



Ministerstwo
Finansów

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2022-2025

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2021 r.

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.gov.pl/finanse

I. WPROWADZENIE	5
II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO I KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI	7
III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2020 R. I W POŁOWIE 2021 R.	12
III.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów	12
III.2. Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW	16
III.3. Ograniczenia związane z ryzykiem	18
IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII	20
IV.1. Założenia makroekonomiczne Strategii	20
IV.2. Uwarunkowania międzynarodowe	20
IV.3. Krajowy rynek SPW	22
IV.3.1. Banki krajowe	23
IV.3.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi.....	24
IV.3.3. Inwestorzy zagraniczni	25
V. CEL STRATEGII	27
VI. ZADANIA STRATEGII	30
VI.1. Zapewnianie płynności rynku SPW	30
VI.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW	30
VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW	31
VI.4. Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa	31
VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	32
VII.1. Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego	32
VII.1.1. Zmiany systemowe	32
VII.1.2. Rozwiązania wprowadzone w związku z COVID-19	33
VII.2. Stabilizująca reguła wydatkowa	33
VII.3. Inne działania	34
VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII	35
VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu	35
VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa	37
VIII.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	39
VIII.4. Zagrożenia dla realizacji Strategii	41
IX. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH	42
IX.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń	42
IX.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń	42
Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć	44
Aneks 2. Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku SPW	48
Aneks 3. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE	49
Aneks 4. Wybrane dane statystyczne dotyczące finansów publicznych i wiarygodności kredytowej w Polsce i UE	55

I. WPROWADZENIE

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

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się na dwóch płaszczyznach:

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

Założenia makroekonomiczne i fiskalne przyjęte w *Strategii* są zgodne z założeniami projektu ustawy budżetowej na rok 2022.

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

Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	(wykonanie)					
1. Państwowy dług publiczny						
b) w relacji do PKB	47,8%	45,4%	43,8%	42,0%	41,0%	40,3%
2. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*						
b) w relacji do PKB	44,5%	43,6%	42,5%	40,9%	40,0%	39,4%
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych						
b) w relacji do PKB	57,5%	57,0%	56,6%	54,8%	53,4%	52,9%
4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa**						
a) w mld zł	29,3	26,0	26,0	25,4 - 25,7	25,7 - 26,0	28,7 - 28,9
b) w relacji do PKB	1,26%	1,03%	0,95%	0,88% - 0,89%	0,84%	0,88% - 0,89%

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

**) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2023-2025 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Przy przyjętych założeniach, relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się do 45,4% na koniec 2021 r., a następnie do 43,8% w 2022 r. W kolejnych latach objętych prognozą *Strategii* relacja państwowego długu publicznego do PKB również będzie spadała i na koniec 2025 r. osiągnie poziom 40,3%.

Relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych, do PKB ukształtuje się na poziomie 43,6% w 2021 r., tj. powyżej progu 43% zawartego w stabilizującej regule wydatkowej. W 2022 r. relacja ta spadnie się poniżej 43%, do 42,5%, a następnie będzie się dalej obniżać do 39,4% w 2025 r.

Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB obniży się do 57,0% w 2021 r. i do 56,6% w 2022 r., a następnie będzie kontynuować trend spadkowy i w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 52,9%. Oznacza to, że wartość referencyjna relacji długu do PKB na poziomie 60% zawarta w traktacie z Maastricht nie zostanie przekroczona w horyzoncie *Strategii*.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2022 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 26,0 mld zł, tj. 0,95% PKB. W kolejnych latach *Strategia* zakłada dalszy spadek kosztów obsługi długu w relacji do PKB, do 0,84% w 2024 r., a następnie wzrost w 2025 r. do 0,88-0,89% PKB.

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

Dla realizacji celu *Strategii* w latach 2022-25 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%;
- priorytetem polityki emisyjnej będzie budowanie dużych i płynnych emisji o oprocentowaniu stałym, zarówno na rynku krajowym, jak i rynku euro;
- utrzymywana będzie średnia zapadalność krajowego długu SP na poziomie zbliżonym do 4,5 roku, a całego długu SP na poziomie zbliżonym do 5 lat, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyłeń wynikających z uwarunkowań rynkowych i budżetowych związanych ze skutkami epidemii COVID-19.

Strategia zawiera cztery aneksy, w tym słowniczek wybranych skrótów.

II. WIELKOŚĆ DŁUGU PUBLICZNEGO I KOSZTÓW JEGO OBSŁUGI

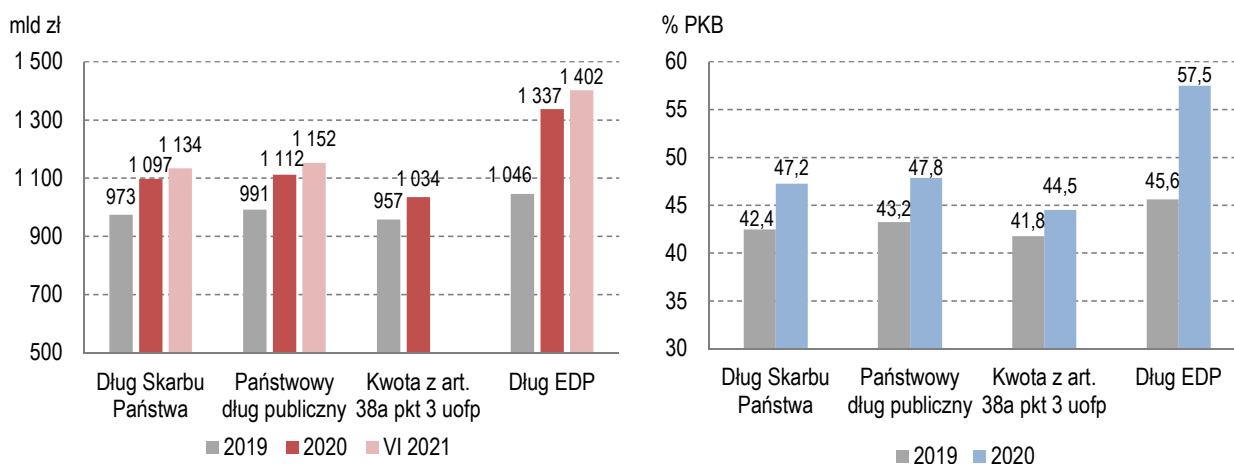
W 2020 r. państwowy dług publiczny (tj. dług publiczny wg definicji krajowej) wyniósł 1 111,8 mld zł, co oznaczało wzrost o 120,9 mld zł w porównaniu z końcem 2019 r. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (dług EDP, tj. dług publiczny wg definicji UE) wyniósł 1 336,6 mld zł i był o 290,7 mld zł wyższy w porównaniu z końcem 2019 r.

W 2020 r. wzrosła relacja długu publicznego do PKB:

- relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniosła 47,8% wobec 43,2% na koniec 2019 r. (wzrost o 4,6 p.p.);
- relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wyniosła 57,5% wobec 45,6% na koniec 2019 r. (wzrost o 11,9 p.p.) i była znacznie niższa od relacji dla całej Unii Europejskiej (90,7% PKB) oraz strefy euro (98,0% PKB), również przyrost długu w relacji do PKB był niższy niż w całej UE (13,2 p.p.) i w strefie euro (14,1 p.p.)¹⁾;
- 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 2020 r. ukształtowała się na poziomie 44,5% PKB, tj. powyżej progu 43% PKB określonego w stabilizującej regule wydatkowej, wobec 41,8% PKB na koniec 2019 r.

Prowadzona w latach przed pandemią polityka budżetowa, która konsekwentnie obniżała dług publiczny w relacji do PKB, stworzyła duży bufor bezpieczeństwa, pozwalający reagować na sytuację kryzysową bez obaw o osiągnięcie przez dług niebezpiecznych poziomów.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego



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

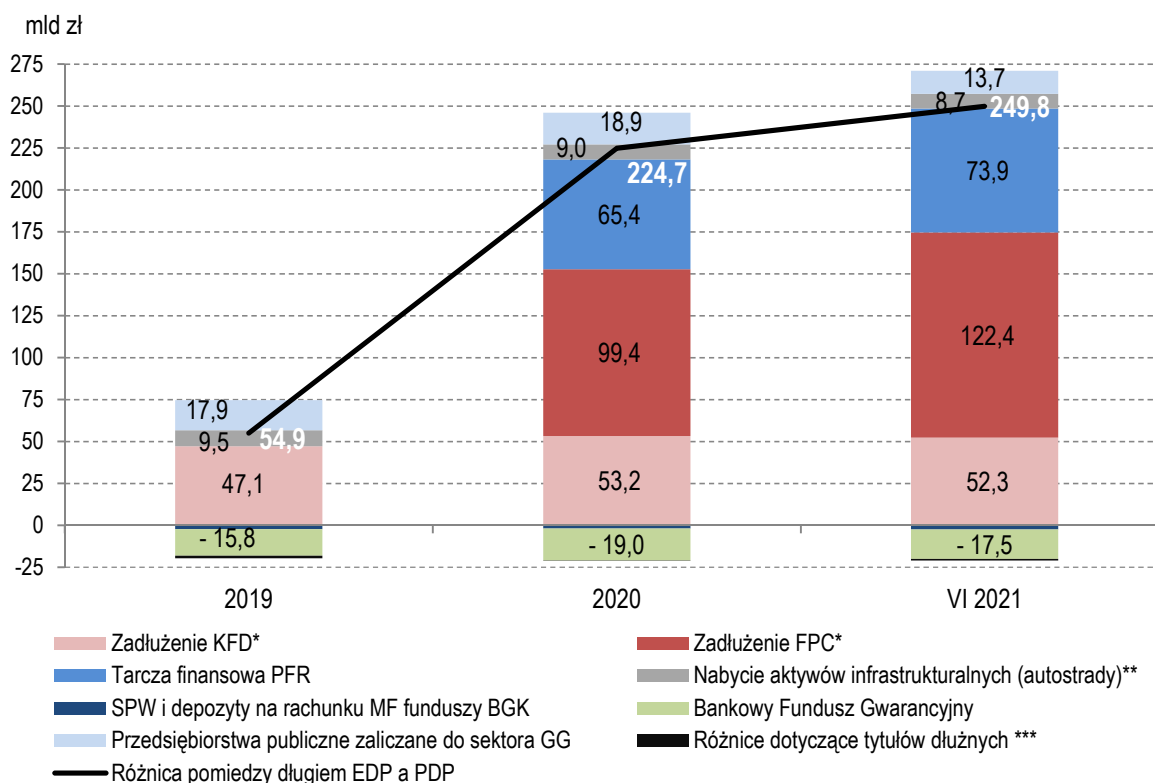
- innego zakresu sektora finansów publicznych, w tym m.in. zaliczenia do sektora wg definicji UE Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) i Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (FPC), których zadłużenie powiększa dług sektora oraz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego (BFG) – SPW w jego posiadaniu pomniejszają dług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

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

- różnic dotyczących tytułów dłużnych, głównie zobowiązań wymagalnych jednostek, które są traktowane jako dług publiczny wg definicji krajowej, a nie są do niego zaliczane wg definicji UE.

Nowelizacją ustawy o finansach publicznych od 1 stycznia 2022 r. BFG zostanie włączony do sektora finansów publicznych i tym samym zakres sektora wg definicji krajowej zbliży się do zakresu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Skutkiem tego włączenia będzie obniżenie państwowego długu publicznego ze względu na konsolidację SPW w posiadaniu BFG.

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



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

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

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

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

Zmiany wielkości państwowego długu publicznego wynikają głównie ze zmian długu SP, który stanowi ok. 92% PDP, a długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dodatkowo przede wszystkim z emisji od kwietnia 2020 r. obligacji Polskiego Funduszu Rozwoju w ramach Tarczy Finansowej oraz obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19.

Przyrost długu Skarbu Państwa w 2020 r. o 124,1 mld zł spowodowany był przede wszystkim finansowaniem potrzeb pożyczkowych budżetu (50,0 mld zł), w tym deficytu budżetu państwa (85,0 mld zł) przy pomniejszającym potrzeby pożyczkowe saldo depozytów jednostek sektora finansów publicznych i depozytów sądowych (-31,7 mld zł), zmianami stanu na rachunkach budżetowych (32,0 mld zł), przekazaniem obligacji na mocy odpowiednich ustaw (18,3 mld zł), różnicami kursowymi (17,8 mld zł) oraz udzieleniem pożyczki Funduszowi Solidarnościowemu (FS) przez Fundusz Rezerwy Demograficznej (FRD; 11,5 mld zł).

W I połowie 2021 r. wzrost długu SP (o 36,2 mld zł) był wypadkową przede wszystkim:

- ujemnych potrzeb pożyczkowych (-44,4 mld zł), będących głównie wynikiem nadwyżki budżetu państwa w wysokości 28,0 mld zł oraz pomniejszającego potrzeby salda zarządzania środkami europejskimi w wysokości 16,2 mld zł;
- przyrostu stanu środków na rachunku budżetu państwa gromadzonych na finansowanie potrzeb pożyczkowych (75,9 mld zł);
- przekazania obligacji (12,6 mld zł);
- różnic kursowych (powodujących spadek długu o 4,4 mld zł);
- spadku pozostałego długu SP o 3,8 mld zł.

Wg stanu na 22 września 2021 r. potrzeby pożyczkowe brutto roku 2021 założone w projekcie ustawy o zmianie ustawy budżetowej na rok 2021 zostały w pełni sfinansowane.

Tabela 2. Przyczyny wzrostu długu SP w 2020 r. i w I połowie 2021 r. (w mld zł)

Wyszczególnienie	2020	I-VI 2021
Przyrost długu Skarbu Państwa	124,1	36,2
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa:	50,0	-44,4
1.1. Deficyt budżetu państwa	85,0	-28,0
1.2. Deficyt budżetu środków europejskich	1,8	0,0
1.3. Saldo depozytów JSFP i depozytów sądowych	-31,7	0,2
1.4. Zarządzanie środkami europejskimi	-3,9	-16,2
1.5. Saldo pożyczek udzielonych	0,4	-0,1
1.6. Pozostałe potrzeby pożyczkowe ¹⁾	-1,5	-0,3
2. Pozostałe zmiany:	66,5	84,4
2.1. Różnice kursowe	17,8	-4,4
2.2. Zmiana stanu na rachunkach budżetowych	32,0	75,9
2.3. Przekazanie obligacji	18,3	12,6
2.4. Dyskonto od SPW i indeksacja SPW	0,1	0,2
2.5. Zmiana pozostałego długu Skarbu Państwa	7,6	-3,8
• Depozyty JSFP ²⁾	-4,1	4,0
• Pozostałe depozyty ³⁾	0,2	0,9
• Pożyczki udzielone przez JSFP ⁴⁾	11,5	-8,7
• Pozostałe zadłużenie SP	0,0	0,1

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

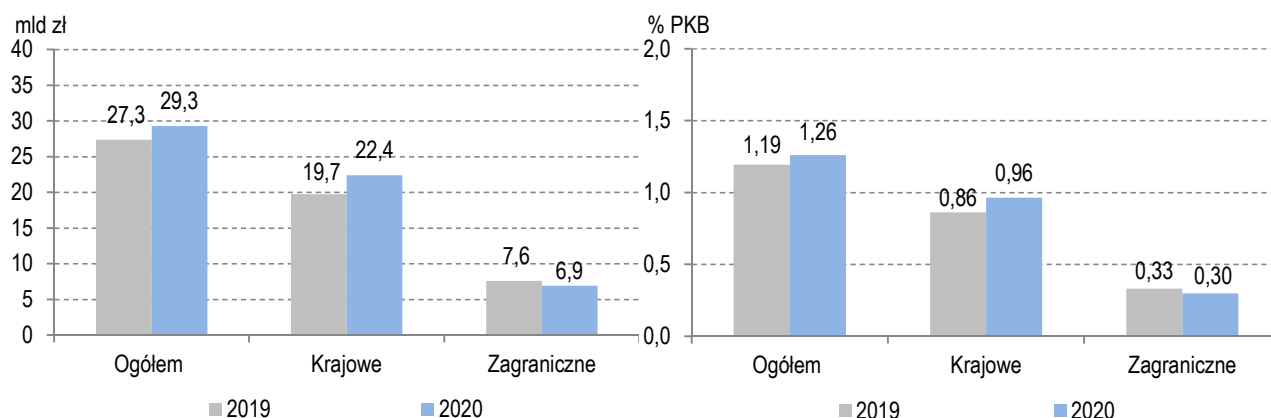
2) Depozyty przyjęte od JSFP posiadających osobowość prawną oraz depozyty sądowe od JSFP posiadających osobowość prawną, bez wpływu na państwowy dług publiczny ze względu na eliminację wzajemnych zobowiązań JSFP.

3) Depozyty od jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych nienależących do SFP, depozyty sądowe od podmiotów spoza SFP oraz depozyty zabezpieczające wynikające z umów CSA.

4) Pożyczka Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD) udzielona Funduszowi Solidarnościowemu (FS), bez wpływu na państwowy dług publiczny ze względu na eliminację wzajemnych zobowiązań JSFP.

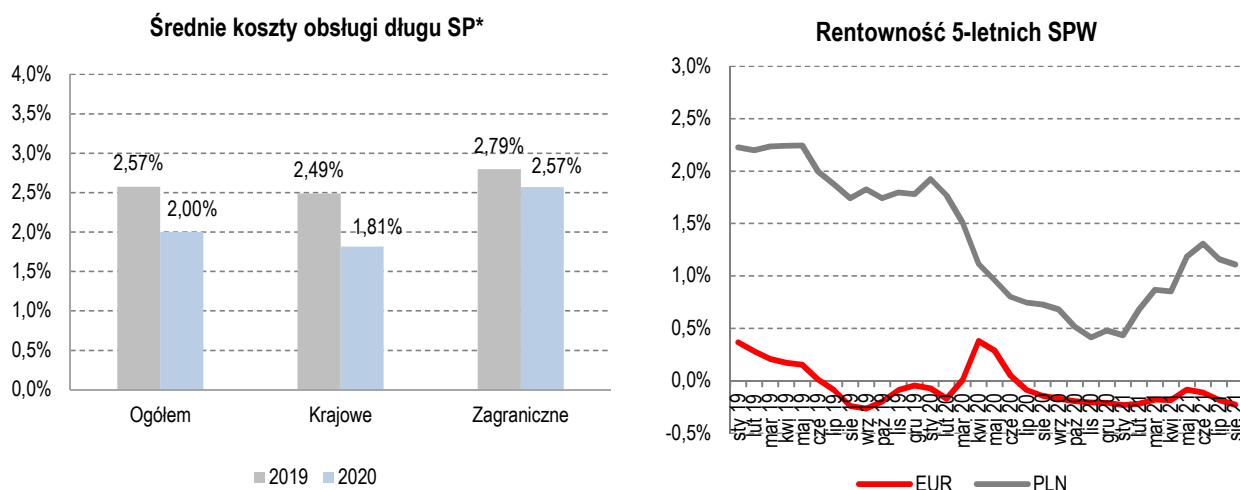
W 2020 r. miał miejsce wzrost kosztów obsługi długu SP w ujęciu nominalnym do 29,3 mld zł z 27,3 mld zł w 2019 r. przy jednoczesnym dużym wzroście dochodów z tytułu emisji SPW (premii i odsetek) z 2,4 mld zł w 2019 r. do 8,0 mld zł w 2020 r. Relacja kosztów obsługi długu do PKB również wzrosła – do 1,26% w 2020 r. z 1,19% w 2019 r. Koszty obsługi długu zagranicznego były niższe niż krajowego, co wynikało przede wszystkim z mniejszego udziału długu zagranicznego w długu SP.

Wykres 3. Koszty obsługi długu SP



Średnie koszty obsługi długu (uwzględniające dochody) w 2020 r. zmniejszyły się do 2,00% z 2,57% w 2019 r. Obniżeniu uległy zarówno średnie koszty długu krajowego, jak i zagranicznego. Jest to poziom wyższy od bieżącego kosztu finansowania rynkowego, co wynika z obsługi długu zaciąganego w przeszłości po wyższych rentownościach.

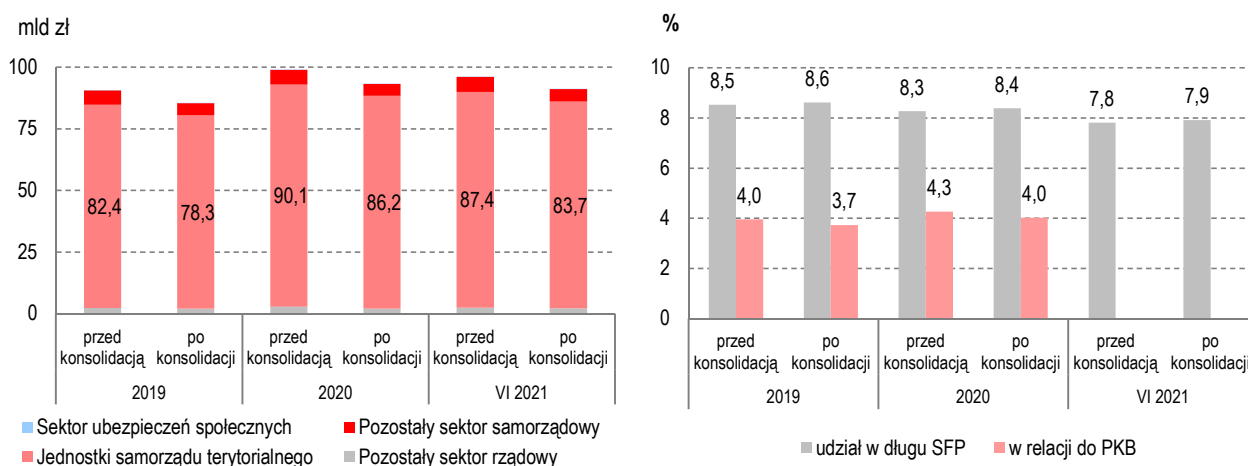
Wykres 4. Rynkowe stopy procentowe a średnie koszty obsługi długu SP



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

Dług podmiotów innych niż SP stanowił na koniec 2020 r. 8,3% długu sektora finansów publicznych przed konsolidacją (8,4% po konsolidacji) wobec 8,5% przed konsolidacją (8,6% po konsolidacji) na koniec 2019 r. Na koniec II kwartału 2021 r. wielkości te kształtowały się na poziomie odpowiednio 7,8% i 7,9%. Największy udział w tej części zadłużenia stanowiło zadłużenie sektora samorządowego, w szczególności dług jednostek samorządu terytorialnego (JST) i ich związków.

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



Po 3 latach spadku nieskonsolidowanego zadłużenia JST i ich związków, w latach 2018-2020 nastąpił ich wzrost kolejno o 7,2 mld zł, 5,9 mld zł i 7,8 mld zł do poziomu 90,1 mld zł. Spadek zobowiązań JST w latach 2015-2017 był związany przede wszystkim z zakończeniem okresu kwalifikowalności środków wydawanych w ramach projektów współfinansowanych ze środków unijnych. Wzrost zadłużenia w samorządach związany jest zwykle z realizacją wydatków majątkowych. Wydatki majątkowe wiążą się bezpośrednio z inwestycjami współfinansowanymi ze środków unijnych. Z tego powodu duże znaczenie dla kształtowania się zadłużenia JST mają kolejne okresy kwalifikowalności wydatków współfinansowanych ze środków UE.

W 2018 r. nastąpił dynamiczny wzrost wydatków majątkowych JST, co przełożyło się na wzrost zobowiązań. Wydatki majątkowe JST i ich związków w latach 2018-2020 wyniosły 53,1 mld zł, 51,4 mld zł i 49,1 mld zł, przy 35,5 mld zł w 2017 r.

W 2020 r. dług JST i ich związków skonsolidowany w ramach sektora finansów publicznych wzrósł o 7,8 mld zł i wyniósł 86,2 mld zł. W pierwszym półroczu 2021 r. zadłużenie JST i ich związków spadło odpowiednio o 2,8 mld zł przed konsolidacją i 2,5 mld zł po konsolidacji.

III. OCENA REALIZACJI CELU STRATEGII W 2020 R. I W I POŁOWIE 2021 R.

W 2020 r. i w I połowie 2021 r. zarządzanie długiem odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2020-2023*, przyjętej przez Radę Ministrów w grudniu 2019 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2021-2024*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2020 r.

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

III.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów

Zgodnie z założeniami *Strategii* głównym źródłem pozyskiwania środków na finansowanie potrzeb pożyczkowych pozostał rynek krajowy. W 2020 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 200,4 mld zł (wraz z bonami skarbowymi). Na rynkach zagranicznych pozyskano natomiast środki o wartości nominalnej 22,5 mld zł, z czego 16,2 mld zł stanowiły środki z emisji obligacji skarbowych, a 1,8 mld zł z kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych. W kwocie tej znalazły się ponadto środki o równowartości 4,6 mld zł otrzymane z pożyczki z UE (SURE) na walkę ze skutkami pandemii COVID-19 (pożyczka z europejskiego instrumentu tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem).

W I połowie 2021 r. z rynku krajowego pozyskano środki w wysokości 91,1 mld zł, a z rynków zagranicznych 33,4 mld zł (praktycznie w całości z pożyczek SURE).

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

Instrumenty	2019		2020		I-VI 2021	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Krajowe SPW	134,8	93,2	200,4	89,9	91,1	73,2
Zagraniczne SPW	8,6	3,1	16,2	7,3	0,0	0,0
Kredyty z MIF	3,1	3,7	1,8	0,8	0,5	0,4
Pożyczki z UE	-	-	4,6	2,1	32,9	26,4

Wśród instrumentów emitowanych na rynku krajowym dominowały papiery hurtowe przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych, choć udział obligacji oszczędnościowych istotnie się zwiększył. W strukturze sprzedaży rynkowych SPW oferowanych na rynku pierwotnym w 2020 r. i w I połowie 2021 r. przeważały papiery średnio- i długoterminowe (o terminie zapadalności powyżej 4 lat). W kwietniu 2020 r., po trzech latach przerwy, w ofercie znalazły się bony skarbowe (o terminach zapadalności 9-52 tygodni) sprzedawane na początku pandemii COVID-19 i służące zarówno do bieżącego zarządzania płynnością budżetu państwa, jak i do finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu.

Tabela 4. Sprzedaż rynkowych SPW na rynku krajowym wg terminów zapadalności

Instrumenty	2019	2020	I-VI 2021
Bony skarbowe	0,0%	10,3%	0,0%
Obligacje o terminie zapadalności do 4 lat	11,1%	18,2%	16,4%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat do 6 lat	51,9%	40,4%	38,3%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 6 lat	37,0%	31,1%	45,3%

Największy udział w strukturze sprzedaży krajowych SPW na rynku hurtowym utrzymały papiery o stałym oprocentowaniu, przy malejącym udziale instrumentów o oprocentowaniu zmiennym (spadek z 37,7% w 2019 r. do 24,0% w I połowie 2021 r.) i obligacji zerokuponowych (z 11,1% w 2019 r. do 4,5% w połowie 2021 r.).

Tabela 5. Sprzedaż rynkowych SPW na rynku krajowym wg rodzaju oprocentowania

Instrumenty	2019	2020	I-VI 2021
Obligacje o oprocentowaniu stałym	51,2%	64,2%	71,5%
Obligacje zerokuponowe	11,1%	7,7%	4,5%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym	37,7%	17,7%	24,0%
Obligacje indeksowane	0,0%	0,0%	0,0%
Bony skarbowe	0,0%	10,3%	0,0%

Na rynkach zagranicznych w omawianym okresie przeprowadzono 3 emisje na rynku euro o łącznej wartości 3,7 mld EUR. W 2020 r. wyemitowano 3- i 5-letnie obligacje benchmarkowe oraz roczną obligację w systemie private placement. Wszystkie trzy emisje uzyskały ujemną rentowność, przy kuponie 0%. W I połowie 2021 roku nie wyemitowano obligacji na rynkach zagranicznych.

Tabela 6. Emisje obligacji na rynkach zagranicznych w 2020 r. i w I połowie 2021 r.

Okres	Zapadalność (lata)	Waluta	Wartość emisji	Rentowność
2020	1	EUR	200	-0,310%
	5	EUR	1 500	-0,102%
	3	EUR	2 000	-0,110%

Łącznie w 2020 r. i w I połowie 2021 r. zaciągnięto kredyty z MIF o wartości 0,5 mld EUR, w tym 0,3 mld EUR z EBI.

W 2020 r. rozpoczęto również korzystanie z nisko oprocentowanych pożyczek z Unii Europejskiej w ramach instrumentu SURE, stworzonego w celu wsparcia krajów członkowskich w związku z pandemią COVID-19. Łączna wartość programu wynosi 100 mld EUR, z czego na Polskę przypada 11,2 mld EUR. W omawianym okresie Polska skorzystała z pożyczek o łącznej wartości 8,2 mld EUR.

Wśród głównych czynników, które miały wpływ na przebieg i strukturę finansowania potrzeb pożyczkowych w 2020 r. i w I połowie 2021 r., należy wymienić:

1) czynniki zewnętrzne, w tym w szczególności:

- politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne, na którą składały się:
 - w USA: dwie obniżki stóp w łącznej wysokości 150 pb (w marcu 2020 r.), w wyniku czego stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 0,00-0,25%, uruchomienie skupu nieograniczonej liczby obligacji w celu utrzymania niskich kosztów finansowania kredytem, wprowadzenie licznych programów pożyczkowych dla firm, osób fizycznych, władz stanowych i samorządów lokalnych;
 - w strefie euro: utrzymanie głównej stopy repo na poziomie 0,00% i stopy depozytowej na poziomie -0,50%, zwiększenie dotychczasowego programu skupu aktywów APP o 120 mld EUR (do końca 2020 r.), uruchomienie nowego programu ultra-taniach pożyczek dla banków (o wartości 109 mld EUR) i wydłużenie go do czerwca 2022 r. (z czerwca 2021 r.) oraz nowego programu skupu aktywów (w marcu 2020 r.) w ramach przeciwdziałania negatywnemu wpływowi pandemii koronawirusa na europejską gospodarkę (tzw. PEPP) o wartości 750 mld EUR, zaplanowanego do końca 2020 r. i obejmującego różne klasy aktywów z sektora publicznego i prywatnego; w czerwcu 2020 r. EBC zwiększył wartość programu PEPP o 600 mld EUR do 1,35 bln EUR i wydłużył termin obowiązywania programu do końca czerwca 2021 r., a w grudniu 2020 r. zwiększył program do 1,85 bln EUR i wydłużył

- go do marca 2022 r.;
- w **Chinach**: dwie obniżki rocznej i 5-letniej stopy pożyczkowej, łącznie o 30 pb do 3,85% i o 15 pb do 4,65% (w lutym i kwietniu 2020 r.) oraz oprocentowania rocznych pożyczek dla instytucji finansowych o 10 pb do 3,15% (w lutym 2020 r.); dwie obniżki stopy MLF (koszt średnioterminowego finansowania dla instytucji finansowych), łącznie o 30 pb do 2,95% (najniższego poziomu w historii); w grudniu 2020 r. bank centralny dokonał największego jak dotąd średnioterminowego zasilenia w płynność systemu bankowego (950 mld juanów) w formie rocznych pożyczek średnioterminowych dla instytucji finansowych;
 - w **Japonii**: utrzymanie głównej stopy procentowej na poziomie -0,1% oraz kontroli krzywej dochodowości (poprzez skup obligacji rządowych w celu utrzymania rentowności 10-letniego benchmarku na poziomie ok. 0,0%) i zapowiedź utrzymywania stóp na obecnym lub niższym poziomie do czasu osiągnięcia celu inflacyjnego na poziomie 2%; kontynuacja programu skupu obligacji rządowych w skali 80 bln JPY rocznie, uruchomienie (od maja 2020 r.) programu dodatkowych zakupów papierów komercyjnych i obligacji korporacyjnych w łącznej skali 15 bln JPY miesięcznie do września 2020 r., wydłużenie tego programu do marca 2021 r., a następnie do września 2021 r. (w tej samej miesięcznej skali 15 bln JPY); uruchomienie specjalnego programu wsparcia dla przedsiębiorstw dotkniętych skutkami pandemii koronawirusa;
- sytuację geopolityczną na świecie wpływającą na poziom apetytu na ryzyko na globalnym rynku finansowym, w tym m.in.:
 - niepewność co do kształtu przyszłych relacji handlowych między UE a Wielką Brytanią, po opuszczeniu 31 stycznia 2020 r Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię i brakiem postępów w negocjacjach wobec zbliżającego się terminu zakończenia okresu przejściowego (do końca 2020 r.); negocjacje zakończyły się porozumieniem dopiero 24 grudnia 2020 r.;
 - przyjęcie w grudniu 2020 r. przez Unię Europejską pakietu budżetu na lata 2021-2028 i funduszu odbudowy o łącznej wartości 1,8 bln EUR. Budżet UE ma wynieść 1,1 bln EUR, a fundusz odbudowy 750 mld EUR (w tym 390 mld EUR stanowią będą granty, a 360 mld EUR pożyczki). W ramach europejskiego instrumentu na rzecz odbudowy Polsce przyznano 23,9 mld EUR w formie grantów i 34,2 mld EUR w formie pożyczek;
 - przyjęcie przez rząd USA pakietu stymulacyjnego dla gospodarki o wartości ponad 2 bln USD, największego w historii USA (w marcu 2020 r.). W pakiecie przewidziano m.in. 500 mld USD dla branż znajdujących się w trudnej sytuacji, 350 mld USD na pożyczki dla małych firm, 250 mld USD na pomoc dla bezrobotnych i 100 mld USD dla szpitali. Pod koniec grudnia w Kongresie Stanów Zjednoczonych przyjęto porozumienie w kwestii kolejnego pakietu wsparcia o wartości ok. 900 mld USD;
 - wyniki wyborów prezydenckich w USA. Zwycięstwo w wyborach uzyskał były wiceprezydent i kandydat Demokratów Joe Biden, pokonując dotychczasowego prezydenta D. Trumpa;
 - obniżenie przez agencję Fitch perspektywy ratingu USA ze stabilnej do negatywnej (w lipcu 2020 r.), przy utrzymaniu ratingu na poziomie AAA. Agencja uzasadniła swoją decyzję pogorszeniem stanu finansów publicznych i brakiem wiarygodnego planu ich konsolidacji;
 - przedstawienie przez prezydenta USA J. Bidena (w styczniu 2021 r.) i przyjęcie (w marcu 2021 r.) nowego pakietu wsparcia dla gospodarki amerykańskiej na czas pandemii o wartości 1,9 bln USD. W pakiecie przewidziano m.in. kolejne transze pieniężne dla obywateli, przedłużenie wsparcia dla bezrobotnych, finansowanie kampanii szczepień oraz leczenia związanego z pandemią koronawirusa;
 - niestandardowe działania pozostałych rządów, banków centralnych oraz instytucji międzynarodowych mające na celu ograniczenie negatywnych skutków pandemii na finanse i światową gospodarkę;

- obawy przed globalną recesją w związku z rozszerzaniem się pandemii koronawirusa na cały świat i wstrzymaniem działalności wielu branż gospodarki; wzrost obaw o kolejne fale zakażeń związanych z przyspieszeniem rozprzestrzeniania się COVID-19 na świecie i jego nowymi mutacjami oraz skutki dla budżetu i gospodarki wprowadzanych przez poszczególne rządy działań pomocowych.
- 2) czynniki lokalne, w tym głównie:
- politykę pieniężną RPP, sytuację na rynku finansowym i w gospodarce krajowej, w tym:
 - poluzowanie polityki pieniężnej od marca 2020 r. w reakcji na wybuch pandemii koronawirusa: trzy obniżki stóp procentowych (stopy referencyjnej łącznie o 140 pb do 0,1%), obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,5% i jej oprocentowania rezerw do poziomu stopy referencyjnej, wprowadzenie kredytu wekslowego na refinansowanie nowych kredytów dla podmiotów gospodarczych, rozpoczęcie operacji zasilających w płynność (repo) oraz po raz pierwszy w historii operacji skupu obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa (obligacje PFR i BGK). Łącznie w omawianym okresie, na 24 aukcjach NBP zakupił od banków obligacje o wartości nominalnej 135,8 mld zł (w tym 76,5 mld zł obligacji skarbowych, 39,6 mld zł obligacji BGK i 19,8 mld zł obligacji PFR);
 - utrzymanie niezmiennych ocen ratingowych Polski przez główne agencje (A- przez agencję S&P i Fitch oraz A2 przez agencję Moody's) oraz stabilnych perspektyw ratingu;
 - odpływ kapitału zagranicznego z krajowego rynku SPW (o 23,6 mld zł w 2020 r. i o 10,3 mld zł w I połowie 2021 r.) m.in. w wyniku silnego obniżenia stóp procentowych w Polsce, a w rezultacie zmniejszenia dysparytetu stóp pomiędzy Polską a strefą euro oraz wzrostu popytu na aktywa bazowe w warunkach pandemii;
 - wyraźne osłabienie złotego wobec euro i dolara w 2020 r. przy wzroście zmienności obu walut (zmienność kursu EUR/PLN wyniosła 7,5% wobec 3,4% w 2019 r., kurs rynkowy średnioroczny wyniósł 4,4405 wobec 4,2955 średnio w 2019 r.; w przypadku USD/PLN zmienność wyniosła 11,8% wobec 6,5% w 2019 r., a średni kurs wyniósł 3,8935 wobec 3,8387 średnio w 2019 r.); w I połowie 2021 r. złoty kontynuował osłabienie wobec euro i umacniał się wobec dolara, przy mniejszej zmienności obu walut (EUR/PLN: średni kurs 4,53, zmienność 3,5%, USD/PLN: średni kurs 3,76, zmienność 6,4%);
 - dużą zmienność na rynku krajowych obligacji skarbowych w 2020 r. i w I połowie 2021 r., przy znacznym spadku stóp procentowych: średnie rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich w 2020 r. wyniosły odpowiednio 0,5% (1,6% w 2019 r.), 1,0% (2,0%) i 1,5% (2,4%), a w I połowie 2021 r. wyniosły odpowiednio: 0,1%, 0,9% i 1,5%;
 - działania polskiego rządu mające na celu wsparcie gospodarki i przeciwdziałanie negatywnym skutkom pandemii, w tym m.in.:
 - uruchomienie rządowego programu ratunkowego „Tarcza antykryzysowa” (w marcu 2020 r.) w ramach, którego wprowadzono przede wszystkim dotacje dla mikrofirm, świadczenie postojowe, świadczenia z Funduszu Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych oraz zwolnienie ze składek na ZUS. Ze względu na bardzo szeroki zakres ograniczeń wprowadzonych w funkcjonowaniu gospodarki wiosną 2020 r., wsparcie finansowe w ramach „Tarczy antykryzysowej” było przeznaczone dla większości sektorów gospodarki. Do sfinansowania działań z „Tarczy antykryzysowej” powołany został w BGK Fundusz Przeciwdziałania COVID-19;
 - emisję obligacji Banku Gospodarstwa Krajowego gwarantowanych przez Skarb Państwa na zasilenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19: do końca 2020 r. BGK wyemitował łącznie 100,7 mld zł obligacji o terminie zapadalności od 5 do 20 lat, a w I połowie 24,8 mld zł;
 - uruchomienie rządowego programu Tarcza Finansowa (w kwietniu 2020 r.), skierowanego do przedsiębiorstw i zarządzanego przez Polski Fundusz Rozwoju (PFR), o łącznej wartości do 100 mld zł;

- w okresie listopad 2020 r. – marzec 2021 r. wraz z kolejnymi falami pandemii rząd ponownie przyjął szereg rozwiązań mających na celu ochronę gospodarki, zniwelowanie skutków epidemii COVID-19, a w szczególności ochronę miejsc pracy. W odróżnieniu od restrykcji z wiosny 2020 r., które dotyczyły całej gospodarki, ograniczenia wprowadzone od listopada 2020 r. dotyczyły działalności poszczególnych sektorów gospodarki, głównie związanych z usługami;
- uruchomienie programu Tarcza Finansowa 2.0. w ramach istniejącej Tarczy Finansowej PFR o wartości ok. 38 mld zł (z późniejszymi zmianami) ogłoszonego w listopadzie 2020 r.), skierowanego do mikrofirm, małych i średnich oraz dużych firm. Wsparcie dotyczy ponad 40 branż, najbardziej dotkniętych skutkami drugiej fali pandemii koronawirusa (m.in.: gastronomia, przewozy, hotelarstwo, turystyka, kultura i rozrywka);
- wprowadzenie zmian w Tarczy Finansowej PFR dla dużych firm (m.in. wydłużenie terminów dla wniosków o finansowanie i okresów karencji w spłacie kapitału i odsetek, obniżenie oprocentowania dla pożyczki płynnościowej);
- emisję obligacji PFR gwarantowanych przez Skarb Państwa w ramach programu Tarcza Finansowa: do końca 2020 r. PFR wyemitował łącznie 65,4 mld zł obligacji o terminie zapadalności 4-10 lat, a w I połowie 2021 r.: 8,5 mld zł. Obligacje te zostały wyemitowane w ramach programu o wartości 100 mld zł;
- zgodnie z szacunkami Głównego Urzędu Statystycznego wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych nakierowane w 2020 r. na powstrzymanie skutków stanu epidemii COVID-19, walkę z tymi skutkami oraz na wsparcie dotkniętych nimi podmiotów wyniosły 103,2 mld zł;
- zwiększenie w 2020 r. potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w związku z realizacją zadań zapobiegających skutkom epidemii COVID-19, zapowiedź, a następnie nowelizacja ustawy budżetowej na 2020 r., w której limit wydatków budżetowych wzrósł o 72,7 mld zł do 508 mld zł, a dopuszczalny deficyt do 109,3 mld zł wobec zerowego deficytu planowanego w pierwotnej ustawie;
- uchwalenie 28 maja 2020 r. przez Sejm ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych (projektu rządowego), która rozszerza katalog zdarzeń wyłączających stosowanie stabilizującej reguły wydatkowej o stan epidemii i określa ścieżki automatycznego powrotu do stosowania tej reguły. W efekcie zastosowania przepisów ustawy zawieszono stosowanie reguły wydatkowej w 2020 r.;
- uchwalenie przez Sejm ustawy budżetowej na 2021 rok, w której założono deficyt budżetu państwa w wysokości 82,3 mld zł, deficyt sektora finansów publicznych na poziomie ok. 6% PKB, a dług sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie 64,1% PKB;
- nowelizacja w sierpniu 2021 r. ustawy o finansach publicznych, zakładająca wydłużenie na 2022 r. klauzuli powrotu do stosowania stabilizującej reguły wydatkowej (SRW).

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

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

- politykę emisyjną zakładającą tworzenie płynnych serii obligacji benchmarkowych. W połowie 2021 r. 17 emisji przekraczało wartość 25 mld zł, podczas gdy na koniec 2020 r. było to 15 emisji (15 emisji na koniec 2019 r.). Emisje przekraczające 25 mld zł stanowiły 80,0% wartości nominalnej obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu wobec 69,9% na koniec 2020 r. (74,2% na koniec 2019 r.). Odpowiednio wysoka wartość emisji w istotny pozytywny sposób wpływa na poziom płynności na rynku wtórnym;
- emisje obligacji na rynku euro o wartości zapewniającej płynność danej serii (w 2020 r. wyemitowano 2 obligacje o wartości powyżej 1 mld EUR);
- dostosowanie poziomu i struktury sprzedaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej oraz oddziaływanie na tę sytuację poprzez politykę informacyjną;

- transakcje typu *sell-buy-back* (SBB) pomiędzy dealerami SPW (DSPW) i kandydatami na DSPW a BGK na szczególnych zasadach (mechanizm wprowadzono w lutym 2014 r. w celu wspierania rozrachunku w sytuacji czasowej i istotnie ograniczonej dostępności obligacji konkretnej serii na rynku wtórnym). W 2020 r. i w I połowie 2021 r. przeprowadzono transakcje o wartości nominalnej 10,6 mld zł, co stanowiło 0,1% wszystkich zawartych transakcji SBB na rynku SPW;
- wprowadzenie w 2021 roku dodatkowego obowiązku realizacji minimalnego udziału w obrotach w segmencie kasowym rynku elektronicznego dla dealerów SPW i kandydatów do funkcji DSPW w ramach regulacji systemu DSPW. Zmiana ta ma celu zwiększenie płynności i efektywności elektronicznego rynku wtórnego SPW.

III.3. Ograniczenia związane z ryzykiem

Tabela 7. Ocena realizacji ograniczeń celu Strategii związanych z ryzykiem

Ograniczenia celu Strategii						
Ograniczenie	Stopień realizacji *	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2019	2020	VI 2021
Ryzyko refinansowania	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> Obniżenie udziału obligacji średnio- i długoterminowych w łącznej sprzedaży obligacji hurtowych na rynku krajowym w 2020 r. i wyraźny wzrost w I połowie 2021 r. (odpowiednio 71,5% i 83,6% sprzedaży rynkowych SPW); Prowadzenie przetargów zamiany: <ul style="list-style-type: none"> - odkupiono 38,4% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie I 2020 - VI 2021; - w 2020 r. i w I połowie 2021 r. odkupiono w sumie obligacje o wartości nominalnej 83,3 mld zł, w tym 88,3% stanowiły papiery o terminie wykupu do 1 roku; Obniżenie w 2020 r. średniej zapadalności poniżej przyjętych w Strategii poziomów 4,5 roku dla długu krajowego i 5 lat dla długu ogółem, na skutek wzrostu potrzeb pożyczkowych i zmian w uwarunkowaniach rynkowych, w tym w strukturze popytu, a następnie wzrost średniej zapadalności w I połowie 2021 r., częściowo rekompensujący te spadki. Strategia przyjęta we wrześniu 2020 r. dopuszcza możliwość przejściowych odchyleń średniej zapadalności od poziomów docelowych, wynikających z uwarunkowań rynkowych i budżetowych związanych ze skutkami epidemii COVID-19; 	Średnia zapadalność (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	4,53	4,23	4,30
			Udział w krajowych SPW:			
			- SPW do 1 roku	6,2%	12,1%	9,5%
			- bonów skarbowych	0,0%	1,4%	0,0%
Ryzyko kursowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Obniżenie udziału długu w walutach obcych w długi SP do poziomu założonego w Strategii tj. poniżej 25%; Utrzymanie efektywnego udziału długu w euro w długi zagranicznym (po uwzględnieniu transakcji pochodnych) wyraźnie powyżej minimalnego poziomu założonego w Strategii (70%). 	Udział długu zagranicznego w długi SP	26,4%	24,2%	24,2%
			Udział długu w euro w długi zagranicznym	81,3%	82,7%	86,4%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Utrzymanie ATR długu krajowego w przedziale założonym w Strategii, tj. 2,8-3,6 roku; Zgodnie ze Strategią utrzymany został dominujący udział instrumentów o oprocentowaniu stałym w długi nominowanym w walutach obcych. 	ATR (w latach)			
			<ul style="list-style-type: none"> - kraj - zagranica - razem 	3,18	3,16	3,21
			Duration (w latach)			
			- kraj	3,10	3,09	3,11
			- zagranica	4,71	4,76	5,41
			- razem	3,58	3,55	3,74

Ograniczenia celu <i>Strategii</i>		
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Ryzyko płynności	Wysoki	<p>Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2020 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 181,8 mld zł, a w I połowie 2021 r. 122,5 mld zł; • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK - w 2020 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 3 055,3 mld zł, a w I połowie 2021 r. 1 511,8 mld zł; • rynkowe lokaty złotowe typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi – w 2020 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 402,6 mld zł, a w I połowie 2021 r. 109,7 mld zł; • lokaty walutowe - w 2020 r. zawarto lokaty na kwotę 4,5 mld EUR, a w I połowie 2021 r. na kwotę 0,6 mld EUR; • wymiana skonsolidowanych środków walutowych w NBP i na rynku; w 2020 r. sprzedano waluty o równowartości 10,55 mld EUR w NBP, na rynku sprzedano 0,04 mld EUR, w I połowie 2021 r. wymieniono 6,75 mld EUR w NBP oraz o równowartości 3,04 mld EUR na rynku. <p>W ramach konsolidacji zarządzania płynnością lokaty wolnych środków na rachunkach Ministra Finansów w BGK wyniosły na koniec 2020 r. 101,9 mld zł, a na koniec czerwca 2021 r. 101,6 mld zł.</p> <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2020 r. i w I połowie 2021 r. zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.</p>
Ryzyko kredytowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> • Rynkowe lokaty złotowe typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi nie generowały ryzyka kredytowego; • Funkcjonuje system limitów kredytowych dla niezabezpieczonych lokat w BGK; • Ryzyko związane z transakcjami na instrumentach pochodnych jest ograniczane poprzez wybór partnerów o wysokiej wiarygodności kredytowej; • Funkcjonuje system zabezpieczeń transakcji na instrumentach pochodnych w postaci blokady papierów skarbowych oraz wzajemnych zabezpieczeń transakcji w formie depozytu pieniężnego. Transakcje zabezpieczone nie generują ryzyka kredytowego; • Ryzyko kredytowe niezabezpieczonych transakcji na instrumentach pochodnych jest dywersyfikowane poprzez limity nałożone na łączną wartość transakcji zawieranych z poszczególnymi partnerami. Wiarygodność kredytowa potencjalnych partnerów jest na bieżąco monitorowana.
Ryzyko Operacyjne	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> • Odpowiednia infrastruktura techniczna do zawierania transakcji rynkowych, bezpieczeństwo informacji związanych z zarządzaniem długiem oraz zintegrowana baza danych długu SP wspierają utrzymywanie ryzyka operacyjnego na bezpiecznym poziomie; • Odpowiednia infrastruktura techniczna umożliwia pracę zdalną; • Źródłem ryzyka w zakresie możliwości utrzymania i pozyskania wykwalifikowanej kadry była sytuacja na rynku pracy oraz praca w trybie zdalnym.
Rozkład kosztów obsługi długu w czasie	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> • Kupony nowych emisji ustalane były na poziomie nieznacznie poniżej ich prognozowanej rentowności. Pozytywny wpływ na poziom kosztów miało utrzymywanie się rentowności zarówno krajowych, jak i zagranicznych obligacji na poziomach umożliwiających emisję długu z kuponami niższymi od tych dla wykupywanych instrumentów. <p>Na wysokość kosztów obsługi długu miały wpływ transakcje swapowe zawarte w 2019 r. oraz 2020 r., których celem było rozłożenie w czasie tych wydatków poprzez wykorzystanie bieżących oszczędności. W efekcie tych operacji koszty w 2020 r. zwiększyły się o 0,7 mld zł, a w 2021 r. zmniejszyły się o 2,0 mld zł.</p>

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

IV. UWARUNKOWANIA STRATEGII

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

IV.1. Założenia makroekonomiczne *Strategii*

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

Tabela 8. Założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii*

Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Realny wzrost PKB (%)	-2,7	4,9	4,6	3,7	3,5	3,5
PKB w cenach bieżących (mld zł)	2 323,9	2 528,7	2 722,9	2 900,0	3 075,8	3 256,3
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	3,4	4,3	3,3	3,0	2,7	2,5
USD/PLN - na koniec roku	3,7584	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83
EUR/PLN - na koniec roku	4,6148	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54

IV.2. Uwarunkowania międzynarodowe

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

- sytuację gospodarczą krajów UE - według lipcowych prognoz Komisji Europejskiej PKB w UE w 2021 r. zwiększy się o 4,8% (po spadku o 6,0% rok wcześniej), a w przyszłym roku tempo jego wzrostu obniży się stosunkowo nieznacznie do 4,5%. Z projekcji KE wynika, że poziom PKB w UE sprzed pandemii zostanie osiągnięty w IV kw. 2021 r. KE swoje prognozy przygotowała przy założeniu, że w 2021 r. nastąpi odbicie światowego PKB (z wyłączeniem UE) o 5,9% i jego wzrost o 4,2% w przyszłym roku, po spadku o 2,9% zanotowanych w ubiegłym roku;
- obowiązywanie ogólnej klauzuli wyjścia w krajach UE do 2022 roku łącznie – państwa członkowskie mogą prowadzić politykę budżetową bez ograniczeń ze strony UE dotyczących tempa wzrostu wydatków. Komisja Europejska (KE) planuje zniesienie klauzuli w 2023 roku, a decyzję w tej sprawie podejmie po dokonaniu oceny stanu gospodarki UE;
- rozpoczęcie procedury nadmiernego deficytu – w czerwcu 2021 r. KE przeanalizowała spełnianie przez kraje członkowskie unijnych wartości referencyjnych dla deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych i otworzyła procedurę nadmiernego deficytu (EDP) w stosunku do wszystkich krajów UE poza Rumunią, już wcześniej objętą EDP. Mimo przekroczenia wartości referencyjnych KE uważa, że wobec żadnego z analizowanych państw (w tym Polski) nie należy przechodzić do dalszych etapów EDP, jak m.in. wyznaczenie terminu korekty nadmiernego deficytu. Ze względu na utrzymującą się niepewność co do wpływu pandemii na gospodarkę potrzebna jest kontynuacja działań antykrzysowych. Rada UE powinna w 2022 r. sformułować konkretne rekomendacje na kolejne lata, o ile do tego czasu niepewność dostatecznie zmaleje;
- oczekiwany powrót do dyskusji o zarządzaniu gospodarczym - obecne ramy zarządzania gospodarczego UE oznaczają konieczność rozpoczęcia w 2023 r. szybkiej konsolidacji budżetowej w państwach UE objętych EDP. Jednocześnie niezbędne są inwestycje publiczne w obszarze przeciwdziałania zmianom klimatu, w odniesieniu do transformacji cyfrowej czy w celu zapewnienia odbudowy gospodarczej. Inwestycje te będą mogły być tylko po części finansowane ze środków unijnego Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności. W tym kontekście postulowany jest (np. przez Parlament Europejski, Europejską Radę Budżetową i OECD) przegląd ram zarządzania gospodarczego w UE przed wygaśnięciem ogólnej klauzuli wyjścia;

- sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których zaciągane będą zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro oraz działania głównych banków centralnych wpływające na poziom rentowności na krajowym rynku długu:
 - zapowiedź utrzymania łagodnego nastawienia polityki pieniężnej EBC w celu wsparcia symetrycznego celu inflacyjnego (2% w średnim okresie). W lipcu 2021 r. bank ogłosił, że stopy procentowe pozostaną na obecnym lub niższym poziomie do czasu, aż inflacja osiągnie 2% znacznie przed końcem horyzontu projekcji i pozostanie na tym poziomie przez pozostałą część horyzontu projekcji, co może również oznaczać przejściowy okres z inflacją umiarkowaną powyżej celu. Bank będzie nadal prowadził operacje skupu aktywów w ramach programu APP (20 mld EUR miesięcznie) tak długo, jak będzie to konieczne i zakończy program na krótko przed rozpoczęciem podnoszenia stóp procentowych oraz skup aktywów w ramach programu PEPP, przynajmniej do marca 2022 r. i tak długo, aż uzna, że kryzysowa faza pandemii dobiegła końca;
 - łagodną politykę pieniężną prowadzoną przez Fed – zgodnie z najnowszymi projekcjami tylko 7 członków oczekuje podwyżki stóp w 2022 r., a 13 z 18 członków Fed spodziewa się co najmniej jednej podwyżki stóp procentowych do 2023 r. Bank zapowiedział utrzymanie obecnego tempa zakupu aktywów na poziomie 120 mld USD miesięcznie do czasu osiągnięcia znacznych postępów w zakresie celów maksymalnego zatrudnienia i stabilności cen. Fed oczekuje, że po ostatnich wyraźnych wzrostach inflacja spadnie z powrotem w kierunku długoterminowego celu, a mediana projekcji inflacji spadnie z 3,4% w tym roku do 2,1% w 2022 r. i wyniesie 2,2% w 2023 r. Sytuacja na rynku pracy uległa poprawie, ale wciąż jest daleko od celu. Fed będzie uważnie monitorował bieżący stan gospodarki i na kolejnych posiedzeniach rozważy ogłoszenie planu ograniczenia zakupów aktywów;
 - kontynuację programu skupu obligacji rządowych przez Bank Japonii z kontrolą krzywej dochodowości oraz utrzymywanie referencyjnej ujemnej stopy procentowej tak długo, jak będzie to konieczne do osiągnięcia i utrzymania celu inflacyjnego na stabilnym poziomie 2%; w czerwcu 2021 r. bank centralny wydłużył termin programu skupu papierów komercyjnych i obligacji korporacyjnych do marca 2022 r. (w miesięcznej skali 20 bln JPY), zapowiedział kontynuację programu wsparcia finansowego dla przedsiębiorstw dotkniętych skutkami pandemii oraz zakupów funduszy ETF i J-REIT (funduszy powierniczych inwestujących w japoński rynek nieruchomości) i zapowiedział uruchomienie nowego programu udostępniania funduszy na inwestycje lub pożyczki w celu rozwiązania problemów związanych ze zmianami klimatycznymi. Bank będzie uważnie monitorował wpływ pandemii i nie zawaha się użyć dodatkowych narzędzi w razie potrzeby;
 - utrzymywanie przez Narodowy Bank Szwajcarii ekspansywnej polityki pieniężnej obejmującej stopy procentowe na ujemnym poziomie (stopa referencyjna i stopa depozytowa na poziomie minus 0,75%), prowadzenie interwencji na rynku walutowym w celu przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji CHF i dostarczanie dużej ilości płynnych środków do systemu bankowego na korzystnych warunkach;
 - kontynuację łagodnej polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin: roczna stopa oprocentowania kredytów bankowych dla firm na poziomie 3,85%, a 5-letnia stopa referencyjna kredytów hipotecznych na poziomie 4,65%; w lipcu bank centralny obniżył stopę rezerw obowiązkowych o 0,5%, co spowoduje uwolnienie ok. 1 bln CNY płynności na rynek. Bank podkreślił, że obniżenie rezerw nie oznacza zmiany w ostrożnej polityce banku;
- postrzeganie ryzyka kredytowego Polski i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych;
- obawy o dalszy przebieg pandemii koronawirusa w związku z szybkim rozprzestrzenianiem się nowych wariantów w wielu krajach europejskich i reakcje władz fiskalnych i monetarnych.

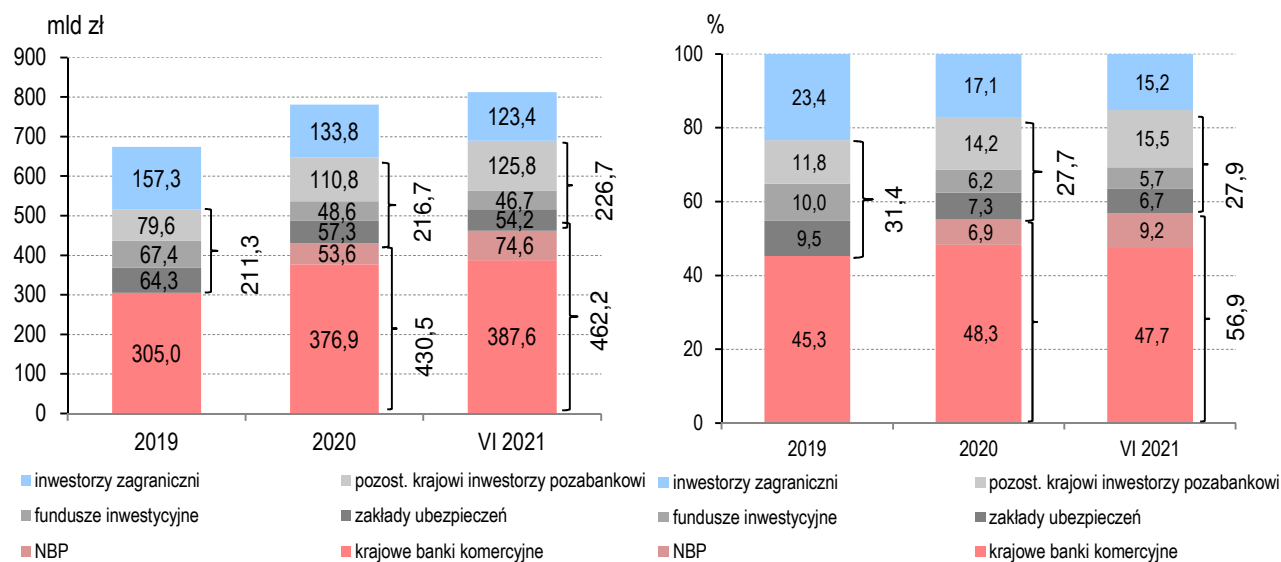
IV.3. Krajowy rynek SPW

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

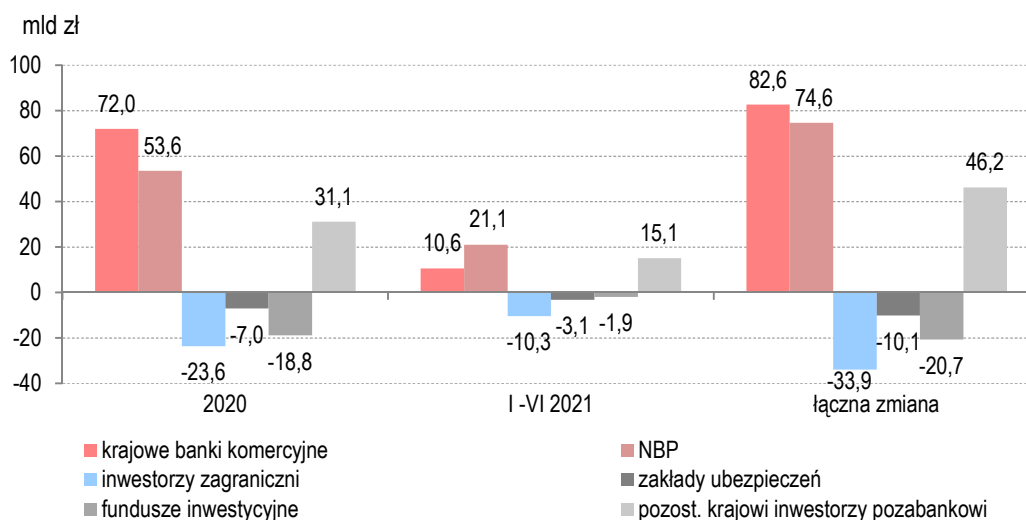
Podmioty inwestujące na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych można podzielić na trzy główne grupy: krajowy sektor bankowy, krajowy sektor pozabankowy i inwestorów zagranicznych. Od końca 2019 r. do I połowy 2021 r. w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW zaobserwowano następujące zmiany:

- znaczne zwiększenie zaangażowania banków krajowych, szczególnie w 2020 r. (łącznie o 157,2 mld zł, w tym NBP o 74,6 mld zł od kwietnia 2020 r.) i utrzymanie ich dominującego udziału w strukturze podmiotowej zadłużenia (56,9% na koniec czerwca 2021 r.);
- wzrost zaangażowania krajowych inwestorów pozabankowych łącznie o 15,4 mld zł, głównie gospodarstw domowych;
- dalsze ograniczanie zaangażowania w krajowe SPW przez inwestorów zagranicznych, łącznie o 33,9 mld zł. Ich udział obniżył się o 8,2 p.p. do 15,2%.

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



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



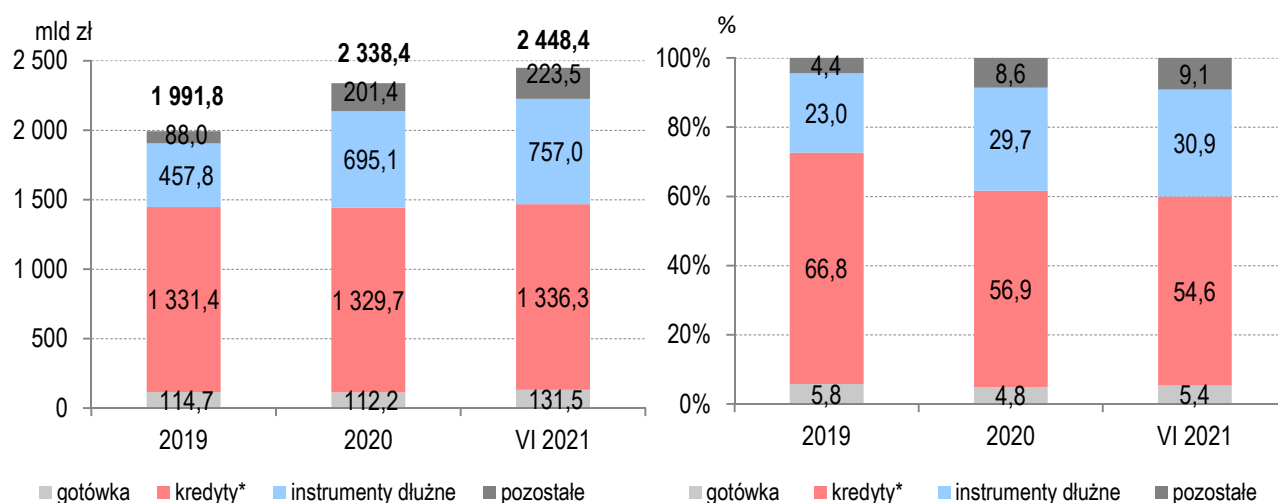
* Wg wartości nominalnej.

Inwestorzy krajowi według stanu na koniec czerwca 2021 r. posiadali 84,8% zadłużenia w krajowych SPW, co oznaczało wzrost o 8,2 p.p. względem końca 2019 r. Wśród inwestorów krajowych dominują inwestorzy instytucjonalni, jednakże w ostatnich latach wysoką dynamiką wzrostów cechuje się wartość portfela SPW w posiadaniu gospodarstw domowych. Od końca 2019 r. ich zaangażowanie wzrosło o 21,8 mld zł (tj. o 79,2%) do poziomu 49,3 mld zł, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu zainteresowania ofertą obligacji oszczędnościowych.

IV.3.1. Banki krajowe

Aktywa krajowych banków komercyjnych na koniec czerwca 2021 r. wynosiły 2,4 bln zł (wzrost o 22,9% wobec końca 2019 r.), przy dominującym udziale kredytów i innych należności od podmiotów krajowych (ok. 54,6%). Drugim największym składnikiem aktywów były instrumenty dłużne – na koniec czerwca 2021 r. ich udział wyniósł 30,9%. W strukturze instrumentów dłużnych nadal przeważający udział miały papiery skarbowe (55,7%) oraz bony pieniężne NBP (ok. 22,7%). Czynnikiem sprzyjającym utrzymywaniu się popytu banków na SPW jest obowiązujący od 1 lutego 2016 r. podatek od niektórych instytucji finansowych, obejmujący przede wszystkim banki²⁾ i zakłady ubezpieczeń, a także obecna sytuacja na rynkach finansowych. Od kwietnia 2020 r. NBP przeprowadza operacje zakupu SPW oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa – na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku, mają one na celu zmianę długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym oraz zapewnienie płynności rynku wtórnego skupowanych papierów wartościowych.

Wykres 8. Struktura aktywów krajowych banków komercyjnych

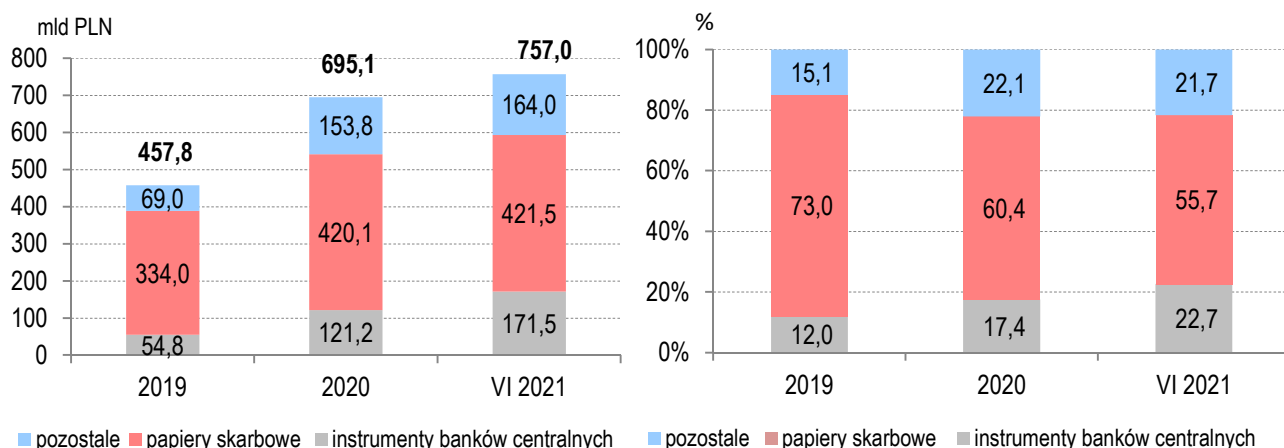


* Kredyty – kredyty i inne należności od podmiotów krajowych.

Źródło: Narodowy Bank Polski, wg obowiązujących metod wyceny.

²⁾ Podstawą opodatkowania banków są aktywa pomniejszone m.in. o fundusze własne oraz SPW.

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 i programu skupu aktywów;
- poziom nadpłynności sektora bankowego;
- uwarunkowania formalno-prawne, w tym podatek od niektórych instytucji finansowych.

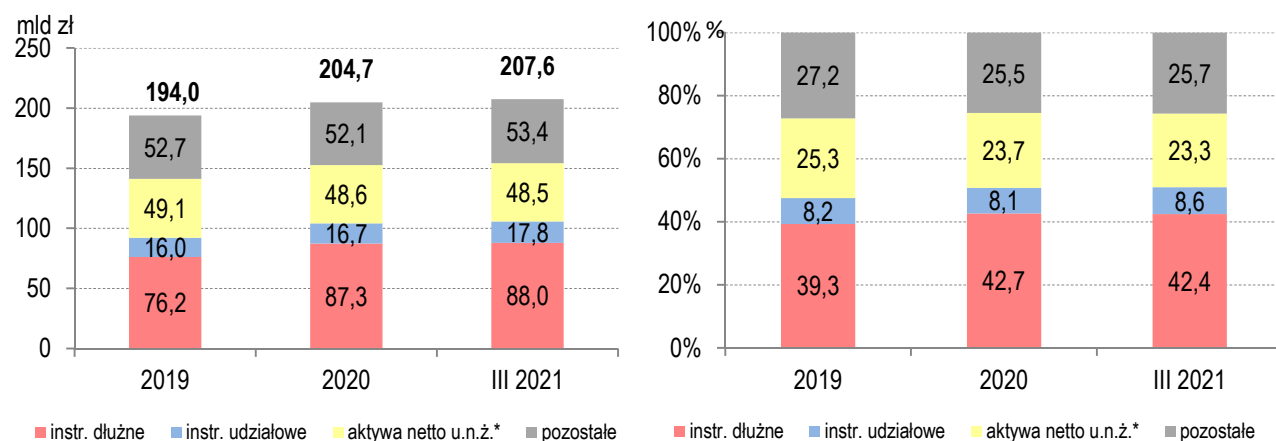
IV.3.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi

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

Według stanu na koniec czerwca 2021 r. zakłady ubezpieczeń posiadały 6,7% krajowych SPW (spadek udziału o 2,9 p.p. względem końca 2019 r.), fundusze inwestycyjne 5,7% (spadek o 4,3 p.p.), a pozostali krajowi inwestorzy pozabankowi 15,5% (wzrost o 3,7 p.p.). Głównymi czynnikami oddziałującymi na wartość portfela SPW w posiadaniu zakładów ubezpieczeniowych i funduszy inwestycyjnych są wysokość aktywów oraz polityka inwestycyjna tych podmiotów.

Aktywa zakładów ubezpieczeń na koniec marca 2021 r. ukształtowały się na poziomie 207,6 mld zł, co oznaczało wzrost o 13,6 mld zł wobec końca 2019 r., tj. o 7,0%.

Wykres 10. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń

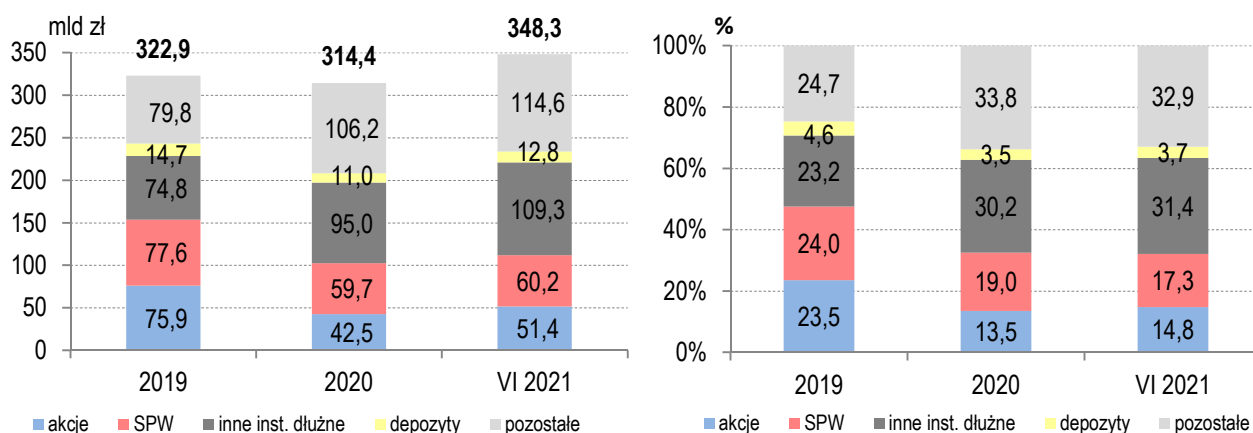


* aktywa netto u.n.ż. – aktywa netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający.

Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego, wg aktualnych metod wyceny.

Aktywa funduszy inwestycyjnych według stanu na koniec czerwca 2021 r. wzrosły do poziomu 348,3 mld zł, tj. o 35,3 mld zł (o 7,8%) wobec końca 2019 r. Wartość obligacji skarbowych (wyemitowanych na rynku krajowym i zagranicznym) w posiadaniu funduszy inwestycyjnych spadła w tym czasie o 17,5 mld zł, a ich udział w aktywach spadł o 6,8 p.p.

Wykres 11. 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;
- niskie stopy procentowe i wysoka inflacja, w sposób pośredni oddziałujące również na zachowania inwestycyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych, skłaniając je do poszukiwania alternatywnych wobec depozytów bankowych inwestycji kapitału;
- zmiany w systemie emerytalnym mające na celu zwiększenie skali długoterminowych oszczędności gospodarstw domowych z przeznaczeniem na wypłatę po zakończeniu aktywności zawodowej. Zmiany w systemie emerytalnym obejmują powołanie Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK) (od lipca 2019 r.) oraz przekształcenie OFE w fundusze inwestycyjne prowadzące indywidualne konta emerytalne (IKE) (termin wprowadzenia uległ ponownemu przesunięciu).

IV.3.3. Inwestorzy zagraniczni

Udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu w krajowych SPW na koniec czerwca 2021 r. wyniósł 15,2% i zmniejszył się o 8,2 p.p. względem końca 2019 r. W 2020 r. oraz w I połowie 2021 r. inwestorzy zagraniczni ograniczyli swoje zaangażowanie w krajowych SPW łącznie o 33,9 mld zł. Na spadek udziału nierezydentów wpływ miały m.in. utrzymywanie się wysokiego popytu ze strony inwestorów krajowych, polityka pieniężna głównych banków centralnych oraz niższy dysparytet stóp procentowych.

Popyt ze strony inwestorów zagranicznych jest w dużej mierze uzależniony od sytuacji międzynarodowej i w konsekwencji charakteryzuje się wysoką zmiennością. Ryzyko negatywnego wpływu na rynek SPW odpływu z Polski kapitału zagranicznego jest jednak ograniczone z uwagi na dominującą rolę inwestorów krajowych oraz dywersyfikację, zarówno instytucjonalną, jak i geograficzną struktury nierezydentów. W strukturze podmiotowej zadłużenia wobec nierezydentów dominują inwestorzy instytucjonalni: banki centralne i instytucje publiczne, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeń. Zdywersyfikowana jest również struktura geograficzna posiadaczy krajowych SPW – na koniec czerwca 2021 r. znajdowały się one w portfelach inwestorów z 63 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 dalszy przebieg pandemii COVID-19 na świecie;
- fundamenty gospodarcze i ocena ryzyka kredytowego Polski;
- funkcjonowanie w Polsce dużego i płynnego rynku finansowego (w szczególności rynku SPW) i jego odpowiedniej infrastruktury (wspieraniu rozwoju polskiego rynku kapitałowego ma służyć realizacja Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego).

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.

V. CEL STRATEGII

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

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

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

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

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

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

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

- uwzględniać potrzeby pożyczkowe budżetu w walutach obcych oraz napływ środków unijnych;
- zapewniać dywersyfikację źródeł pozyskiwania środków poprzez dostęp Polski do bazy inwestorów na głównych rynkach finansowych;
- utrzymywać pozycję Polski na rynku euro;
- działać stabilizująco na rynek krajowy poprzez możliwość dostosowywania struktury finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa do sytuacji rynkowej;
- uwzględniać instrumenty finansowe oferowane przez UE na walkę ze skutkami pandemii COVID-19;

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

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

1) ryzyka refinansowania

- utrzymywanie dominującej roli instrumentów średnio- i długoterminowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na rynku krajowym, przy uwzględnieniu sytuacji rynkowej;
- dążenie do utrzymywania średniej zapadalności długu krajowego na poziomie zbliżonym do 4,5 roku, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyłeń wynikających z uwarunkowań rynkowych i budżetowych związanych ze skutkami epidemii COVID-19;
- dążenie do utrzymania średniej zapadalności długu SP na poziomie zbliżonym do 5 lat, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyłeń wynikających z uwarunkowań rynkowych i budżetowych związanych ze skutkami epidemii COVID-19;
- dążenie do równomiernego rozkładu wykupów w czasie;

2) ryzyka kursowego

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

3) ryzyka stopy procentowej

- utrzymywanie ATR długu krajowego w przedziale 2,8-3,6 roku;
- oddzielanie zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania, w tym poprzez wykorzystanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu oraz możliwość wykorzystania instrumentów pochodnych i obligacji inflacyjnych;
- utrzymywanie dominującego udziału instrumentów o oprocentowaniu stałym w długi SP nominowanym w walutach obcych;

4) ryzyka płynności budżetu państwa

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

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

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

VI. ZADANIA STRATEGII

Za najważniejsze zadania służące realizacji celu *Strategii* uznano:

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

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

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

VI.1. Zapewnianie płynności rynku SPW

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

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

VI.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW

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

- dopasowanie harmonogramu emisji na rynku krajowym i zagranicznym do uwarunkowań rynkowych i budżetowych;
- zwiększanie i umacnianie roli systemu DSPW w zakresie rozwoju rynku SPW oraz operacji związanych z zarządzaniem długiem - w obszarach, gdzie uczestnicy systemu DSPW mogą zapewnić konkurencyjność nie mniejszą niż inni uczestnicy rynku finansowego, zawieranie transakcji i wybór partnera następować będą z uwzględnieniem preferencji wynikających z ich udziału w systemie;
- dbałość o relacje z inwestorami na rynku krajowym i zagranicznym, w okresie pandemii COVID-19 główną formą kontaktu są tele- i wideokonferencje, 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.

VI.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW

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

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

VI.4. Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa

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

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

Realizacji zadania służyć będą następujące instrumenty:

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

Ponadto, w ramach zarządzania płynnością sektora finansów publicznych na rachunku Ministra Finansów w BGK lokowane są wolne środki jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz środki z depozytów sądowych, co pozwoliło na zmniejszenie potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa.

VII. ODDZIAŁYWANIE NA DŁUG SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

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

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

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

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

VII.1. Zmiany w regulacjach dotyczących jednostek samorządu terytorialnego

VII.1.1. Zmiany systemowe

Od 2022 r. w zakresie zrównoważenia budżetu JST w części bieżącej będą obowiązywały przepisy wprowadzone ustawą z dnia 14 grudnia 2018 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2018 r. poz. 2500). 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,
- z nadwyżki budżetu JST z lat ubiegłych, pomniejszonej o środki wskazane w kolejnym punkcie;
- z 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.

W zakresie limitów określających możliwości spłaty zadłużania JST w horyzoncie *Strategii* zgodnie z obecnie obowiązującymi przepisami indywidualny wskaźnik zadłużenia opierał się będzie na średniej arytmetycznej z obliczonej dla ostatnich trzech lat relacji dochodów bieżących powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów bieżących budżetu JST.

Niemniej jednak, na etapie prac legislacyjnych znajdują się zmiany ustawowe dostosowujące od 2022 r. reguły fiskalne obowiązujące JST do sytuacji związanej ze stanem epidemii COVID-19 oraz wspierające gospodarkę w walce z pandemią i w procesie wychodzenia z niej. Planowane regulacje mają na celu czasowe uelastycznienie reguł zawartych w ustawie o finansach publicznych i dotyczą preferencji w zakresie zasady zrównoważenia części bieżącej budżetu JST oraz indywidualnego limitu spłaty zobowiązań.

VII.1.2. Rozwiązania wprowadzone w związku z COVID-19

Na rok 2021 w zakresie reguł fiskalnych obowiązujących JST zostały wprowadzone analogiczne poluzowania jak te wprowadzone ustawą z dnia 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych. Rozwiązania te zawarte są w ustawie z dnia 19 listopada 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach służących realizacji ustawy budżetowej na rok 2021 (Dz. U. 2020 r. poz. 2400) i dotyczą m. in.:

- możliwości przekroczenia przez relację dotyczącą zrównoważenia dochodów i wydatków bieżących o kwotę planowanych wydatków bieżących ponoszonych w celu realizacji zadań związanych z przeciwdziałaniem COVID-19 lub ubytku w dochodach jednostki będącego skutkiem wystąpienia epidemii COVID-19;
- utrzymania rozwiązań w zakresie reguły spłaty zadłużenia JST (art. 243 ustawy o finansach publicznych) polegających na:
 - wyłączeniu z indywidualnego wskaźnika spłaty zadłużenia JST zobowiązań z tytułu pożyczek, kredytów i emisji obligacji, które zostaną zaciągnięte przez JST w związku z ubytkiem dochodów jednostki wynikającym z wystąpienia epidemii COVID-19. Wyłączeniu ze wskaźnika będą podlegały zobowiązania w kwocie ubytku dochodów, a samo wyłączenie będzie mieć charakter długoterminowy – tzn. spłata kredytu (pożyczki, kredytu, obligacji) będzie poza limitem przez cały okres jego spłaty;
 - pomniejszeniu wydatków bieżących o wydatki bieżące poniesione w 2021 r. w celu realizacji zadań związanych z przeciwdziałaniem COVID-19 – przy ustalaniu na 2022 r. i lata kolejne - relacji ograniczającej wysokość spłaty długu.
- wprowadzenia w 2021 r. mechanizmu zabezpieczającego finanse JST w postaci limitu długu na poziomie 80% dochodów jednostki (na koniec roku budżetowego 2021 w odniesieniu do wykonanych dochodów ogółem, na koniec kwartału w odniesieniu do planowanych w danym roku budżetowym dochodów jednostki). Jednostki, które nie wyłączając spłaty zobowiązań zaciągniętych w związku z ubytkami w dochodach będą spełniać limit spłaty długu, określony w art. 243 ust. 1 ustawy o finansach publicznych, będą mogły nie spełniać limitów kwartalnych lub dla całego roku budżetowego w postaci 80% dochodów.

VII.2. Stabilizująca reguła wydatkowa

Zaproponowana w marcu 2020 r. przez Komisję Europejską i zaakceptowana przez Radę Ecofin ogólna klauzula wyjścia umożliwiła państwom członkowskim UE wsparcie gospodarek w obliczu pandemii. Analogiczne rozwiązanie zastosowano również w Polsce i w 2020 r. w związku ze spełnieniem warunków, o których mowa w art. 112d ust. 1 ustawy o finansach publicznych (tj. stan epidemii na terenie całego kraju oraz znaczące spowolnienie gospodarcze) czasowo zawieszono stosowanie stabilizującej reguły wydatkowej (SRW), aby przeciwdziałać recesji wywołanej pandemią i w jej konsekwencji zamrożeniem gospodarki. Zgodnie z poprzednimi zapisami ufp i prognozami makroekonomicznymi powrót do stosowania SRW zgodnie z pierwotną formułą z art.112aa ufp miał mieć miejsce w drugim roku budżetowym od zawieszenia, tj. w roku 2022. W świetle aktualnych informacji o przebiegu pandemii i jej wpływie na gospodarkę, wycofanie się ze wsparcia ze strony finansów publicznych dla odbudowy wzrostu gospodarczego już w przyszłym roku mogłoby być przedwczesne. Również Komisja Europejska zachęca do kontynuowania działań antykryzysowych, a w miarę postępów w walce z pandemią - do wspierania ożywienia gospodarczego. Biorąc powyższe pod uwagę zdecydowano się w nowelizacji ustawy o finansach publicznych dostosować klauzulę powrotu SRW tak, aby możliwa była dalsza stymulacja gospodarki w 2022 r. oraz realizacja rekomendacji Rady UE.

Nowelizacja ustawy rozszerzyła zakres SRW o państwowe fundusze celowe, co stanowi realizację I etapu reformy ram fiskalnych uwzględnionej w Krajowym Planie Odbudowy i Zwiększania Odporności. Ponadto kwota wydatków SRW będzie pomniejszana także o planowane wydatki

Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. Fundusz będzie wchodził w zakres kwoty, jednak nie będzie, jak to miało miejsce wcześniej, objęty nieprzekraczalnym limitem wydatków z uwagi na jego „ratunkowy” charakter. Zakres działalności Funduszu jest ograniczony do okresu występowania pandemii oraz towarzyszących jej konsekwencji. Po ich zakończeniu działalność Funduszu powinna być wygaszana, a zakres podmiotów objętych SRW odpowiednio pomniejszony o ten Fundusz.

VII.3. Inne działania

W okresie objętym *Strategią* – zgodnie z Załoženiami reformy systemu budżetowego oraz *Strategią* na rzecz odpowiedzialnego rozwoju – kontynuowane będą prace dotyczące opracowania i wdrożenia jednolitego planu kont zintegrowanego z klasyfikacją budżetową. Narzędzie to pozwoli na pozyskiwanie ujednoliconych, wysokiej jakości i spójnych danych o operacjach dotyczących środków publicznych, a także aktywach i pasywach jednostek sektora finansów publicznych, niezbędnych do sprawozdawczości budżetowej, finansowej i statystycznej.

Przygotowywane rozwiązania o charakterze systemowym przynieść mogą istotne korzyści wynikające z poprawy jakości danych o finansach publicznych, wydłużenia horyzontu planowania budżetowego i zwiększenia rzetelności prognoz budżetowych, pozytywnie wpływając na zarządzanie płynnością budżetu państwa, zarządzanie długiem SP i możliwości oddziaływania na PDP.

VIII. PRZEWIDYWANE EFEKTY REALIZACJI STRATEGII

Przewidywane efekty realizacji *Strategii* obejmują prognozy:

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

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

VIII.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

Tabela 9. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1. Dług Skarbu Państwa*						
a) w mld zł	1 097,5	1 133,0	1 202,3	1 232,0	1 280,9	1 341,0
- krajowy	831,5	872,2	945,5	977,3	1 035,6	1 101,6
- zagraniczny	266,0	260,9	256,7	254,7	245,4	239,4
b) w relacji do PKB	47,2%	44,8%	44,2%	42,5%	41,6%	41,2%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	1 111,8	1 147,2	1 192,8	1 218,3	1 260,7	1 313,7
b) w relacji do PKB	47,8%	45,4%	43,8%	42,0%	41,0%	40,3%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych**						
a) w mld zł	1 034,0	1 102,2	1 155,9	1 186,9	1 229,4	1 281,6
b) w relacji do PKB	44,5%	43,6%	42,5%	40,9%	40,0%	39,4%
4. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych						
a) w mld zł	1 336,6	1 441,7	1 540,2	1 590,0	1 643,0	1 722,3
b) w relacji do PKB	57,5%	57,0%	56,6%	54,8%	53,4%	52,9%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)***						
a) w mld zł, w tym:	29,3	26,0	26,0	25,4 - 25,7	25,7 - 26,0	28,7 - 28,9
- długu krajowego	22,4	19,8	20,8	21,2	21,9	25,5
- długu zagranicznego	6,9	6,2	5,2	4,1 - 4,4	3,8 - 4,0	3,2 - 3,4
b) w relacji do PKB	1,26%	1,03%	0,95%	0,88% - 0,89%	0,84%	0,88% - 0,89%

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

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

***) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2023-25 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

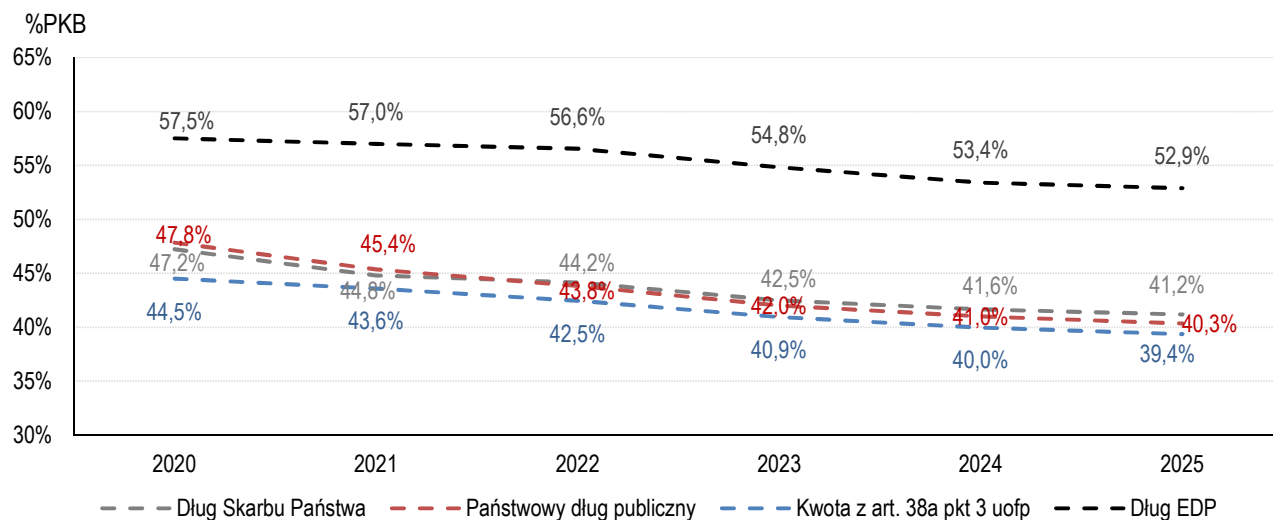
Przy przyjętych założeniach, relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się do 45,4% na koniec 2021 r., a następnie do 43,8% w 2022 r. W kolejnych latach objętych prognozą *Strategii* relacja państwowego długu publicznego do PKB również będzie spadała i na koniec 2025 r. osiągnie poziom 40,3%.

Relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych, do PKB ukształtuje się na poziomie 43,6% w 2021 r., tj. powyżej progu 43% zawartego w stabilizującej regule wydatkowej. W 2022 r. relacja ta spadnie się poniżej 43%, do 42,5%, a następnie będzie się dalej obniżać do 39,4% w 2025 r.

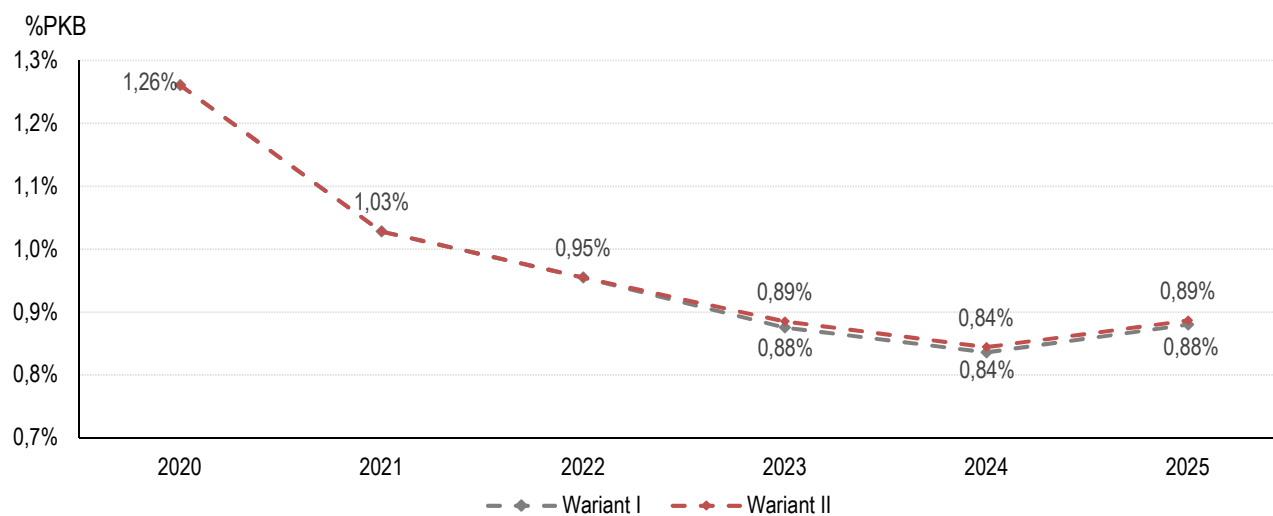
Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB obniży się do 57,0% w 2021 r. i do 56,6% w 2022 r., a następnie będzie kontynuować trend spadkowy i w horyzoncie *Strategii* osiągnie poziom 52,9%. Oznacza to, że wartość referencyjna relacji długu do PKB na poziomie 60% zawarta w traktacie z Maastricht nie zostanie przekroczona w horyzoncie *Strategii*.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2022 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 26,0 mld zł, tj. 0,95% PKB. W kolejnych latach *Strategia* zakłada spadek kosztów obsługi długu w relacji do PKB, do 0,84% w 2024 r., a następnie wzrost w 2025 r. do 0,88-0,89% PKB.

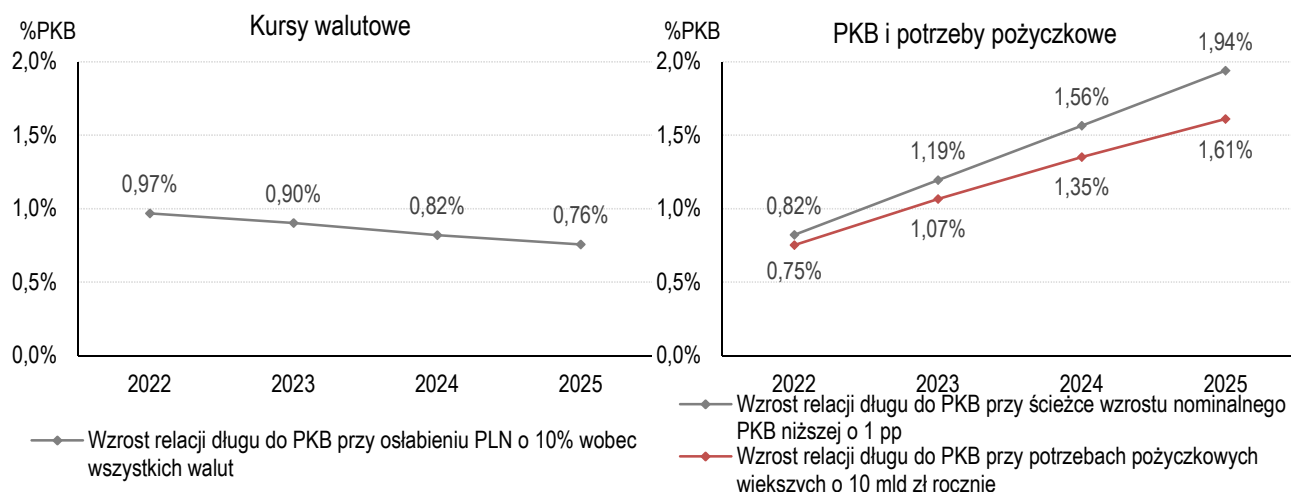
Wykres 12. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 13. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

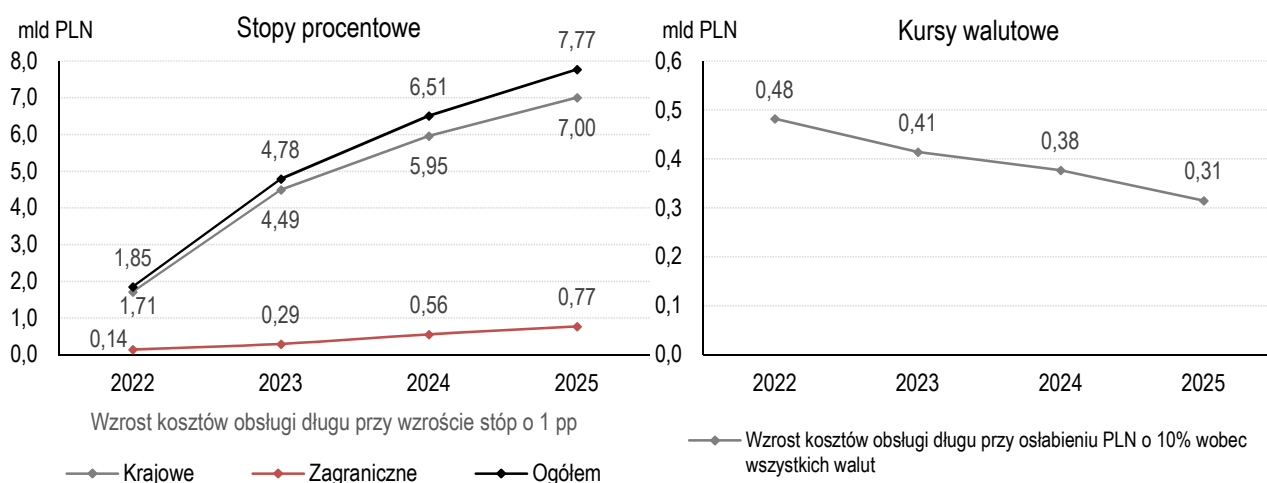


Wykres 14. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń *



*) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2022 r., wrażliwości częściowe przy braku zmian pozostałych założeń.

Wykres 15. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń

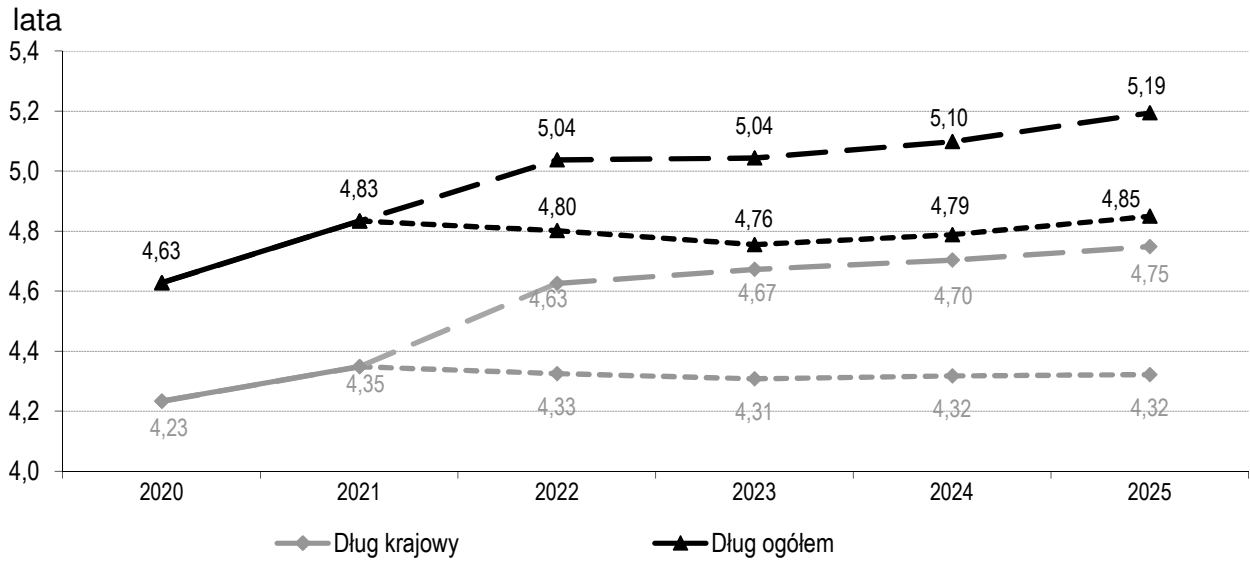


VIII.2. Struktura długu Skarbu Państwa

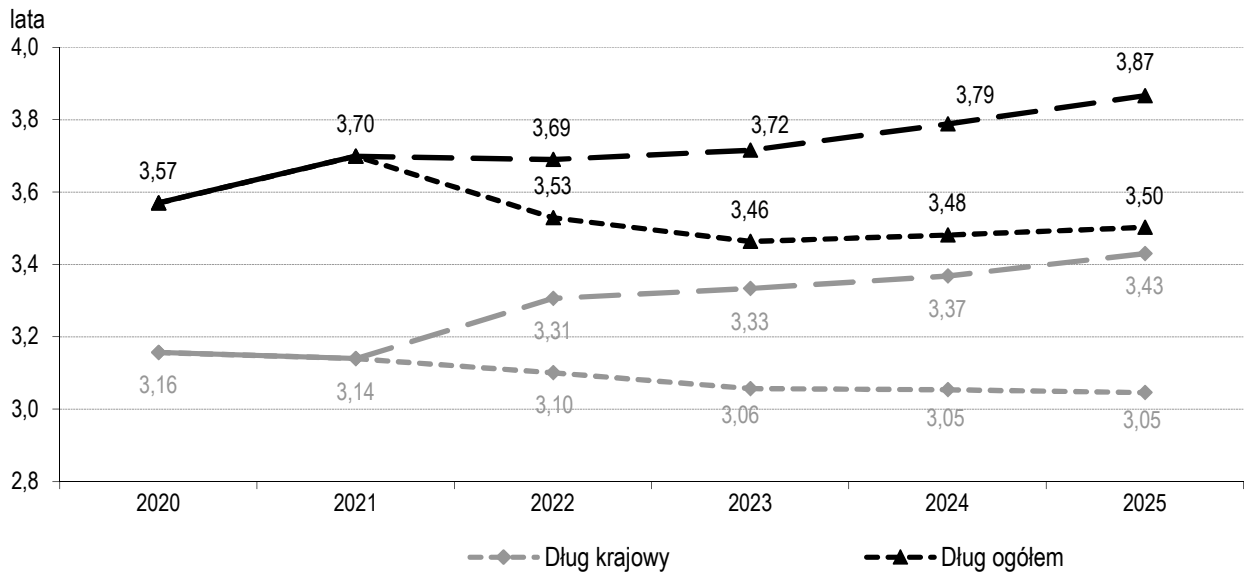
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zakresie ryzyka refinansowania – kierunek zmian średniej zapadalności krajowych SPW będzie zależał od warunków rynkowych, średnia zapadalność w 2025 r. może osiągnąć wartość z przedziału 4,3-4,8 roku, a całego długu SP 4,9-5,2 roku wobec odpowiednio ok. 4,4 oraz ok. 4,8 roku na koniec 2021 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. 3,0-3,4 roku wobec ok. 3,1 roku na koniec 2021 r., a długu ogółem ok. 3,5-3,9 roku wobec ok. 3,7 roku na koniec 2021 r., natomiast *duration* rynkowego długu krajowego w przedziale ok. 2,9-3,4 roku wobec ok. 3,1 roku na koniec 2021 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,3-3,8 roku wobec ok. 3,6 roku na koniec 2021 r.;
- udział długu w walutach obcych będzie ograniczany i w horyzoncie *Strategii* spadnie do ok. 17,8% w 2025 r.

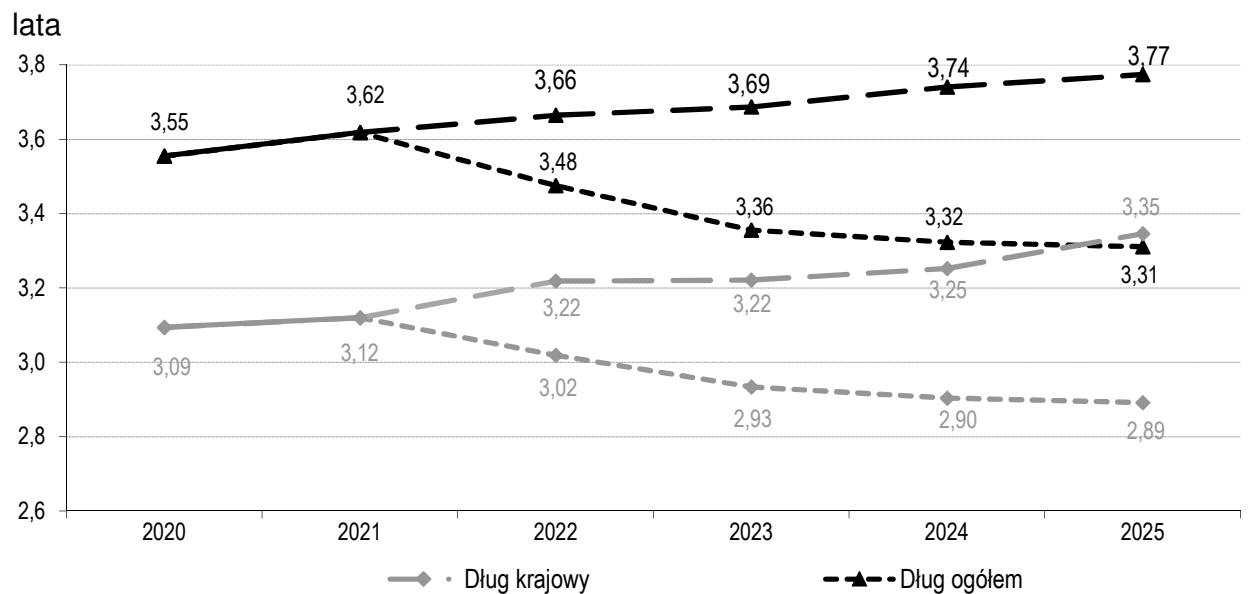
Wykres 16. Średnia zapadalność długu SP



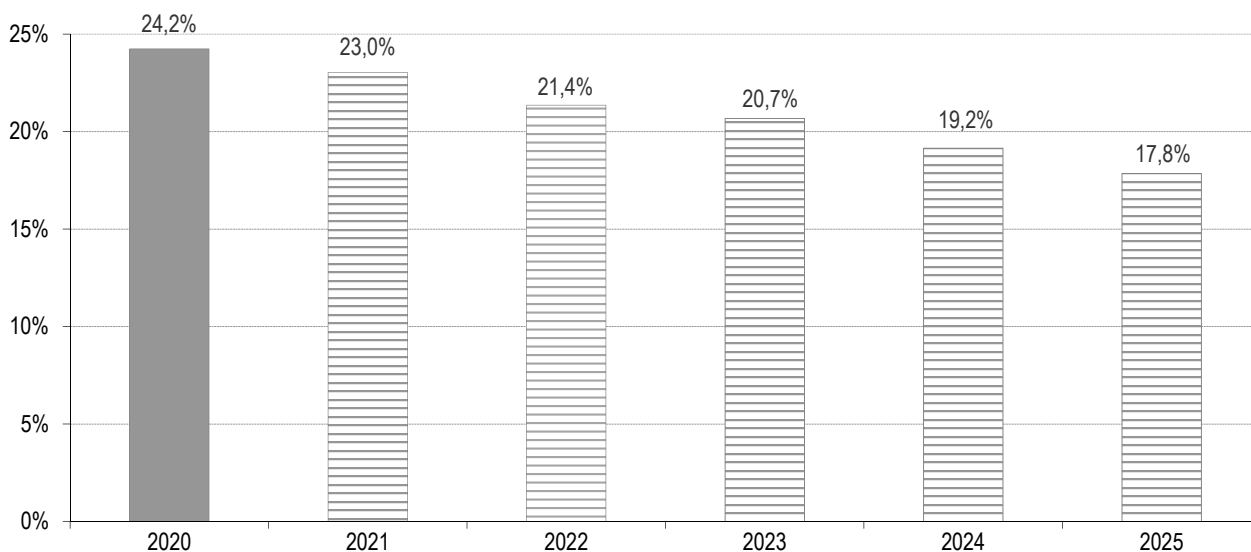
Wykres 17. ATR długu SP



Wykres 18. Duration długu SP



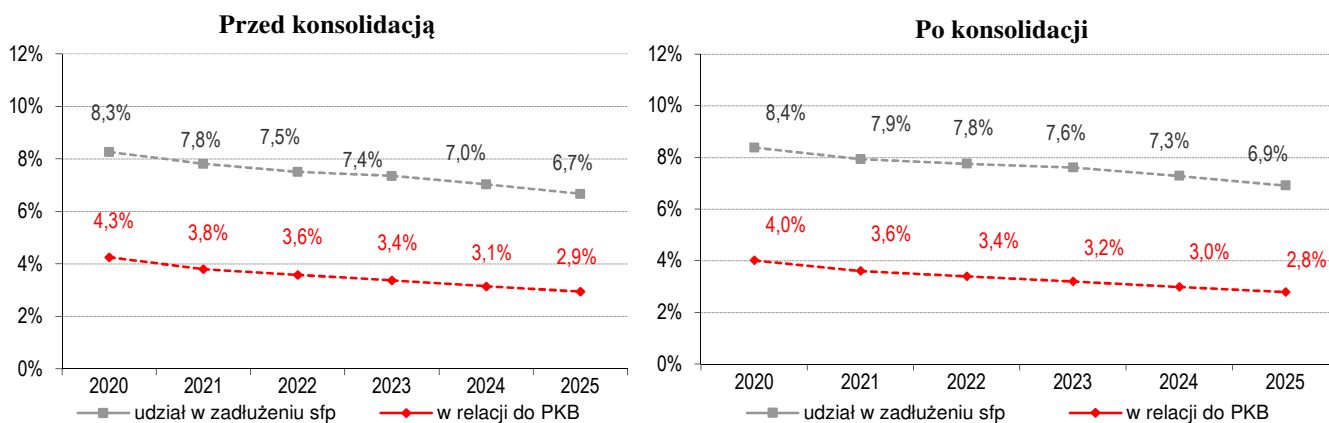
Wykres 19. Udział długu w walutach obcych w długu SP



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

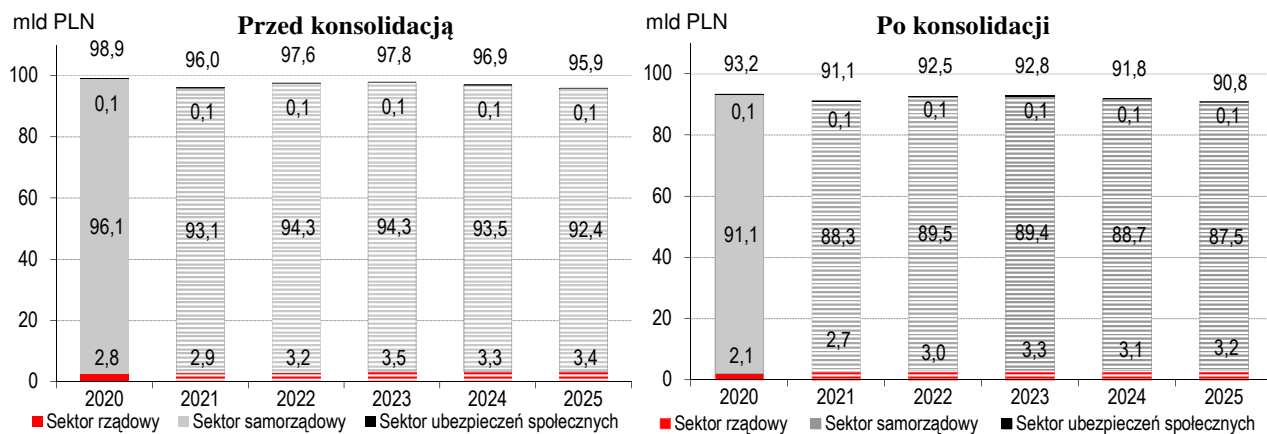
Przy przyjętych założeniach zadłużenie przed konsolidacją pozostałych jednostek sektora w relacji do PKB w horyzoncie *Strategii* spadnie z 3,8% do 2,9%, a zadłużenie po konsolidacji z 3,6% do 2,8%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych po konsolidacji spadnie z 7,9% w 2021 r. do 6,9% w 2025 r.

Wykres 20. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji – relacja do PKB i udział w zadłużeniu SFP



Nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP przed konsolidacją wzrosło z 96,0 mld zł w 2021 r. do 97,8 mld zł w 2023 r., a następnie będzie spadało do 95,9 mld zł w 2025 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 21. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji w podziale na sektory



VIII.4. Zagrożenia dla realizacji Strategii

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

- odmiennym od zakładanego scenariuszem kształtowania się sytuacji makroekonomicznej i budżetowej w Polsce, m.in. związanym ze skutkami epidemii COVID-19, wahaniami kursu walutowego oraz potencjalnym wzrostem stóp procentowych;
- uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
 - wolniejszym od przewidywanego tempem wzrostu światowej gospodarki, wynikającym z przebiegu pandemii COVID-19;
 - polityką pieniężną głównych banków centralnych, w tym EBC oraz Fed;
 - odpływem kapitału w kierunku rynków bazowych lub innych rynków na skutek m.in. potencjalnych zawirowań na rynkach finansowych;
- ryzykiem wzrostu relacji długu publicznego do PKB w stosunku do założeń, w związku z:
 - wyższym poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zależnym m.in. od dalszego przebiegu epidemii COVID-19 oraz koniunktury w polskiej gospodarce;
 - osłabieniem kursu złotego w stosunku do poziomu założonego w *Strategii*;
 - emisją SPW w celu ich przekazywania na realizację zadań na podstawie innych ustaw niż ustawa o finansach publicznych;
 - znacznym przyrostem zadłużenia innych niż SP podmiotów sektora finansów publicznych;
 - koniecznością wykonania poręczeń lub gwarancji udzielanych przez podmioty sektora finansów publicznych.

IX. GWARANCJE I PORĘCZENIA UDZIELANE PRZEZ JEDNOSTKI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

IX.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń

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

- udzielanie gwarancji i poręczeń głównie na wspieranie inwestycji prorozwojowych, w szczególności z zakresu infrastruktury, ochrony środowiska, tworzenia nowych miejsc pracy oraz rozwoju regionalnego, realizowanych m.in. w oparciu o fundusze z UE, a także na wsparcie innych zadań inwestycyjnych wynikających z ewentualnych nowych programów wsparcia przewidujących udzielanie poręczeń i gwarancji;
- ewentualne kontynuowanie, w koniecznym zakresie, wykorzystania gwarancji i poręczeń w celu przeciwdziałania skutkom pandemii COVID-19;
- możliwość wykorzystania gwarancji i poręczeń w celu wsparcia działań, które mogą być potencjalnie podjęte w przypadku ewentualnego pogorszenia warunków działania polskiego systemu finansowego.

Skala wykorzystania instrumentu gwarancji SP będzie wynikała przede wszystkim z dalszego przeciwdziałania negatywnym skutkom gospodarczym i społecznym pandemii COVID-19 oraz wsparcia inwestycji infrastrukturalnych. W najbliższym czasie istotny wpływ na wzrost potencjalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji SP będą miały w szczególności gwarancje:

- udzielone za zobowiązania zaciągnięte przez PFR S.A. oraz BGK, w celu przeciwdziałania skutkom COVID-19 (gwarancje te nie są objęte limitem możliwych do udzielenia w danym roku poręczeń i gwarancji, ustalonym w ustawie budżetowej zgodnie z art. 31 ustawy z dnia 8 maja 1997 r. o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne);
- udzielone za zobowiązania BGK zaciągnięte na zasilenie Krajowego Funduszu Drogowego w celu umożliwienia finansowania budowy infrastruktury drogowej (gwarancje te są objęte ww. limitem);
- udzielone PKP Polskim Liniom Kolejowym S.A. na spłatę kredytów zaciąganych w celu współfinansowania modernizacji infrastruktury i taboru kolejowego (gwarancje te są objęte ww. limitem).

IX.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń

Potencjalne (niewymagalne) zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych na koniec I półrocza 2021 r. są szacowane na 340,9 mld zł wobec 306,8 mld zł na koniec 2020 r. (13,2% PKB) oraz 114,9 mld zł (5,0% PKB) na koniec 2019 r.

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2021 r. wynosiły one 336,9 mld zł, a na koniec 2020 r. 302,9 mld zł (13,0% PKB) wobec 111,4 mld zł w 2019 r. (4,9% PKB). Znaczny wzrost ww. potencjalnych zobowiązań jest wynikiem udzielania w 2020 i 2021 r. nowych gwarancji związanych ze zwalczaniem skutków COVID-19. Gwarancje te wynoszą na koniec I półrocza 2021 r. 223,5 mld zł.

Dotychczasowa działalność SP w zakresie poręczeń i gwarancji nie stwarza istotnych zagrożeń dla finansów publicznych. Na koniec 2020 r. oraz I półrocza 2021 r. ok. 95% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Jednocześnie konstrukcja finansowania gwarancji związanych z COVID-19 minimalizuje ryzyko wypłat z tytułu tych gwarancji.

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP (stan na 30 czerwca 2021 r.) wynikały z:

- gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego na zasilenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 143,3 mld zł
- gwarancji udzielonych za BGK 85,0 mld zł
w tym na wsparcie KFD 84,3 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 80,2 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. 14,3 mld zł
- gwarancji wypłat z KFD dla Gdańsk Transport Company S.A 6,8 mld zł
- gwarancji wypłat z KFD dla Autostrady Wielkopolskiej S.A II 5,7 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Intercity S.A. 1,5 mld zł

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:							
a) sektor finansów publicznych							
w mld zł	114,9	306,8	431,2	472,8	514,4	550,8	573,5
w relacji PKB	5,1%	13,2%	17,1%	17,4%	17,7%	17,9%	17,6%
b) Skarb Państwa							
w mld zł	111,4	302,9	427,1	468,5	509,9	546,0	568,5
w relacji PKB	4,9%	13,0%	16,9%	17,2%	17,6%	17,8%	17,5%

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*)
FPC – Fundusz Przeciwdziałania COVID-19
JST – jednostki samorządu terytorialnego
JSPF – 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
PPK – Pracownicze Plany Kapitałowe
RPP – Rada Polityki Pieniężnej
SFP – sektor finansów publicznych
SP – Skarb Państwa
SRW – stabilizująca reguła wydatkowa
SPW – skarbowe papiery wartościowe
SPZOZ – samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej

B. Słowniczek pojęć

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

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

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

gdzie:

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

Benchmark

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

Buy-sell back – transakcja, na którą składają się dwie niezależne umowy: umowa kupna oraz umowa późniejszej odsprzedaży skarbowych papierów wartościowych, po cenach ustalonych w dniu zakupu skarbowych papierów wartościowych.

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

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

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

gdzie:

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

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

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

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

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

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

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

i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s

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

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

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

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

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

Zarządzanie tym ryzykiem polega z jednej strony na dążeniu do utrzymywania bezpiecznej rezerwy na możliwie najmniejszym poziomie (poprzez doskonalenie procesu planowania i monitorowania płynności budżetu państwa), z drugiej strony na zarządzaniu płynnymi aktywami 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

pomędzy rentownością instrumentu obarczonego ryzykiem kredytowym i instrumentu uznawanego za wolny od ryzyka kredytowego lub o najniższym ryzyku w danej klasie.

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

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

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

gdzie:

t – termin zapadalności,

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

N_t – wyrażony w złotych nominal 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"> nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5); 	<p>1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 126) – określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (<i>Excessive Deficit Procedure</i> - EDP);
<p>2. Ustawa o finansach publicznych</p> <ul style="list-style-type: none"> regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia; definicja sektora finansów publicznych. 	<p>2. Protokół w sprawie procedury stosowanej w wypadku nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%;
	<p>3. Rozporządzenie 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"> definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych;
	<p>4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (ESA 2010)</p> <ul style="list-style-type: none"> definicja poszczególnych kategorii zobowiązań finansowych; definicja sektora instytucji rządowych i samorządowych.

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

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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

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

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

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

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

II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST

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

Reguła dotycząca zrównoważenia budżetu w części bieżącej będzie obowiązywała w powyższej postaci od 2022 r. Zmiany w stosunku do obecnie obowiązującej reguły i przepisy przejściowe zostały opisane w rozdziale VII.1.

- c) JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:
 - spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów,
 - pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST,
 - finansowanie planowanego deficytu budżetu JST,
 - wyprzedzające finansowanie zadań finansowych ze środków pochodzących z budżetu UE;
- d) zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe na pokrycie deficytu przejściowego budżetu JST podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane;
- e) JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym:
 - dyskonto od emitowanych przez JST papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej,
 - kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna;

- f) relacja łącznych kwot z tytułu:
 - spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek,
 - wykupów papierów wartościowych emitowanych przez JST wraz z należnymi odsetkami i dyskontem,
 - spłat rat zobowiązań, które wywołują skutki ekonomiczne podobne do umowy pożyczki lub kredytu wraz z należnymi w danym roku odsetkami,
 - potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń oraz gwarancji,do planowanych dochodów bieżących budżetu JST nie może przekroczyć w danym roku budżetowym oraz w jakimkolwiek roku następującym po roku budżetowym średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich siedmiu lat relacji jej dochodów bieżących pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów ogółem budżetu JST (ograniczenia dotyczące spłat długu JST);

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

- g) ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się do:
 - spłat rat kredytów i pożyczek zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami,
 - wykupów papierów wartościowych emitowanych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami i dyskontem,

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

- 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 60% ze środków UE, w części odpowiadającej wydatkom na wkład krajowy finansowanych tymi zobowiązaniami;
- h) ograniczeń dotyczących spłaty długu JST nie stosuje się także do następującej wyłącznie w roku budżetowym, na który uchwalono budżet, wcześniejszej spłaty zobowiązań, która przypadałaby po roku budżetowym, na który uchwalono budżet:
- środkami pochodzącymi z nowego zobowiązania, jeżeli obniża to łączny koszt obsługi długu w całym okresie spłaty,
 - wynikających z posiadania wolnych środków, jako nadwyżki środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu jednostki samorządu terytorialnego, wynikających z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek z lat ubiegłych, środkami z tego tytułu,
 - środkami z tytułu innego niż wymieniony powyżej, w szczególności z posiadanych przychodów z prywatyzacji majątku JST i spłaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych, jeżeli jednostka nie zaciąga zobowiązań na finansowanie planowanego deficytu budżetu.

Tabela 3. Mechanizm korygujący stabilizującej reguły wydatkowej

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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

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

4. zero punktu procentowego – w pozostałych przypadkach.

Wyłączenie zastosowania przepisów dotyczących stabilizującej reguły wydatkowej

Przepisów stabilizującej reguły wydatkowej nie stosuje się w przypadku:

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

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

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

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

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
1. zakres sektora finansów publicznych	
<ul style="list-style-type: none"> • ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do SFP obejmujący: <ul style="list-style-type: none"> - organy władzy publicznej, w tym organy administracji rządowej, organy kontroli państwowej i ochrony prawa oraz sądy i trybunały; - jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki; - związki metropolitalne; - jednostki budżetowe; - samorządowe zakłady budżetowe; - agencje wykonawcze; - instytucje gospodarki budżetowej; - państwowe fundusze celowe; - Zakład Ubezpieczeń Społecznych i zarządzane przez niego fundusze oraz Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego i fundusze zarządzane przez Prezesa Kasy Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego; - Narodowy Fundusz Zdrowia; - samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej; - uczelnie publiczne; - Polska Akademia Nauk i tworzone przez nią jednostki organizacyjne; - państwowe i samorządowe instytucje kultury; - inne państwowe lub samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, instytutów działających w ramach Sieci Badawczej Łukasiewicz, banków oraz spółek prawa handlowego; - Bankowy Fundusz Gwarancyjny (od 1 stycznia 2022 r.) 	<ul style="list-style-type: none"> • zakres sektora instytucji rządowych i samorządowych¹⁾ został zdefiniowany w ESA 2010²⁾; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, FPC, Fundusz Kolejowy): <ul style="list-style-type: none"> nie są zaliczane do sektora finansów publicznych; 	<ul style="list-style-type: none"> są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych³⁾;
b) przedsiębiorstwa publiczne nieprowadzące działalności rynkowej w rozumieniu ESA 2010 (np. PKP PLK S.A., Centralny Port Komunikacyjny sp. z o. o., Port Lotniczy Łódź sp. z o.o. oraz jednostki ochrony zdrowia) <ul style="list-style-type: none"> nie są zaliczane do sektora finansów publicznych; 	<ul style="list-style-type: none"> są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych;
c) przekierowanie transakcji do sektora instytucji rządowych i samorządowych - transakcje przeprowadzone przez jednostki nienależące do sektora instytucji rządowych i samorządowych mogą być traktowane jako odrębna, zlecona działalność prowadzona w imieniu rządu, co skutkuje wykazywaniem tych transakcji w rachunkach sektora instytucji rządowych i samorządowych, np. Tarcza finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju	
<ul style="list-style-type: none"> nie jest częścią finansów publicznych 	<ul style="list-style-type: none"> jest częścią rachunków sektora instytucji rządowych i samorządowych
2. tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego	
<ul style="list-style-type: none"> papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi); kredyty i pożyczki; przyjęte depozyty; zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone); 	<ul style="list-style-type: none"> papiery wartościowe; pożyczki; gotówka i depozyty;
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
<ul style="list-style-type: none"> zobowiązania wymagalne; 	<ul style="list-style-type: none"> -⁴⁾ zrestrukturizowane bądź zrefinansowane kredyty handlowe niezależnie od terminu zapadalności są zaliczane do kategorii pożyczki, czyli także te o pierwotnym terminie zapadalności poniżej lub równej rok⁵⁾
3. wycena zobowiązań wyrażonych w walutach obcych	
<ul style="list-style-type: none"> wartość nominalna zobowiązań wyrażonych w walutach obcych podlega przeliczeniu na walutę polską według średniego kursu walut obcych, ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w ostatnim dniu roboczym danego okresu sprawozdawczego; 	<ul style="list-style-type: none"> zobowiązania wyrażone w obcej walucie lub wymienione na mocy umów — z jednej obcej waluty na jedną lub więcej obcych walut — są przeliczane na inne obce waluty według kursu uzgodnionego w ramach tych umów i są przeliczane na walutę krajową w oparciu o reprezentatywny rynkowy kurs walutowy z ostatniego dnia roboczego każdego roku;
4. dług potencjalny	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
<ul style="list-style-type: none"> nie jest uwzględniany. 	<ul style="list-style-type: none"> ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami; po spełnieniu określonych kryteriów dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejęcia długu).

- 1) Urzędem odpowiedzialnym za określenie zakresu sektora *instytucji rządowych i samorządowych* jest Główny Urząd Statystyczny. Lista jednostek sektora według stanu na 31 grudnia 2017 r. jest dostępna na stronie internetowej GUS: https://stat.gov.pl/download/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5483/6/8/1/lista_jednostek_sektora_instytucji_rzadowych_i_samorzadowych_s.13.xlsx
- 2) Zgodnie z ESA2010 (rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej) jednostka klasyfikowana jest do sektora instytucji rządowych i samorządowych, jeśli nie stanowi odrębnej jednostki instytucjonalnej lub jest oddzielną jednostką instytucjonalną kontrolowaną przez sektor instytucji rządowych i samorządowych i nie prowadzi działalności rynkowej. Zdolność do prowadzenia działalności rynkowej jest sprawdzana głównie za pomocą zwykłego kryterium ilościowego, tzn. jeżeli wskaźnik przychodów ze sprzedaży do kosztów produkcji wynosi powyżej 50%, jednostka ta jest z zasady rynkowa. Jednakże, w celu podjęcia decyzji dotyczącej tego, czy producent, który działa pod kontrolą sektora instytucji rządowych i samorządowych, jest jednostką rynkową, należy uwzględnić również kryteria jakościowe.

- 3) Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć związanych z budową infrastruktury, po spełnieniu określonych kryteriów w zadłużeniu sektora instytucji rządowych i samorządowych mogą być ujmowane także nakłady inwestycyjne poniesione przez podmioty spoza sektora realizujące inwestycje tego typu (imputed loan = pożyczka przypisana).
- 4) Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie lub nadwyżce) sektora instytucji rządowych i samorządowych.
- 5) Warunki zaliczenia zrestrukturyzowanych bądź zrefinansowanych kredytów handlowych do kategorii pożyczki zawarte są w decyzji Eurostatu z dnia 31 lipca 2012 r. *The statistical recording of some operations related to trade credits incurred by government units.*

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

Tabela 5. Wynik oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych¹⁾ i rentowność obligacji 10-letnich²⁾ w UE w latach 2019–2020

	2019			2020		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	1,1	180,5	2,59	-9,7	205,6	1,27
Włochy	-1,6	134,6	1,95	-9,5	155,8	1,17
Portugalia	0,1	116,8	0,76	-5,7	133,6	0,41
Hiszpania	-2,9	95,5	0,66	-11,0	120,0	0,38
Cypr	1,5	94,0	1,07	-5,7	118,2	0,88
Francja	-3,1	97,6	0,13	-9,2	115,7	-0,15
Belgia	-1,9	98,1	0,19	-9,4	114,1	-0,15
Strefa euro	-0,6	83,9	0,44	-7,2	98,0	0,05
Unia Europejska	-0,5	77,5	0,72	-6,9	90,7	0,31
Chorwacja	0,3	72,8	1,29	-7,4	88,7	0,83
Austria	0,6	70,5	0,06	-8,9	83,9	-0,22
Słowenia	0,4	65,6	0,28	-8,4	80,8	0,08
Węgry	-2,1	65,5	2,47	-8,1	80,4	2,22
Niemcy	1,5	59,7	-0,25	-4,2	69,8	-0,51
Finlandia	-0,9	59,5	0,07	-5,4	69,2	-0,22
Słowacja	-1,3	48,2	0,25	-6,2	60,6	-0,04
Irlandia	0,5	57,4	0,33	-5,0	59,5	-0,06
Polska	-0,7	45,6	2,35	-7,0	57,5	1,50
Holandia	1,8	48,7	-0,07	-4,3	54,5	-0,38
Malta	0,4	42,0	0,67	-10,1	54,3	0,48
Litwa	0,5	35,9	0,31	-7,4	47,3	0,22
Rumunia	-4,4	35,3	4,54	-9,2	47,3	3,89
Łotwa	-0,6	37,0	0,34	-4,5	43,5	-0,06
Dania	3,8	33,3	-0,18	-1,1	42,2	-0,36
Szwecja	0,6	35,0	0,04	-3,1	39,9	-0,04
Czechy	0,3	30,3	1,55	-6,2	38,1	1,13
Bułgaria	2,1	20,2	0,43	-3,4	25,0	0,25
Luksemburg	2,4	22,0	-0,12	-4,1	24,9	-0,41
Estonia	0,1	8,4	:	-4,9	18,2	-0,03

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

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

Tabela 6. Ocena kredytowa (rating) długoterminowego długu rządowego w walucie obcej państw UE wg stanu na 15 września 2021 r.

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

Źródło: Refinitiv

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2010 – VI 2021

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	VI 2021
1. Dług Skarbu Państwa												
a) w mld zł	701,9	771,1	793,9	838,0	779,9	834,6	928,7	928,5	954,3	973,3	1 097,5	1 133,6
krajowy*	507	524,7	543	584,3	503,1	543,3	609,2	644,5	674,4	716,5	831,5	859,0
zagraniczny*	194,8	246,4	250,9	253,8	276,9	291,3	319,5	283,9	279,8	256,9	266,0	274,7
b) w relacji do PKB	48,5%	49,3%	48,9%	50,9%	45,6%	46,3%	49,8%	46,7%	45,0%	42,4%	47,2%	-
2. Państwowy dług publiczny												
a) w mld zł	747,9	815,3	840,5	882,3	826,8	877,3	965,2	961,8	984,3	990,9	1 111,8	1 152,2
b) w relacji do PKB	51,7%	52,1%	51,8%	53,6%	48,3%	48,7%	51,8%	48,3%	46,4%	43,2%	47,8%	-
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (definicja UE)												
a) w mld zł	774,7	856,6	883,5	931,1	873,9	923,4	1 010,0	1 007,2	1 035,7	1 045,9	1 336,6	1 402,0
b) w relacji do PKB	53,5%	54,7%	54,4%	56,5%	51,1%	51,3%	54,2%	50,6%	48,8%	45,6%	57,5%	-

*) Wg kryterium miejsca emisji.

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2010 – VI 2021

Wyszczególnienie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	VI 2021
1. Produkt krajowy brutto												
w mld zł	1 446,8	1 565,3	1 623,4	1 646,7	1 711,2	1 801,1	1 863,5	1 989,8	2 121,6	2 293,2	2 323,9	-
2. Kursy walutowe (na koniec okresu)												
a) EUR	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,17	4,3	4,26	4,61	4,52
b) USD	2,96	3,42	3,1	3,01	3,51	3,9	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	3,80

Źródło: GUS, NBP.