmonogramy wykupów SPW.

Projekty planów finansowych funduszy oraz ich zmiany są uzgadniane z Ministrem Finansów. Od 1 lipca 2024 r. w związku z przejściem przez Ministra Finansów nadzoru nad Funduszem Przeciwdziałania Covid-19 oraz Funduszem Pomocy, projekty planów finansowych tych funduszy oraz ich zmiany są zatwierdzane przez Ministra Finansów. Począwszy od II kw. 2024 r. BGK publikuje plany finansowe funduszy oraz bieżące dane z ich realizacji. Plany tych funduszy na kolejny rok, począwszy od projektu ustawy budżetowej na 2025 r. są prezentowane wraz z budżetem (są załączone do uzasadnienia do projektu ustawy budżetu).

Zgodnie z informacją przekazaną przez BGK szczegółowe zasady zarządzania długiem funduszy zostaną zawarte w opracowanej przez BGK strategii, uwzględniającej Strategię zarządzania długiem publicznym. W najbliższym okresie podstawowym celem strategii zarządzania długiem funduszy umiejscowionych w BGK będzie zapewnienie finansowania płynnej realizacji ustawowych celów funduszy, uwzględniającego uwarunkowania dotyczące m.in.:

- minimalizacji kosztów obsługi zaciąganych zobowiązań funduszy;
- polityki Ministerstwa Finansów w zakresie kształtowania kosztów obsługi długu publicznego;
- rozkładu w czasie zapadających zobowiązań;
- koordynacji emisji obligacji na rzecz funduszy z emisjami obligacji skarbowych na rynku krajowym i rynkach zagranicznych;
- dostępnych rodzajów instrumentów dłużnych dostosowanych do potrzeb poszczególnych funduszy;
- parametrów gwarancji Skarbu Państwa dla zaciąganych zobowiązań dłużnych na rzecz funduszy.

## 8. Przewidywane efekty realizacji Strategii

Przewidywane efekty realizacji Strategii obejmują prognozy:

- wielkości długu publicznego i kosztów jego obsługi;
- parametrów ryzyka długu Skarbu Państwa;
- 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 8.4 wskazane zostały najważniejsze zagrożenia dla realizacji celów Strategii.

### 8.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

Tabela 10. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu sektora instytucji rządowych i samorządowych

Wyszczególnienie	2023	2024	2025 wg limitów	2025	2026	2027	2028
<b>1. Dług Skarbu Państwa</b>							
a) w mld zł	1 346,2	1 594,9	1 938,0	1 904,1	2 087,3	2 236,3	2 348,5
- krajowy	1 042,4	1 232,8	1 511,3	1 477,4	1 607,2	1 746,7	1 852,5
- zagraniczny	303,8	362,1	426,7	426,7	480,1	489,6	496,0
b) w relacji do PKB	39,5%	43,8%	48,8%	47,9%	49,2%	49,9%	49,7%
<b>2. Państwowy dług publiczny</b>							
a) w mld zł	1 328,1	1 577,3	1 905,0	1 871,1	2 040,7	2 179,0	2 282,5
b) w relacji do PKB	38,9%	43,3%	47,9%	47,1%	48,1%	48,6%	48,3%
<b>3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*</b>							
a) w mld zł	1 242,0	1 481,1	1 854,6	1 820,8	1 990,3	2 128,3	2 231,9
b) w relacji do PKB	36,4%	40,7%	46,7%	45,8%	47,0%	47,5%	47,2%
<b>4. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych</b>							
a) w mld zł	1 691,2	1 986,3	2 376,8	2 321,4	2 582,6	2 750,1	2 888,6
b) w relacji do PKB	49,6%	54,6%	59,8%	58,4%	60,9%	61,3%	61,2%
<b>5. Wydatki z tytułu obsługi długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (memoriałowe)</b>							
b) w relacji do PKB	2,1%	2,3%	-	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%

\*) 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.

Prognoza na lata 2025-2028 została przygotowana przy założeniu corocznego dostosowania fiskalnego umożliwiającego przestrzeganie ustalonej ścieżki wydatków netto zgodnie z wymogami rozporządzenia dotyczącego średniookresowych planów budżetowo-strukturalnych<sup>12</sup> oraz założeniami średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego. Ścieżka ta pozwala na zlikwidowanie nadmiernego deficytu (EDP<sup>13</sup>) do 2028 r. oraz zapewnia, że przy braku dalszych działań fiskalnych spełnione są kryteria analizy stabilności długu w średnim terminie (debt sustainability analysis; DSA) w odniesieniu do utrzymania

<sup>12</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1263 z dnia 29 kwietnia 2024 r. w sprawie skutecznej koordynacji polityk gospodarczych i w sprawie wielostronnego nadzoru budżetowego oraz uchylające rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97.

<sup>13</sup> Rozporządzenie Rady (UE) 2024/1264 z dnia 29 kwietnia 2024 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu.

deficytu poniżej 3% PKB oraz spadku relacji długu do PKB poniżej 60% w scenariuszu bazowym, jak i w trzech scenariuszach alternatywnych<sup>14</sup>, które zakładają:

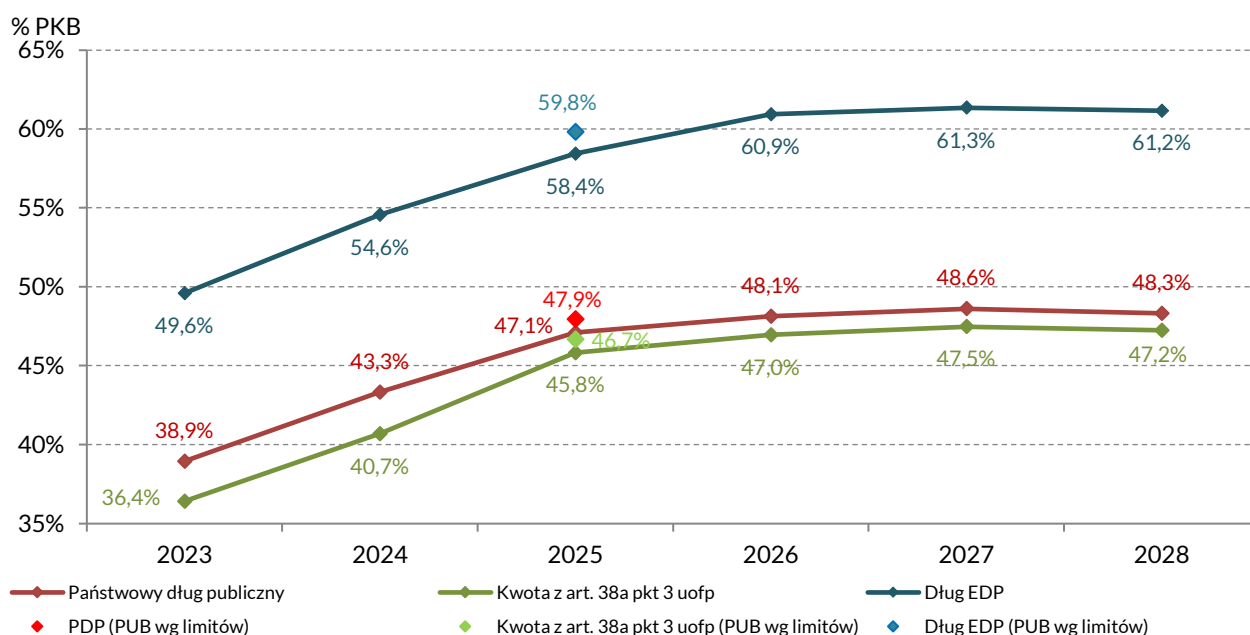
- 1) jednoroczny wzrost o 1 pkt proc. wysokości krótkiej i długiej stopy procentowej;
- 2) trwałe pogorszenie się relacji realnego wzrostu gospodarczego do wysokości stóp procentowych o 1 pkt proc.;
- 3) trwałe pogorszenie się strukturalnego wyniku pierwotnego o 0,5 pkt proc. PKB w horyzoncie symulacji.

Przy przyjętych założeniach prognozowana relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniesie 43,3% w 2024 r. i 47,1% w 2025 r., następnie będzie wzrastała do 48,6% w 2027 r., a w ostatnim roku prognozy obniży się do 48,3%. W horyzoncie *Strategii* relacja państwowego długu publicznego do PKB pozostanie bezpiecznie poniżej progu ostrożnościowego 55% określonego w ustawie o finansach publicznych.

Prognozowana relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB wyniesie 54,6% w 2024 r. i 58,4% w 2025 r., następnie wzrośnie do 61,3% w 2027 r., a w 2028 r. obniży się do 61,2%. Wartość referencyjna relacji długu EDP do PKB na poziomie 60% zostanie przekoczona w 2026 r.

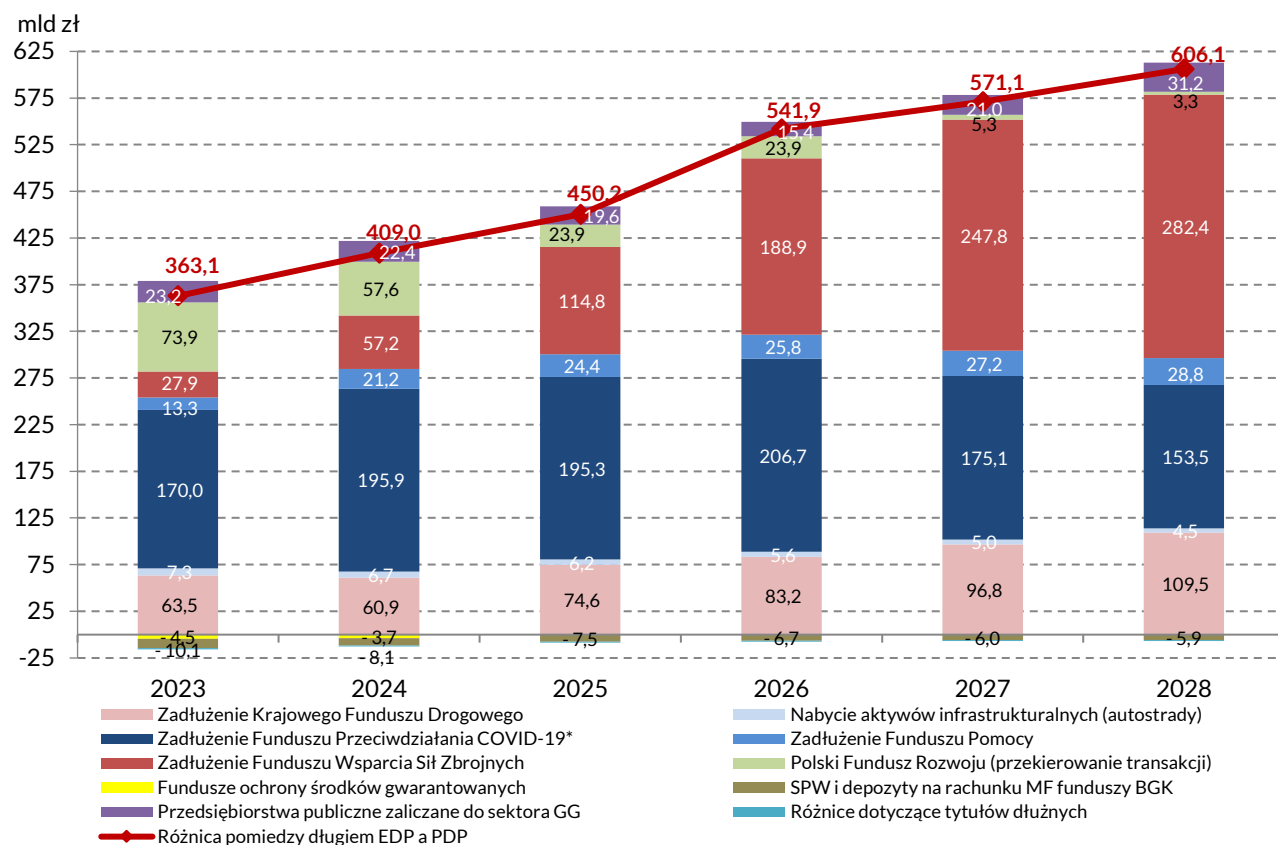
Przy założeniu pełnego wykonania limitu deficytu zapisanego w projekcie ustawy budżetowej na rok 2025 relacja do PKB państwowego długu publicznego wyniosłaby w 2025 r. 47,9%, a długu sektora instytucji rządowych i samorządowych 59,8% PKB.

Wykres 13. Relacja długu publicznego do PKB



<sup>14</sup> Metodologia DSA jest opisana w Debt Sustainability Monitor 2023, Institutional Paper 271, March 2024, Brussels.

Wykres 14. Różnice pomiędzy wielkością długu EDP a PDP



Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2025 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 75,5 mld zł, tj. 1,9% PKB. Strategia zakłada, że koszty obsługi długu wzrosną do ok. 2,3% PKB w latach 2027-2028 r.

Wykres 15. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

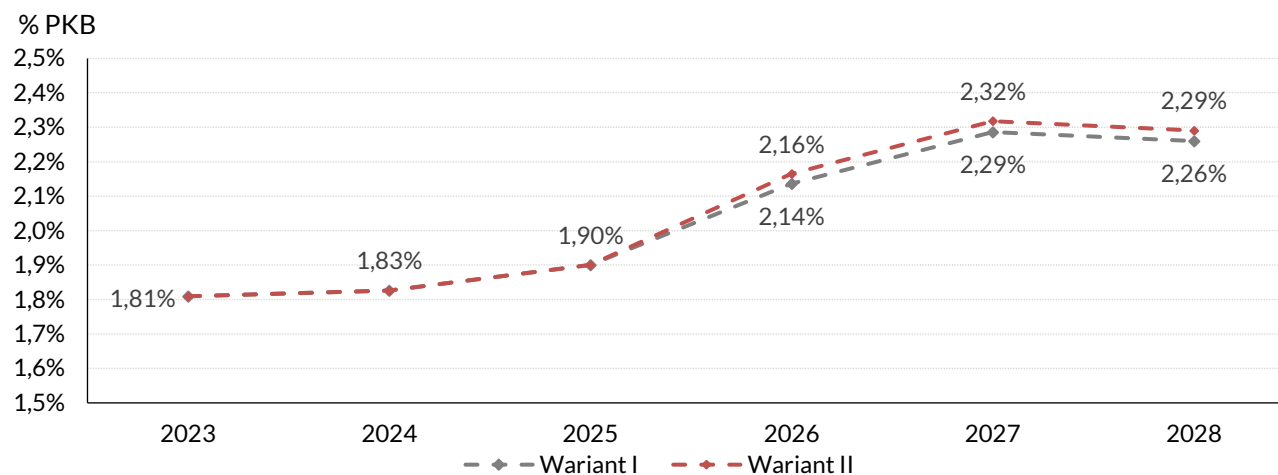
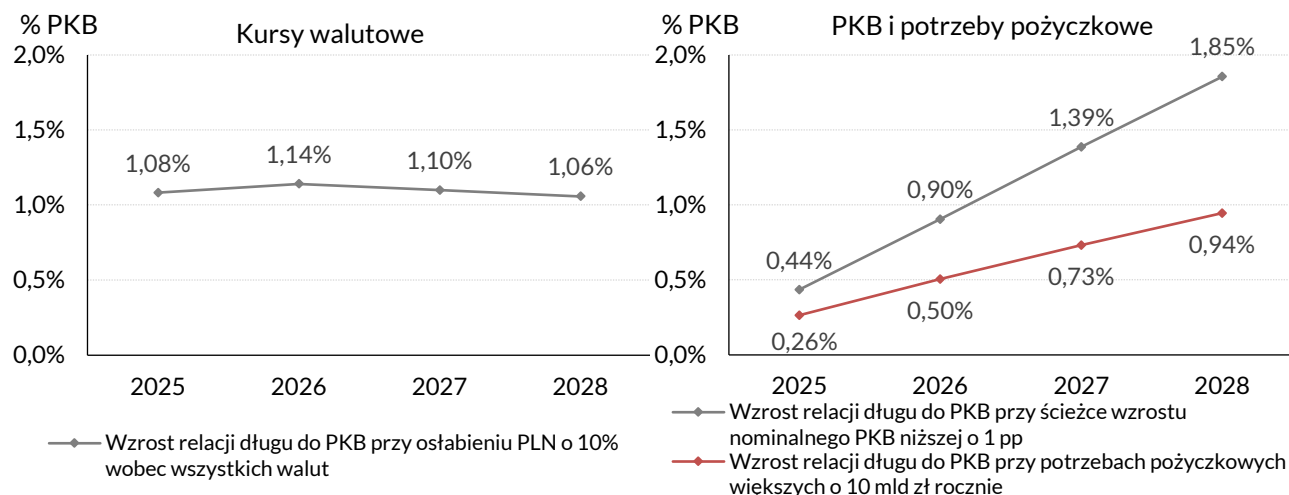


Tabela 11. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa

Wyszczególnienie	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowe)*</b>						
a) w mld zł, w tym:	61,7	66,5	75,5	90,6 - 91,8	102,5 - 103,9	106,8 - 108,2
- długu krajowego	54,9	57,0	62,5	76,9	86,4	90,2
- długu zagranicznego	6,8	9,5	13,0	13,7 - 14,9	16,1 - 17,5	16,6 - 18,1
b) w relacji do PKB	1,81%	1,83%	1,90%	2,14% - 2,16%	2,29% - 2,32%	2,26% - 2,29%

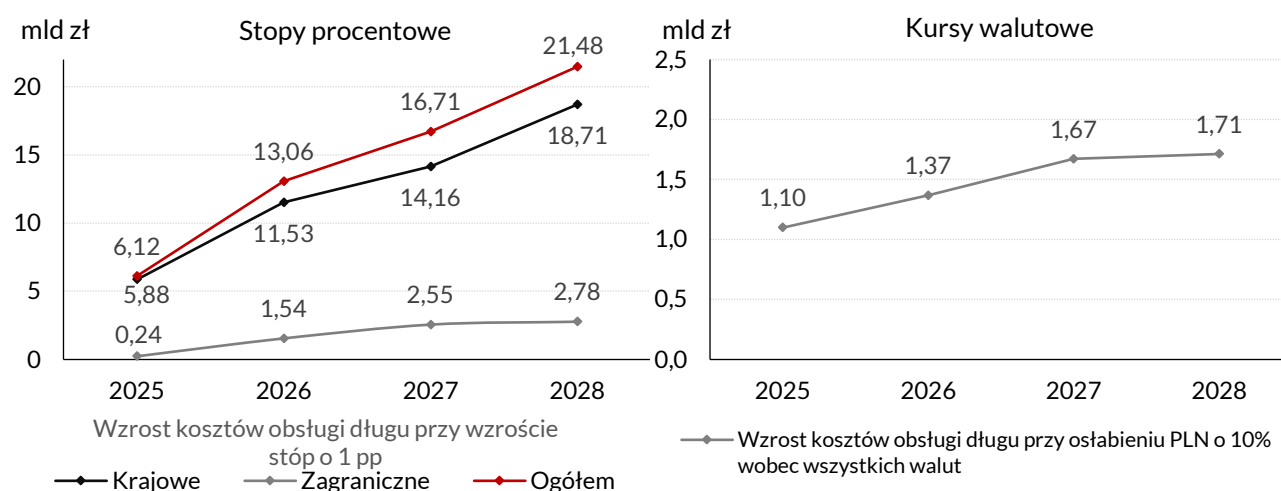
\*) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2026-28 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

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



\*) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2025 r., wrażliwości częściowe przy braku zmian pozostałych założeń.

Wykres 17. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń

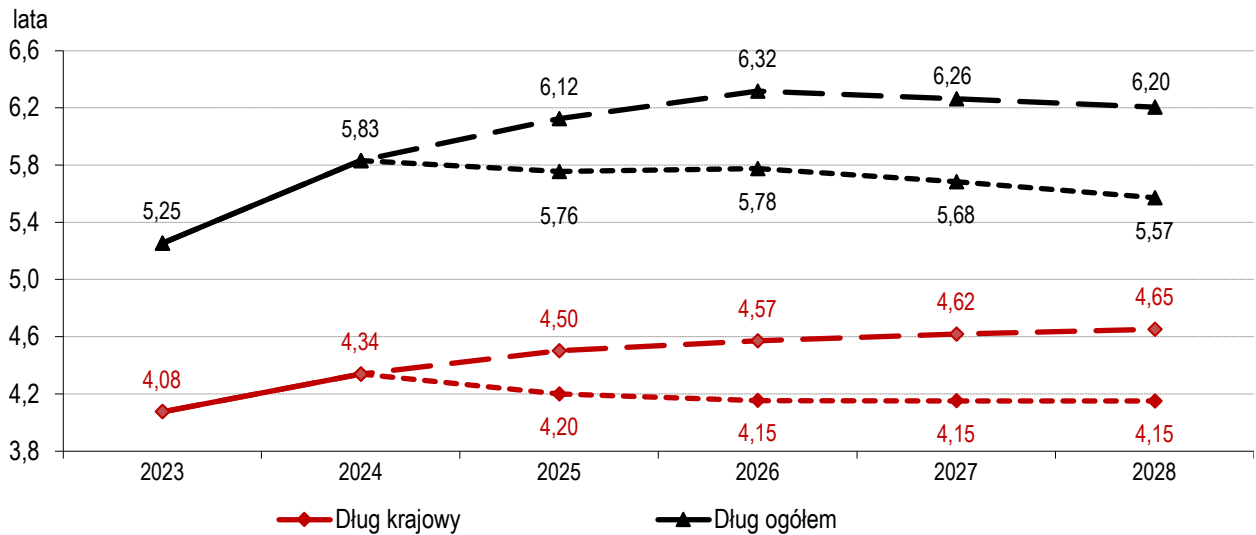


## 8.2. Struktura długu Skarbu Państwa

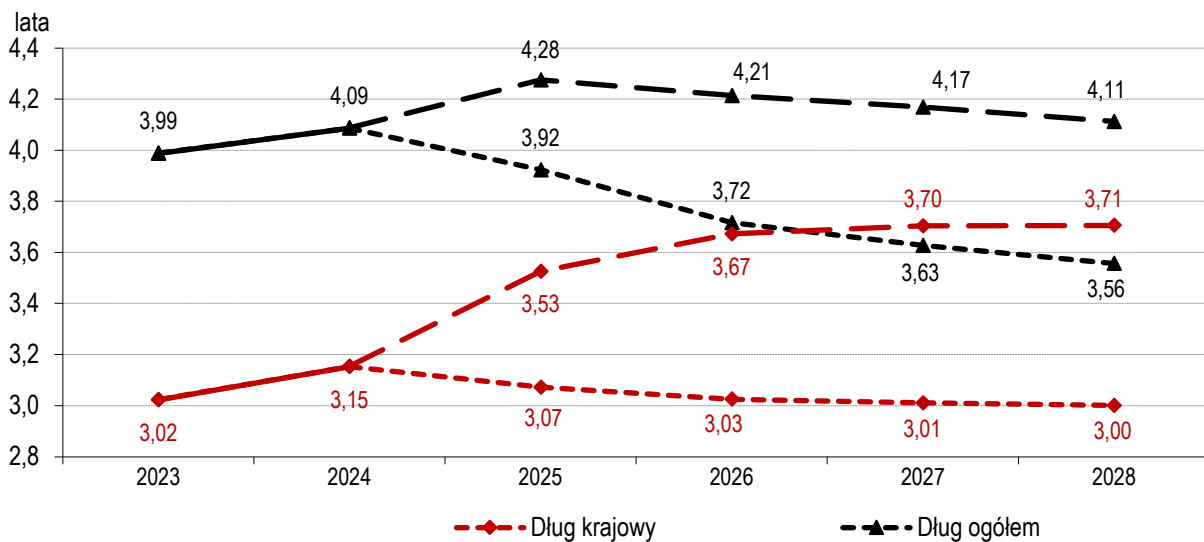
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zakresie ryzyka refinansowania – kierunek zmian średniej zapadalności krajowych SPW będzie zależał od warunków rynkowych, średnia zapadalność w 2028 r. może osiągnąć wartość z przedziału 4,2-4,7 roku, a całego długu SP 5,6-6,2 roku wobec odpowiednio ok. 4,3 oraz ok. 5,8 roku na koniec 2024 r.;
- ryzyko stopy procentowej pozostawać będzie w założonym w *Strategii* przedziale, w zależności od przyjętej struktury finansowania, ATR rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 3,0-3,7 roku wobec ok. 3,2 roku na koniec 2024 r., a długu ogółem ok. 3,6-4,1 roku wobec ok. 4,1 roku na koniec 2024 r., natomiast *duration* rynkowego długu krajowego w przedziale ok. 2,6-3,3 roku wobec ok. 2,7 roku na koniec 2024 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,4-4,0 roku wobec ok. 3,6 roku na koniec 2024 r.;
- udział długu w walutach obcych utrzymywany będzie poniżej 25%, w wariantcie bazowym wyniesie ok. 22,4% na koniec 2025 r. i ok. 21,1% w 2028 r.

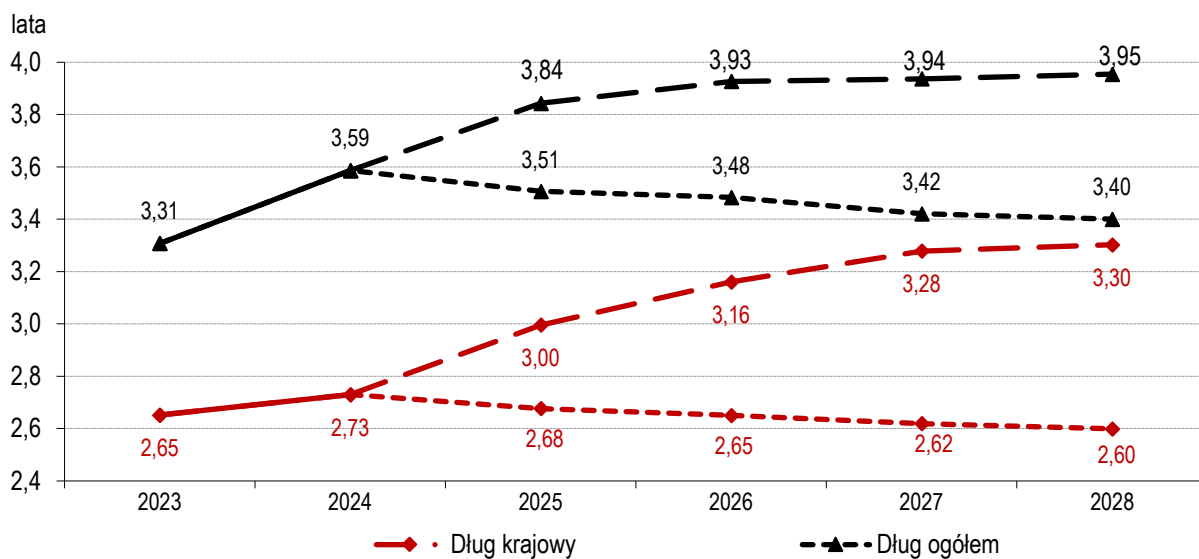
Wykres 18. Średnia zapadalność długu SP



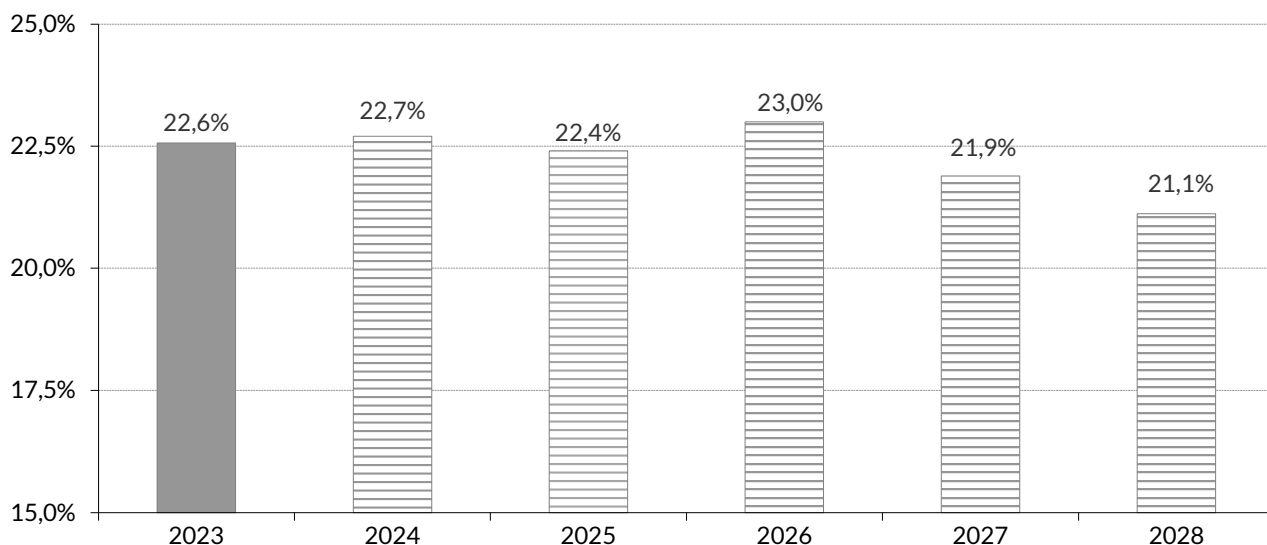
Wykres 19. ATR długu SP



Wykres 20. Duration długu SP



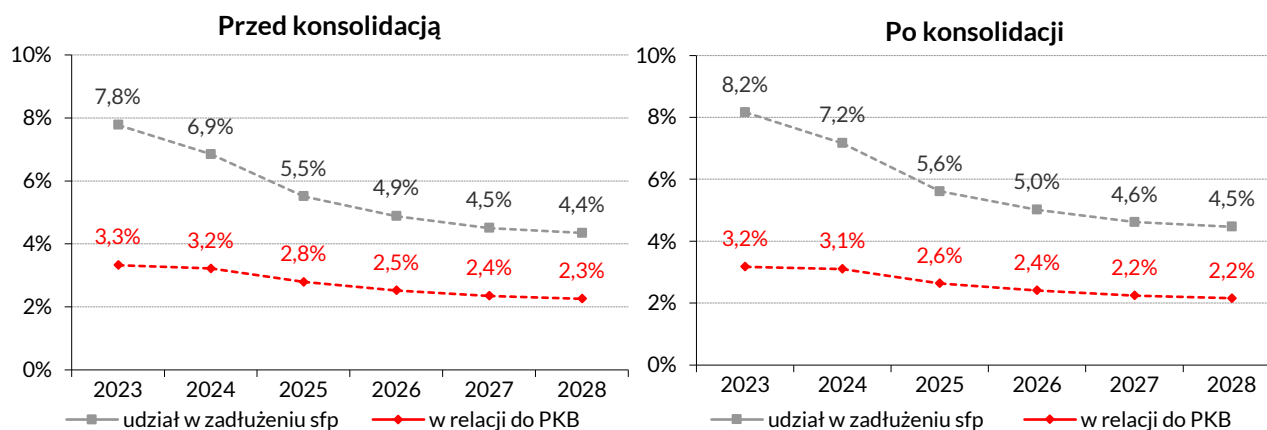
Wykres 21. Udział długu w walutach obcych w długu SP



### 8.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa

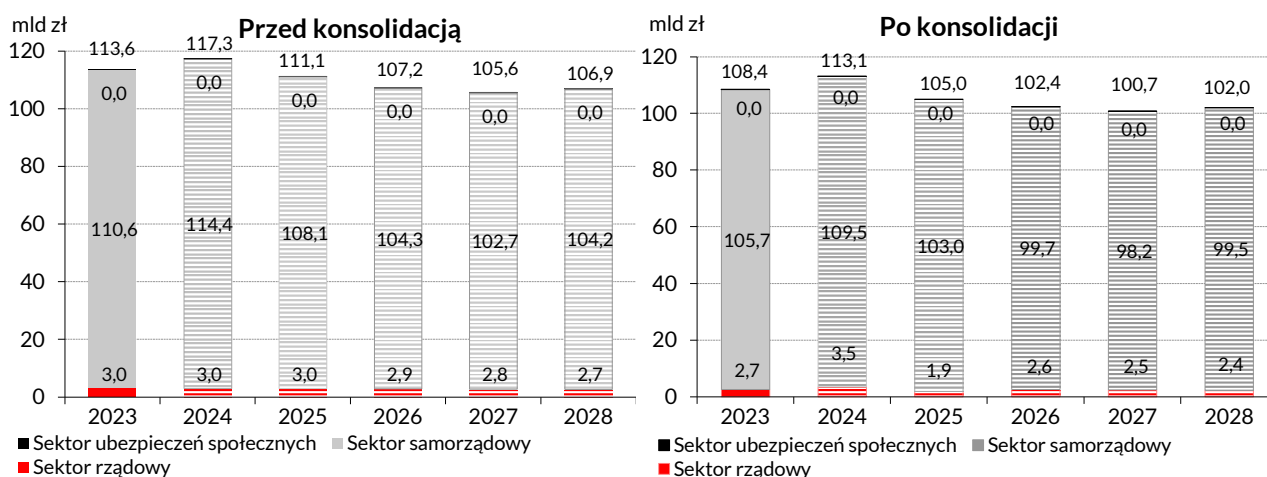
Przy przyjętych założeniach zadłużenie przed konsolidacją pozostałych jednostek sektora w relacji do PKB w horyzoncie Strategii spadnie z 3,7% do 2,4%, a zadłużenie po konsolidacji z 3,5% do 2,3%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych po konsolidacji spadnie z 8,2% w 2023 r. do 4,5% w 2028 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 spadnie z 117,3 mld zł w 2024 r. do 106,9 mld zł w 2028 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



## 8.4. 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, poziomem stóp procentowych oraz kursu walutowego;
- uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
  - wolniejszym od przewidywanego tempem wzrostu światowej gospodarki, w szczególności głównych partnerów handlowych Polski;
  - polityką pieniężną głównych banków centralnych, w tym EBC oraz Fed;
  - odpływem kapitału zagranicznego w kierunku rynków bazowych lub innych rynków;
- ryzykiem wzrostu relacji długu publicznego do PKB w stosunku do założeń, w związku z:
  - wyższym niż zakładany poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zależnym m.in. od koniunktury w polskiej gospodarce oraz realizowanej ścieżki dostosowania fiskalnego;
  - większym niż zakładany przyrostem zadłużenia innych niż SP podmiotów sektora instytucji rządowych i samorządowych, w szczególności funduszy w BGK;
  - osłabieniem 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.



## 9. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych

### 9.1. 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;
- kontynuować wykorzystanie gwarancji w celu podniesienia zdolności obronnych kraju;
- wspomagać za pomocą gwarancji transformację energetyczną kraju;
- kontynuować, w niezbędnym zakresie, wsparcie Funduszy przeciwdziałających skutkom gospodarczym pandemii COVID-19 i agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę.

W ostatnim czasie nastąpiła drastyczna zmiana uwarunkowań geopolitycznych i gospodarczych. Spowodowała ona zaburzenia na rynku paliw, napływ uchodźców wojennych i konieczność wzmożonego rozwoju sił zbrojnych. W związku z nowymi wyzwaniami, przewiduje się w szczególności dalsze udzielanie nowych gwarancji na finansowanie Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych. Istotne będzie także ewentualne wsparcie gwarancjami finansowania transformacji energetycznej. Wraz z kontynuacją programów inwestycji infrastrukturalnych (m.in. 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.

### 9.2. 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 2024 r. wynoszą 555,7 mld zł (15,1% PKB prognozowanego na koniec 2024 r.) wobec 575,8 mld zł (dane po korekcie) na koniec 2023 r. (16,9% PKB) oraz 455,9 mld zł na koniec 2022 r. (14,8% PKB).

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2024 r. wynosiły one 533,6 mld zł (ok. 14,5% PKB prognozowanego na koniec 2024 r.), wobec 553,6 na koniec 2023 r. (16,2% PKB) oraz 432,8 mld zł na koniec 2022 r. (14,1% PKB). Wzrost potencjalnych zobowiązań jest głównie wynikiem udzielania gwarancji związanych ze zwalczaniem skutków COVID-19

(283,2 mld zł potencjalnych zobowiązań na koniec I półrocza 2024 r.), jak również wynikających z inwestycji w obronność kraju (103,0 mld zł potencjalnych zobowiązań).

Dotychczasowy portfel nie stwarza istotnych zagrożeń w zakresie poręczeń i gwarancji SP. Na koniec 2023 r. oraz I półrocza 2024 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 2024 r.) wynikały z:

- gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego 439,0 mld zł
- w tym:
  - na zasilenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 223,6 mld zł
  - na zasilenie Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych 103,0 mld zł
  - na wsparcie Krajowego Funduszu Drogowego 88,9 mld zł
  - na zasilenie Funduszu Pomocy – Ukraina 23,4 mld zł
  - pozostałe gwarancje (KFM, infrastruktura) 0,1 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 59,6 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. 19,8 mld zł
- gwarancji wypłat z Krajowego Funduszu Drogowego dla Gdańsk Transport Company S.A. 5,1 mld zł
- gwarancji wypłat z Krajowego Funduszu Drogowego dla Autostrady Wielkopolskiej II S.A. 4,5 mld zł
- gwarancji udzielonej za spółkę Węglokoks S.A. 2,7 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Intercity S.A. 2,2 mld zł

Tabela 12. Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń SFP i SP

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:</b>							
<b>a) sektor finansów publicznych</b>							
w mld zł	455,9	575,8*	793,6	939,5	1013,7	1 117,5	1 249,9
w relacji do PKB	14,8%	16,9%	21,5%	23,6%	23,8%	24,9%	26,4%
<b>b) Skarb Państwa</b>							
w mld zł	432,8	553,6	769,4	913,5	986,0	1 088,2	1 219,0
w relacji do PKB	14,1%	16,2%	20,8%	22,9%	23,2%	24,2%	25,7%
w tym za podmioty z sektora instytucji rządowych i samorządowych	406,2	539,9	755,3	901,3	973,9	1 076,3	1 207,2
w relacji do PKB	13,2%	15,8%	20,5%	22,6%	22,9%	24,0%	25,5%

\*Dane po korekcie

## 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  
**PFR** – Polski Fundusz Rozwoju  
**RPP** – Rada Polityki Pieniężnej  
**SFP** – sektor finansów publicznych  
**SP** – Skarb Państwa  
**SPW** – skarbowe papiery wartościowe  
**SRW** – stabilizująca reguła wydatkowa  
**TBSP** – Treasury BondSpot Poland  
**WIRON** – wskaźnik referencyjny stopy procentowej typu *risk free rate*

### 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,  
 $NZ_t$  – wyrażony w złotych nominał dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,  
 $NS_t$  – wyrażony w złotych nominał dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,  
 $Nl_j$  – nominał (nieindeksowany) dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,  
 $l_0$  – bieżący wskaźnik indeksacji dla nominału 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 ponadto pojęcie emisji bazowych oznaczające określone przez Ministra Finansów emisje SPW na rynku krajowym, 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 o wartości nominalnej co najmniej 2 mld zł. Przy wyznaczaniu benchmarków na polskiej krzywej dochodowości podawanej w serwisach informacyjnych LSEG (dawniej Refinitiv, Thomson Reuters) i Bloomberg stosuje się kryterium terminu do wykupu.
2. (*portfel*) docelowa charakterystyka portfela długu publicznego, stanowiąca *portfel odniesienia* dla portfela istniejącego i wyznaczająca kierunek zarządzania długiem publicznym. Na charakterystykę portfela odniesienia mogą się składać udziały poszczególnych walut, rodzajów 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 odsprzedaży skarbowych papierów wartościowych w określonym terminie, 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 hurtowych SPW. Dealerzy są pośrednikami między emitentem a innymi podmiotami w obrocie hurtowymi 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 (Skarbu 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 sytuacji uniemożliwiających lub utrudniających pozyskiwanie środków pożyczkowych z rynku finansowego po efektywnym 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), a 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 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 nominału),

$N_t$  – wyrażony w złotych nominał płatny w chwili  $t$ ,

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

## **Aneks 2. 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
<p>1. Konstytucja RP</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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);</li> </ul>	<p>1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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);</li> </ul>
<p>2. Ustawa o finansach publicznych</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia;</li> <li>definicja sektora finansów publicznych.</li> </ul>	<p>2. Protokół w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%;</li> </ul>
	<p>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</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych;</li> </ul>
	<p>4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (ESA 2010)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych;</li> <li>definicja sektora instytucji rządowych i samorządowych.</li> </ul>

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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych
<b>I. Procedury dotyczące limitów na relację państwowego długu publicznego do PKB</b>
<b>1. jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60%:</b>
<p>a) przyjmuje się brak deficytu lub poziom różnicy dochodów i wydatków budżetu państwa w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 zapewniający spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x;</p> <p>b) deficyt budżetowy JST pomniejszony o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych oraz wolne środki w uchwale budżetowej na rok x+2 może wynikać jedynie z wydatków związanych z realizacją zadań współfinansowanych ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA;</p> <p>c) w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej,</li> <li>waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w roku budżetowym x+1,</li> <li>wprowadzony jest zakaz udzielania nowych pożyczek i kredytów z budżetu państwa,</li> <li>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 Pamięi Narodowej – Komisji Ścigania Zbrodni przeciwko Narodowi Polskiemu, Krajowego Biura Wyborczego, Państwowej Inspekcji Pracy nie może być wyższy niż w administracji rządowej;</li> </ul>

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

- d) Rada Ministrów przeprowadza przegląd:
- wydatków budżetu państwa finansowanych środkami pochodzącymi z kredytów zagranicznych,
  - programów wieloletnich;
- e) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB;
- f) Rada Ministrów dokonuje przeglądu obowiązujących przepisów w celu przedstawienia propozycji rozwiązań prawnych mających wpływ na poziom dochodów budżetu państwa, w tym dotyczących stosowania stawek podatku od towarów i usług;
- g) Państwowy Fundusz Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych otrzymuje dotację celową z budżetu państwa na realizację zadania dofinansowania do wynagrodzenia pracowników niepełnosprawnych w wysokości do 30% środków zaplanowanych na realizację tego zadania na dany rok;
- h) organy administracji rządowej mogą zaciągać nowe zobowiązania na przygotowanie inwestycji, jeżeli mają zapewnione finansowanie z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA, na maksymalnym dopuszczalnym poziomie określonym w przepisach lub procedurach dotyczących danego rodzaju inwestycji, nie mniejszym niż 50% całości kosztów, z tym że ograniczenia te nie dotyczą odbudowy lub przebudowy dróg krajowych w celu usunięcia zagrożenia bezpieczeństwa w ruchu drogowym, inwestycji w infrastrukturę przeciwpowodziową, systemu elektronicznego poboru opłat za korzystanie z dróg publicznych oraz odszkodowań za nieruchomości przejęte w związku z przygotowaniem i realizacją inwestycji w zakresie dróg publicznych;

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

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

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

## II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST

- a) planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące powiększone o przychody wynikające ze:
- spłaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych lub środków z lokat dokonanych 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;

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

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.
- 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. Podstawowe różnice dotyczące długu publicznego – definicja polska a unijna

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
<b>1. zakres sektora finansów publicznych</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do SFP obejmujący:</li> <li>- organy władzy publicznej, w tym organy administracji rządowej, organy kontroli państwowej i ochrony prawa oraz sądy i trybunały;</li> <li>- jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki;</li> <li>- związki metropolitalne;</li> <li>- jednostki budżetowe;</li> <li>- samorządowe zakłady budżetowe;</li> <li>- agencje wykonawcze;</li> <li>- instytucje gospodarki budżetowej;</li> <li>- państwowe fundusze celowe;</li> <li>- Zakład Ubezpieczeń Społecznych i zarządzane przez niego fundusze oraz Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego i fundusze zarządzane przez Prezesa Kasy Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego;</li> <li>- Narodowy Fundusz Zdrowia;</li> <li>- samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej;</li> <li>- uczelnie publiczne;</li> <li>- Polska Akademia Nauk i tworzone przez nią jednostki organizacyjne;</li> <li>- państwowe i samorządowe instytucje kultury;</li> <li>- 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;</li> <li>- Bankowy Fundusz Gwarancyjny.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• zakres sektora instytucji rządowych i samorządowych<sup>1)</sup> został zdefiniowany w ESA 2010<sup>2)</sup>; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;</li> </ul>
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, FPC, FWSZ):	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych<sup>3)</sup>;</li> </ul>
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"> <li>• nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych;</li> </ul>
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"> <li>• nie jest częścią finansów publicznych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• jest częścią rachunków sektora instytucji rządowych i samorządowych</li> </ul>
<b>2. tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi);</li> <li>• kredyty i pożyczki;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• papiery wartościowe;</li> <li>• pożyczki;</li> <li>• gotówka i depozyty;</li> </ul>

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
<b>państwowy dług publiczny</b>	<b>dług sektora instytucji rządowych i samorządowych</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>przyjęte depozyty;</li> <li>zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone);</li> </ul>	
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>zobowiązania wymagalne;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-<sup>4)</sup></li> <li>zrestrukturyzowane bądź zrefinansowane kredyty handlowe niezależnie od terminu zapadalności są zaliczane do kategorii pożyczki, czyli także te o pierwotnym terminie zapadalności poniżej lub równej rok<sup>5)</sup></li> </ul>
<b>3. wycena zobowiązań wyrażonych w walutach obcych</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>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;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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;</li> </ul>
<b>4. dług potencjalny</b>	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>nie jest uwzględniany.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami;</li> <li>po spełnieniu określonych kryteriów dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejścia długu).</li> </ul>

- Urzędem odpowiedzialnym za określenie zakresu sektora *instytucji rządowych i samorządowych* jest Główny Urząd Statystyczny. Lista jednostek sektora według stanu na 31 grudnia 2021 r. jest dostępna na stronie internetowej GUS: [https://stat.gov.pl/download/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5483/6/9/1/lista\\_jednostek\\_sektora\\_instytucji\\_rzadowyc\\_h\\_i\\_samorzadowych\\_s.13.xlsx](https://stat.gov.pl/download/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5483/6/9/1/lista_jednostek_sektora_instytucji_rzadowyc_h_i_samorzadowych_s.13.xlsx)
- Zgodnie z ESA2010 (rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej) jednostka klasyfikowana jest do sektora instytucji rządowych i samorządowych, jeśli nie stanowi odrębnej jednostki instytucjonalnej lub jest oddzielną jednostką instytucjonalną kontrolowaną przez sektor instytucji rządowych i samorządowych i nie prowadzi działalności rynkowej. Zdolność do prowadzenia działalności rynkowej jest sprawdzana głównie za pomocą zwykłego kryterium ilościowego, tzn. jeżeli wskaźnik przychodów ze sprzedaży do kosztów produkcji wynosi powyżej 50%, jednostka ta jest z zasady rynkowa. Jednakże, w celu podjęcia decyzji dotyczącej tego, czy producent, który działa pod kontrolą sektora instytucji rządowych i samorządowych, jest jednostką rynkową, należy uwzględnić również kryteria jakościowe.
- Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć związanych z budową infrastruktury, po spełnieniu określonych kryteriów w zadłużeniu sektora instytucji rządowych i samorządowych mogą być ujmowane także nakłady inwestycyjne poniesione przez podmioty spoza sektora realizujące inwestycje tego typu (imputed loan = pożyczka przypisana).
- Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie lub nadwyżce) sektora instytucji rządowych i samorządowych.
- Warunki zaliczenia zrestrukturyzowanych bądź zrefinansowanych kredytów handlowych do kategorii pożyczki zawarte są w decyzji Eurostatu z dnia 31 lipca 2012 r. *The statistical recording of some operations related to trade credits incurred by government units.*

Tabela 4. Mechanizm korygujący stabilizującej reguły wydatkowej

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych	
<b>Wielkość korekty kwoty wydatków spójnej ze stabilizującą regułą wydatkową, zgodnie z art. 112aa ust. 4 i art. 112ab</b>	
Poziom korekty wyrażony jest w tysiącach złotych.	
Wielkość korekty kwoty wydatków $K_n$ , o której mowa w art. 112aa ust. 1, wynosi co do zasady 0, jednak w przypadku gdy prognozowana przez Komisję Europejską:	
<p>a) wartość wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych dla Polski przekracza wartość referencyjną (-3% PKB), w roku <math>n-1</math> lub <math>n</math>,</p> <p>lub</p> <p>b) wartość długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dla Polski przekracza wartość referencyjną (60% PKB), w roku <math>n-1</math> lub <math>n</math></p>	
<p>– wielkość korekty kwoty wydatków <math>K_n</math> nie może być wyższa niż dostosowanie fiskalne, wspierające realizację celu fiskalnego w zakresie poziomu wydatków określonego w średniookresowym planie budżetowo-strukturalnym, o którym mowa w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1263 z dnia 29 kwietnia 2024 r. w sprawie skutecznej koordynacji polityk gospodarczych i w sprawie wielostronnego nadzoru budżetowego oraz uchylającym rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97, oraz przestrzeganie wartości odniesienia określonych w art. 126 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej sprecyzowanych w art. 1 Protokołu (nr 12) w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, załączonego do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, obliczone według wzoru:</p>	
$DF_n = -0,5\% * E_n(PKB_n^{CB})$	
w którym poszczególne symbole oznaczają:	
$DF_n$ – dostosowanie fiskalne w roku $n$	
$E_n(PKB_n^{CB})$ – prognozowany w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na rok $n$ przedłożonym Sejmowi produkt krajowy brutto w cenach bieżących w roku $n$	
$n$ – rok, na który jest obliczana kwota wydatków	
W przypadku zatwierdzenia przez Radę Unii Europejskiej ścieżki wydatków netto, o której mowa w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1263 z dnia 29 kwietnia 2024 r. w sprawie skutecznej koordynacji polityk gospodarczych i w sprawie wielostronnego nadzoru budżetowego oraz uchylającym rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97, wielkość korekty kwoty wydatków $K_n$ odpowiada wysiłkowi fiskalnemu zgodnemu z zatwierdzoną przez Radę Unii Europejskiej ścieżką wydatków netto, o której mowa w tym rozporządzeniu.	
Wielkość korekty kwoty wydatków $K_n$ może być inna niż określona powyżej, jeżeli wynika to z zaleceń Rady Unii Europejskiej wydanych na podstawie art. 121 ust. 2 lub 4 lub art. 126 ust. 7 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.	
Wielkość korekty kwoty wydatków na rok budżetowy 2025, zgodnie z art. 39 pkt 2 ustawy z dnia 28 czerwca 2024 o zmianie ustawy o finansach publicznych (Dz. U. poz. 1089), wynosi 0.	
Wyłączenie zastosowania przepisów dotyczących stabilizującej reguły wydatkowej	
Przepisów stabilizującej reguły wydatkowej nie stosuje się w przypadku:	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• wprowadzenia stanu wojennego,</li> <li>• wprowadzenia stanu wyjątkowego na całym terytorium Rzeczypospolitej Polskiej,</li> <li>• wprowadzenia stanu klęski żywiołowej na całym terytorium Rzeczypospolitej Polskiej,</li> <li>• ogłoszenia stanu epidemii na całym obszarze Rzeczypospolitej Polskiej,</li> <li>• wystąpienia znacznego spowolnienia gospodarczego.</li> </ul>	
Przez znaczne spowolnienie gospodarcze rozumie się sytuację, kiedy prognozowana w uzasadnieniu:	
1) projektu ustawy budżetowej na rok, na który jest obliczana kwota wydatków, o której mowa w art. 112aa ust. 1 ustawy o finansach publicznych, przedłożonego Sejmowi lub	
2) projektu ustawy zmieniającej ustawę budżetową na rok, na który jest obliczana kwota wydatków, o której mowa w art. 112aa ust. 1 ustawy o finansach publicznych, przedłożonego Sejmowi	
– 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 WPKBn* określonego w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na ostatni rok, na który w projekcie ustawy budżetowej określono kwotę wydatków.	

**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 i art. 112ab**

\*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.

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

Tabela 5. Wynik oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych<sup>1)</sup> i rentowność obligacji 10-letnich<sup>2)</sup> w UE w latach 2022–2023

	2022			2023		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	-2,5	172,7	3,5	-1,6	161,9	4,0
Włochy	-8,6	140,5	3,2	-7,4	137,3	4,3
Francja	-4,8	111,9	1,7	-5,5	110,6	3,0
Hiszpania	-4,7	111,6	2,2	-3,6	107,7	3,5
Belgia	-3,6	104,3	1,7	-4,4	105,2	3,1
Portugalia	-0,3	112,4	2,2	1,2	99,1	3,2
<b>Strefa euro</b>	<b>-3,7</b>	<b>90,8</b>	<b>1,9</b>	<b>-3,6</b>	<b>88,6</b>	<b>3,2</b>
<b>Unia Europejska</b>	<b>-3,4</b>	<b>83,4</b>	<b>2,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>81,7</b>	<b>3,5</b>
Austria	-3,3	78,4	1,7	-2,7	77,8	3,1
Cypr	2,7	85,6	3,0	3,1	77,3	3,9
Finlandia	-0,4	73,5	1,7	-2,7	75,8	3,0
Węgry	-6,2	74,1	7,6	-6,7	73,5	7,5
Słowenia	-3,0	72,5	1,9	-2,5	69,2	3,4
Niemcy	-2,5	66,1	1,1	-2,5	63,6	2,4
Chorwacja	0,1	67,8	2,7	-0,7	63,0	3,8
Słowacja	-1,7	57,7	2,1	-4,9	56,0	3,7
Malta	-5,5	51,6	2,4	-4,9	50,4	3,7
<b>Polska</b>	<b>-3,4</b>	<b>49,2</b>	<b>6,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>49,6</b>	<b>5,8</b>
Rumunia	-6,3	47,5	7,5	-6,6	48,8	6,7
Holandia	-0,1	50,1	1,4	-0,3	46,5	2,8
Czechy	-3,2	44,2	4,3	-3,7	44,0	4,4
Irlandia	1,7	44,4	1,8	1,7	43,7	2,9
Łotwa	-4,6	41,8	2,3	-2,2	43,6	3,8
Litwa	-0,6	38,1	0,6	-0,8	38,3	2,9
Szwecja	1,2	33,2	1,5	-0,6	31,2	2,5
Dania	3,3	29,8	1,5	3,1	29,3	2,7
Luksemburg	-0,3	24,7	1,7	-1,3	25,7	3,0
Bułgaria	-2,9	22,6	1,5	-1,9	23,1	3,8
Estonia	-1,0	18,5	2,3	-3,4	19,6	3,9

<sup>1)</sup> Dane dot. wyniku deficytu i długu – Eurostat.

<sup>2)</sup> 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 20 września 2024 r.

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

Źródło: LSEG

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2013 – VI 2024

Wyszczególnienie	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	VI 2024
<b>1. Dług Skarbu Państwa</b>												
a) w mld zł	838	779,9	834,6	928,7	928,5	954,3	973,3	1 097,5	1 138,0	1 238,5	1 346,2	1 475,0
krajowy*	584,3	503,1	543,3	609,2	644,5	674,4	716,5	831,5	872,7	949,8	1 042,4	1 127,6
zagraniczny*	253,8	276,9	291,3	319,5	283,9	279,8	256,9	266,0	265,4	288,7	303,8	347,4
b) w relacji do PKB	51,4%	45,9%	46,4%	50,1%	46,8%	44,9%	42,5%	46,9%	43,2%	40,3%	39,5%	42,3%
<b>2. Państwowy dług publiczny</b>												
a) w mld zł	882,3	826,8	877,3	965,2	961,8	984,3	990,9	1 111,8	1 148,6	1 209,5	1 328,1	1 456,3
b) w relacji do PKB	54,1%	48,6%	48,8%	52,1%	48,5%	46,3%	43,3%	47,6%	43,7%	39,3%	38,9%	41,8%
<b>3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (definicja UE)</b>												
a) w mld zł	931,2	874,4	923,9	1 010,0	1 007,3	1 035,9	1 046,2	1 337,0	1 411,0	1 512,8	1 691,2	1 824,5
b) w relacji do PKB	57,1%	51,4%	51,4%	54,5%	50,8%	48,7%	45,7%	57,2%	53,6%	49,2%	49,6%	52,3%

\*) Wg kryterium miejsca emisji.

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2013 – VI 2024

Wyszczególnienie	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	VI 2024
<b>1. Produkt krajowy brutto</b>												
w mld zł	1 630,1	1 700,6	1 798,5	1 853,2	1 982,8	2 126,5	2 288,5	2 337,7	2 631,3	3 074,8	3 410,1	3 486,3
<b>2. Kursy walutowe (na koniec okresu)</b>												
a) EUR	4,15	4,26	4,26	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,31
b) USD	3,01	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,03

Źródło: GUS, NBP.