



Ministerstwo
Finansów

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2024–2027

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2023 r.

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.gov.pl/finanse

Spis treści

1.	Wprowadzenie.....	5
2.	Wielkość długu publicznego i kosztów jego obsługi.....	7
3.	Ocena realizacji celu Strategii w 2022 r. i w I połowie 2023 r.....	12
3.1.	Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów	12
3.2.	Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW	17
3.3.	Ograniczenia związane z ryzykiem.....	19
4.	Uwarunkowania Strategii	21
4.1.	Uwarunkowania makroekonomiczne Strategii.....	21
4.2.	Uwarunkowania międzynarodowe.....	21
4.3.	Krajowy rynek SPW	22
4.3.1.	Banki krajowe.....	24
4.3.2.	Krajowi inwestorzy pozabankowi.....	25
4.3.3.	Inwestorzy zagraniczni	27
4.4.	Reforma wskaźników referencyjnych	28
5.	Cel Strategii	29
6.	Zadania Strategii	32
6.1.	Zapewnianie płynności rynku SPW	32
6.2.	Zapewnianie efektywności rynku SPW	32
6.3.	Zapewnianie przejrzystości rynku SPW.....	33
6.4.	Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa	33
7.	Oddziaływanie na dług sektora finansów publicznych.....	35
7.1.	Zmiany w regulacjach w zakresie zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego oraz jednostki sektora finansów publicznych przez nie nadzorowane lub kierowane.....	35
7.2.	Stabilizująca reguła wydatkowa	37
8.	Przewidywane efekty realizacji Strategii.....	39
8.1.	Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu.....	39
8.2.	Struktura długu Skarbu Państwa	42
8.3.	Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa	44
8.4.	Zagrożenia dla realizacji Strategii	45
9.	Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych	46
9.1.	Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń	46
9.2.	Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń	46
Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć.....		48
Aneks 2. Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku SPW.....		52
Aneks 3. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE		53
Aneks 4. Wybrane dane statystyczne dotyczące finansów publicznych i wiarygodności kredytowej w Polsce i UE		59

1. 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* zostały oparte o założenia projektu ustawy budżetowej na rok 2024.

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

Wyszczególnienie	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	(wykonanie)					
1. Państwowy dług publiczny (PDP)						
w relacji do PKB	39,3%	37,9%	41,6%	43,0%	44,3%	44,3%
2. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*						
w relacji do PKB	35,4%	36,5%	40,3%	41,7%	43,1%	43,2%
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (dług EDP)						
w relacji do PKB	49,1%	49,3%	53,9%	55,1%	58,3%	58,7%
4. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa**						
w mld zł	32,7	62,0	66,5	69,7 - 70,7	80,7 - 81,8	91,0 - 92,2
w relacji do PKB	1,06%	1,80%	1,76%	1,72% - 1,75%	1,88% - 1,91%	2,01% - 2,04%

*) 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 2025-2027 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Przy przyjętych założeniach, relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się na koniec 2023 r. do 37,9%, a następnie wzrośnie do 44,3% w 2027 r., pozostając bezpiecznie poniżej progu ostrożnościowego 55% określonego w ustawie o finansach publicznych.

Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB wzrośnie do 49,3% w 2023 r., a następnie w okresie objętym prognozą *Strategii* wzrośnie do 58,7%. Oznacza to, że wartość referencyjna relacji długu EDP do PKB na poziomie 60% nie zostanie w horyzoncie *Strategii* przekroczona.

W latach 2025-2027 przyjęto założenie o corocznym dostosowaniu fiskalnym, o którym mowa w art. 112a¹ ustawy o finansach publicznych na poziomie 1 pkt. proc. oraz dodatkowo na podstawie historycznych danych przyjęto, że wykonanie wydatków będzie o 1,1% PKB niższe niż maksymalne limity (tzw. naturalne oszczędności).

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2024 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 66,5 mld zł, tj. 1,76% PKB. *Strategia* zakłada, że koszty obsługi długu nieznacznie przekroczą 2% PKB w 2027 r.

Niniejsza *Strategia* stanowi kontynuację dotychczasowych *Strategii*, niezmieniony pozostał jej cel, tj. minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu, przy przyjętych ograniczeniach związanych z ryzykiem. Utrzymane zostały również 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 2024-2027 przyjęto, że:

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

Strategia zawiera cztery aneksy, w tym słowniczek wybranych skrótów.

2. Wielkość długu publicznego i kosztów jego obsługi

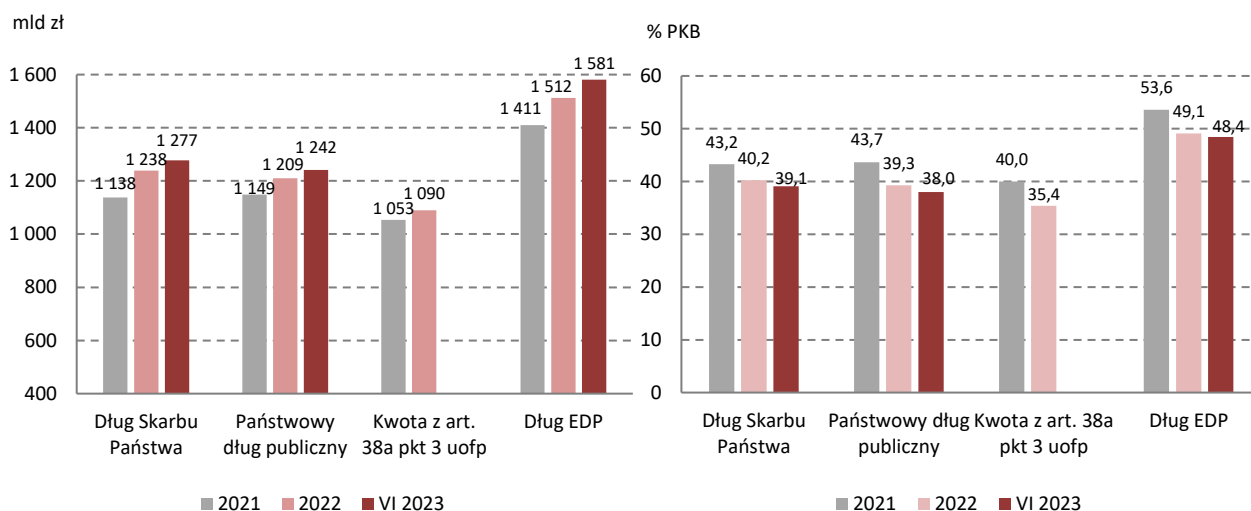
W 2022 r. państwowy dług publiczny (tj. dług publiczny wg definicji krajowej) wyniósł 1 209,5 mld zł, co oznaczało wzrost o 60,9 mld zł w porównaniu z końcem 2021 r. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (dług EDP, tj. dług publiczny wg definicji UE) wyniósł 1 512,2 mld zł i był o 101,6 mld zł wyższy w porównaniu z końcem 2021 r.

W 2022 r. spadła relacja długu publicznego do PKB:

- relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniosła 39,3% wobec 43,7% na koniec 2021 r. (spadek o 4,4 pkt proc.),
- relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych (państwowy dług publiczny przeliczony po kursach średnich i pomniejszony o wartość środków na finansowanie potrzeb pożyczkowych w kolejnym roku budżetowym) na koniec 2022 r. ukształtowała się na poziomie 35,4% PKB wobec 40,0% PKB na koniec 2021 r.,
- relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wyniosła 49,1% wobec 53,6% na koniec 2021 r. (spadek o 4,5 pkt proc.) i była znacznie niższa od relacji dla całej Unii Europejskiej (84,0% PKB) oraz strefy euro (91,5% PKB), również spadek relacji długu do PKB był większy niż w całej UE (4,0 pkt proc.) i w strefie euro (3,9 pkt proc.)¹.

W pierwszym półroczu 2023 r. relacje PDP i długu EDP do PKB uległy dalszemu obniżeniu, odpowiednio o 1,3 pkt proc. i 0,7 pkt proc., do 38,0% i 48,4%.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego



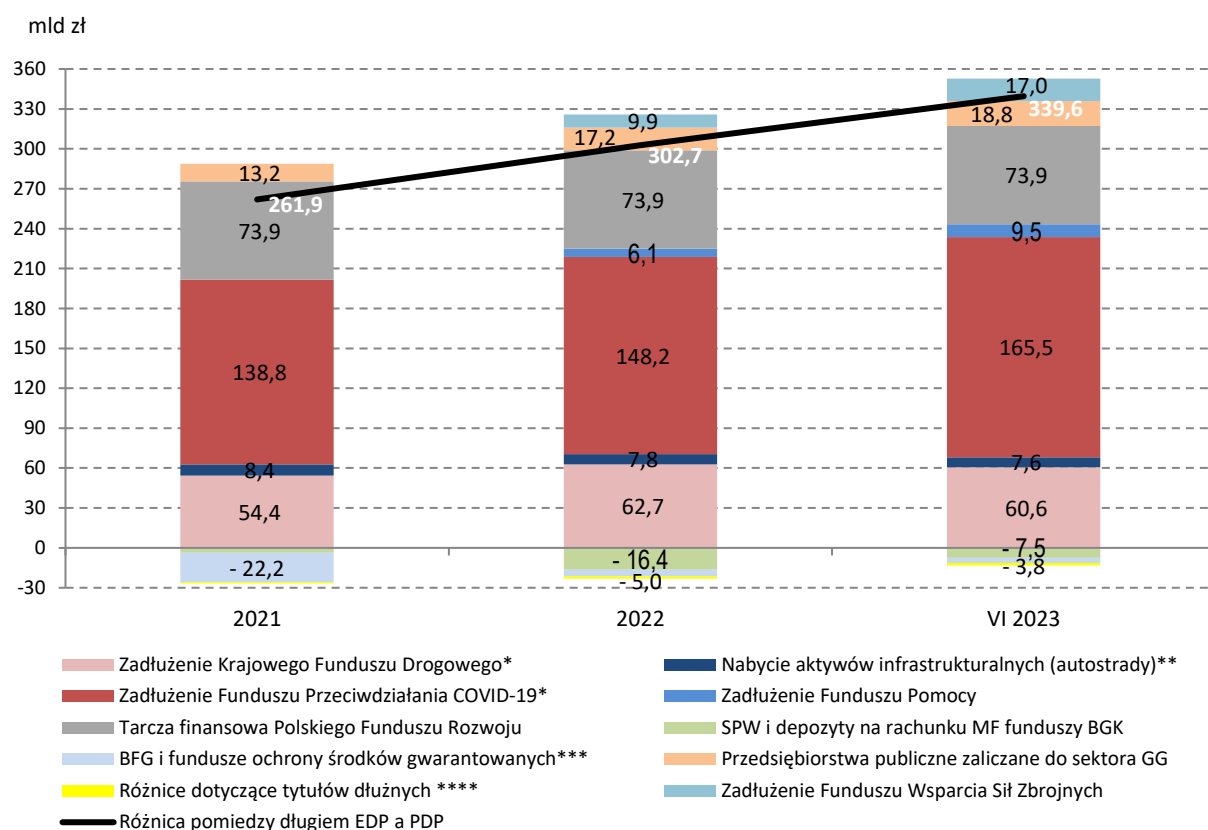
Różnice pomiędzy państwowym długiem publicznym a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych wynikają z następujących czynników:

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

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

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

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



*) Wartość zadłużenia skonsolidowanego w ramach sektora instytucji rządowych i samorządowych, tj. pomniejszonego o obligacje 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.

***) Od 1 stycznia 2022 r. Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG) został włączony do sektora finansów publicznych. Skutkiem czego jest obniżenie PDP ze względu na konsolidację SPW w posiadaniu BFG. Poza sektorem finansów publicznych, a w sektorze instytucji rządowych i samorządowych pozostały aktywa funduszy ochrony środków gwarantowanych tworzonych przez podmioty objęte systemem gwarantowania.

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

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

Zmiany wielkości państwowego długu publicznego wynikały głównie ze zmian długu SP, który stanowi ok. 92% PDP, a długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dodatkowo przede wszystkim z emisji obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz zaciągania zobowiązań na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych.

Wzrost długu Skarbu Państwa w 2022 r. o 100,4 mld zł był głównie wypadkową:

- ujemnych potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa (-5,6 mld zł) jako wypadkowej głównie deficytu budżetu państwa w wysokości 12,6 mld zł, pomniejszenia potrzeb z tytułu zarządzania środkami europejskimi (-12,4 mld zł) oraz konsolidacji zarządzania płynnością sektora finansów publicznych (-6,1 mld zł),
- zwiększenia stanu środków na rachunkach budżetowych (+27,8 mld zł),
- obligacji przekazanych na podstawie innych ustaw niż ustawa o finansach publicznych (+28,8 mld zł) - łączna wartość nominalna przekazanych SPW wyniosła 25,8 mld zł, dodatkowo Fundusz Reprywatyzacji (FR), na podstawie dyspozycji KPRM złożonej z upoważnienia Prezesa RM, przekazał spółce GAZ-SYSTEM 3,0 mld zł z puli SPW otrzymanej w 2021 r.,
- różnic kursowych (+5,8 mld zł),
- zmiany pozostałego zadłużenia SP (+27,8 mld zł), w tym: przyrostu depozytów od jednostek sektora finansów publicznych (+13,7 mld zł) i jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych (+12,1 mld zł) w ramach konsolidacji zarządzania płynnością.

W I połowie 2023 r. wzrost długu SP o 39,0 mld zł był wypadkową przede wszystkim:

- potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa (+27,4 mld zł), głównie jako wypadkowa deficytu budżetu państwa w wysokości 12,7 mld zł, konsolidacji zarządzania płynnością (+19,8 mld zł), salda udzielonych pożyczek (+4,3 mld zł) oraz pomniejszenia potrzeb z tytułu zarządzania środkami europejskimi (-9,3 mld zł),
- przyrostu stanu środków na rachunkach budżetowych (+20,7 mld zł),
- przekazania obligacji (+9,9 mld zł),
- różnic kursowych (-17,2 mld zł),
- zmiany pozostałego zadłużenia SP (-5,6 mld zł), w tym spadku depozytów jednostek sektora finansów publicznych (-2,2 mld zł) oraz jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych (-8,9 mld zł) w ramach konsolidacji zarządzania płynnością oraz wzrostu pożyczek udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych (+5,0 mld zł).

Na 21 września 2023 r. potrzeby pożyczkowe brutto roku 2023 założone w znowelizowanej ustawie budżetowej na rok 2023 zostały sfinansowane w 95%.

Tabela 2. Przyczyny wzrostu długu SP w 2022 r. i w I połowie 2023 r. (w mld zł)

Wyszczególnienie	2022	I-VI 2023
Przyrost długu Skarbu Państwa	100,4	39,0
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa:	-5,6	27,4
1.1. Deficyt budżetu państwa	12,6	12,7
1.2. Deficyt budżetu środków europejskich	1,4	0,0
1.3. Saldo konsolidacji zarządzania płynnością	-6,1	19,8
1.4. Zarządzanie środkami europejskimi	-12,4	-9,3
1.5. Saldo pożyczek udzielonych	0,0	4,3
1.6. Pozostałe potrzeby pożyczkowe ¹⁾	-1,0	0,0
2. Pozostałe zmiany:	106,0	11,6
2.1. Różnice kursowe	5,8	-17,2
2.2. Zmiana stanu na rachunkach budżetowych	27,8	20,7

2.3. Przekazanie obligacji	28,8	9,9
2.4. Dyskonto od SPW i indeksacja SPW	15,8	3,8
2.5. Zmiana pozostałego długu Skarbu Państwa	27,8	-5,6
• Depozyty JSFP ²⁾	13,7	-2,2
• Depozyty JSFG ³⁾	12,1	-8,9
• Pozostałe depozyty ⁴⁾	1,9	0,6
• Pożyczki udzielone przez JSFP ⁵⁾	0,0	5,0
• Pozostałe zadłużenie SP	0,1	-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 i prokuratorskie JSFP posiadających osobowość prawną, bez wpływu na państwowy dług publiczny ze względu na eliminację wzajemnych zobowiązań JSFP.

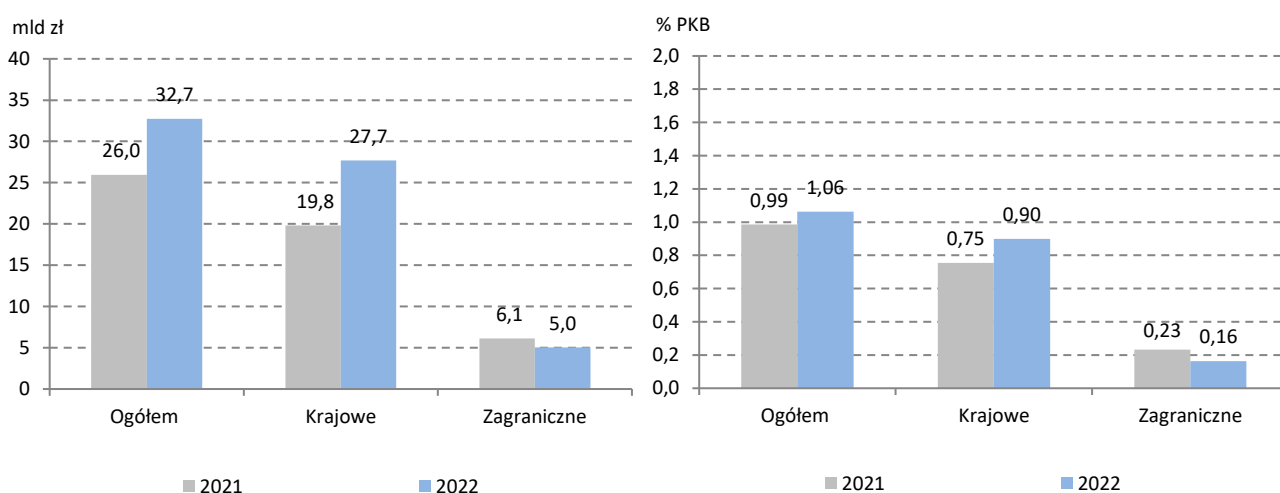
3) Depozyty od jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych nienależących do SFP, bez wpływu na dług EDP (definicja UE).

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

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

W 2022 r. miał miejsce wzrost kosztów obsługi długu SP w ujęciu nominalnym do 32,7 mld zł z 26,0 mld zł w 2021 r. (w tym długu krajowego z 19,8 mld zł do 27,7 mld zł) przy jednoczesnym spadku dochodów z tytułu emisji długu (premii i odsetek) z 1,5 mld zł w 2021 r. do 1,3 mld zł w 2022 r. Relacja kosztów obsługi długu do PKB również wzrosła – do 1,06% w 2022 r. z 0,99% w 2021 r. Koszty obsługi długu zagranicznego były niższe niż krajowego, co wynikało z mniejszego udziału długu zagranicznego w długu SP oraz niższego oprocentowania.

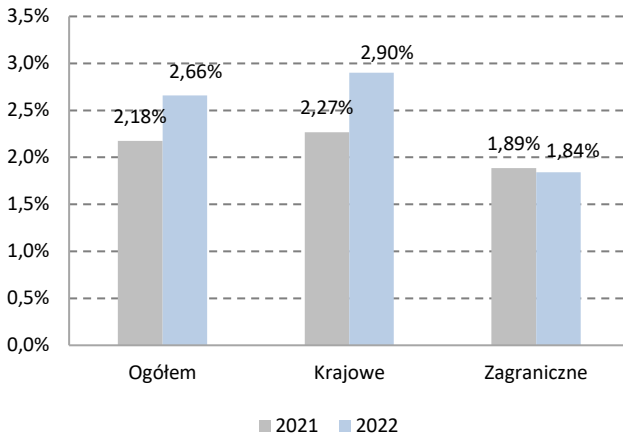
Wykres 3. Koszty obsługi długu SP



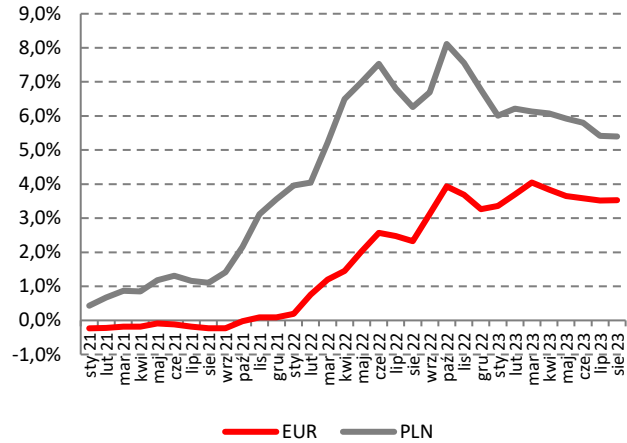
Średnie koszty obsługi długu ogółem (uwzględniające dochody z tytułu sprzedaży SPW) wzrosły z 2,18% w 2021 r. do 2,66% w 2022 r., przy obniżeniu kosztów długu zagranicznego (z 1,89% do 1,84%). Wynikało to ze wzrostu bieżącego kosztu finansowania rynkowego oraz poziomu kosztów obsługi długu zaciąganego w przeszłości.

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

Średnie koszty obsługi długu SP*



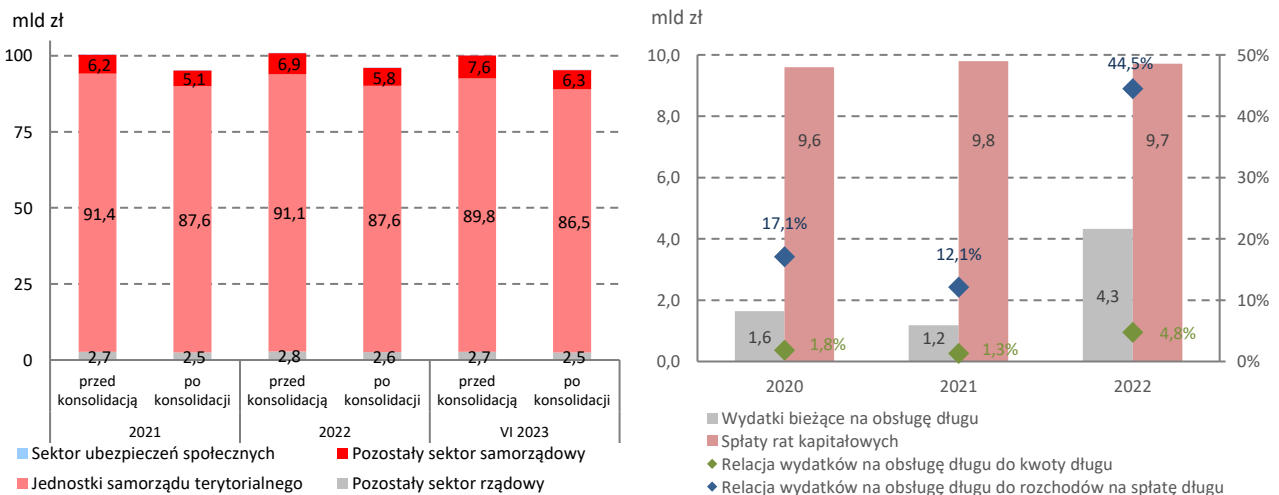
Rentowność 5-letnich SPW



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

Największy udział w zadłużeniu innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych stanowiło zadłużenie sektora samorządowego, w szczególności dług jednostek samorządu terytorialnego (JST) i ich związków. W 2022 r. nieskonsolidowany dług JST i ich związków spadł o 0,3 mld zł i wyniósł 91,1 mld zł. Dług tych jednostek skonsolidowany w ramach sektora finansów publicznych pozostał na poziomie 87,6 mld zł. W pierwszym półroczu 2023 r. zadłużenie JST i ich związków spadło odpowiednio o 1,3 mld zł przed konsolidacją i o 1,1 mld zł po konsolidacji.

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



3. Ocena realizacji celu *Strategii* w 2022 r. i w I połowie 2023 r.

W 2022 r. i w I połowie 2023 r. zarządzanie długiem Skarbu Państwa odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2022-2025*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2021 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2023-2026*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2022 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.

3.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów

Zgodnie z założeniami *Strategii* głównym źródłem pozyskiwania środków na finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostał rynek krajowy. W 2022 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 161,3 mld zł. Na rynkach zagranicznych zaciągnięto zobowiązania o wartości nominalnej 45,1 mld zł, z czego 22,8 mld zł stanowiły środki z emisji obligacji, 14,2 mld zł środki z UE na walkę ze skutkami pandemii COVID-19 (pożyczka z europejskiego instrumentu tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem - SURE), a 8,1 mld zł kredyty zaciągnięte w międzynarodowych instytucjach finansowych.

W I połowie 2023 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 96,1 mld zł, a zaciągnięte zobowiązania na rynkach zagranicznych wyniosły 39,1 mld zł (głównie emisje zagraniczne).

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

Instrumenty	2021		2022		I-VI 2023	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Krajowe SPW	153,2	81,3	161,3	78,1	96,1	71,1
Zagraniczne SPW	1,8	1,0	22,8	11,1	38,2	28,2
Kredyty z MIF	0,5	0,2	8,1	3,9	0,9	0,7
Pożyczki z UE	32,9	17,5	14,2	6,9	0,0	0,0

Wśród instrumentów emitowanych na rynku krajowym dominowały papiery hurtowe przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych (w 2022 r. stanowiły 64,6% wartości łącznej sprzedaży, a w I połowie 2023 r. 81,1%), podczas gdy udział obligacji oszczędnościowych, po wzroście w 2022 r. poziomu (35,4%), spadł do 18,9% w połowie 2023 r.

W strukturze sprzedaży rynkowych SPW oferowanych na rynku pierwotnym w 2022 r. i w I połowie 2023 r. dominowały papiery średnio- i długoterminowe (o terminie zapadalności powyżej 4 lat). Udział tych papierów zwiększył się z 87,4% w 2021 r. do 90,1% w I połowie 2023 r., przy dużym wzroście udziału papierów średnioterminowych (z 46,1% w 2021 r. do 69,3% w I połowie 2023 r.). W przypadku obligacji oszczędnościowych największy udział w sprzedaży posiadały papiery krótko-

i średnioterminowe (o zapadalności do 4 lat), choć udział obligacji o zapadalności powyżej 4 lat zwiększył się wyraźnie w I połowie 2023 r.

Tabela 4. Sprzedaż SPW na rynku krajowym wg terminów zapadalności

Instrumenty	2021	2022	I-VI 2023
SPW rynkowe	100%	100%	100%
Bony skarbowe	0,0%	0,0%	0,0%
Obligacje o terminie zapadalności do 4 lat	12,6%	10,4%	9,9%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat do 6 lat	46,1%	55,2%	69,3%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 6 lat	41,3%	34,4%	20,9%
Obligacje oszczędnościowe	100%	100%	100%
Obligacje o terminie zapadalności do 2 lat	59,1%	44,4%	29,1%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 2 lat do 4 lat	33,2%	44,3%	56,0%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat	7,7%	11,2%	14,9%

Największy udział w strukturze sprzedaży krajowych SPW na rynku hurtowym utrzymały papiery o stałym oprocentowaniu, przy relatywnie wysokim udziale instrumentów o oprocentowaniu zmiennym (wzrost z 34,6% r. w 2021 r. do 37,1% w I połowie 2023 r.) i rosnącym udziale obligacji zerokuponowych (z 5,0% w 2021 r. do 9,9% w I połowie 2023 r.). W przypadku obligacji oszczędnościowych pierwsza połowa 2023 r. przyniosła utrwalenie zmiany preferencji nabywców tych obligacji, co znalazło odzwierciedlenie w dalszym wzroście udziału obligacji o zmiennym oprocentowaniu w strukturze sprzedaży (do 90,0% z 40,9% w 2021 r.).

Tabela 5. Sprzedaż SPW na rynku krajowym wg rodzaju oprocentowania

Instrumenty	2021	2022	I-VI 2023
SPW rynkowe	100%	100%	100%
Obligacje o oprocentowaniu stałym	60,3%	62,8%	53,1%
Obligacje zerokuponowe	5,0%	6,3%	9,9%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym	34,6%	30,8%	37,1%
Obligacje o nominale indeksowanym inflacją	0,0%	0,0%	0,0%
Bony skarbowe	0,0%	0,0%	0,0%
Obligacje oszczędnościowe	100%	100%	100%
Obligacje o oprocentowaniu stałym	59,1%	18,3%	10,0%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym opartym o inflację	40,5%	53,5%	63,3%
Pozostałe obligacje o oprocentowaniu zmiennym	0,4%	28,2%	26,7%

Na rynkach zagranicznych w omawianym okresie przeprowadzono trzy emisje na rynku euro o łącznej wartości 5,5 mld EUR i cztery emisje na rynku amerykańskim o łącznej wartości 8,0 mld USD. W 2022 r. wyemitowano 10-letnią obligację benchmarkową nominowaną w euro o wartości nominalnej 2,0 mld zł oraz 5- i 10-letnie obligacje nominowane w USD o wartości nominalnej 1,5 mld USD każda. W I połowie 2023 r. wyemitowano 10- i 20-letnią obligację nominowaną w euro o wartości nominalnej odpowiednio 2,25 mld EUR i 1,25 mld EUR oraz dwie emisje dolarowe: 10- i 30-letnie obligacje o wartości nominalnej 2,5 mld USD każda.

Tabela 6. Emisje obligacji na rynkach zagranicznych w 2022 r. i w I połowie 2023 r.

Okres	Zapadalność (lata)	Waluta	Wartość emisji (mln)	Rentowność
2022	10	EUR	2 000	2,850%
	5	USD	1 500	5,619%
	10	USD	1 500	5,890%
I – VI 2023	10	EUR	2 250	3,945%
	20	EUR	1 250	4,272%
	10	USD	2 500	4,968%
	30	USD	2 500	5,585%

Łącznie w 2022 r. i w I połowie 2023 r. zaciągnięto kredyty z MIF o wartości 1,92 mld EUR.

W 2020 r. rozpoczęto również korzystanie z nisko oprocentowanych pożyczek z Unii Europejskiej w ramach instrumentu SURE, stworzonego w celu wsparcia krajów członkowskich w związku z pandemią COVID-19. Łączna wartość programu wynosi 100 mld EUR, z czego na Polskę przypada 11,2 mld EUR. W 2022 r. Polska skorzystała z pożyczek o łącznej wartości 3,0 mld EUR, a od początku programu - o łącznej wartości 11,2 mld EUR.

Do głównych czynników, które miały wpływ na przebieg i strukturę finansowania potrzeb pożyczkowych w 2022 r. i w I połowie 2023 r., należy zaliczyć:

1) czynniki lokalne, w tym głównie:

- politykę pieniężną RPP i sytuację na rynku finansowym, w tym:
 - dalsze zaostrzenie polityki pieniężnej, aby sprowadzić inflację do celu NBP w średnim okresie: w 2022 r. RPP dokonała 8 podwyżek stóp procentowych, w tym stopy referencyjnej łącznie o 500 pb z 1,75% do 6,75%, stopy lombardowej o 500 pb z 2,25% do 7,25% i stopy depozytowej o 500 pb z 1,25% do 6,25% oraz podwyższyła stopę rezerw obowiązkowych z 2,0% do 3,5%. Od października 2022 r. Rada zawiesiła cykl podwyżek stóp procentowych by ocenić wpływ dotychczasowego zacieśnienia na inflację i sygnalizowała, że dalsze decyzje o stopach będą uzależnione od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności;
 - 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;
 - podwyższone przepływy kapitału zagranicznego na krajowym rynku SPW (napływ o 21,6 mld zł w 2022 r. i odpływ 11,3 mld zł w I połowie 2023 r.) m.in. na skutek silnego wzrostu rentowności krajowych SPW od października 2021 r. w warunkach rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych przez RPP, a następnie wzrostu popytu na aktywa na bazowych rynkach długu w warunkach zmienności na rynkach finansowych i wobec zdecydowanej zmiany kursu polityki pieniężnej Fed i EBC w walce z inflacją;
 - silna deprecjacja złotego wobec euro w 2022 r. i umocnienie w I połowie 2023 r., przy wysokiej zmienności kursu walutowego (zmienność kursu EUR/PLN wyniosła odpowiednio

8,8% i 3,9% wobec 5,3% w 2021 r., kurs wahał się w granicach odpowiednio 4,49-4,97 i 4,42-4,79 wobec 4,45-4,71 w 2021 r., a średnio wyniósł 4,68 i 4,62 wobec 4,56 w 2021 r.) oraz silna deprecjacja złotego wobec dolara w 2022 r.

i znaczne umocnienie w I połowie 2023 r., przy bardzo wysokiej zmienności kursu (zmienność kursu USD/PLN wyniosła odpowiednio 15,6% i 7,5% wobec 8,5% w 2021 r., kurs wahał się w granicach odpowiednio 3,93-5,00 i 4,03-4,48 wobec 3,65-4,18 w 2021 r., a średni kurs wyniósł 4,45 i 4,28 wobec 3,86 w 2021 r.);

– wysoka zmienność na rynku krajowych obligacji skarbowych w całym omawianym okresie, przy silnym wzroście rentowności wzdłuż całej krzywej dochodowości: średnie rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich w 2022 r. wyniosły odpowiednio 6,36% (0,82% w 2021 r.), 6,38% (1,50%) i 6,10% (2,0%), a w I połowie 2023 r. wyniosły odpowiednio: 6,06%, 6,02% i 6,08%;

• działania polskiego rządu mające na celu:

– łagodzenie negatywnych skutków pandemii poprzez dalsze emisje obligacji BGK gwarantowanych przez Skarb Państwa na zasilenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. W 2022 r. BGK wyemitował łącznie 7,8 mld zł obligacji o terminie zapadalności od 5 do 18 lat oraz 3-letnie obligacje na rynkach zagranicznych o wartości nominalnej 0,4 mld EUR. W I połowie 2023 r. BGK uplasował 6,5 mld zł obligacji o terminie zapadalności od 5 do 19 lat na rynku krajowym, a na rynkach zagranicznych obligacje 3- i 10-letnie o łącznej wartości 0,9 mld EUR oraz 10-letnie obligacje o wartości 1,75 mld USD;

– wsparcie uchodźców z Ukrainy, którzy znaleźli schronienie w Polsce. W tym celu powołany został w BGK Fundusz Pomocy, na realizację zadań Funduszu BGK wyemitował obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa w 2022 r. o łącznej wartości 1,3 mld EUR oraz w I połowie 2023 r. o wartości 0,25 mld EUR i 93 mld JPY;

• wprowadzenie tzw. wakacji kredytowych, dających prawo do zwolnienia kredytobiorców z płatności rat kredytu (czterech w 2022 r. i czterech w 2023 r.) i przesunięcia ich na koniec okresu pożyczkowego;

• uchwalenie przez Sejm ustawy budżetowej na rok 2023, w której założono deficyt budżetu państwa w wysokości 68,0 mld zł, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie ok. 4,5% PKB, a dług tego sektora na poziomie 53,3% PKB, a następnie przyjęcie w czerwcu przez Radę Ministrów nowelizacji ustawy budżetowej na rok 2023, w której zwiększono deficyt budżetu państwa o 24,0 mld zł do 92,0 mld zł;

• zapowiedź rozszerzenia rządowych programów socjalnych;

2) czynniki zewnętrzne, w tym w szczególności:

• politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne, na którą składały się:

– **w USA:** zaostrenie polityki pieniężnej (od marca 2022 r.) w reakcji na wzrost i utrzymywanie się inflacji znacznie powyżej długoterminowego celu inflacyjnego: do czerwca br. Fed przeprowadził dziesięć podwyżek stóp łącznie o 500 pb, w wyniku czego stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 5,00-5,25%; zakończenie programu

- skupu aktywów w marcu 2022 r. i redukcja sumy bilansowej Fed od czerwca 2022 r.;
- **w strefie euro:** utrzymanie stóp procentowych bez zmian do czerwca 2022 r. i rozpoczęcie od lipca 2022 r. normalizacji polityki pieniężnej większą od oczekiwań podwyżką stóp (o 50 pb), do czerwca 2023 r. EBC dokonał 8 podwyżek stóp łącznie o 400 pb (stopa repo wzrosła do 4,00%, a stopa depozytowa do 3,50%); wydłużenie programu ultra-tanich pożyczek dla banków (o wartości 109 mld EUR) do czerwca 2022 r., zakończenie w marcu 2022 r. programu skupu aktywów (PEPP) o wartości 1,85 bln EUR, przy jednoczesnym reinwestowaniu spłat kapitału do końca 2024 r., ograniczanie skupu aktywów netto w ramach programu APP do 20 mld EUR w czerwcu 2022 r. i zakończenie programu z dniem 1 lipca 2022 r.; deklaracja reinwestowania w całości spłat kapitału z zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP tak długo jak będzie to konieczne do zachowania odpowiednich warunków płynnościowych (w czerwcu 2022 r.), a następnie stopniowe zmniejszanie skali reinwestycji w ramach tego programu do czerwca 2023 r. i zaprzestanie reinwestycji od lipca 2023 r.;
 - **w Chinach:** trzy obniżki rocznej stopy procentowej kredytów dla firm łącznie o 35 pb do 3,55% (w styczniu i sierpniu 2022 r. oraz w czerwcu br.), cztery obniżki 5-letniej stopy referencyjnej kredytów hipotecznych o 45 pb do 4,20% (w styczniu, maju i sierpniu 2022 r. oraz w czerwcu br.); trzy obniżki (w styczniu i sierpniu 2022 r. oraz w czerwcu br.) stopy procentowej 1-rocznych kredytów MLF (koszt średnioterminowego finansowania dla instytucji finansowych), łącznie o 30 pb do 2,65% (najniższego poziomu w historii) oraz trzy obniżki 7-dniowej stopy reverse repo, łącznie o 30 pb (w styczniu i sierpniu 2022 r. oraz w czerwcu br.) do 1,90%. Tym samym bank potwierdził dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego;
 - **w Japonii:** utrzymanie głównej stopy procentowej na poziomie -0,1%, kontrola krzywej dochodowości, podwyższenie w ramach kontroli krzywej dochodowości górnej granicy przedziału wahań rentowności 10-letniego benchmarku o 25 pb do 0,50%, interwencje na rynku walutowym w celu powstrzymania silnej deprecjacji jena wobec dolara;
 - **w Szwajcarii:** zmiana kursu polityki pieniężnej od czerwca 2022 r. nieoczekiwaną podwyżką stóp procentowych (po raz pierwszy od 2007 r.), aby zapobiec dalszemu wzrostowi inflacji; łącznie do czerwca 2023 r. SNB dokonał pięciu podwyżek stóp procentowych w łącznej wysokości 250 pb, w wyniku których stopa referencyjna wzrosła z -0,75% do 1,75%. Bank nie wykluczył dalszych podwyżek stóp procentowych i interwencji na rynku walutowym w celu stabilizacji inflacji;
- zaostrenie polityki pieniężnej przez część regionalnych i europejskich banków centralnych w reakcji na silny wzrost inflacji;
 - sytuację geopolityczną na świecie wpływającą na poziom apetytu na ryzyko na globalnym rynku finansowym, w tym m.in.:
 - trwającą od 24 lutego 2022 r. inwazję Rosji na Ukrainę, która przerodziła się w niszczycielską dla Ukrainy wojnę, i działania podejmowane przez społeczność międzynarodową w postaci bezprecedensowych sankcji gospodarczych, politycznych i finansowych nakładanych na Rosję za pogwałcenie prawa międzynarodowego i suwerenności Ukrainy. Agresja Rosji na Ukrainę wywołała gwałtowną reakcję na rynkach

finansowych i wzrost awersji do ryzyka (spadek rentowności na rynkach bazowych i wzrost na emerging markets, umocnienie USD i CHF, osłabienie walut krajów rozwijających się, wzrost cen ropy naftowej);

- obawy o kondycję banków europejskich pod wpływem zawirowań w amerykańskim sektorze bankowym zapoczątkowanym upadkiem banku Silicon Valley Bank. Pomimo przejęcia banku Credit Suisse przez UBS przy wsparciu szwajcarskiego banku centralnego oraz podjęcia skoordynowanych działań głównych banków centralnych w celu zwiększenia płynności w systemie bankowym wśród inwestorów wzrosła awersja do ryzyka, co znalazło wyraz we wzroście rentowności rządowych obligacji na rynkach bazowych i osłabieniu euro wobec dolara;
- obawy o wpływ na rynki finansowe braku porozumienia politycznego w kwestii podniesienia limitu zadłużenia w USA. Ostatecznie pod koniec maja prezydent J. Biden i republikanie osiągnęli porozumienie, które zawiesza limit zadłużenia do 1 stycznia 2025 roku. Ponadto umowa ogranicza wydatki budżetowe na lata 2024-2025, przyspiesza wydawanie pozwoleń na niektóre projekty energetyczne i wprowadza dodatkowe wymagania wobec Amerykanów korzystających ze świadczeń pomocowych;
- obawy o wzrost gospodarczy na świecie, związany z silną presją inflacyjną, wpływem sytuacji geopolitycznej na inflację, sytuacją na rynkach surowców i skutkami zaostrzenia polityki pieniężnej przez większość banków centralnych.

3.2. Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW

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

- politykę emisyjną zakładającą budowanie dużych serii obligacji benchmarkowych. W połowie 2023 r. 18 emisji przekraczało wartość 25 mld zł (taka sama liczba emisji była na koniec 2022 r. i 2021 r.), w tym 14 emisji było większych od 30 mld zł (na koniec 2021 r. było 12 takich emisji). Emisje o wartości nominalnej większej niż 25 mld zł stanowiły 90,4% wartości nominalnej obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu wobec 90,6% na koniec 2022 r. Odpowiednio duża wartość emisji w sposób istotny wpływa na poziom płynności na rynku wtórnym;
- emisje obligacji na rynku euro o wartości zapewniającej płynność danej serii (w 2022 r. i I połowie 2023 r. przeprowadzono łącznie trzy emisje 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 2022 r. i w I połowie 2023 r. przeprowadzono transakcje o wartości nominalnej 19,5 mld zł, co stanowiło 0,2% wszystkich zawartych transakcji SBB na rynku SPW;
- rozszerzenie oferty obligacji oszczędnościowych:
 - trzecia emisja obligacji premiowych (POS) w marcu 2022 r. Są to instrumenty o stałym oprocentowaniu z premią możliwą do wygrania w drodze losowania;

- wprowadzenie w czerwcu 2022 r. do stałej oferty emisji rocznych (ROR) i dwuletnich (DOR) obligacji o zmiennej stopie procentowej opartej o stopę referencyjną NBP. Konstrukcja oprocentowania zapewnia regularną comiesięczną wypłatę odsetek. Oprocentowanie ROR i DOR w poszczególnych miesięcznych okresach odsetkowych ustalane jest na podstawie stopy referencyjnej NBP.

- wprowadzenie od sierpnia 2022 r. do oferty obligacji detalicznych papierów trzyletnich o oprocentowaniu stałym (TOS), które zastąpiły obligacje o oprocentowaniu zmiennym (TOZ). Obligacje oszczędnościowe oferowane w sieci sprzedaży detalicznej służą zapewnieniu stabilnej bazy inwestorów, przyczyniając się do realizacji celu *Strategii*, a jednocześnie są emitowane w ramach działań zachęcających do budowy kultury oszczędzania oraz wzrostu oszczędności i ich ochrony przed skutkami wysokiej inflacji;

- rozszerzenie sieci sprzedaży i obsługi obligacji detalicznych:
 - w październiku 2022 r. nastąpiło rozszerzenie sieci sprzedaży i obsługi obligacji detalicznych o drugi podmiot – Bank Pekao S.A.;
- zamiana obligacji oszczędnościowych po preferencyjnej cenie:
 - w czerwcu, lipcu i sierpniu 2023 r. w związku z wykupem obligacji oszczędnościowych o łącznej wartości blisko 12,4 mld zł (w tym wykupem pierwszych emisji obligacji rocznych ROR na kwotę 10,3 mld zł), ustalono niższą cenę zamiany dla obligacji rocznych (ROR), 2-letnich (DOR), 3-letnich (TOS), 4-letnich (COI) i 10-letnich (EDO). Niższa cena zamiany miała na celu zachęcenie posiadaczy obligacji zapadających w okresie czerwiec-sierpień do reinwestycji środków pochodzących z wykupu tych instrumentów.

3.3. Ograniczenia związane z ryzykiem

Tabela 7. Ocena realizacji ograniczeń celu Strategii związanych z ryzykiem

Ograniczenia celu Strategii						
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2021	2022	VI 2023
Ryzyko refinansowania	Umiarkowany	<ul style="list-style-type: none"> Wzrost udziału obligacji średnio- i długoterminowych w łącznej sprzedaży obligacji hurtowych na rynku krajowym w 2022 r. i w I połowie 2023 r. (odpowiednio 89,6% i 90,1% sprzedaży rynkowych SPW, przy rosnącym udziale obligacji średnioterminowych: odpowiednio 55,2% i 69,3% w sprzedaży); Znacząca rola przetargów zamiany: <ul style="list-style-type: none"> odkupiono 25,4% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie I 2022 - VI 2023; w okresie od 2022 r. do połowy 2023 r. odkupiono w sumie obligacje o wartości nominalnej 51,8 mld zł, podczas gdy w okresie od 2021 r. do połowy 2022 r. o wartości nominalnej 67,4 mld zł; Przekazanie uprawnionym podmiotom na podstawie odrębnych ustaw obligacji o wartości nominalnej 35,7 mld zł, począwszy od 2022 r. wydawane obligacje odpowiadają strukturze obligacji sprzedawanych na przetargach, tj. od 2 do 10 lat; Utrzymanie średniej zapadalności poniżej przyjętego w <i>Strategii</i> poziomu 4,5 roku dla długu krajowego na skutek zmian w uwarunkowaniach rynkowych (rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych przez RPP), w tym w strukturze popytu oraz starzenia się długu, a jednocześnie wzrost średniej zapadalności długu ogółem w połowie 2023 r. powyżej docelowego poziomu 5 lat (głównie w wyniku dużych emisji długoterminowych obligacji na rynkach zagranicznych). <i>Strategia</i> przyjęta we wrześniu 2022 r. dopuszcza możliwość przejściowych odchyłeń średniej zapadalności od poziomów docelowych, wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych. 	Średnia zapadalność długu** (w latach)			
			- krajowego	4,16	4,11	4,13
			- zagranicznego	6,43	6,81	8,05
			- razem	4,75	4,84	5,17
Udział w krajowych SPW:						
- SPW do 1 roku	14,0%	11,4%	14,1%			
- bonów skarbowych	0,0%	0,0%	0,0%			
Ryzyko kursowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> Utrzymanie udziału długu w walutach obcych w długu SP poniżej 25%, tj. zgodnie z założeniami <i>Strategii</i>; Utrzymanie efektywnego udziału długu w euro w długu zagranicznym (po uwzględnieniu transakcji pochodnych) powyżej minimalnego poziomu założonego w <i>Strategii</i> (70%). 	Udział długu zagranicznego w długu SP	23,3%	23,3%	22,9%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	85,8%	86,9%	83,9%
Ryzyko stopy procentowej	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> Utrzymanie ATR długu krajowego w założonym przedziale 2,8-3,6 roku (dla <i>Strategii</i> ogłoszonej we wrześniu 2021 r.) i 2,6-3,6 roku (dla <i>Strategii</i> ogłoszonej we wrześniu 2022 r.); Zgodnie ze <i>Strategią</i> utrzymany został dominujący udział instrumentów o oprocentowaniu stałym w długu nominowanym w walutach obcych. Wzrost udziału instrumentów o oprocentowaniu zmiennym w długu Skarbu Państwa, na skutek wzrostu emisji tych instrumentów na rynku krajowym. 	ATR (w latach) długu**			
			- krajowego	3,00	2,98	3,00
			- zagranicznego	5,55	6,05	7,36
			- razem	3,66	3,80	4,15
			Duration długu ** (w latach)			
			- krajowego	2,87	2,51	2,60
- zagranicznego	5,31	4,95	6,56			
- razem	3,55	3,18	3,67			
Udział długu o oproc. zmiennym w długu SP	25,6%	27,3%	29,2%			
Udział długu o oproc. zmiennym w długu krajowym	30,0%	32,7%	35,3%			

Ograniczenia celu *Strategii*

Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Ryzyko płynności	Wysoki	<p>Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były:</p> <ul style="list-style-type: none"> • oprocentowane lokaty złote w NBP - w 2022 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 236,1 mld zł, a w I połowie 2023 r. 141,9 mld zł; • lokaty złote dokonywane za pośrednictwem BGK - w 2022 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 3 130,7 mld zł, a w I połowie 2023 r. 645,4 mld zł; • rynkowe lokaty złote typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi – w 2022 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 575,6 mld zł, a w I połowie 2023 r. 163,8 mld zł; • lokaty walutowe - w 2022 r. zawarto lokaty na kwotę o równowartości 6,1 mld EUR, a w I połowie 2023 r. na kwotę o równowartości 16,0 mld EUR; • wymiana skonsolidowanych środków walutowych w NBP i na rynku; w 2022 r. sprzedano waluty o równowartości 10,3 mld EUR w NBP, na rynku sprzedano 7,4 mld EUR, w I połowie 2023 r. wymieniono 9,8 mld EUR w NBP oraz o równowartości 2,2 mld EUR na rynku. <p>W ramach konsolidacji zarządzania płynnością lokaty wolnych środków na rachunkach Ministra Finansów w BGK wyniosły na koniec 2022 r. 131,3 mld zł, a na koniec czerwca 2023 r. 111,5 mld zł.</p> <p>Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2022 r. i w I połowie 2023 r. zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.</p>
Ryzyko kredytowe	Wysoki	<ul style="list-style-type: none"> • Rynkowe lokaty złote typu BSB zabezpieczone papierami skarbowymi nie generowały ryzyka kredytowego; • Funkcjonuje system limitów kredytowych dla niezabezpieczonych lokat w BGK oraz transakcji pochodnych; • 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	Wysoki	<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.
Rozkład kosztów obsługi długu w czasie	Zadawalający	<ul style="list-style-type: none"> • Kupony nowych emisji ustalane były na poziomie nieznacznie poniżej ich prognozowanej rentowności. • Znaczący wzrost rentowności w ciągu 2022 r. spowodował, że znajdujące się w sprzedaży obligacje z ustalonymi wcześniej kuponami sprzedawane były ze znaczącym dyskontem, co skutkowało wzrostem wydatków budżetu z tego tytułu w terminach ich wykupu. <p>Na wysokość kosztów obsługi długu miały również wpływ transakcje swapowe zawarte w 2021 r. służące rozłożeniu w czasie kosztów obsługi długu pomiędzy latami 2021 i 2022. W wyniku tych transakcji w 2022 r. koszty zmniejszyły się o 3,39 mld zł.</p>

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

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

4. Uwarunkowania *Strategii*

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

4.1. Uwarunkowania makroekonomiczne *Strategii*

Ocena sytuacji makroekonomicznej i kierunków polityki fiskalnej została przedstawiona w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na rok 2024. W tabeli 8 zawarto główne założenia makroekonomiczne *Strategii*, zgodne z założeniami projektu ustawy budżetowej.

Tabela 8. Założenia makroekonomiczne przyjęte w *Strategii*

Wyszczególnienie	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Realny wzrost PKB (%)	5,1	0,9	3,0	3,4	3,1	3,0
PKB w cenach bieżących (mld zł)	3 078,3	3 444,4	3 770,9	4 048,1	4 292,9	4 528,2
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	14,4	12,0	6,6	4,1	3,1	2,5
EUR/PLN - na koniec roku	4,69	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45
USD/PLN - na koniec roku	4,40	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08

Jednocześnie ważnym czynnikiem w zakresie polityki pieniężnej była nieoczekiwana obniżka przez RPP stóp procentowych o 75 pb we wrześniu, w wyniku czego stopa referencyjna spadła do 6,00%, a stopa lombardowa do 6,50%. Zgodnie ze stanowiskiem RPP dalsze decyzje w kwestii stóp procentowych będą uzależnione od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

4.2. Uwarunkowania międzynarodowe

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

- sytuację gospodarczą krajów UE - według wrześniowej prognozy Komisji Europejskiej PKB w UE w 2023 r. zwiększy się o 0,8% (po wzroście o 3,7% rok wcześniej), a w 2024 r. wzrośnie o 1,4%;
- powrót od 2024 r. przez państwa UE do prowadzenia polityki budżetowej zgodnej z unijnymi regułami (próg 3% dla deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych i 60% dla długu tego sektora) i prawdopodobne objęcie państw członkowskich, w tym Polski, procedurą nadmiernego deficytu na podstawie wykonania deficytu lub długu w 2023 r.; kraj z deficytem powyżej 3% miałby standardowo rok na sprowadzenie deficytu poniżej tego progu. Jednocześnie w UE trwa dyskusja o sposobach zapewnienia zdrowych finansów publicznych w państwach Unii, która może doprowadzić do zmiany przepisów unijnych dotyczących nadzoru finansów publicznych państw członkowskich. Komisja zaproponowała utrzymanie progów dla deficytu nominalnego i długu sektora, natomiast państwa członkowskie mogłyby ograniczać nadmierny deficyt w dłuższym okresie;
- działania głównych banków centralnych oraz sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których mogą być zaciągane zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro:
 - kontynuację normalizacji polityki pieniężnej przez EBC; w lipcu i wrześniu bank centralny podwyższył stopy procentowe łącznie o 50 pb (w tym główną stopę procentową do 4,50%

i stopę depozytową do 4,00%) oraz obniżył oprocentowanie rezerw obowiązkowych do 0% (w lipcu). W ocenie EBC stopy procentowe osiągnęły poziom, który utrzymywany wystarczająco długo pozwoli inflacji wrócić do celu. Podkreślono, że następne decyzje będą uzależnione od napływających danych. Zdaniem prezes Ch. Lagarde nie można powiedzieć, że stopy EBC osiągnęły docelowy poziom. Nowe prognozy banku pokazały niższą ścieżkę wzrostu gospodarczego na 2023 r. (0,7% wobec 0,9% w poprzedniej prognozie) i na 2024 r. (1,0% wobec 1,5%) i wyższą prognozę inflacji: 5,6% w 2023 r. (5,4%) i 3,2% w 2024 r. (3,0%);

- kontynuację zaostrzania polityki pieniężnej prowadzonej przez Fed – na posiedzeniu w lipcu br. bank centralny podwyższył stopy procentowe o 25 pb, w wyniku czego główna stopa znalazła się w przedziale 5,25-5,50%. Z prognoz opublikowanych na wrześniowym posiedzeniu wynika, że większość członków Fed spodziewa się jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych w 2023 r., podczas gdy docelowy poziom stóp w 2024 r. został podniesiony do 5,1% z 4,6% w prognozie czerwcowej. Oznacza to mniejszą skalę obniżek stóp procentowych w przyszłym roku (o 50 pb wobec 100 pb w prognozie z czerwca);
- kontynuację ultrałagodnej polityki pieniężnej przez Bank Japonii tak długo, jak będzie to konieczne do osiągnięcia i utrzymania celu inflacyjnego na stabilnym poziomie 2%, w tym: kontrolę krzywej dochodowości, utrzymywanie referencyjnej ujemnej stopy procentowej interwencji na rynku walutowym w celu powstrzymania silnej deprecjacji jena wobec dolara;
- zacieśnienie polityki pieniężnej Narodowego Banku Szwajcarii: czerwcową prognoza banku centralnego zakłada wyższą inflację od 2024 r. w porównaniu z prognozą z marca 2023 r. i w ocenie banku ponowna podwyżka stóp jest konieczna by sprowadzić inflację do zakresu odpowiadającego stabilności cen w średnim okresie. Bank nie wykluczył również dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej i podkreślił, że znaczna pomoc w utrzymaniu płynności, której bank centralny udzielił bankowi Credit Suisse w marcu nie ma wpływu na jego nastawienie w polityce pieniężnej;
- kontynuację łagodnej polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin: w sierpniu bank zasilił system bankowy kwotą 757 mld juanów (około 104 mld USD) i obniżył stopę procentową rocznych kredytów MLF o 15 pb do 2,50% (przy oczekiwaniach braku zmiany) oraz stopę oprocentowania 1-rocznych kredytów bankowych dla firm o 10 pb do 3,45%, aby pobudzić słabnącą gospodarkę; jednocześnie bank w celu obrony swojej waluty ustalił dzienny kurs docelowy na poziomie 7,2006 juanów za dolara (znacznie poniżej oczekiwań rynkowych: 7,3047) z akceptowanym przedziałem odchyień +/- 2%;
- postrzeganie ryzyka kredytowego Polski i preferencje płynnościowe nabywców polskich obligacji działających na rynkach globalnych, wpływające na wysokość premii w stosunku do rynków bazowych;
- obawy o wzrost gospodarczy związane głównie z sytuacją geopolityczną, wzrostem cen na rynkach surowców, perspektywami inflacji oraz wpływem zaostrzania polityki monetarnej przez banki centralne.

4.3. Krajowy rynek SPW

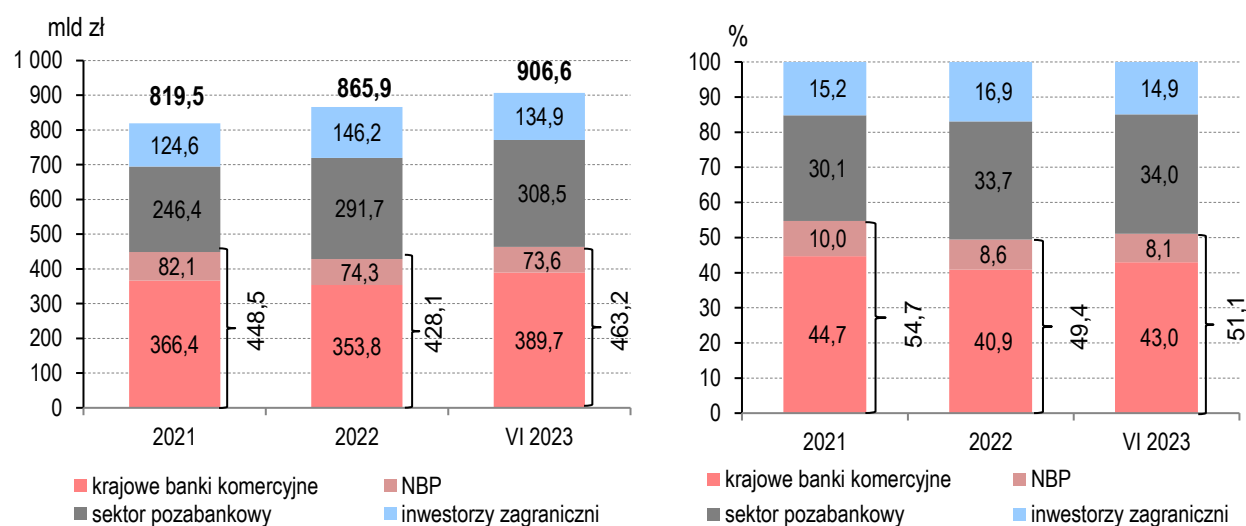
Istotnym uwarunkowaniem zarządzania długiem jest poziom rozwoju krajowego rynku finansowego, w tym bazy inwestorów krajowych, jak również zaangażowanie inwestorów

zagranicznych na tym rynku. W warunkach swobodnego przepływu kapitału rozwinięty i głęboki rynek krajowy pozwala na amortyzację szoków zewnętrznych i odpływów kapitału zagranicznego. Z drugiej strony, rozwinięty i głęboki rynek przyciąga kapitał zagraniczny.

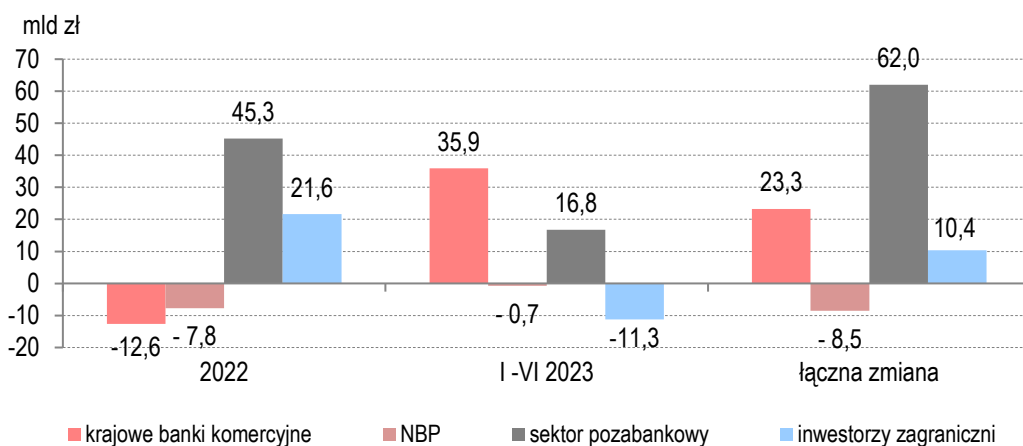
Podmioty inwestujące na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych można podzielić na trzy główne grupy: krajowy sektor bankowy, krajowy sektor pozabankowy i inwestorów zagranicznych. Od końca 2021 r. do I połowy 2023 r. w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW zaobserwowano następujące zmiany:

- utrzymanie dominującego udziału zadłużenia sektora bankowego (51,1% na koniec czerwca 2023 r.), w ujęciu nominalnym zaangażowanie wzrosło o 14,8 mld zł, w wyniku wzrostu dla banków komercyjnych o 23,3 mld zł i spadku dla NBP o 8,5 mld zł;
- znaczny wzrost zaangażowania krajowych inwestorów pozabankowych łącznie o 62,0 mld zł, ich udział w strukturze podmiotowej wzrósł do 34,0% (o 3,9 pkt proc.);
- umiarkowany wzrost zaangażowania w krajowe SPW przez inwestorów zagranicznych, łącznie o 10,4 mld zł, w efekcie ich udział wyniósł 14,9%, tj. obniżył się o 0,3 pkt proc.

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



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



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

Inwestorzy krajowi według stanu na koniec czerwca 2023 r. posiadali 85,1% zadłużenia w krajowych SPW, co oznaczało wzrost o 0,3 pkt proc. względem końca 2021 r. Od końca 2021 r. ich zaangażowanie wzrosło o 76,8 mld zł (tj. o 11,0%).

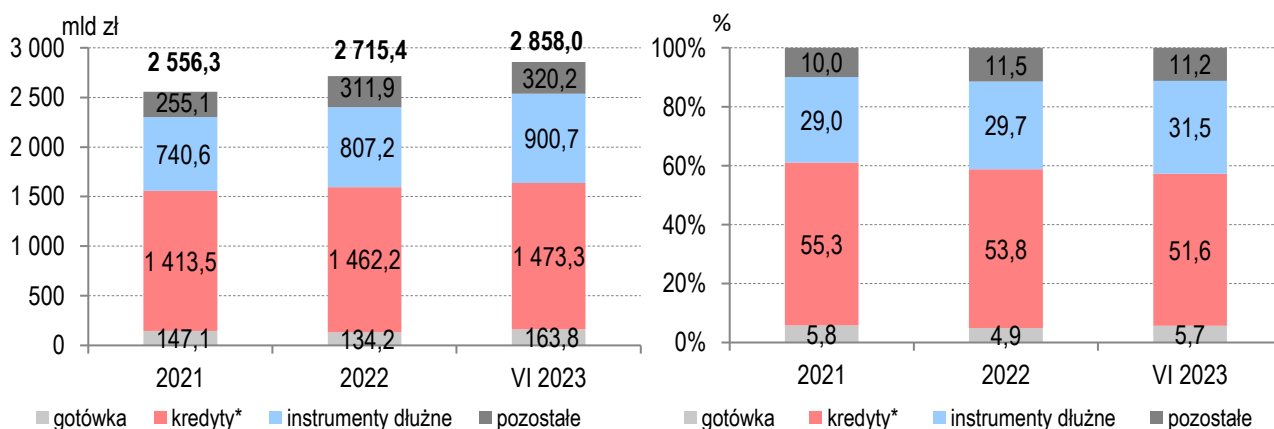
4.3.1. Banki krajowe

Aktywa krajowych banków komercyjnych na koniec czerwca 2023 r. wynosiły 2,9 bln zł (wzrost o 11,8% wobec końca 2021 r.), przy dominującym udziale kredytów i innych należności od podmiotów krajowych (51,6%). Drugim największym składnikiem aktywów były instrumenty dłużne – na koniec czerwca 2023 r. ich udział wyniósł 31,5%. W strukturze instrumentów dłużnych nadal przeważający udział miały papiery skarbowe (47,2%) oraz bony pieniężne NBP (31,5%).

Zaangażowanie krajowych banków komercyjnych w krajowe SPW na koniec czerwca 2023 r. wyniosło wg wartości nominalnej 389,7 mld zł (wzrost o 6,3% wobec końca 2021 r.).

Zaangażowanie NBP w krajowe SPW (zakupione na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku) na koniec czerwca 2023 r. spadło o 10,4% wobec końca 2021 r. i wynosiło wg wartości nominalnej 73,6 mld zł, co wynikało z wykupu zapadających obligacji znajdujących się w portfelu NBP przy braku ich reinwestycji i zakupów.

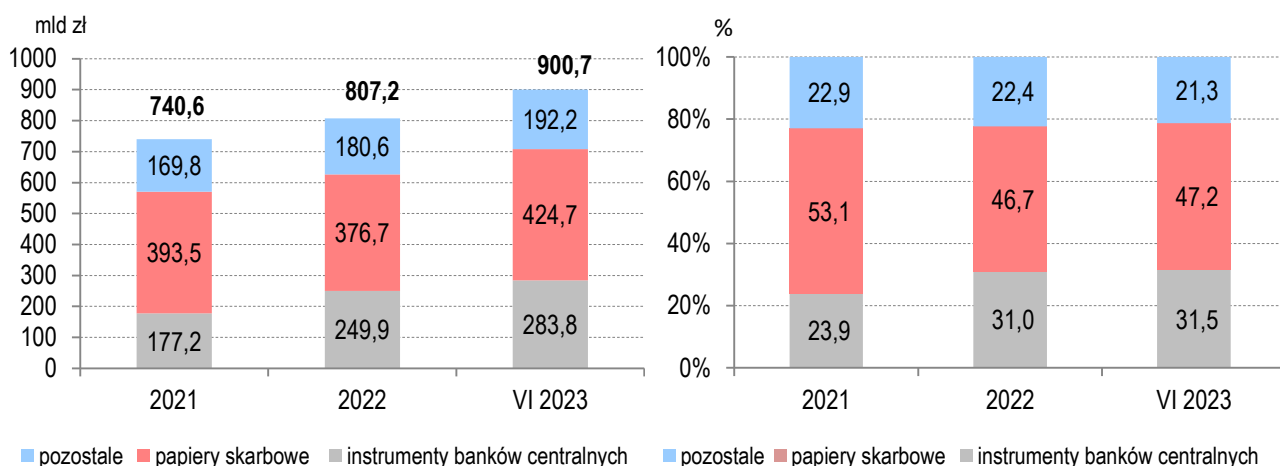
Wykres 8. Struktura aktywów krajowych banków komercyjnych



* Kredyty – kredyty i inne należności od podmiotów krajowych.

Źródło: Narodowy Bank Polski, wg obowiązujących metod wyceny.

Wykres 9. Instrumenty dłużne w aktywach krajowych banków komercyjnych



Źródło: Narodowy Bank Polski, wg obowiązujących metod wyceny.

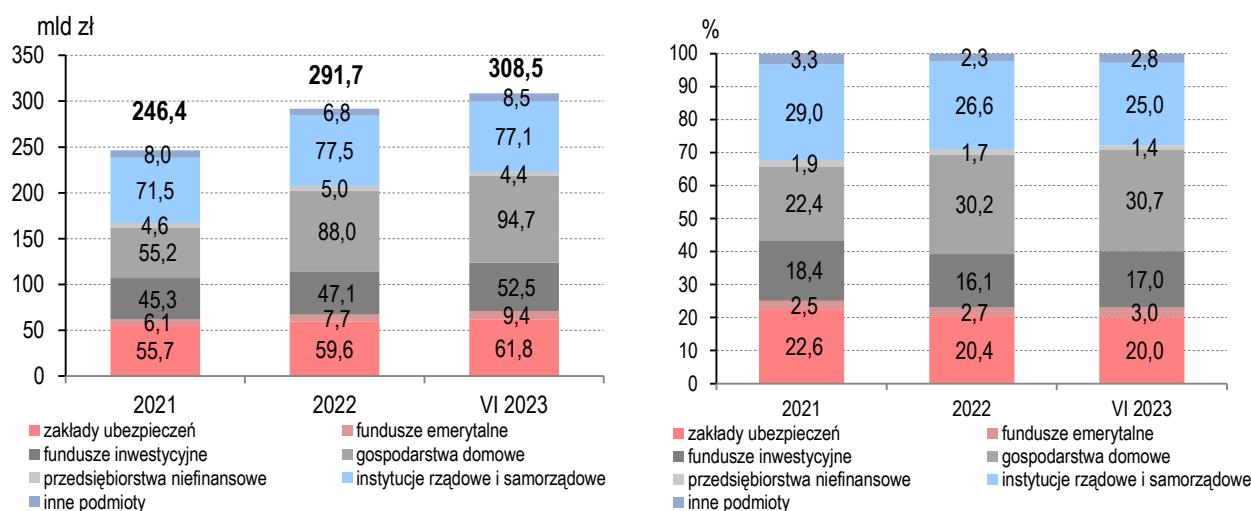
Do najistotniejszych czynników oddziałujących na popyt banków na krajowe SPW w horyzoncie *Strategii* należy zaliczyć:

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

4.3.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi

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

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



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

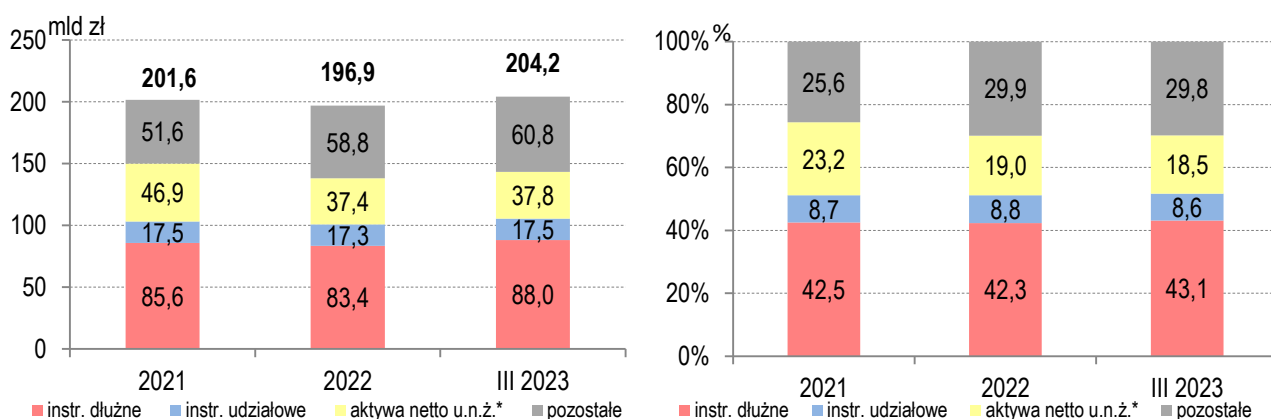
Wśród krajowych inwestorów pozabankowych istotną rolę odgrywają inwestorzy instytucjonalni, jednakże w ostatnich latach największą dynamiką wzrostu cechuje się wartość portfela SPW w posiadaniu gospodarstw domowych. Od końca 2021 r. ich zaangażowanie wzrosło o 39,5 mld zł (tj.

o 71,5%) do poziomu 94,7 mld zł, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu zainteresowania ofertą obligacji oszczędnościowych, która została dostosowana do bieżących uwarunkowań rynkowych.

Według stanu na koniec czerwca 2023 r. zakłady ubezpieczeń posiadały 6,8% krajowych SPW (bez zmian względem końca 2021 r.), fundusze inwestycyjne 5,8% (wzrost o 0,3 pkt proc.), a pozostali krajowi inwestorzy pozabankowi 21,4% (wzrost o 3,7 pkt proc.). Głównymi czynnikami oddziałującymi na wartość portfela SPW w posiadaniu zakładów ubezpieczeniowych i funduszy inwestycyjnych są wysokość aktywów oraz polityka inwestycyjna tych podmiotów.

Aktywa zakładów ubezpieczeń na koniec marca 2023 r. ukształtowały się na poziomie 204,2 mld zł, co oznaczało wzrost o 2,5 mld zł wobec końca 2021 r., tj. o 1,3%.

Wykres 11. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń

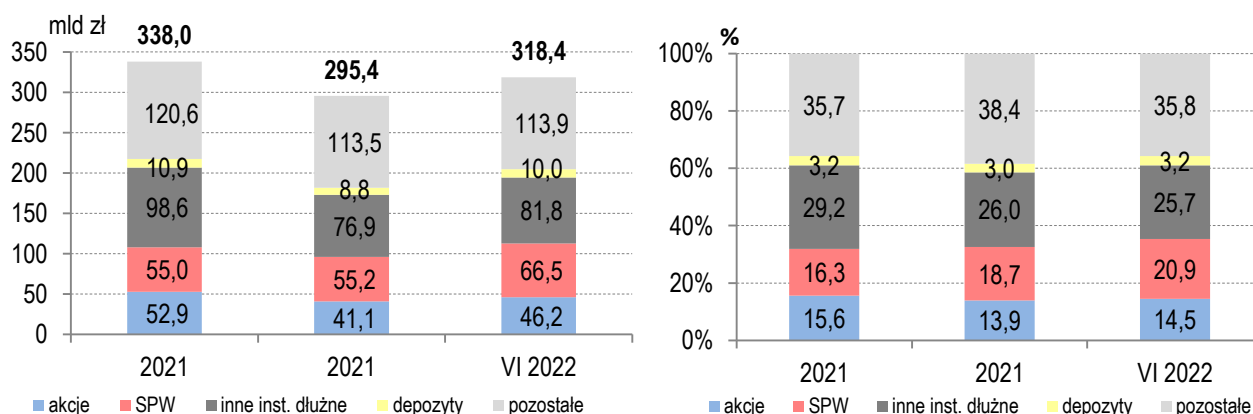


* aktywa netto u.n.ż. – aktywa netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający.

Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego, wg aktualnych metod wyceny.

Aktywa funduszy inwestycyjnych według stanu na koniec czerwca 2023 r. spadły do poziomu 318,4 mld zł, tj. o 19,6 mld zł (o 5,8%) wobec końca 2021 r. Wartość obligacji skarbowych (wyemitowanych na rynku krajowym i zagranicznym) w posiadaniu funduszy inwestycyjnych wzrosła w tym czasie o 11,5 mld zł, a ich udział w aktywach wzrósł o 4,6 pkt proc.

Wykres 12. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych



Źródło: Narodowy Bank Polski, wg aktualnych metod wyceny.

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

- dalszy rozwój rynku ubezpieczeniowego i funduszy inwestycyjnych, szczególnie w kontekście

koniunktury na rynkach akcji oraz poziomów rentowności papierów skarbowych, co znajduje odzwierciedlenie w strukturze aktywów tych instytucji;

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

4.3.3. Inwestorzy zagraniczni

Udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu w krajowych SPW na koniec czerwca 2023 r. wyniósł 14,9% i zmniejszył się o 0,3 pkt proc. względem końca 2021 r. W 2022 r. oraz w I połowie 2023 r. inwestorzy zagraniczni zwiększyli swoje zaangażowanie w krajowych SPW łącznie o 10,4 mld zł, co było wypadkową wzrostu zaangażowania nierezydentów o 21,6 mld zł w 2022 r. oraz spadku o 11,3 mld zł w I połowie 2023 r. Na udział nierezydentów wpływ miały m.in. polityka pieniężna głównych banków centralnych oraz zmiany dysparytetu stóp procentowych.

Popyt ze strony inwestorów zagranicznych jest w dużej mierze uzależniony od sytuacji międzynarodowej i w konsekwencji charakteryzuje się wysoką zmiennością. Ryzyko negatywnego wpływu na rynek SPW odpływu z Polski kapitału zagranicznego jest jednak ograniczone z uwagi na dominującą rolę inwestorów krajowych oraz dywersyfikację, zarówno instytucjonalną, jak i geograficzną struktury nierezydentów. W strukturze podmiotowej zadłużenia wobec nierezydentów istotną rolę odgrywają inwestorzy instytucjonalni: banki centralne i instytucje publiczne, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeń. Zdywersyfikowana jest również struktura geograficzna posiadaczy krajowych SPW – na koniec czerwca 2023 r. znajdowały się one w portfelach inwestorów z 65 krajów.

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

- działania banków centralnych;
- rozwój sytuacji gospodarczej oraz stabilność rynków finansowych na świecie, na co istotny wpływ będzie miał rozwój sytuacji geopolitycznej, w tym przebieg wojny w Ukrainie;
- fundamenty gospodarcze 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), jak również przebieg procesu tranzycji stawek WIBOR na nowy wskaźnik transakcyjny WIRON (por. rozdział 4.4).

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

4.4. Reforma wskaźników referencyjnych

Założeniem rozpoczętej w 2022 r. reformy wskaźników referencyjnych jest zastąpienie stosowania w instrumentach finansowych wskaźnika WIBOR przez nowy wskaźnik „wolny od ryzyka” (ang. *risk free rate*, RFR). W celu skutecznego przeprowadzenia procesu wdrożenia nowego wskaźnika referencyjnego w lipcu 2022 r. powołano Narodową Grupę Roboczą ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR). Komitet Sterujący NGR wybrał wskaźnik WIRON jako rekomendowany indeks zastępujący WIBOR. WIRON opracowywany jest na podstawie jednodniowych transakcji depozytowych zawieranych przez podmioty przekazujące dane z instytucjami finansowymi oraz z dużymi przedsiębiorstwami. Zgodnie z komunikatem z 13 lutego 2023 r. zamieszczonym na stronie KNF WIRON stał się wskaźnikiem referencyjnym stopy procentowej.

Mapa Drogowa procesu zakłada gotowość do zaprzestania opracowywania i publikowania wskaźników referencyjnych WIBOR i WIBID od początku 2025 roku, natomiast wdrożenie nowej oferty produktów finansowych stosujących wskaźnik WIRON planowane jest na lata 2023 i 2024. Komitet Sterujący NGR przyjął rekomendacje dla stosowania wskaźnika referencyjnego WIRON (lub wskaźników referencyjnych z Rodziny Indeksów Składanych WIRON) w nowych produktach bankowych, leasingowych i faktoringowych, jak również obligacjach oraz instrumentach pochodnych. W zakresie dotychczasowej produkcji (portfel *legacy*):

- opracowano i przyjęto przez Komitet Sterujący NGR rekomendację przedstawiającą zalecaną metodę zastąpienia wskaźnika WIBOR alternatywnym wskaźnikiem referencyjnym w instrumentach pochodnych stopy procentowej w sytuacji wystąpienia zdarzenia regulacyjnego o charakterze trwałym,
- opracowano i skierowano do konsultacji projekt rekomendacji w zakresie zasad i sposobów konwersji istniejących emisji papierów dłużnych, w których stosowany jest WIBOR, przy czym rekomendacja dotyczy nieskarbowych papierów dłużnych.

Ministerstwo Finansów znowelizowało rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych w sprzedaży hurtowej oraz przygotowało infrastrukturę techniczną i organizacyjną umożliwiającą dokonywanie emisji obligacji o oprocentowaniu zmiennym opartym na wskaźniku WIRON. Przeprowadzenie pilotażowej emisji planowane jest na przełomie września i października 2023 r. Rezygnacja z emisji obligacji opartych na wskaźniku WIBOR i pełne przejście nowych emisji o oprocentowaniu zmiennym na wskaźnik WIRON nastąpi w konsultacji z uczestnikami rynku w terminie uzależnionym od uwarunkowań rynkowych, przede wszystkim od rozwoju popytu na obligacje oparte na nowym wskaźniku. Równolegle opracowane zostaną zasady przeprowadzenia konwersji istniejącego portfela obligacji o oprocentowaniu opartym o wskaźnik WIBOR.

Szczegółowe informacje dotyczące tranzycji stawek referencyjnych znajdują się na stronie internetowej GPW Benchmark: <https://gpwbenchmark.pl/>. Mapa Drogowa procesu zastąpienia wskaźników referencyjnych oraz rekomendacje dla stosowania WIRON dostępne są na stronie internetowej KNF: <https://www.knf.gov.pl/>.

5. 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 wybór rynków, instrumentów zarządzania długiem, struktury finansowania potrzeb pożyczkowych i terminów emisji;
- **zapewnianie efektywności rynku SPW** przyczyniającej się do obniżania rentowności SPW. Oznacza to dążenie do eliminowania lub ograniczania ewentualnych niekorzystnych czynników w organizacji i infrastrukturze rynku.

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

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

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

- uwzględniać potrzeby pożyczkowe budżetu w walutach obcych oraz napływ środków unijnych;
- zapewniać dywersyfikację źródeł pozyskiwania środków poprzez dostęp Polski do bazy inwestorów na głównych rynkach finansowych;
- utrzymywać pozycję Polski na rynku euro i dolara amerykańskiego;
- działać stabilizująco na rynek krajowy poprzez możliwość dostosowywania struktury finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa do sytuacji rynkowej;
- uwzględniać instrumenty finansowe oferowane przez UE;
- wykorzystywać możliwość atrakcyjnego finansowania w międzynarodowych instytucjach finansowych;
- uwzględniać możliwość sprzedaży walut w NBP i na rynku walutowym jako instrumentu zarządzania środkami walutowymi i płynnością budżetu państwa, z uwzględnieniem uwarunkowań wynikających z polityki pieniężnej, gospodarczej i budżetowej.

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

1) ryzyka refinansowania

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

2) ryzyka kursowego

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

3) ryzyka stopy procentowej

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

- oddzielanie zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania, w tym poprzez wykorzystanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu, w tym również opartych o nowy wskaźnik referencyjny, oraz możliwość wykorzystania instrumentów pochodnych i obligacji inflacyjnych;
- utrzymywanie dominującego udziału instrumentów o oprocentowaniu stałym w długi SP nominowanym w walutach obcych;

4) ryzyka płynności budżetu państwa

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

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

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

6) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie

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

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

6. Zadania *Strategii*

Za najważniejsze zadania służące realizacji celu *Strategii* uznano:

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

Zadania *Strategii* związane z rozwojem rynku SPW mają charakter długoterminowy i obejmują działania realizowane w sposób ciągły. Zadania te są w dużej mierze współzależne, tj. poszczególne działania mogą się przyczyniać jednocześnie do realizacji więcej niż jednego zadania.

Podejmowane działania powinny służyć przede wszystkim utrzymaniu prawidłowego funkcjonowania rynku bądź jego dalszemu doskonaleniu tak, aby przyczyniać się do lepszej realizacji celu *Strategii*.

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

6.1. Zapewnianie płynności rynku SPW

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

W horyzoncie *Strategii* planowana jest kontynuacja dotychczasowej polityki, tj.:

- budowanie dużych serii obligacji (benchmarków) na rynku krajowym - w przypadku obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu ich wartość, wynosząca dotychczas co najmniej 25 mld zł, docelowo ulegnie zwiększeniu do co najmniej 30 mld zł, z uwzględnieniem dążenia do równomiernego rozkładu wykupów w czasie;
- emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro i dolara amerykańskiego;
- dostosowanie polityki emisyjnej, w tym przetargów sprzedaży, zamiany i odkupu, do warunków rynkowych.

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

6.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW

Zadanie to służy minimalizacji kosztów obsługi w drugim z przedstawionych w rozdziale 5 aspektów tego celu i obejmuje następujące działania na rynku pierwotnym i wtórnym:

- dopasowanie harmonogramu emisji na rynku krajowym i zagranicznym do uwarunkowań rynkowych i budżetowych;

- zwiększanie roli systemu DSPW w zakresie rozwoju rynku SPW oraz operacji związanych z zarządzaniem długiem - w obszarach, gdzie uczestnicy systemu DSPW mogą zapewnić konkurencyjność nie mniejszą niż inni uczestnicy rynku finansowego, zawieranie transakcji i wybór partnera następować będzie z uwzględnieniem preferencji wynikających z ich udziału w systemie;
- dbałość o relacje z inwestorami na rynku krajowym i zagranicznym, w tym poprzez:
 - regularne spotkania z bankami będącymi uczestnikami systemu DSPW (w ramach Rady Uczestników Rynku SPW),
 - kontakty z podmiotami krajowego sektora pozabankowego,
 - kontakty z inwestorami i bankami zagranicznymi,
 - bieżącą komunikację z inwestorami;
- poszerzanie bazy inwestorów, w tym poprzez regularne kontakty z inwestorami zagranicznymi służące promocji SPW emitowanych w kraju i za granicą;
- aktywny udział w konferencjach i seminariach z udziałem inwestorów.

6.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW

Zadanie to służy 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.

6.4. Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa

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

Utrzymywanie odpowiedniego poziomu płynności powoduje powstanie bezpośredniego kosztu, wynikającego z wyższych rentowności sprzedawanych SPW w stosunku do osiągniętych dochodów z krótkoterminowych lokat. Jednakże dzięki utrzymywaniu odpowiedniego stanu wolnych środków

występują pośrednie oszczędności wynikające z faktu, że emitent ma możliwość dostosowania sprzedaży SPW do sytuacji rynkowej bez zwiększania ryzyka płynności i kosztów obsługi długu.

Realizacji zadania służyć będą następujące instrumenty:

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

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

7. Oddziaływanie na dług sektora finansów publicznych

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

W przypadku długu sektora finansów publicznych, w tym długu innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych, autonomicznych w zaciąganiu zobowiązań, oddziaływanie na wielkość zadłużenia ma charakter pośredni i wynika z 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%.

Stabilizująca reguła wydatkowa zawarta w ustawie o finansach publicznych odnosi się do wartości referencyjnych dla wyniku (-3% PKB) i długu (60% PKB) sektora instytucji rządowych i samorządowych, związanych z unijną procedurą nadmiernego deficytu. Przekroczenie co najmniej jednej z tych wartości referencyjnych uruchamia automatyczny mechanizm korygujący, ograniczający tempo wzrostu kwoty wydatków na określony rok budżetowy².

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.

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

Do roku 2025 włącznie będą obowiązywały przejściowe regulacje w zakresie reguł fiskalnych obowiązujących jednostki samorządu terytorialnego wprowadzone w celu łagodzenia skutków pandemii oraz konfliktu zbrojnego w Ukrainie.

W zakresie reguły zrównoważenia strony bieżącej budżetu JST (art. 242 ustawy o finansach publicznych) na lata 2022-2025 zostało zmienione podejście do rozliczania tej reguły – z rozliczania jednorocznego na średniookresowe. Oznacza to, że JST może w danym roku budżetowym przekroczyć relację, o której mowa w art. 242 ust. 1 i 2 pod warunkiem, że w latach 2022-2025 suma przekroczeń tej relacji w poszczególnych latach nie będzie wyższa od sumy nadwyżek wynikających z tej relacji w poszczególnych latach.³

Ponadto ustalając na lata 2023-2025 relację zrównoważenia budżetu w części bieżącej, dochody bieżące mogą być powiększone dodatkowo o wolne środki, rozumiane jako nadwyżka środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu JST innych niż określone w art. 217 ust 2 pkt 5 i 8

² Z zastrzeżeniem lat obowiązywania klauzuli wyjścia oraz z wyłączeniem sytuacji, kiedy występują „złe czasy”.

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

ustawy o finansach publicznych, w tym wynikających z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek z lat ubiegłych.⁴

W zakresie limitów określających możliwości spłaty zobowiązań JST w okresie przejściowym (do 2025 r. włącznie) indywidualny wskaźnik zadłużenia opierał się będzie na średniej arytmetycznej z obliczonej dla ostatnich trzech lub siedmiu lat (w zależności od wyboru dokonanej przez organ wykonawczy JST do 31 grudnia 2021 r.) relacji dochodów bieżących powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów bieżących budżetu JST.⁵

W związku z udzielaną przez JST pomocą obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa, w zakresie reguł fiskalnych obowiązujących JST obowiązują rozwiązania łagodzące wymogi gospodarki finansowej JST określone w art. 242 oraz art. 243 ustawy o finansach publicznych. Ustalając relację w zakresie zrównoważenia strony bieżącej budżetu samorządowego oraz relację ograniczającą wysokość spłaty długu, JST pomniejsza wydatki bieżące o wydatki bieżące poniesione w zakresie pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa, w części w jakiej nie są one finansowane środkami publicznymi otrzymanymi przez jednostkę na ten cel.⁶

Zgodnie z ustawą z 5 sierpnia 2022 r. o dodatku węglowym do roku 2025 włącznie, przy ustalaniu relacji, o której mowa w art. 243 ust. 1 ustawy o finansach publicznych nie uwzględnia się potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń i gwarancji.⁷

Ponadto w latach 2023-2025 relacja ograniczająca wysokość spłaty długu może być niezachowana przez JST, pod warunkiem, że łączna kwota długu JST na koniec danego roku nie przekroczy 100% w tym roku budżetowym dochodów ogółem tej jednostki, pomniejszonych o kwoty wykonanych dotacji i środków o podobnym charakterze oraz powiększonych o przychody z tytułów określonych w art. 217 ust. 2 pkt 4–8 ustawy o finansach publicznych, nieprzeznaczone na sfinansowanie deficytu budżetowego.⁸

Dodatkowo w celu usprawnienia realizacji inwestycji dofinansowywanych z Rządowego Funduszu Polski Ład: Programu Inwestycji Strategicznych wprowadzono rozwiązanie umożliwiające JST zaciąganie kredytów i pożyczek oraz emitowanie papierów wartościowych na wyprzedzające finansowanie działań finansowanych z tego programu⁹. Wprowadzono również rozwiązania wyłączające czasowo z limitu spłat zobowiązań JST wykupy papierów wartościowych, spłaty rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami i dyskontem oraz spłaty rat innych zobowiązań zaliczanych do tytułu dłużnego, o którym mowa w art. 72 ust. 1 pkt 2 ustawy o finansach publicznych, wraz

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

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

⁶ Art. 110 ustawy z dnia 12 marca 2022 r. o pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa (Dz. U. z 2023 r. poz. 103, z późn. zm.).

⁷ Art. 28 ustawy z dnia 5 sierpnia 2022 r. o dodatku węglowym (Dz. U. z 2023 r. poz. 141, z późn. zm.).

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

⁹ Ustanowiony na podstawie art. 65 ust. 28 ustawy z dnia 31 marca 2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 568, z późn. zm.)

z wydatkami bieżącymi na obsługę tych zobowiązań, odpowiednio emitowanych lub zaciąganych w związku z realizacją zadania inwestycyjnego dofinansowywanego z ww. Funduszu.¹⁰

7.2. Stabilizująca reguła wydatkowa

Po latach obowiązywania unijnej ogólnej klauzuli wyjścia (2020-2023), kiedy to państwa członkowskie miały większą swobodę fiskalną w reagowaniu na pojawiające się szoki, w 2024 r. ma nastąpić powrót do standardowych reguł fiskalnych w UE. Konieczne było więc zapewnienie spójności wymogów dla polityki budżetowej wynikających z reguł unijnych i polskiej reguły wydatkowej. Ponadto w obliczu rosyjskiej inwazji na Ukrainę, istotnym wyzwaniem pozostaje rozbudowa potencjału obronnego państwa polskiego, która wymusza ponoszenie ponadprzeciętnych nakładów inwestycyjnych.

W związku z powyższym, wprowadzono zmiany w Stabilizującej Regule Wydatkowej (SRW)¹¹. SRW w poprzedniej postaci implikowałaby znacznie głębszą konsolidację niż ta, która jest wymagana w regułach unijnych, czego konsekwencją byłoby zagrożenie dla stabilności makroekonomicznej Polski.

Pierwsza zmiana dotyczy mechanizmu korygującego SRW. Zastosowano w nim bardziej bezpośrednio odniesienie do unijnych wartości referencyjnych deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Za sprawą tego rozwiązania, w przypadku prognozowanego przez Komisję Europejską przekroczenia w Polsce, w jednym z lat n lub $n-1$, wartości referencyjnej dla wyniku (-3% PKB) lub dla długu (60% PKB) sektora instytucji rządowych i samorządowych, nastąpi automatyczne dostosowanie poziomu wydatków w kolejnym roku budżetowym. Poziom konsolidacji wyniesie co najmniej 0,5 pkt proc. PKB, chyba że Rada UE zarekomenduje niższy wysiłek fiskalny. Jednakże dostosowanie fiskalne nie będzie stosowane w tzw. złych czasach, tj. gdy prognozowane przyszłoroczne realne tempo wzrostu PKB jest niższe o ponad 2 pkt proc. od średniookresowego realnego tempa wzrostu PKB.

Dodatkowo, nowelizacja wprowadziła klauzulę obronną, pozwalającą w specjalny sposób traktować wydatki w dziedzinie obronności. Różnica między planowanymi wydatkami kasowymi a planowaną wartością dostaw sprzętu w danym roku zwiększy nieprzekraczalny limit wydatków SRW (gdy wartość płatności będzie większa niż dostaw sprzętu) lub zmniejszy go (w przypadku gdy wartość dostaw sprzętu będzie większa). Zaproponowane w ustawie rozwiązanie ma zapobiec nadmiernej konsolidacji, związanej z długimi okresami realizacji kontraktów zbrojeniowych i sprawić, żeby wzmożone wydatki na obronność nie ograniczały przestrzeni fiskalnej na inne cele. Klauzula obronna jest neutralna dla poziomu wydatków w długim i średnim okresie, ma natomiast wpływ na ich rozkład w czasie. W długim okresie skumulowana klauzula obronna wynosi 0 i jest neutralna dla wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych obliczanego według metodologii ESA2010.

Ponadto, w nowelizacji zaproponowano ponowne przeliczenie kwoty wydatków SRW na rok 2023, mającej stanowić punkt startowy do obliczenia wartości wydatków na rok 2024. Dzięki temu kwota

¹⁰ Art. 35 ustawy z dnia 9 czerwca 2022 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1265, z późn. zm.).

¹¹ Ustawa z dnia 13 lipca 2023 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1641).

wydatków na rok 2024 zostanie urealniona, gdyż będzie uwzględniać zwiększone wydatki, które miały miejsce w latach obowiązywania unijnej ogólnej klauzuli wyjścia (GEC). Dostosowanie wspomianej kwoty startowej w SRW zapewni spójność z podejściem stosowanym w przepisach UE, w których punktem odniesienia jest ostatni rok stosowania GEC – 2023.

8. Przewidywane efekty realizacji Strategii

Przewidywane efekty realizacji Strategii obejmują prognozy:

- wielkości długu publicznego i kosztów jego obsługi;
- parametrów ryzyka długu Skarbu Państwa;
- wielkości długu jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP.

Są one oczekiwanym rezultatem realizacji celów Strategii przy przyjętych założeniach makroekonomicznych, budżetowych i rynkowych. Ponadto w podrozdziale 8.4 wskazane zostały najważniejsze zagrożenia dla realizacji celów Strategii.

8.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

Tabela 9. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP

Wyszczególnienie	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1. Dług Skarbu Państwa*						
a) w mld zł	1 238,5	1 324,7	1 595,8	1 776,3	1 948,5	2 065,1
- krajowy	949,8	1 040,7	1 246,8	1 396,3	1 539,6	1 637,6
- zagraniczny	288,7	284,0	349,1	379,9	408,9	427,5
b) w relacji do PKB	40,2%	38,5%	42,3%	43,9%	45,4%	45,6%
2. Państwowy dług publiczny						
a) w mld zł	1 209,5	1 304,9	1 568,6	1 739,5	1 900,8	2 008,1
b) w relacji do PKB	39,3%	37,9%	41,6%	43,0%	44,3%	44,3%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych**						
a) w mld zł	1 090,0	1 258,9	1 518,4	1 688,9	1 850,5	1 957,2
b) w relacji do PKB	35,4%	36,5%	40,3%	41,7%	43,1%	43,2%
4. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych						
a) w mld zł	1 512,2	1 699,5	2 033,8	2 230,6	2 500,8	2 659,5
b) w relacji do PKB	49,1%	49,3%	53,9%	55,1%	58,3%	58,7%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)***						
a) w mld zł, w tym:	32,7	62,0	66,5	69,7 - 70,7	80,7 - 81,8	91,0 - 92,2
- długu krajowego	27,7	54,7	57,5	59,1	68,9	77,6
- długu zagranicznego	5,0	7,3	9,0	10,7 - 11,6	11,8 - 12,9	13,4 - 14,6
b) w relacji do PKB	1,06%	1,80%	1,76%	1,72% - 1,75%	1,88% - 1,91%	2,01% - 2,04%

*) 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.

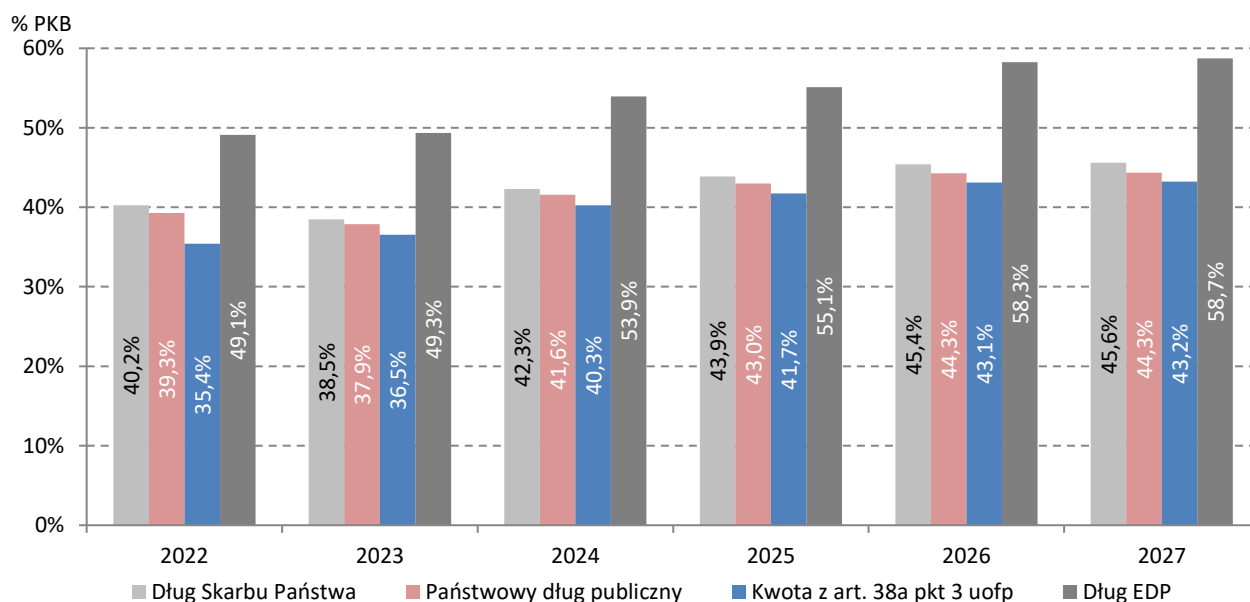
***) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2025-27 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Przy przyjętych założeniach, relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się na koniec 2023 r. do 37,9%, a następnie wzrośnie do 44,3% w 2027 r., pozostając bezpiecznie poniżej progu ostrożnościowego 55% określonego w ustawie o finansach publicznych.

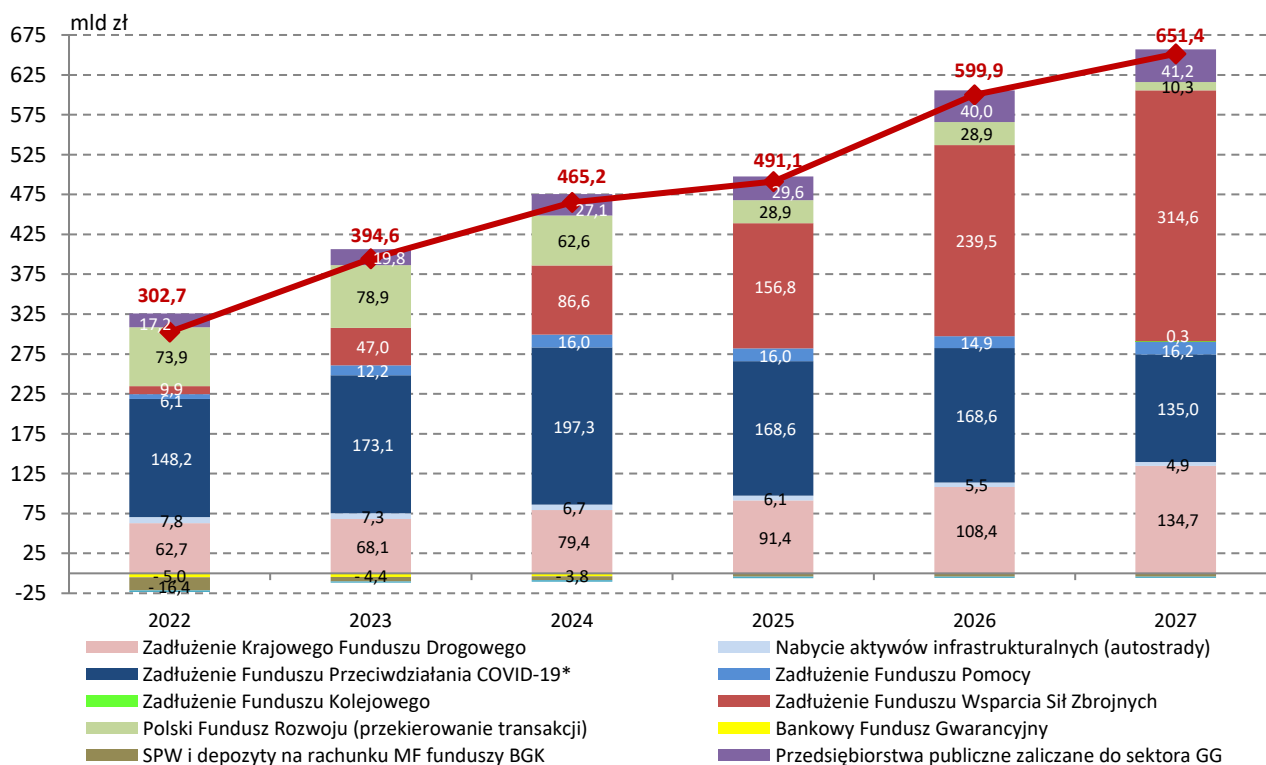
Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB wzrośnie do 49,3% w 2023 r., a następnie w okresie objętym prognozą Strategii wzrośnie do 58,7%. Oznacza, że wartość referencyjna relacji długu EDP do PKB na poziomie 60% nie zostanie w horyzoncie Strategii przekroczona.

W latach 2025-2027 przyjęto założenie o corocznym dostosowaniu fiskalnym, o którym mowa w art. 112a¹ ustawy o finansach publicznych na poziomie 1 pkt. proc. oraz dodatkowo założono coroczne oszczędności na poziomie ok. 1,1% PKB¹².

Wykres 13. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 14. Różnice pomiędzy wielkością długu EDP a PDP

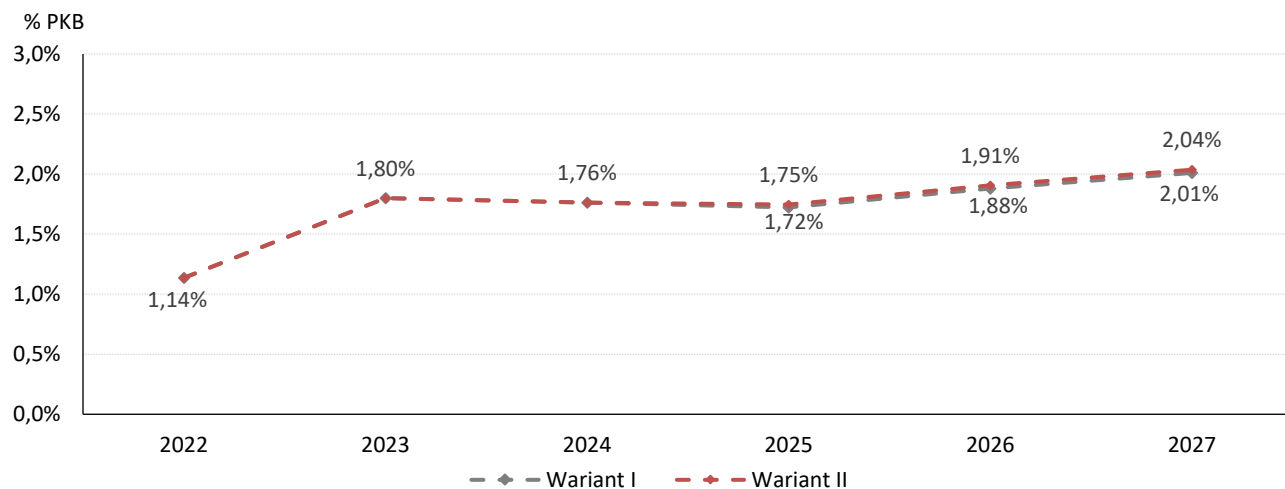


*) FPC uwzględnia realizację wypłat na dofinansowanie inwestycji z Rządowego Funduszu Polski Ład: Program Inwestycji Strategicznych

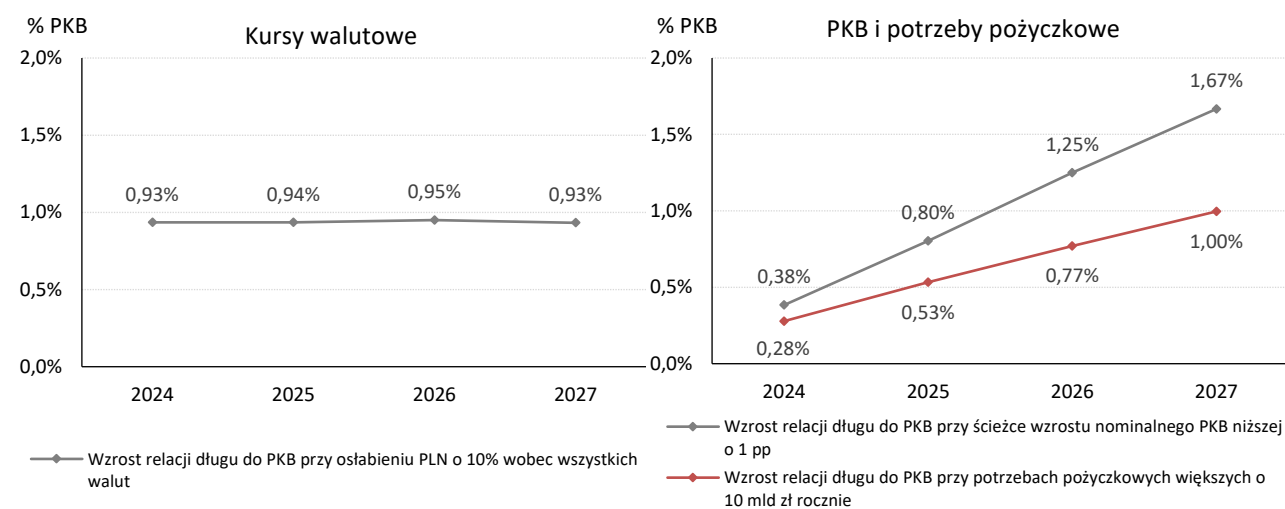
¹² Historycznie planowane limity wydatkowe sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB w poszczególnych latach systematycznie przewyższały ich rzeczywiste wykonanie. Ze względu na opieranie się na limitach wydatkowych średnia różnica pomiędzy prognozą (limitami) a wykonaniem w okresie 2016–2022 wyniosła 1,4% PKB; wykluczając lata kryzysowe, tj. w okresie 2016–2019 różnica ta wyniosła 1,1% PKB. W celu urealnienia scenariusza makro-fiskalnego w latach 2025-2027 przyjęto skorygowaną ścieżkę wydatków sektora o 1,1% PKB w stosunku do limitów.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2024 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 66,5 mld zł, tj. 1,76% PKB. *Strategia* zakłada, że koszty obsługi długu nieznacznie przekroczą 2% PKB w 2027 r.

Wykres 15. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

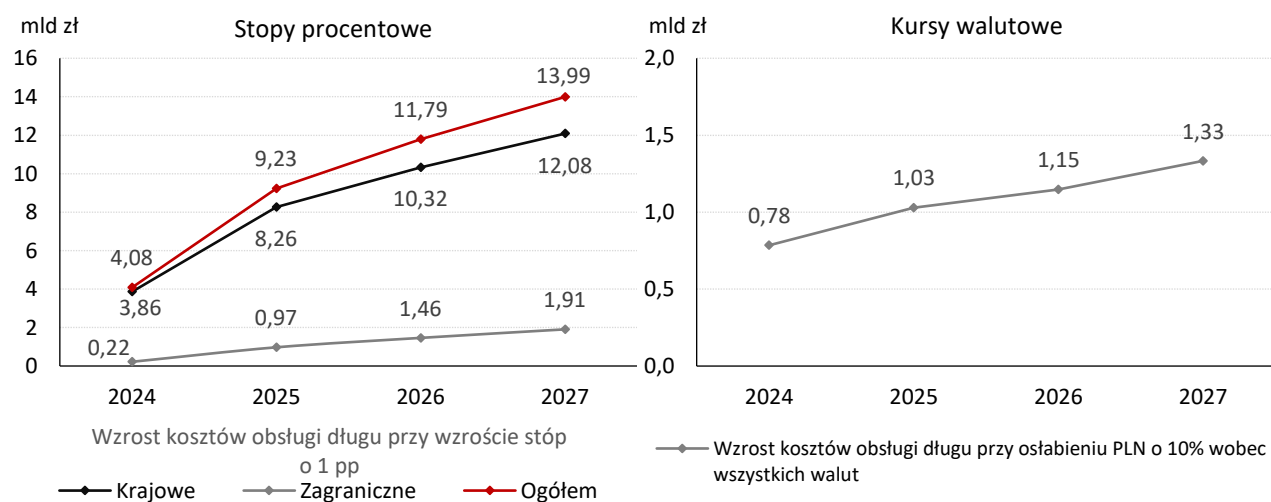


Wykres 16. Wrażliwość relacji państwowego długu publicznego do PKB na zmiany założeń*



*) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2024 r., wrażliwości częściowe przy braku zmian pozostałych założeń.

Wykres 17. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń

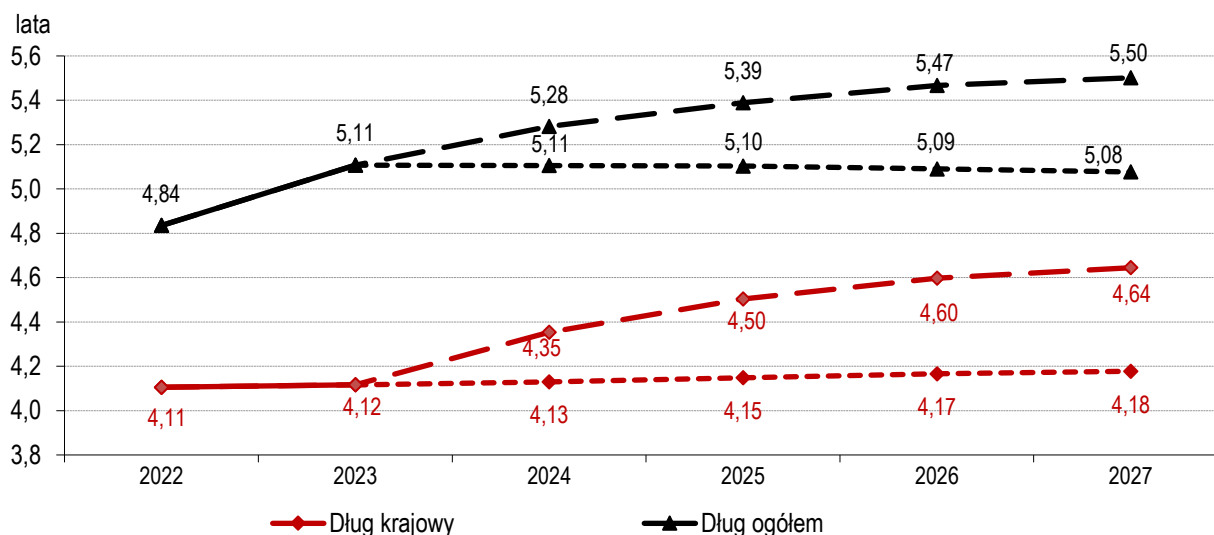


8.2. Struktura długu Skarbu Państwa

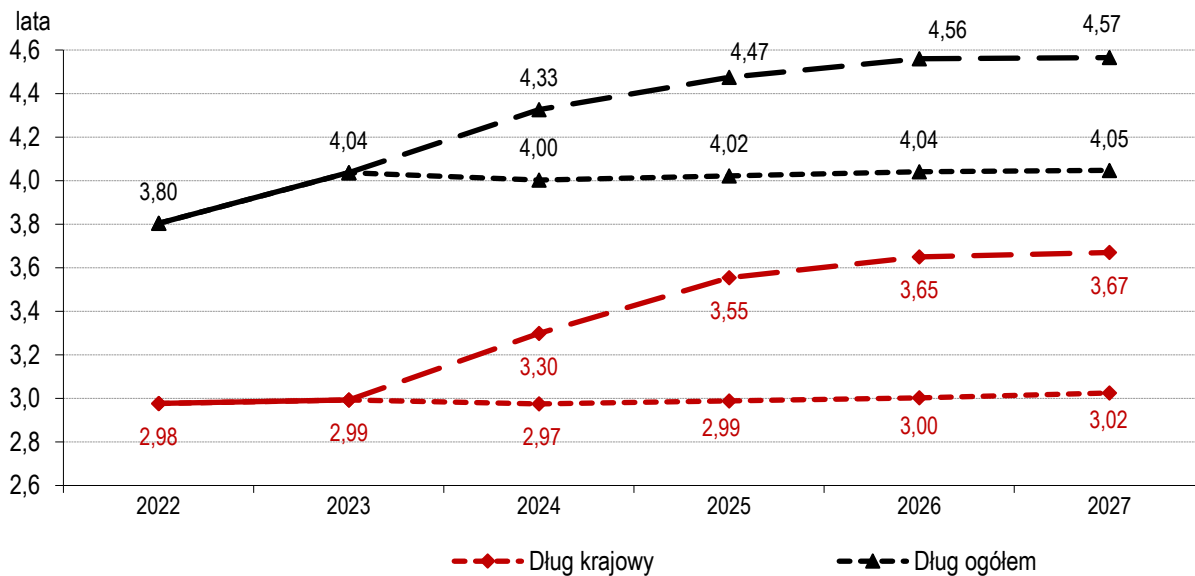
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zakresie ryzyka refinansowania – kierunek zmian średniej zapadalności krajowych SPW będzie zależał od warunków rynkowych, średnia zapadalność w 2027 r. może osiągnąć wartość z przedziału 4,2-4,6 roku, a całego długu SP 5,1-5,5 roku wobec odpowiednio ok. 4,1 oraz ok. 5,1 roku na koniec 2023 r.;
- ryzyko stopy procentowej pozostawać będzie w założonym w *Strategii* przedziale, w zależności od przyjętej struktury finansowania, ATR rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 3,0-3,7 roku wobec ok. 3,0 roku na koniec 2023 r., a długu ogółem ok. 4,1-4,6 roku wobec ok. 4,0 roku na koniec 2023 r., natomiast *duration* rynkowego długu krajowego w przedziale ok. 2,5-3,3 roku wobec ok. 2,6 roku na koniec 2023 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,6-4,2 roku wobec ok. 3,5 roku na koniec 2023 r.;
- udział długu w walutach obcych będzie ograniczany i w horyzoncie *Strategii* spadnie do ok. 20,7% w 2027 r.

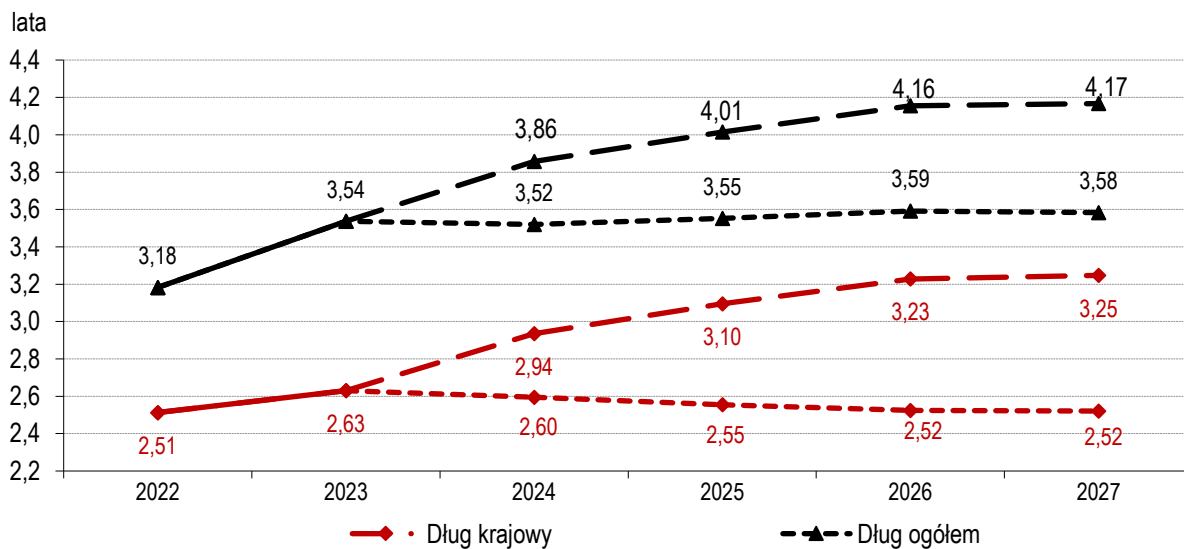
Wykres 18. Średnia zapadalność długu SP



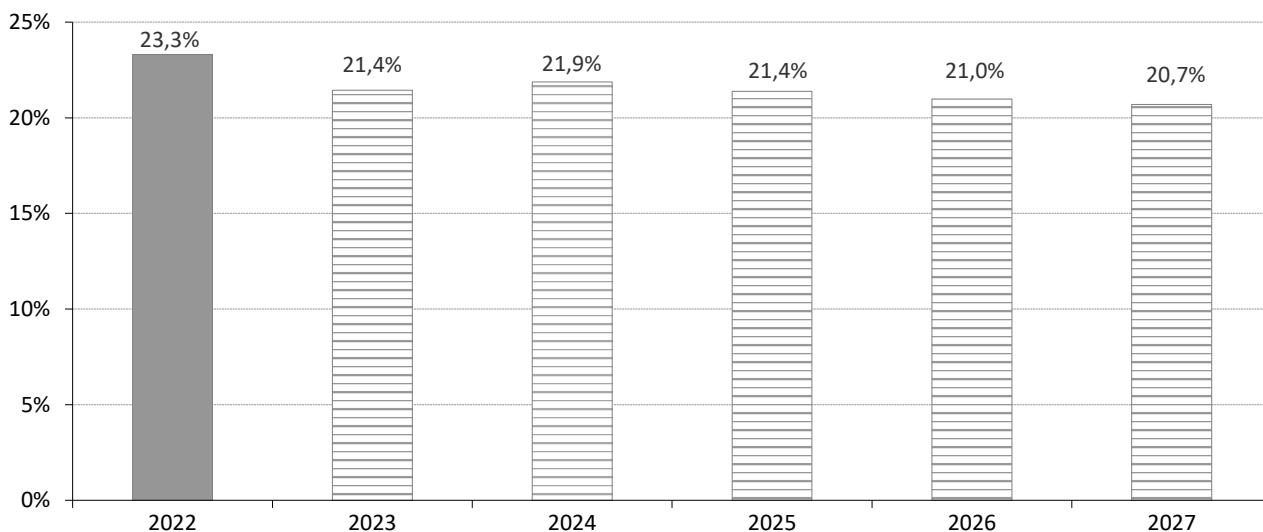
Wykres 19. ATR długu SP



Wykres 20. Duration długu SP



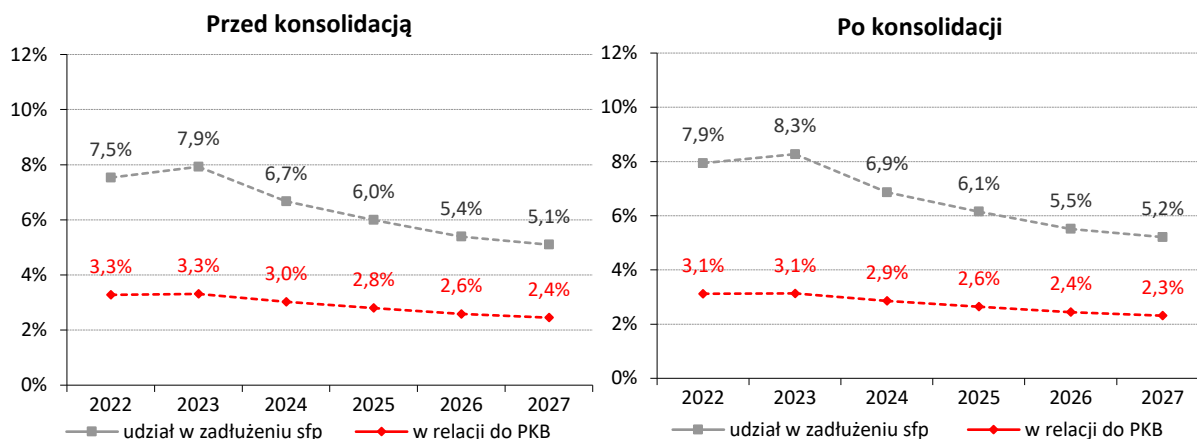
Wykres 21. Udział długu w walutach obcych w długu SP



8.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa

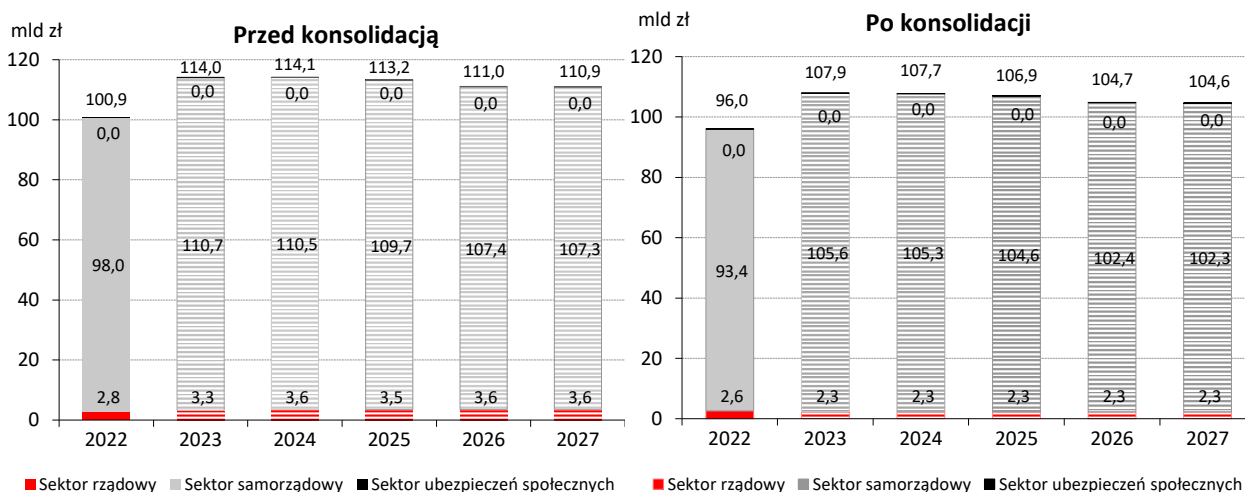
Przy przyjętych założeniach zadłużenie przed konsolidacją pozostałych jednostek sektora w relacji do PKB w horyzoncie *Strategii* spadnie z 3,3% do 2,4%, a zadłużenie po konsolidacji z 3,1% do 2,3%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych po konsolidacji spadnie z 8,3% w 2023 r. do 4,9% w 2027 r.

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



Nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP przed konsolidacją spadnie z 114,0 mld zł w 2023 r. do 110,9 mld zł w 2027 r. Trend ten będzie pochodną głównie zadłużenia JST oraz ich związków. Na poziom długu JST będą miały wpływ reguły dotyczące zaciągania zobowiązań przez te jednostki, w tym indywidualny wskaźnik zadłużenia.

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



8.4. Zagrożenia dla realizacji *Strategii*

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

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

9. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych

9.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń

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

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

W ostatnim czasie nastąpiła istotna zmiana uwarunkowań geopolitycznych i gospodarczych. Spowodowała ona zaburzenia na rynku paliw, napływ uchodźców wojennych i konieczność wzmożonego rozwoju sił zbrojnych. W związku z nowymi wyzwaniami, przewiduje się w szczególności dalsze udzielanie nowych gwarancji na finansowanie Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych oraz finansowanie transformacji energetycznej. Wraz z kontynuacją programów inwestycji infrastrukturalnych (finansowanie Krajowego Funduszu Drogowego i inwestycji kolejowych), te nowe czynniki powodują, że na najbliższe lata prognozowany jest znaczny wzrost potencjalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń udzielanych przez Skarb Państwa.

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

9.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń

Potencjalne (niewymagalne) zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez jednostki sektora finansów publicznych na koniec I półrocza 2023 r. wynoszą 470,7 mld zł (13,7% PKB prognozowanego na koniec 2023 r.) wobec 455,9 mld zł na koniec 2022 r. (14,8% PKB) oraz 360,5 mld zł na koniec 2021 r. (13,7% PKB).

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2023 r. wynosiły one 447,8 mld zł (ok. 13% PKB prognozowanego na koniec 2023 r.), wobec 432,8 na koniec 2022 r. (14,1% PKB) oraz 356,3 mld zł na koniec 2021 r. (13,5% PKB). Wzrost ww. potencjalnych zobowiązań jest głównie wynikiem udzielania gwarancji związanych ze zwalczaniem skutków COVID-19. Gwarancje te wynoszą na koniec I półrocza 2023 r. 275,0 mld zł.

Dotychczasowy portfel nie stwarza istotnych zagrożeń w zakresie poręczeń i gwarancji SP. Na koniec 2022 r. oraz I półrocza 2023 r. 95% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i

poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. W szczególności konstrukcja finansowania gwarancji związanych z COVID-19 minimalizuje ryzyko wypłat z tytułu tych gwarancji. W odniesieniu do nowych prognozowanych gwarancji, możliwy sposób finansowania Funduszy lub przewidywana sytuacja podmiotów również nie powoduje obecnie istotnego wzrostu prognozowanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń.

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP (stan na 30 czerwca 2023 r.) wynikały z:

- gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego 318,4 mld zł
- w tym:
- na zasilenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 197,9 mld zł
 - na wsparcie Krajowego Funduszu Drogowego 84,9 mld zł
 - na zasilenie Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych 23,4 mld zł
 - na zasilenie Funduszu Pomocy – Ukraina 11,9 mld zł
 - pozostałe gwarancje (KFM, infrastruktura) 0,3 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 77,1 mld zł
 - gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. 17,9 mld zł
 - gwarancji udzielonych za spółkę PGE S.A. 5,7 mld zł
 - gwarancji wypłat z Krajowego Funduszu Drogowego dla Gdańsk Transport Company S.A. 5,7 mld zł
 - gwarancji udzielonych za spółkę PGE Paliwa sp. z o.o. 5,3 mld zł
 - gwarancji wypłat z Krajowego Funduszu Drogowego dla Autostrady Wielkopolskiej II S.A. 5,1 mld zł
 - gwarancji udzielonych za PKN Orlen S.A. (b. PGNiG) 5,0 mld zł
 - gwarancji udzielonej za spółkę Węgllokoks S.A. 4,9 mld zł
 - gwarancji udzielonych za PKP Intercity S.A. 2,0 mld zł

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

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:							
a) sektor finansów publicznych							
w mld zł	360,5	455,9	627,7	913,5	996,3	1 034,6	1 072,6
w relacji do PKB	13,7%	14,8%	18,2%	24,2%	24,6%	24,0%	23,6%
b) Skarb Państwa							
w mld zł	356,3	432,8	603,1	887,4	968,7	1 005,3	1 041,5
w relacji do PKB	13,6%	14,1%	17,5%	23,5%	23,9%	23,4%	23,0%
<i>w tym za podmioty z sektora instytucji rządowych i samorządowych</i>	354,3	406,2	500,3	799,3	889,3	936,4	972,5
<i>w relacji do PKB</i>	13,6%	13,2%	14,5%	21,2%	21,9%	21,8%	21,4%

Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć

A. Wykaz skrótów

ATM – średnia zapadalność (*average time to maturity*)
ATR – *average time to refixing*
BFG – Bankowy Fundusz Gwarancyjny
BGK – Bank Gospodarstwa Krajowego
CIRS – *currency interest rate swap*
DSPW – Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
EBC – Europejski Bank Centralny
Fed – System Rezerwy Federalnej w Stanach Zjednoczonych (*the Federal Reserve System*)
FP – Fundusz Pomocy
FPC – Fundusz Przeciwdziałania COVID-19
FWSZ – Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych
JST – jednostki samorządu terytorialnego
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
RPP – Rada Polityki Pieniężnej
SFP – sektor finansów publicznych
SP – Skarb Państwa
SRW – stabilizująca reguła wydatkowa
SPW – skarbowe papiery wartościowe
WIRON – wskaźnik referencyjny stopy procentowej typu *risk free rate*

B. Słowniczek pojęć

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

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

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

gdzie:

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

j – termin zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
 R – zbiór wszystkich terminów płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
 T – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
 J – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
 NZ_r – wyrażony w złotych nominal dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
 NS_t – wyrażony w złotych nominal dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
 NI_j – nominal (nieindeksowany) dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
 l_0 – bieżący wskaźnik indeksacji dla nominalu obligacji inflacyjnych.

Benchmark

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

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

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

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

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

gdzie:

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

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

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

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

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

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

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

i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s

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

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

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

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

Ryzyko kredytowe – ryzyko, że druga strona transakcji nie wywiąże się, w całości lub w części, ze swojego zobowiązania. Ryzyko to powstaje w wyniku transakcji, których przedmiotem są należności – dla zarządzającego długiem w przypadku stosowania instrumentów pochodnych. Ryzyko kredytowe występuje również w zarządzaniu płynnymi aktywami, np. poprzez dokonywanie lokat w bankach i nabywanie papierów wartościowych. Zarządzanie ryzykiem kredytowym odbywa się głównie poprzez dobór partnerów charakteryzujących się wysoką wiarygodnością kredytową (ocena kredytowa – *rating*) oraz ustalenie limitów kwot zaangażowania uzależnionych od wiarygodności kredytowej partnera oraz rodzaju przeprowadzanej transakcji.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

gdzie:

t – termin zapadalności,

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

N_t – wyrażony w złotych nominal płatny w chwili t ,

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

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

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

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

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

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
<p>1. Konstytucja RP</p> <ul style="list-style-type: none"> nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5); 	<p>1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej</p> <ul style="list-style-type: none"> poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 126) – określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (<i>Excessive Deficit Procedure - EDP</i>);
<p>2. Ustawa o finansach publicznych</p> <ul style="list-style-type: none"> regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia; definicja sektora finansów publicznych. 	<p>2. Protokół w sprawie procedury dotyczącej 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
1. jeśli relacja w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60%:
<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;

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

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

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

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

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

II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST

- a) planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące powiększone o przychody wynikające ze:
 - spłaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych lub środków z lokat dokonanych w latach ubiegłych,
 - nadwyżki budżetu jednostki samorządu terytorialnego z lat ubiegłych, pomniejszonej o środki wskazane w bulecie poniżej,
 - niewykorzystanych środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu, wynikających z rozliczenia dochodów i wydatków nimi finansowanych związanych ze szczególnymi zasadami wykonywania budżetu określonymi w odrębnych ustawach oraz wynikających z rozliczenia środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi środków z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA i dotacji na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem tych środków;
- b) wykonane wydatki bieżące mogą być wyższe niż wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych jedynie o kwotę związaną z realizacją wydatków bieżących z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA w przypadku, gdy środki te nie zostały przekazane w danym roku budżetowym;
- c) JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:
 - spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów,
 - pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST,
 - finansowanie planowanego deficytu budżetu JST,
 - wyprzedzające finansowanie zadań finansowych ze środków pochodzących z budżetu UE;
- 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;

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

f) relacja łącznych kwot z tytułu:

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

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

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

g) ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się do:

- spłat rat kredytów i pożyczek zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami,
 - wykupów papierów wartościowych emitowanych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami i dyskontem,
 - poręczeń i gwarancji udzielonych samorządowym osobom prawnym realizującym zadania jednostki samorządu terytorialnego w ramach programów finansowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA.
- w terminie nie dłuższym niż 90 dni po zakończeniu programu, projektu lub zadania i otrzymaniu refundacji z tych środków; termin ten nie ma zastosowania do odsetek i dyskonta od zobowiązań zaciągniętych na wkład krajowy,
- wykupów papierów wartościowych, spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami i dyskontem, odpowiednio emitowanych lub zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego w co najmniej 50% ze środków UE, w części odpowiadającej wydatkom na wkład krajowy finansowanych tymi zobowiązaniami;

h) ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się także do następującej wyłącznie w roku budżetowym, na który uchwalono budżet, wcześniejszej spłaty zobowiązań, która 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

Poziom korekty wyrażony jest w tysiącach złotych. Wielkość korekty (K_n) jest określona wzorem:

$$K_n = -DF_n * E_n(PKB_n^{CB})$$

Poszczególne symbole oznaczają:

DF_n – dostosowanie fiskalne

$E_n(PKB_n^{CB})$ – prognozowany w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na rok n przedłożonym Sejmowi produkt krajowy brutto w cenach bieżących w roku n

n – rok, na który jest obliczana kwota wydatków

Dostosowanie fiskalne, zgodnie z art. 112a¹ wynosi:

1. pół punktu procentowego, jeżeli:

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

- a) prognozowana przez Komisję Europejską wartość wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych dla Polski przekracza wartość referencyjną (-3% PKB), w jednym z lat n lub n-1 (i nie występują „złe czasy”*) lub
- b) prognozowana przez Komisję Europejską wartość długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dla Polski przekracza wartość referencyjną (60% PKB), w jednym z lat n lub n-1 (i nie występują „złe czasy”*)

2. zero punktu procentowego, jeżeli:

- a) prognozowana przez Komisję Europejską wartość wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych dla Polski nie przekracza wartości referencyjnej (-3% PKB), w jednym z lat n lub n-1 lub przekracza tę wartość, ale występują „złe czasy”*
- b) prognozowana przez Komisję Europejską wartość długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dla Polski nie przekracza wartości referencyjnej (60% PKB), w jednym z lat n lub n-1 lub przekracza tę wartość, ale występują „złe czasy”*

*"Złe czasy" oznaczają sytuację, gdy prognozowane przyszłoroczne realne tempo wzrostu PKB jest niższe (lub równe) o ponad 2 pkt. proc. od średniokresowego realnego tempa wzrostu PKB**.

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

**wskaźnik średniokresowej 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 średniokresowej 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; 	<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
<p align="center">państwowy dług publiczny</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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. 	<p align="center">dług sektora instytucji rządowych i samorządowych</p>
<i>różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji</i>	
<p>a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, FPC, FWSZ):</p> <ul style="list-style-type: none"> • nie są zaliczane do sektora finansów publicznych; • są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych³⁾; 	
<p>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)</p> <ul style="list-style-type: none"> • nie są zaliczane do sektora finansów publicznych; • są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych; 	
<p>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</p> <ul style="list-style-type: none"> • nie jest częścią finansów publicznych • jest częścią rachunków sektora instytucji rządowych i samorządowych 	
<p>2. tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (poza papierami udziałowymi); • kredyty i pożyczki; • przyjęte depozyty; • zobowiązania wymagalne (tj. takie, których termin płatności minął, a które nie zostały przedawnione lub umorzone); 	<ul style="list-style-type: none"> • papiery wartościowe; • pożyczki; • gotówka i depozyty;
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
<ul style="list-style-type: none"> • zobowiązania wymagalne; 	<ul style="list-style-type: none"> • -⁴⁾ • zrestrukturyzowane bądź zrefinansowane kredyty handlowe niezależnie od terminu zapadalności są zaliczane do kategorii pożyczki, czyli także te o pierwotnym terminie zapadalności poniżej lub równej rok⁵⁾
<p>3. wycena zobowiązań wyrażonych w walutach obcych</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • wartość nominalna zobowiązań wyrażonych w walutach obcych podlega przeliczeniu na walutę 	<ul style="list-style-type: none"> • zobowiązania wyrażone w obcej walucie lub wymienione na mocy umów — z jednej obcej waluty na jedną lub

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
<p>polską według średniego kursu walut obcych, ogłoszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w ostatnim dniu roboczym danego okresu sprawozdawczego;</p>	<p>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;</p>
4. dług potencjalny	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
<ul style="list-style-type: none"> nie jest uwzględniany. 	<ul style="list-style-type: none"> ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami; po spełnieniu określonych kryteriów dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejęcia długu).

- Urzędem odpowiedzialnym za określenie zakresu sektora *instytucji rządowych i samorządowych* jest Główny Urząd Statystyczny. Lista jednostek sektora według stanu na 31 grudnia 2017 r. jest dostępna na stronie internetowej GUS: https://stat.gov.pl/download/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5483/6/8/1/lista_jednostek_sektora_instytucji_rzadowych_i_samorzadowych_s.13.xlsx
- Zgodnie z ESA2010 (rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej) jednostka klasyfikowana jest do sektora instytucji rządowych i samorządowych, jeśli nie stanowi odrębnej jednostki instytucjonalnej lub jest oddzielną jednostką instytucjonalną kontrolowaną przez sektor instytucji rządowych i samorządowych i nie prowadzi działalności rynkowej. Zdolność do prowadzenia działalności rynkowej jest sprawdzana głównie za pomocą zwykłego kryterium ilościowego, tzn. jeżeli wskaźnik przychodów ze sprzedaży do kosztów produkcji wynosi powyżej 50%, jednostka ta jest z zasady rynkowa. Jednakże, w celu podjęcia decyzji dotyczącej tego, czy producent, który działa pod kontrolą sektora instytucji rządowych i samorządowych, jest jednostką rynkową, należy uwzględnić również kryteria jakościowe.
- Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć związanych z budową infrastruktury, po spełnieniu określonych kryteriów w zadłużeniu sektora instytucji rządowych i samorządowych mogą być ujmowane także nakłady inwestycyjne poniesione przez podmioty spoza sektora realizujące inwestycje tego typu (imputed loan = pożyczka przypisana).
- Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie lub nadwyżce) sektora instytucji rządowych i samorządowych.
- Warunki zaliczenia zrestrukturyzowanych bądź zrefinansowanych kredytów handlowych do kategorii pożyczki zawarte są w decyzji Eurostatu z dnia 31 lipca 2012 r. *The statistical recording of some operations related to trade credits incurred by government units.*

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 2021–2022

	2021			2022		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	-7,1	194,6	0,88	-2,3	171,3	3,49
Włochy	-9,0	149,9	0,81	-8,0	144,4	3,16
Portugalia	-2,9	125,4	0,30	-0,4	113,9	2,17
Hiszpania	-6,9	118,3	0,35	-4,8	113,2	2,18
Francja	-6,5	112,9	0,01	-4,7	111,6	1,70
Belgia	-5,5	109,1	-0,01	-3,9	105,1	1,73
Cypr	-2,0	101,2	0,37	2,1	86,5	2,96
Strefa euro	-5,3	95,4	0,06	-3,6	91,5	1,86
Unia Europejska	-4,8	88,0	0,39	-3,4	84,0	2,44
Austria	-5,8	82,3	-0,09	-3,2	78,4	1,71
Chorwacja	-2,5	78,4	0,45	0,4	68,4	2,70
Węgry	-7,1	76,6	3,06	-6,2	73,3	7,57
Słowenia	-4,6	74,5	0,07	-3,0	69,9	1,89
Finlandia	-2,8	72,6	-0,09	-0,9	73,0	1,69
Niemcy	-3,7	69,3	-0,37	-2,6	66,3	1,14
Słowacja	-5,4	61,0	-0,08	-2,0	57,8	2,07
Irlandia	-1,6	55,4	0,06	1,6	44,7	1,75
Malta	-7,8	55,1	0,50	-5,8	53,4	2,41
Polska	-1,8	53,6	1,95	-3,7	49,1	6,05
Holandia	-2,4	52,5	-0,33	0,0	51,0	1,38
Rumunia	-7,1	48,6	3,62	-6,2	47,3	7,48
Łotwa	-7,1	43,7	0,00	-4,4	40,8	2,27
Litwa	-1,2	43,7	0,16	-0,6	38,4	0,61
Czechy	-5,1	42,0	1,90	-3,6	44,1	4,33
Dania	3,6	36,7	-0,06	3,3	30,1	1,48
Szwecja	0,0	36,5	0,27	0,7	33,0	1,53
Luksemburg	0,7	24,5	-0,36	0,2	24,6	1,73
Bułgaria	-3,9	23,9	0,19	-2,8	22,9	1,53
Estonia	-2,4	17,6	0,06	-0,9	18,4	2,29

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 18 września 2023 r.

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

Źródło: Refinitiv

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2012 – VI 2023

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	VI 2023
1. Dług Skarbu Państwa												
a) w mld zł	793,9	838	779,9	834,6	928,7	928,5	954,3	973,3	1 097,5	1 138,0	1 238,5	1 277,5
krajowy*	543,0	584,3	503,1	543,3	609,2	644,5	674,4	716,5	831,5	872,7	949,8	984,9
zagraniczny*	250,9	253,8	276,9	291,3	319,5	283,9	279,8	256,9	266,0	265,4	288,7	292,6
b) w relacji do PKB	48,9%	50,9%	45,6%	46,3%	49,8%	46,7%	44,9%	42,5%	46,9%	43,2%	40,2%	39,1%
2. Państwowy dług publiczny												
a) w mld zł	840,5	882,3	826,8	877,3	965,2	961,8	984,3	990,9	1 111,8	1 148,6	1 209,5	1 241,6
b) w relacji do PKB	51,8%	53,6%	48,3%	48,7%	51,8%	48,3%	46,3%	43,3%	47,6%	43,7%	39,3%	38,0%
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (definicja UE)												
a) w mld zł	883,5	931,1	873,9	923,4	1 010,0	1 007,2	1 035,8	1 046,0	1 336,6	1 410,5	1 512,2	1 581,2
b) w relacji do PKB	54,4%	56,5%	51,1%	51,3%	54,2%	50,6%	48,7%	45,7%	57,2%	53,6%	49,1%	48,4%

*) Wg kryterium miejsca emisji.

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2012 – VI 2023

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	VI 2023
1. Produkt krajowy brutto												
w mld zł	1 612,7	1 630,1	1 700,6	1 798,5	1 853,2	1 982,8	2 126,5	2 288,5	2 337,7	2 631,3	3 078,3	3 265,8
2. Kursy walutowe (na koniec okresu)												
a) EUR	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,45
b) USD	3,10	3,01	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	4,11

Źródło: GUS, NBP.

Aktualizacja „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2024-2027”, przyjętej przez Radę Ministrów 27 września 2023 r.

Aktualizacja „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2024-2027” (przyjętej przez Radę Ministrów 27 września 2023 r.) zawiera aktualizację prognoz długu publicznego na lata 2023-2024 zawartych w tej Strategii. Obecnie trwają prace nad przygotowaniem planów rządowych realizujących zapowiedzi ogłoszone w exposé premiera Donalda Tuska, których realizacja będzie uwzględniała ramy fiskalne w zakresie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Pełne uwzględnienie tych planów w średnioterminowej prognozie makroekonomicznej i fiskalnej, w tym również w zakresie prognoz długu publicznego, możliwe będzie w Aktualizacji Programu Konwergencji, którego projekt Minister Finansów przedstawi Radzie Ministrów w kwietniu 2024 r.

Aktualne pozostają założenia dotyczące sposobu realizacji celu Strategii, którym jest minimalizacja kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach związanych z ryzykiem oraz zadania Strategii, tj. zapewnienie płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych oraz płynności budżetu państwa.

Przedstawione w niniejszej aktualizacji „Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2024-2027” prognozy długu publicznego na lata 2023-2024 są spójne z projektem ustawy budżetowej na 2024 r.

*Tabela. Prognozy długu publicznego i kosztów obsługi długu SP**

Wyszczególnienie	2022	2023	2024
1. Dług Skarbu Państwa			
a) w mld zł	1 238,5	1 352,4	1 614,2
- krajowy	949,8	1 052,8	1 246,0
- zagraniczny	288,7	299,6	368,1
b) w relacji do PKB	40,4	39,3	42,8
2. Państwowy dług publiczny			
a) w mld zł	1 209,5	1 346,8	1 602,3
b) w relacji do PKB	39,4	39,1	42,5
3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych**			
a) w mld zł	1 090,0	1 280,9	1 552,7
b) w relacji do PKB	35,5	37,2	41,2
4. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych			
a) w mld zł	1 512,2	1 697,1	2 041,9
b) w relacji do PKB	49,3	49,3	54,2
5. Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowo)***			
a) w mld zł, w tym:	32,7	62,0	66,5
- długu krajowego	27,7	54,7	57,0
- długu zagranicznego	5,0	7,3	9,5
b) w relacji do PKB	1,07%	1,80%	1,76%

*) Do prognozy na lata 2023 - 2024 przyjęto bieżące kursy walutowe (fixing NBP z dnia 15.12.2023 r.).

***) 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.*

Przy przyjętych założeniach, relacja państwowego długu publicznego do PKB obniży się na koniec 2023 r. do 39,1%, a następnie wzrośnie do 42,5% w 2024 r., pozostając bezpiecznie poniżej progu ostrożnościowego 55% określonego w ustawie o finansach publicznych.

Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB utrzyma się na poziomie 49,3% w 2023 r., a następnie wzrośnie do 54,2% w 2024 r. Oznacza to, że wartość referencyjna relacji długu EDP do PKB na poziomie 60% nie zostanie w horyzoncie *Strategii* przekroczona.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2024 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 66,5 mld zł, tj. 1,76% PKB.