



Ministerstwo
Finansów

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH w latach 2026-2029

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2025 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	8
3.	Ocena realizacji celu Strategii w 2024 r. i w I połowie 2025 r.....	13
3.1.	Minimalizacja kosztów obsługi długu - dobór instrumentów.....	13
3.2.	Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW	19
3.3.	Ograniczenia związane z ryzykiem.....	21
4.	Uwarunkowania Strategii.....	23
4.1.	Uwarunkowania makroekonomiczne i fiskalne Strategii.....	23
4.2.	Uwarunkowania międzynarodowe.....	24
4.3.	Krajowy rynek SPW.....	26
4.3.1.	Banki krajowe.....	27
4.3.2.	Krajowi inwestorzy pozabankowi.....	28
4.3.3.	Inwestorzy zagraniczni.....	30
4.4.	Reforma wskaźników referencyjnych	31
5.	Cel Strategii.....	33
6.	Zadania Strategii	36
6.1.	Zapewnianie płynności rynku SPW	36
6.2.	Zapewnianie efektywności rynku SPW	36
6.3.	Zapewnianie przejrzystości rynku SPW	37
6.4.	Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa.....	37
7.	Oddziaływanie na dług sektora finansów publicznych	39
7.1.	Zmiany w regulacjach w zakresie zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego oraz nadzorowane lub kierowane przez nie jednostki sektora finansów publicznych.....	39
7.2.	Stabilizująca reguła wydatkowa.....	42
7.3.	Fundusze zarządzane przez Bank Gospodarstwa Krajowego zaliczone do sektora instytucji rządowych i samorządowych	43
8.	Przewidywane efekty realizacji Strategii	45
8.1.	Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu.....	45
8.2.	Struktura długu Skarbu Państwa	48
8.3.	Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa.....	50
8.4.	Zagrożenia dla realizacji Strategii	51
9.	Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych	52
9.1.	Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń	52
9.2.	Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń.....	52
Aneks 1.	Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć.....	54
Aneks 2.	Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku SPW.....	59
Aneks 3.	Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE	60
Aneks 4.	Wybrane dane statystyczne dotyczące finansów publicznych i wiarygodności kredytowej w Polsce i UE	67

1. Wprowadzenie

Zgodnie z art. 75 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2024 r. poz. 1530, z późn. zm., dalej: ustawa o finansach publicznych) Minister Finansów¹ zobowiązany jest do opracowania co roku czteroletniej strategii zarządzania długiem Skarbu Państwa (SP) oraz oddziaływania na państwowy dług publiczny (PDP). Dokument ten Minister Finansów przedstawia Radzie Ministrów do zatwierdzenia, a następnie Rada Ministrów przedstawia go Sejmowi wraz z uzasadnieniem projektu ustawy budżetowej.

Zarządzanie długiem publicznym odbywa się na dwóch płaszczyznach:

- w szerszym znaczeniu stanowi element polityki fiskalnej i obejmuje decyzje, jaka część wydatków państwa ma być finansowana poprzez zaciąganie długu, a zatem jaka będzie wielkość długu publicznego (aspekt ten jest omawiany w dokumentach poświęconych programowi gospodarczemu rządu, w szczególności w corocznie opracowywanym uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej oraz w corocznych sprawozdaniach z wdrażania Średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego na lata 2025-2028, publikowanych do 30 kwietnia);
- w węższym znaczeniu oznacza sposób finansowania potrzeb pożyczkowych państwa oraz kształtowanie struktury długu, w szczególności poprzez wybór rynków, instrumentów i terminów emisji.

Tabela 1. Dług publiczny – podsumowanie prognoz Strategii

Wyszczególnienie	2024	2025	2026 wg limitów	2026	2027	2028	2029
1. Państwowy dług publiczny							
w relacji do PKB	44,3%	48,9%	53,8%	53,0%	55,6%	58,3%	59,5%
2. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*							
w relacji do PKB	40,1%	44,9%	52,6%	51,8%	54,4%	57,2%	58,4%
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych							
w relacji do PKB	55,3%	59,8%	66,2%	65,4%	69,1%	72,7%	75,3%

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

Prognoza na lata 2025-2029 została przygotowana w reżimie zarówno krajowych jak i unijnych ram budżetowych, w tym przy przestrzeganiu zaleconej, w ramach procedury nadmiernego deficytu, ścieżki wydatków netto, uwzględniając dodatkową elastyczność wynikającą z uruchomienia przez Radę UE krajowej klauzuli wyjścia m.in. dla Polski. Oprócz uwarunkowań wynikających z reguł fiskalnych, uwzględnia także prognozowaną różnicę pomiędzy odpowiednio wydatkami lub kosztami planowanymi wg limitów uwzględnianych w planach finansowych jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych a ich rzeczywistą realizacją.

¹Zgodnie z art. 2 pkt 1 ustawy o finansach publicznych przez Ministra Finansów rozumie się odpowiednio ministra właściwego do spraw budżetu, ministra właściwego do spraw finansów publicznych oraz ministra właściwego do spraw instytucji finansowych. Od 24 lipca 2025 r. wskazanymi działami administracji rządowej kieruje Minister Finansów i Gospodarki.

Założono, że w latach 2027-2029 obsługa i wykup obligacji wyemitowanych przez BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania Covid-19 oraz przez Polski Fundusz Rozwoju w ramach Tarczy Finansowej będzie odbywać się ze środków Funduszu Przeciwdziałania Covid-19 pozyskiwanych w drodze emisji obligacji.

Przy przyjętych założeniach prognozowana relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniesie 48,9% w 2025 r. i 53,0% w 2026 r., a następnie będzie rosła, przekraczając poziom 55% w 2027 r. i w horyzoncie prognozy osiągając 59,5%. Natomiast relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych wyniesie 44,9% w 2025 r. i 51,8% w 2026 r., a następnie będzie wzrastać przekraczając próg 55% w 2028 r. i 2029 r.

W przypadku realizacji prognoz długu publicznego próg ostrożnościowy 55% PKB określony w ustawie o finansach publicznych zostałby przekroczony przez obie relacje w 2028 r., co oznaczałoby uruchomienie procedur ostrożnościowych wynikających z ustawy w 2030 r.

W horyzoncie *Strategii* relacja państwowego długu publicznego do PKB pozostanie poniżej konstytucyjnego progu 60%.

Prognozowana relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB wyniesie 59,8% w 2025 r. i 65,4% w 2026 r., co oznacza, że wartość referencyjna relacji długu EDP do PKB na poziomie 60% zostanie przekroczona w 2026 r. W horyzoncie *Strategii* relacja ta wzrośnie do 75,3% w 2029 r.

Przy założeniu pełnego wykonania limitu deficytu zapisanego w projekcie ustawy budżetowej na rok 2026 relacja do PKB państwowego długu publicznego wyniosłaby w 2026 r. 53,8%, a kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych 52,6%. Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniosłaby 66,2% PKB.

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

Wyszczególnienie	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa* (kasowe)						
a) w mld zł	66,5	75,5	90,0	105,6 - 107,1	115,9 - 117,5	128,9 - 130,8
b) w relacji do PKB	1,83%	1,94%	2,16%	2,40% - 2,44%	2,50% - 2,53%	2,64% - 2,68%

*) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2027-29 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2026 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 90,0 mld zł, tj. 2,2% PKB. *Strategia* zakłada, że koszty obsługi długu wzrosną do 2,6-2,7% PKB w 2029.

Niniejsza *Strategia* stanowi kontynuację dotychczasowych dokumentów. Utrzymany został cel sformułowany jako sfinansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sposób zapewniający minimalizację kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach związanych z ryzykiem. Utrzymane zostały zadania służące realizacji celu *Strategii* związane z rozwojem rynku finansowego, tj. zapewnianie płynności, efektywności i przejrzystości rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW) oraz zadanie dotyczące efektywnego zarządzania płynnością budżetu państwa.

Dla realizacji celu *Strategii* w latach 2026-2029 przyjęto, że:

- utrzymanie elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty i instrumentów, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi długu SP 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;
- będzie miało miejsce dążenie do osiągnięcia średniej zapadalności krajowego długu SP na poziomie zbliżonym do 4,5 roku oraz utrzymana zostanie średnia zapadalność całego długu SP na poziomie co najmniej 5 lat, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyleń wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych.

Strategia zawiera cztery aneksy, w tym słowniczek wybranych skrótów.

2. Wielkość długu publicznego i kosztów jego obsługi

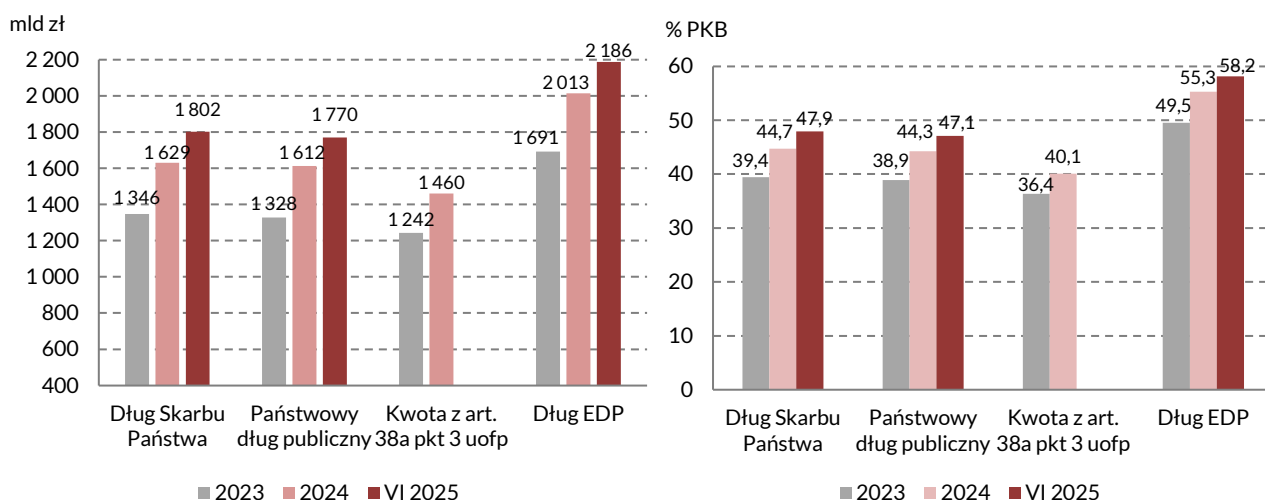
W 2024 r. państwowy dług publiczny (tj. dług publiczny wg definicji krajowej) wyniósł 1 611,6 mld zł, co oznaczało wzrost o 283,5 mld zł w porównaniu z końcem 2023 r. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (tj. dług publiczny wg definicji UE) wyniósł 2 012,7 mld zł i był o 321,5 mld zł wyższy w porównaniu z końcem 2023 r.

Relacje długu publicznego do PKB w 2024 r.:

- relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniosła 44,3% wobec 38,9% na koniec 2023 r. (wzrost o 5,4 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 2024 r. ukształtowała się na poziomie 40,1% PKB wobec 36,4% PKB na koniec 2023 r.;
- relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wyniosła 55,3% wobec 49,5% na koniec 2023 r. (wzrost o 5,8 pkt proc.) i była znacznie niższa od relacji dla całej Unii Europejskiej (81,0% PKB) oraz strefy euro (87,4% PKB)².

W pierwszym półroczu 2025 r. relacje PDP i długu EDP do PKB wzrosły odpowiednio o 2,8 i 2,9 pkt proc. do 47,1% i 58,2%.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego



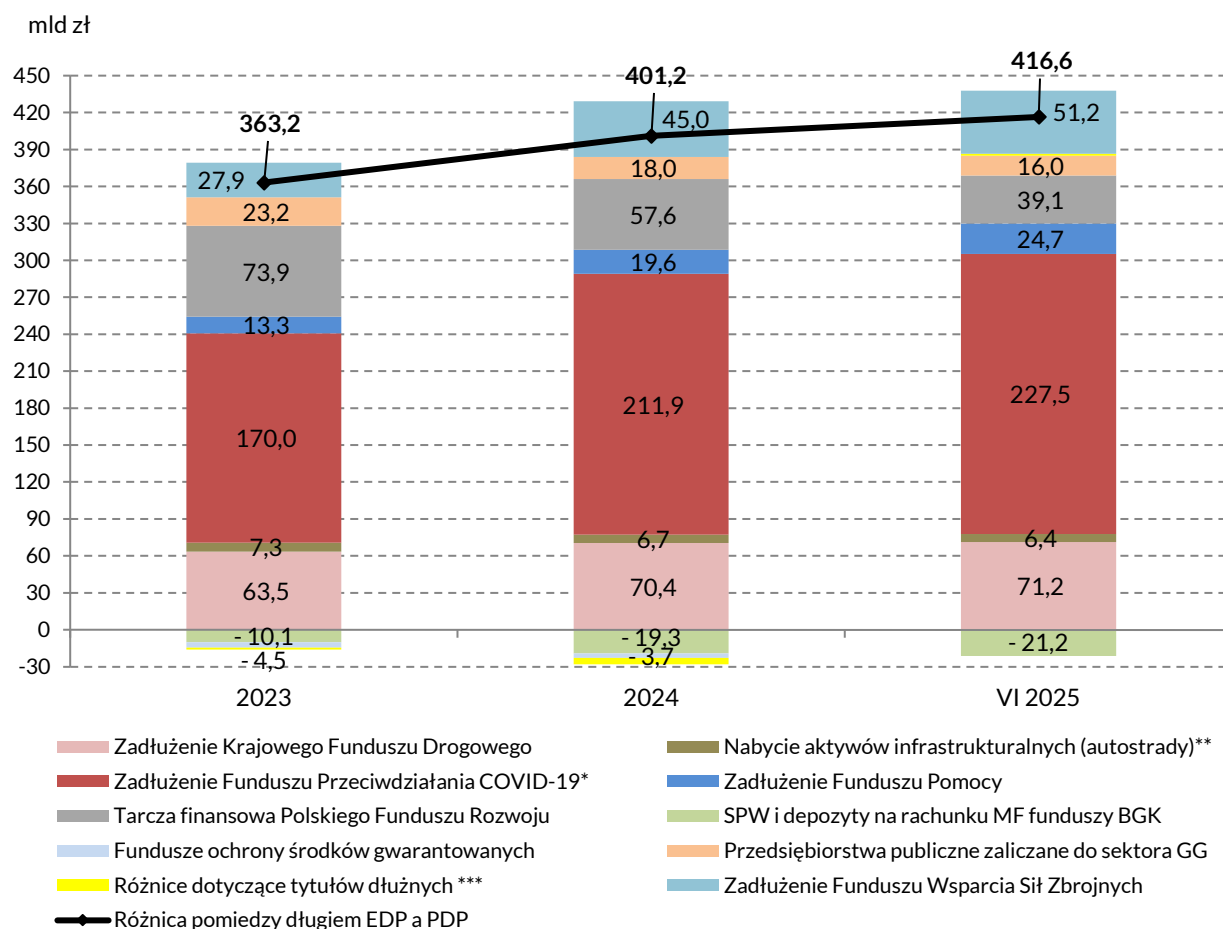
Różnice pomiędzy państwowym długiem publicznym a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych wynikają z następujących czynników:

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

²⁾ Zestawienie wyniku i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dla państw UE znajduje się w Aneksie 4.

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

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



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

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

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

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

Zmiany wielkości państwowego długu publicznego wynikały głównie ze zmian długu SP, który stanowi ok. 93% PDP, a długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dodatkowo przede wszystkim z emisji obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, Funduszu Pomocy oraz zaciągania zobowiązań na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, a także wykupu obligacji wyemitowanych przez PFR na sfinansowanie Tarczy Finansowej.

Wzrost długu Skarbu Państwa w 2024 r. o 283,1 mld zł był głównie wypadkową:

- potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa (+180,5 mld zł), głównie jako wypadkowa deficytu budżetu państwa w wysokości 211,0 mld zł, konsolidacji zarządzania płynnością (-32,0 mld zł), zarządzania środkami europejskimi (-13,3 mld zł), środków na finansowanie deficytu budżetu środków europejskich (+11,5 mld zł) oraz salda pożyczek udzielonych (+3,3 mld zł);
- zwiększenia stanu środków na rachunkach budżetowych (+48,0 mld zł);
- przekazania obligacji skarbowych na podstawie innych ustaw niż ustawa o finansach publicznych (+23,3 mld zł), łączna wartość nominalna przekazanych SPW wyniosła 24,0 mld zł, z czego 3,7 mld zł przekazano do Funduszu Reprywatyzacji, z drugiej strony 3,0 mld zł SPW będących w posiadaniu Funduszu zostało wykupione;
- różnic kursowych (-1,6 mld zł);
- zmiany pozostałego zadłużenia SP (+17,7 mld zł), w tym: wzrostu depozytów od jednostek sektora finansów publicznych (+4,5 mld zł) i jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych (+9,5 mld zł) w ramach konsolidacji zarządzania płynnością.

W I połowie 2025 r. wzrost długu SP o 172,8 mld zł był wypadkową przede wszystkim:

- potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa (+115,5 mld zł), głównie jako wypadkowa deficytu budżetu państwa w wysokości 119,7 mld zł, środków na finansowanie deficytu budżetu środków europejskich (+4,7 mld zł), salda pożyczek udzielonych (+6,5 mld zł), zarządzania środkami europejskimi (-7,6 mld zł) oraz konsolidacji zarządzania płynnością (-8,5 mld zł);
- przyrostu stanu środków na rachunkach budżetowych (+56,6 mld zł);
- przekazania obligacji skarbowych (+4,6 mld zł) – łączna kwota przekazanych obligacji wyniosła 5,6 mld zł, natomiast obligacje o wartości 1,0 mld zł przekazane przez Rządową Agencję Rezerw Strategicznych do Funduszu Inwestycji Kapitałowych podlegają konsolidacji w ramach długu SP;
- różnic kursowych (-13,7 mld zł);
- zmiany pozostałego zadłużenia SP (+1,1 mld zł).

Na 22 września 2025 r. stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto 2025 r. według ustawy budżetowej wyniósł ok. 92%, a według przewidywanego wykonania 2025 r.

w projekcie ustawy budżetowej na rok 2026, potrzeby te zostały już w całości sfinansowane.

Tabela 3. Przyczyny wzrostu długu SP w 2024 r. i w I połowie 2025 r. (w mld zł)

Wyszczególnienie	2024	I-VI 2025
Przyrost długu Skarbu Państwa	283,1	172,8
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa:	180,5	115,5
1.1. Deficyt budżetu państwa	211,0	119,7
1.2. Deficyt budżetu środków europejskich	11,5	4,7
1.3. Saldo konsolidacji zarządzania płynnością	-32,0	-8,5
1.4. Zarządzanie środkami europejskimi	-13,3	-7,6
1.5. Saldo pożyczek udzielonych	3,3	6,5
1.6. Pozostałe potrzeby pożyczkowe ¹⁾	-0,1	0,8
2. Pozostałe zmiany:	102,7	57,2

2.1. Różnice kursowe	-1,6	-13,7
2.2. Zmiana stanu na rachunkach budżetowych	48,0	56,6
2.3. Przekazanie obligacji	23,3	4,6
2.4. Dyskonto od SPW i indeksacja SPW	15,3	8,6
2.5. Zmiana pozostałego długu Skarbu Państwa	17,7	1,1
• Depozyty JSFP ²⁾	4,5	3,3
• Depozyty JSFG ³⁾	9,5	1,3
• Pozostałe depozyty ⁴⁾	3,8	-3,6
• Pożyczki udzielone przez JSFP ⁵⁾	0,0	0,0
• Pozostałe zadłużenie SP	0,0	0,1

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

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

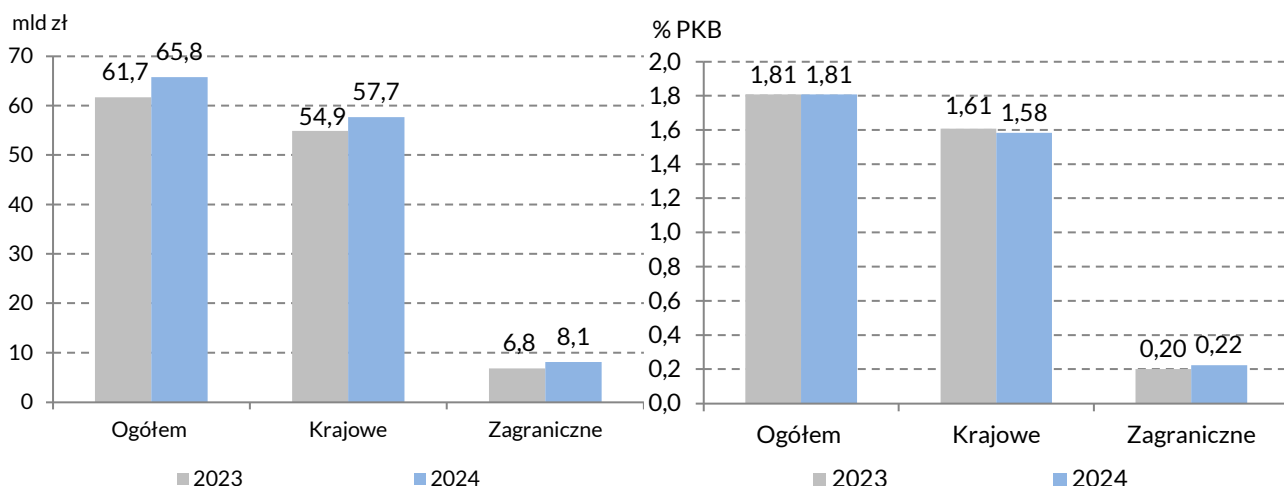
3) Depozyty od jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych nienależących do SFP, bez wpływu na dług EDP (definicja UE).

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.

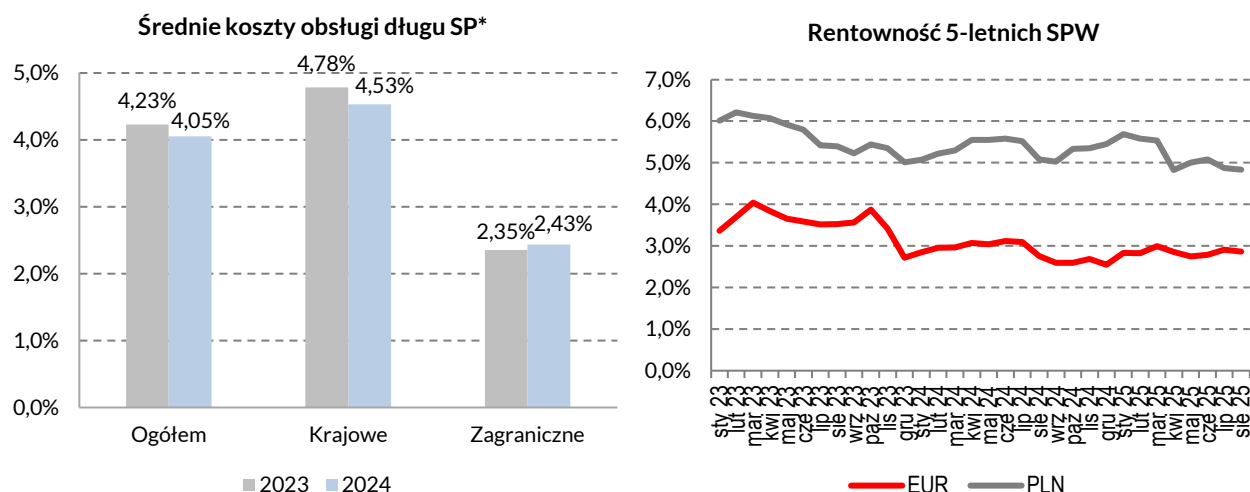
W 2024 r. miał miejsce wzrost kasowych kosztów obsługi długu SP w ujęciu nominalnym do 65,8 mld zł z 61,7 mld zł w 2023 r. (w tym długu krajowego z 54,9 mld zł do 57,7 mld zł) przy jednoczesnym spadku dochodów z tytułu emisji długu (premii i wykupionych odsetek) z 8,0 mld zł w 2023 r. do 6,2 mld zł w 2024 r. Relacja kosztów obsługi długu do PKB nie zmieniała się w stosunku do 2023 r. i wyniosła 1,81%. 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) spadły z 4,23% w 2023 r. do 4,05% w 2024 r., w tym długu krajowego z 4,78% do 4,53%. Wynikało to z bieżącego kosztu finansowania rynkowego oraz poziomu kosztów obsługi długu zaciąganego w przeszłości.

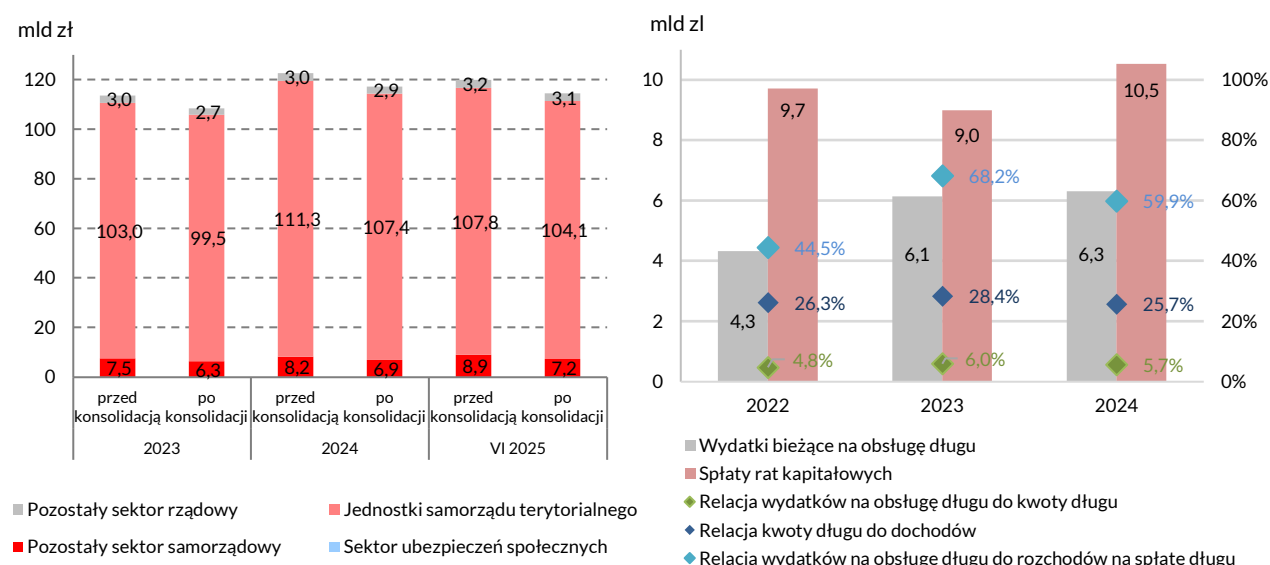
Wykres 4. Rynkowe stopy procentowe a średnie koszty obsługi długu SP



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

Największy udział w zadłużeniu innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych stanowiło zadłużenie sektora samorządowego, w szczególności dług jednostek samorządu terytorialnego (JST) i ich związków. W 2024 r. nieskonsolidowany dług JST i ich związków wzrósł o 8,3 mld zł i wyniósł 111,3 mld zł. Dług tych jednostek skonsolidowany w ramach sektora finansów publicznych wzrósł do 107,4 mld zł. W pierwszej połowie 2025 r. zadłużenie JST i ich związków spadło odpowiednio o 3,6 mld zł przed konsolidacją i o 3,3 mld zł po konsolidacji.

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



3. Ocena realizacji celu *Strategii* w 2024 r. i w I połowie 2025 r.

W 2024 r. i w I połowie 2025 r. zarządzanie długiem Skarbu Państwa odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2024-2027*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2023 r. i jej aktualizacji przyjętej przez Radę Ministrów w grudniu 2023 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2025-2028*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2024 r.

Oba dokumenty definiowały ten sam cel zarządzania długiem Skarbu Państwa, tj. minimalizację kosztów obsługi długu w długim horyzoncie, przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomów ryzyka. W strategii na lata 2025-2028 cel minimalizacji długu został przeformułowany tak, by bezpośrednio odwoływał się do nadrzędnego dla zarządzania długiem aspektu sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. 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 2024 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 354,6 mld zł. Na rynkach zagranicznych zaciągnięto zobowiązania o wartości nominalnej 106,6 mld zł, z czego 64,2 mld zł stanowiły zobowiązania z tytułu emisji obligacji, 4,2 mld zł kredyty zaciągnięte w międzynarodowych instytucjach finansowych, a 38,3 mld zł otrzymano z długoterminowych pożyczek z UE.

W I połowie 2025 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 241,4 mld zł, a zaciągnięte zobowiązania na rynkach zagranicznych wyniosły 35,6 mld zł (prawie w całości z tytułu emisji obligacji skarbowych).

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

Instrumenty	2023		2024		I-VI 2025	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Krajowe SPW	218,6	76,7	354,6	76,9	241,4	87,2
Zagraniczne SPW	45,9	16,1	64,2	13,9	35,1	12,7
Kredyty z MIF	1,1	0,4	4,2	0,9	0,5	0,2
Pożyczki z UE	19,5	6,8	38,3	8,3	0,0	0,0

Wśród instrumentów emitowanych na rynku krajowym dominowały papiery hurtowe przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych (w 2024 r. stanowiły 76,7% wartości łącznej sprzedaży, a w I połowie 2025 r. 84,5%), przy wysokim choć malejącym udziale obligacji oszczędnościowych (w 2024 r. 23,3%, a w pierwszej połowie 2025 r. 15,5%).

W strukturze sprzedaży rynkowych SPW oferowanych na rynku pierwotnym w 2024 r. i w I połowie 2025 r. przeważały papiery średnio- i długoterminowe (o terminie zapadalności powyżej 4 lat), choć udział tych papierów w sprzedaży zmniejszył się z 87,2% w 2023 r. do 72,9% w I połowie 2025 r. W styczniu 2025 r., po 5 latach przerwy, w ofercie znalazły się bony skarbowe (o terminach zapadalności 37-52 tygodnie), służące zarówno do bieżącego

zarządzania płynnością budżetu państwa, jak i do finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu. Emisja bonów skarbowych wpisuje się w elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania potrzeb pożyczkowych i pozwoliła na zmniejszenie podaży w innych segmentach rynku. W przypadku obligacji oszczędnościowych największy udział w sprzedaży posiadały papiery krótko- i średnioterminowe (o zapadalności do 4 lat), przy czym udział obligacji o zapadalności do 2 lat zwiększył się wyraźnie w I połowie 2025 r. (do 43,7% z 27,0% w 2023 r.).

Tabela 5. Sprzedaż SPW na rynku krajowym wg terminów zapadalności

Instrumenty	2023	2024	I-VI 2025
SPW rynkowe	100%	100%	100%
Bony skarbowe	0,0%	0,0%	13,5%
Obligacje o terminie zapadalności do 4 lat	12,8%	15,9%	13,5%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat do 6 lat	66,1%	53,2%	50,4%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 6 lat	21,1%	30,9%	22,5%
Obligacje oszczędnościowe	100%	100%	100%
Obligacje o terminie zapadalności do 2 lat	27,0%	32,3%	43,7%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 2 lat do 4 lat	60,0%	59,1%	47,9%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat	13,0%	8,6%	8,5%

Ze względu na rodzaj oprocentowania największy udział w strukturze sprzedaży krajowych SPW na rynku hurtowym utrzymały papiery o stałym oprocentowaniu, przy malejącym udziale instrumentów o oprocentowaniu zmiennym (spadek z 30,1% w 2023 r. do 19,2% w I połowie 2025 r.) i zerokuponowych. Duże zainteresowanie nową emisją obligacji indeksowanych inflacją na rynku hurtowym (rozpoczęcie emisji IZ0836 w czerwcu 2024 r.) spowodowało, że udział tych papierów na koniec 2024 r. wyniósł 7,5%. Wraz ze spadkiem inflacji w 2025 r. popyt na ten typ instrumentów malał, co znalazło odbicie w spadku udziału obligacji indeksowanych inflacją w sprzedaży SPW na rynku hurtowym do 3,2% w I połowie 2025 r. Wraz z powrotem do regularnej emisji bonów skarbowych udział tych instrumentów w strukturze sprzedaży w I połowie 2025 r. wyniósł 13,5%.

W przypadku obligacji oszczędnościowych zmianie uległy preferencje nabywców tych obligacji, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście w strukturze sprzedaży udziału obligacji o oprocentowaniu stałym (do 39,1% z 20,1% w 2023 r.) oraz zmiennym (do 41,0% z 25,3% w 2023 r.) kosztem spadku udziału obligacji o oprocentowaniu opartym o inflację (do 20,0% z 54,6% w 2023 r.).

Tabela 6. Sprzedaż SPW na rynku krajowym wg rodzaju oprocentowania

Instrumenty	2023	2024	I-VI 2025
SPW rynkowe	100%	100%	100%
Obligacje o oprocentowaniu stałym	57,7%	61,9%	57,2%
Obligacje zerokuponowe	12,3%	8,4%	7,0%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym	30,1%	22,1%	19,2%
Obligacje o nominale indeksowanym inflacją	0,0%	7,5%	3,2%
Bony skarbowe	0,0%	0,0%	13,5%
Obligacje oszczędnościowe	100%	100%	100%

Obligacje o oprocentowaniu stałym	20,1%	41,3%	39,1%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym opartym o inflację	54,6%	28,2%	20,0%
Pozostałe obligacje o oprocentowaniu zmiennym	25,3%	30,5%	41,0%

Na rynkach zagranicznych w omawianym okresie przeprowadzono sześć emisji obligacji benchmarkowych na rynku euro o łącznej wartości nominalnej 9,75 mld EUR i pięć emisji na rynku amerykańskim o łącznej wartości nominalnej 13,5 mld USD.

Ponadto, w listopadzie 2024 r. przeprowadzono kolejną emisję obligacji nominowanych w JPY na rynku japońskim. Wyemitowano pięć serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 97,1 mld JPY. Głównymi czynnikami, które zadecydowały o emisji na rynku japońskim były:

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

Poza emisjami benchmarkowymi, w listopadzie 2024 r. wyemitowano również w formule private placement obligację 3-letnią o wartości nominalnej 0,25 mld EUR. Emisja została przeprowadzona w odpowiedzi na zapotrzebowanie stabilnego i długoterminowego inwestora, klasyfikowanego jako „instytucja publiczna/bank centralny”.

Tabela 7. Emisje obligacji na rynkach zagranicznych w 2024 r. i w I połowie 2025 r.

Okres	Zapadalność (lata)	Waluta	Wartość emisji (mln)	Rentowność
2024	10	EUR	2 500	3,716%
	20	EUR	1 250	4,175%
	5	USD	1 500	4,797%
	10	USD	3 000	5,162%
	30	USD	3 500	5,580%
	7	EUR	1 750	3,197%
	15	EUR	1 250	3,898%
	3	EUR	250	2,591%
	3	JPY	66 300	1,290%
	5	JPY	9 200	1,480%
	10	JPY	7 100	1,960%
	20	JPY	9 500	2,730%
	30	JPY	5 000	3,050%
I – VI 2025	5	EUR	1 500	3,018%
	10	EUR	1 500	3,631%
	5	USD	2 750	4,995%
	10	USD	2 750	5,472%

W lipcu br. przeprowadzono dwie emisje obligacji benchmarkowych nominowanych w euro o łącznej wartości 3,0 mld euro: 7-letnie obligacje o wartości 1,75 mld euro i 12-letnie obligacje tzw. green bonds o wartości 1,25 mld euro. Ostatnia emisja zielonych obligacji

miała miejsce w 2019 r., celem emisji jest przeznaczenie pozyskanych środków na finansowanie projektów prośrodowiskowych.

Łącznie w 2024 r. i w I połowie 2025 r. zaciągnięto kredyty z MIF o wartości 1,1 mld EUR. W grudniu 2023 r. rozpoczęto również korzystanie z pożyczek z Unii Europejskiej w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RRF), stworzonego w celu odbudowy gospodarki europejskiej po pandemii Covid-19. Polega on na emisji obligacji przez Komisję Europejską na rzecz UE, z których środki przekazywane są krajom członkowskim w formie preferencyjnych pożyczek oraz dotacji. W omawianym okresie (2024 r. i I połowa 2025 r.) Polska otrzymała łącznie 8,96 mld EUR pożyczek na realizację Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności (13,5 mld EUR od początku programu).

Do głównych czynników, które miały wpływ na przebieg i strukturę finansowania potrzeb pożyczkowych w 2024 r. i w I połowie 2025 r. należy zaliczyć:

1) czynniki lokalne, w tym głównie:

- politykę pieniężną RPP i sytuację na rynku finansowym, w tym:
 - prowadzenie polityki *wait-and-see* i obniżka stóp o 50 pb w maju br. (w tym stopy repo do 5,25% i stopy depozytowej do 4,0%). Do kwietnia br. Rada utrzymywała stopy procentowe bez zmian, gdyż w jej ocenie taki poziom stóp NBP sprzyjał realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Majowa obniżka stóp procentowych miała charakter dostosowania do niższej bieżącej i prognozowanej inflacji, osłabienia dynamiki płac i słabszych danych o koniunkturze. W ocenie Rady czynnikiem niepewności pozostaje kształtowanie się presji popytowej i sytuacji na rynku pracy w kolejnych kwartałach, poziom administrowanych cen energii oraz dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej. Dalsze decyzje RPP będzie podejmowała w oparciu o napływające dane i prognozy ich kształtowania. Rada nie zmieniła również stopy rezerwy obowiązkowej (3,5%) ani jej oprocentowania (na poziomie stopy referencyjnej);
 - spadek inflacji w skali roku – z 6,2% w grudniu 2023 r. do 4,1% w czerwcu br. z okresowym spadkiem do 2,0% w marcu 2024 r.;
 - 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;
 - napływ kapitału zagranicznego na krajowym rynku SPW (o 16,3 mld zł w 2024 r. i o 14,0 mld zł w I połowie 2025 r.), m.in. wskutek zwiększenia dysparytetu pomiędzy stopami procentowymi w Polsce i na bazowych rynkach długu w warunkach zmienności na rynkach finansowych i wobec zdecydowanej zmiany kursu polityki pieniężnej Fed i EBC;
 - umocnienie złotego wobec euro w 2024 r. i w I połowie 2025 r., przy niższej zmienności kursu walutowego (zmienność kursu EUR/PLN wyniosła odpowiednio 5,1% i 4,0% wobec 6,4% w 2023 r., kurs wahał się w granicach odpowiednio 4,24-4,39 i 4,13-4,29 wobec 4,30-4,79 w 2023 r., a średnio wyniósł 4,30 i 4,23 wobec 4,54 w 2023 r.) oraz aprecjacja złotego wobec dolara w 2024 r. i w I połowie 2025 r., przy relatywnie wysokiej zmienności kursu (zmienność kursu USD/PLN wyniosła

odpowiednio 9,2% i 7,8% wobec 11,0% w 2023 r., kurs wahał się w granicach odpowiednio 3,80-4,16 i 3,60-4,17 wobec 3,89-4,48 w 2023 r., a średni kurs wyniósł 3,98 i 3,87 wobec 4,20 w 2023 r.);

- istotna zmienność na rynku krajowych obligacji skarbowych w całym omawianym okresie, przy wzroście rentowności w 2024 r. i spadku w I połowie 2025 r. wzdłuż całej krzywej dochodowości: rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich w 2024 r. wahały się w przedziale odpowiednio: 4,68% - 5,43%, 4,87% - 5,73% i 5,05% - 5,98% i na koniec roku wyniosły odpowiednio 5,19%, 5,61% i 5,90% (wzrost o odpowiednio 11 pb, 59 pb i 71 pb). W I połowie 2025 r. rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich wahały się w przedziale odpowiednio: 4,30%-5,35%, 4,63%-5,85% i 5,19%-6,15% i na koniec czerwca 2025 r. wyniosły odpowiednio 4,59%, 4,96% i 5,54% (spadek o odpowiednio 60 pb, 65 pb i 36 pb);

- kontynuacja finansowania wydatków funduszy umiejscowionych w BGK na rynkach długu:
 - na rzecz FPC w 2024 r. BGK wyemitował obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa o łącznej wartości 13,1 mld zł i terminach zapadalności od 3 do 18 lat na rynku krajowym, a na rynkach zagranicznych obligacje o zapadalności od 7 do 20 lat o łącznej wartości 5,1 mld EUR i 10-letnią obligację nominowaną w USD o wartości 1,75 mld USD. W I połowie 2025 r. BGK uplasował 18,1 mld zł obligacji o terminie zapadalności od 4 do 10 lat na rynku krajowym;
 - na rzecz Funduszu Pomocy w 2024 r. BGK wyemitował obligacje gwarantowane przez SP o łącznej wartości 1,5 mld EUR, a w 2025 r. obligacje o wartości nominalnej 1,25 mld EUR;
 - na rzecz KFD w BGK w 2024 r. wyemitował obligacje 30-letnie gwarantowane przez Skarb Państwa o wartości 1,75 mld USD; a w I połowie 2025 r. obligacje 12-letnie o wartości 1,0 mld EUR;
- uchwalenie przez Sejm ustawy budżetowej na rok 2025, w której założono dochody budżetu państwa w wysokości 632,8 mld zł, limit wydatków na poziomie 921,6 mld zł i dopuszczalny deficyt budżetu państwa w wysokości 288,8 mld zł;
- uruchomienie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski i sześciu innych państw członkowskich przez Radę UE;
- przyjęcie planu budżetowo-strukturalnego na lata 2025-2028, który zakłada ograniczenie - zgodnie z wymogami przepisów UE - wzrostu wydatków w latach 2025-2028 do wskaźnika umożliwiającego stopniowe obniżenie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz utrzymanie długu sektora na ostrożnym poziomie w średnim okresie;
- uchwalenie ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (z dnia 28 czerwca 2024 r.) wprowadzającej zmiany w stabilizującej regule wydatkowej (SRW). Zmiany dotyczą w szczególności rozszerzenia zakresu podmiotowego SRW, uspołnienia wyłączeń ze stosowania SRW z regulacjami unijnymi, klauzuli wyjścia oraz algorytmu stosowanego do obliczania kwoty wydatków SRW.

Zmiany dostosowały krajowe ramy fiskalne do nowych przepisów unijnych, które weszły w życie 30 kwietnia 2024 r. oraz uwzględniły wnioski z przeglądu stabilizującej reguły wydatkowej przeprowadzonego we współpracy z Międzynarodowym Funduszem Walutowym i wnioski pokontrolne Najwyższej Izby Kontroli w zakresie funkcjonowania SRW;

- wygrana Karola Nawrockiego w II turze wyborów prezydenckich w czerwcu br. z wynikiem 50,89% głosów (kontrkandydat Rafał Trzaskowski uzyskał poparcie 49,11% głosujących). W reakcji na wyniki wyborów premier D. Tusk zwrócił się do Sejmu o wyrażenie wotum zaufania dla rządu. 11 czerwca Sejm udzielił wotum zaufania rządowi, za głosowało 243 posłów, przeciw 210, nikt nie wstrzymał się od głosu;
- ministrowie finansów UE zaakceptowali zmiany w polskim KPO, które zakładają utworzenie Funduszu Bezpieczeństwa i Obronności o wartości ok. 26 mld zł;

2) czynniki zewnętrzne, w tym w szczególności:

- politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne, na którą złożyły się:
 - **w USA:** trzy obniżki stóp procentowych w 2024 roku, łącznie o 100 pb, w wyniku czego stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 4,25-4,50% i spowolnienie tempa programu redukcji sumy bilansowej Fed. W I połowie 2025 r. Fed utrzymywał stopy procentowe na stabilnym poziomie ze względu na dobrą kondycję gospodarki i niepewność co do kształtu i zakresu polityki celnej administracji USA.
Na posiedzeniu w czerwcu br. Fed przedstawił nowe projekcje stóp procentowych, z których wynikało, że w II połowie roku można się spodziewać obniżek stóp w łącznej wysokości 50 pb. Jednocześnie mediany oczekiwanych poziomów stóp procentowych dla 2026 r. i 2027 r. były o 25 pb wyższe niż w prognozie marcowej;
 - **w strefie euro:** łagodzenie polityki pieniężnej wraz ze spadkiem inflacji i przekonaniem EBC, że inflacja powróci do celu w średnim terminie: od czerwca 2024 r. EBC dokonał ośmiu obniżek stop procentowych, łącznie o 235 pb (stopa repo znalazła się na poziomie 2,15%, a stopa depozytowa - 2,0%), a z końcem 2024 r. wygasł reinwestowanie kapitału w ramach programu PEPP;
 - **w Japonii:** podwyższenie ujemnych stóp procentowych łącznie o 60 pb (dwie podwyżki stóp w 2024 r. odpowiednio o 20 pb i 15 pb i jedna podwyżka w styczniu br. o 25 pb), w wyniku czego główna stopa procentowa znalazła się na poziomie 0,50%; okresowe interwencje na rynku walutowym w celu powstrzymania silnej deprecjacji jena wobec dolara, utrzymanie górnej granicy przedziału wahań rentowności 10-letniego benchmarku na poziomie 1,00% oraz zapowiedź zmniejszenia tempa redukcji skupu obligacji rządowych do 200 mld JPY od kwietnia 2026 r.;
 - **w Szwajcarii:** obniżenie stóp procentowych o 125 pb w 2024 r. (trzy obniżki po 25 pb i jedna o 50 pb) i o 50 pb w I połowie 2025 r. (dwie obniżki po 25 pb), w wyniku czego główna stopa została obniżona do 0,0% w czerwcu br. oraz zapowiedź możliwych interwencji na rynku walutowym;
- łagodzenie przez wiele krajów restrykcyjnej polityki pieniężnej w reakcji na bieżącą sytuację gospodarczą i zmniejszenie presji inflacyjnej (m.in. Węgry, Czechy, Rumunia,

Szwecja); jednocześnie niektóre banki centralne podwyższyły stopy procentowe (m.in. Rosja i Turcja);

- sytuację geopolityczną na świecie wpływającą na poziom apetytu na ryzyko na globalnym rynku finansowym, w tym m.in.:
 - trwająca od lutego 2022 r. inwazja Rosji na Ukrainę, która przerodziła się w niszczycielską wojnę i spowodowała wzrost napięć na świecie, a zwłaszcza w Europie;
 - wprowadzanie nowych sankcji gospodarczych, politycznych i finansowych na Rosję obejmujących m.in. zamrożenie rosyjskich aktywów, blokowanie lub ograniczanie handlu z Rosją;
 - kontynuacja konfliktu na Bliskim Wschodzie, zapoczątkowanego w 2023 r. przez ataki terrorystyczne ze strony organizacji Hamas i zdecydowaną odpowiedź militarną Izraela oraz wznowienie działań militarnych w Syrii; zaostrzenie konfliktu pomiędzy Izraelem i Iranem w czerwcu br. zakończone zawieszeniem broni;
 - niestabilna sytuacja polityczna we Francji w wyniku przegranej przez obóz polityczny prezydenta E. Macrona przyspieszonych wyborów parlamentarnych i późniejszego upadku rządu. Spowodowało to wzrost niepewności na europejskich rynkach finansowych i rentowności francuskich obligacji skarbowych do nienotowanych od wielu lat poziomów;
 - zwycięstwo Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich w USA wraz ze zdobyciem przez Partię Republikańską większości w Kongresie oraz zapowiedzi i działania w sferze politycznej i gospodarczej, a zwłaszcza celnej;
 - wzrost niepewności politycznej w Niemczech po rozpadzie koalicji rządzącej i ogłoszeniu przedterminowych wyborów w 2025 roku, zakończonych wyborem na nowego kanclerza lidera CDU Friedricha Merza. Nowy kanclerz jest niechętny wspólnej emisji długu przez UE na wydatki wojskowe, uzasadniając swoje stanowisko obawą o wzrost zadłużenia nie tylko państw europejskich, ale i na całym świecie;
- ogłoszenie przez KE planu dozbrajania Europy, który ma zmobilizować do 800 mld EUR na obronę. Plan przewiduje m.in. poluzowanie unijnych reguł wydatkowych (maksymalnie do 1,5% PKB), pakiet pożyczek w wysokości 150 mld euro dla krajów UE (w maju br. państwa członkowskie UE zatwierdziły zaproponowany przez polską prezydenturę tekst rozporządzenia ustanawiającego program pożyczkowy na obronność SAFE), możliwość korzystania z funduszy z polityki spójności (do decyzji krajów UE) czy wykorzystanie działalności Europejskiego Banku Inwestycyjnego.

3.2. Minimalizacja kosztów obsługi długu - zapewnienie efektywności rynku SPW

Wśród najważniejszych działań służących minimalizacji kosztów obsługi długu Skarbu Państwa w rozumieniu zapewnienia efektywności rynku SPW należy wymienić:

- politykę emisyjną zakładającą budowanie dużych serii obligacji benchmarkowych na rynku krajowym. W połowie 2025 r. 18 emisji obligacji przekraczało wartość 30 mld zł (wobec 16 na koniec 2023 r.), w tym 15 emisji było większych od 40 mld zł

(na koniec 2023 r. były 4 takie emisje). Emisje o wartości nominalnej większej niż 40 mld zł stanowiły 77,4% wartości nominalnej obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu wobec 67,4% na koniec 2024 r. Odpowiednio duża wartość emisji w sposób istotny wpływa na poziom płynności na rynku wtórnym;

- powrót do emisji obligacji indeksowanych inflacją na rynku hurtowym. W czerwcu 2024 r. po blisko 8 latach od ostatniej emisji wyemitowano nowe 12-letnie obligacje indeksowane inflacją: IZ0836 o kuponie 2%. Czynnikiem zadecydującym o emisji tych obligacji była potrzeba rozszerzenia oferty obligacji na rynku hurtowym w warunkach znaczącego spadku inflacji do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego i zainteresowanie tym instrumentem zgłaszane przez inwestorów z sektora pozabankowego i inwestorów zagranicznych. Wysoki popyt ze strony nabywców umożliwił sprzedaż tych obligacji w omawianym okresie w łącznej wysokości 22,0 mld zł i rozszerzenie oferty instrumentów indeksowanych inflacją o obligację 6-letnią IZ0831 od stycznia 2025 r.;
- emisje obligacji na rynku euro i dolara amerykańskiego o wartości zapewniającej płynność danej serii (w 2024 r. i I połowie 2025 r. przeprowadzono łącznie 6 emisji o wartości powyżej 1 mld EUR oraz 5 emisji o wartości powyżej 1 mld USD);
- dostosowywanie poziomu i struktury podaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej;
- transakcje typu *sell-buy-back* (SBB) pomiędzy dealerami SPW (DSPW) i kandydatami na DSPW a BGK na szczególnych zasadach (mechanizm wprowadzono w lutym 2014 r. w celu wspierania rozrachunku w sytuacji czasowej i istotnie ograniczonej dostępności obligacji konkretnej serii na rynku wtórnym). W 2024 r. i I połowie 2025 r. przeprowadzono transakcje o wartości nominalnej 14,2 mld zł, co stanowiło 0,1% wszystkich zawartych transakcji SBB na rynku SPW;
- przyznanie Skarbowi Państwa (Ministrowi Finansów) statusu Inwestora Publicznego na rynku Treasury BondSpot Poland (dalej: „TBSP”), co umożliwiło Ministrowi Finansów od kwietnia 2024 r. zawieranie transakcji repo nie tylko na rynku OTC, ale również na rynku ASO - TBSP, z bankami, które mają status Market Makersa. W 2024 r. zawarto transakcje na kwotę 172,1 mld PLN, w I połowie 2025 r. na kwotę 209,0 mld PLN;
- objęcie stabilizującą regułą wydatkową (SRW) skarbowych papierów wartościowych przekazywanych nieodpłatnie przez jednostki i organy objęte SRW jednostkom sektora instytucji rządowych i samorządowych. Zmiana ta wynika bezpośrednio z rekomendacji Najwyższej Izby Kontroli i została dokonana w ramach ustawy z dnia 28 czerwca 2024 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1089);
- zamiana obligacji oszczędnościowych po preferencyjnej cenie:
 - ustalenie niższej ceny zamiany w czerwcu, lipcu i sierpniu 2024 r. dla obligacji 2-letnich (DOR), 3-letnich (TOS), 4-letnich (COI) i 10-letnich (EDO), w związku z wykupem obligacji oszczędnościowych o łącznej wartości blisko 10,3 mld zł (w tym wykupem obligacji rocznych ROR oraz pierwszych emisji DOR, na łączną kwotę blisko 8,3 mld zł). Podobnie jak w 2023 r., niższa cena zamiany miała na celu zachęcenie posiadaczy obligacji zapadających w miesiącach czerwiec-sierpień 2024 r. do reinwestycji środków pochodzących z ich wykupu.

3.3. Ograniczenia związane z ryzykiem

Tabela 8. Ocena realizacji ograniczeń celu Strategii związanych z ryzykiem

Ograniczenia celu Strategii						
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji	Miara	Wartość		
				2023	2024	VI 2025
Ryzyko refinansowania	Zadawalający	- Obniżenie udziału obligacji średnio- i długoterminowych w łącznej sprzedaży obligacji hurtowych na rynku krajowym w 2024 r. i w I połowie 2025 r. (odpowiednio 84,1% i 72,9% wobec 87,2% w 2023 r.); - Duża rola przetargów zamiany: - odkupiono 31,6% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie I 2024 - VI 2025; - w okresie od 2024 r. do połowy 2025 r. odkupiono w sumie obligacje o wartości nominalnej 81,3 mld zł, podczas gdy w okresie od 2023 r. do połowy 2024 r. o wartości nominalnej 80,3 mld zł; - Wzrost średniej zapadalności długu krajowego w 2024 r. i w I połowie 2025 r. (odpowiednio 4,32 roku i 4,20 roku wobec 4,08 roku w 2023 r.) pozostający jednak poniżej przyjętego w Strategii poziomu 4,5 roku ze względu na utrzymywanie się uwarunkowań rynkowych w zakresie struktury popytu oraz starzenie się długu. Strategia przyjęta we wrześniu 2024 r. dopuszcza możliwość przejściowych odchyień średniej zapadalności od poziomów docelowych, wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych; - Wzrost średniej zapadalności długu ogółem i utrzymywanie się powyżej 5 lat od 2023 r., zgodnie z założeniami Strategii (głównie w wyniku dużych emisji długoterminowych obligacji na rynkach zagranicznych oraz pożyczek z UE); - Emisja bonów skarbowych od stycznia 2025 r. wpływająca na skrócenie średniej zapadalności długu.	Średnia zapadalność długu** (w latach)			
			- krajowego	4,08	4,32	4,20
			- zagranicznego	8,63	10,94	10,75
			- razem	5,25	6,07	5,78
			Udział w krajowych SPW:			
			- SPW do 1 roku	13,2%	10,8%	10,7%
Ryzyko kursowe	Wysoki	- Utrzymanie udziału długu w walutach obcych w długu SP poniżej 25%, tj. zgodnie z założeniami Strategii; - Utrzymanie efektywnego udziału długu w euro w długu zagranicznym (po uwzględnieniu transakcji pochodnych) powyżej minimalnego poziomu założonego w Strategii (70%).	- bonów skarbowych	0,0%	0,0%	2,1%
			Udział długu zagranicznego w długu SP	22,6%	23,1%	20,6%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	88,8%	91,7%	92,6%
Ryzyko stopy procentowej	Wysoki	- Utrzymanie ATR długu krajowego w założonym przedziale 2,6-3,6 roku; - Zgodnie ze Strategią utrzymany został dominujący udział instrumentów o oprocentowaniu stałym w długu krajowym oraz w długu nominowanym w walutach obcych.	ATR (w latach) długu**			
			- krajowego	3,02	3,11	3,07
			- zagranicznego	6,75	7,40	7,42
			- razem	3,99	4,25	4,12
			Duration długu ** (w latach)			
			- krajowego	2,65	2,79	2,77
			- zagranicznego	5,31	5,66	5,86
			- razem	3,31	3,54	3,50
			Udział długu o oproc. zmiennym w długu SP	30,5%	29,4%	27,7%
			Udział długu o oproc. zmiennym w długu krajowym	35,2%	31,6%	29,2%

Ograniczenia celu <i>Strategii</i>		
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Ryzyko płynności	Wysoki	Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były: • oprocentowane lokaty złotowe w NBP - w 2024 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 234,0 mld zł, a w I połowie 2025 r. - 115,6 mld zł; • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK - w 2024 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 2 041,5 mld zł, a w I połowie 2025 r. - 1 860,6 mld zł; • rynkowe lokaty złotowe zabezpieczone papierami skarbowymi – w 2024 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 252,0 mld zł, a w I połowie 2025 r. 209,0 mld zł; • lokaty walutowe - w 2024 r. zawarto lokaty na kwotę o równowartości 83,0 mld EUR, a w I połowie 2025 r. na kwotę o równowartości 58,6 mld EUR; • wymiana skonsolidowanych środków walutowych w NBP i na rynku; w 2024 r. sprzedano waluty o równowartości 25,3 mld EUR w NBP i o równowartości 4,9 mld EUR na rynku, w I połowie 2025 r. o równowartości odpowiednio 8,6 mld EUR i 1,6 mld EUR; • transakcje typu <i>cross currency swap</i> (CIRS), których celem była zamiana waluty przepływów wynikających z emisji obligacji w USD na EUR - w 2024 r. zostały zawarte transakcje o łącznej wartości 7,5 mld USD, a w I połowie 2025 r. o wartości 5,5 mld USD; • transakcje IRS zawarte w celu rozłożenia w czasie wydatków na obsługę długu – w 2024 r. zostały zawarte transakcje o łączną wartość nominalną 106 mld zł. Stan środków w ramach konsolidacji zarządzania płynnością na koniec 2024 r. wyniósł 125,0 mld zł, a na koniec czerwca 2025 r. - 133,5 mld zł. Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2024 r. i w I połowie 2025 r. zapewnił bezpieczną realizację przepływów budżetowych.
Ryzyko kredytowe	Wysoki	• Rynkowe lokaty złotowe 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	• 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	Wysoki	• Kupony nowych emisji ustalane były na poziomie nieznacznie poniżej ich prognozowanej rentowności; • Na wysokość kosztów obsługi długu miały również wpływ transakcje swapowe zawarte w 2024 r. służące rozłożeniu kosztów obsługi długu pomiędzy latami 2024-2025. W wyniku tych transakcji w 2024 roku koszty zwiększyły się o 7,1 mld zł, a w 2025 r. zmniejszyły się o 7,4 mld zł.

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

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

4. Uwarunkowania Strategii

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

4.1. Uwarunkowania makroekonomiczne i fiskalne Strategii

Ocena sytuacji makroekonomicznej i kierunków polityki fiskalnej została przedstawiona w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na rok 2026. W tabeli 9. zawarto główne założenia makroekonomiczne Strategii, oparte o założenia projektu ustawy budżetowej oraz prognozę deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych wg metodyki unijnej (ESA2010).

Tabela 9. Założenia makroekonomiczne i fiskalne przyjęte w *Strategii*

Wyszczególnienie	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Realny wzrost PKB (%)	2,9	3,4	3,5	3,0	2,9	2,8
PKB w cenach bieżących (mld zł)	3 641,2	3 901,2	4 160,2	4 396,3	4 638,3	4 881,6
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	3,6	3,7	3,0	2,6	2,5	2,4
EUR/PLN - na koniec roku	4,2730	4,2604	4,2604	4,2604	4,2604	4,2604
USD/PLN - na koniec roku	4,1012	3,6774	3,6774	3,6774	3,6774	3,6774
Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w relacji do PKB)	6,6	6,9	6,5	5,7	6,1	4,7

Na lipcowym posiedzeniu (w dniach 1-2 lipca br.) RPP obniżyła stopy procentowe, tym razem o 25 pb. W rezultacie stopa referencyjna została obniżona do 5,0%, a stopa depozytowa do 4,5%. W ocenie Rady decyzję uzasadniała konieczność dostosowania stóp procentowych do oczekiwanej inflacji, która zgodnie z dostępnymi prognozami obniży się w najbliższych miesiącach poniżej górnej granicy dopuszczalnego przedziału wahań dla celu inflacyjnego (3,5%). We wrześniu Rada ponownie obniżyła stopy procentowe o 25 pb (w tym stopę repo do 4,75%), ze względu na większy od oczekiwań spadek inflacji. Zapowiedziała również, że dalsze decyzje w kwestii stóp będą uzależnione od napływających danych dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej i podtrzymała opinię, że czynnikiem ryzyka dla obniżenia inflacji pozostaje polityka fiskalna, ożywienie popytu konsumpcyjnego i podwyższona dynamika płac.

Zaprezentowana w tabeli prognoza deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych na lata 2025-2029 została przygotowana w reżimie zarówno krajowych (stabilizującej reguły wydatkowej, procedur ostrożnościowych i sanacyjnych powiązanych z poziomem państwowego długu publicznego), jak i unijnych ram budżetowych, w tym przy przestrzeganiu zaleconej, w ramach procedury nadmiernego deficytu, ścieżki wydatków netto, uwzględniając dodatkową elastyczność wynikającą z uruchomienia przez Radę UE krajowej klauzuli wyjścia m.in. dla Polski. Prognoza deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych, oprócz uwarunkowań wynikających z reguł fiskalnych, uwzględnia także prognozowaną różnicę pomiędzy odpowiednio wydatkami lub kosztami planowanymi wg limitów uwzględnianych w planach finansowych jednostek sektora instytucji rządowych

i samorządowych a ich rzeczywistą realizacją.

Ponadto mając na uwadze, iż podstawowym instrumentem planowania wieloletniego w zakresie sektora instytucji rządowych i samorządowych w Polsce jest stabilizująca reguła wydatkowa (SRW) określona w ustawie o finansach publicznych³ oraz fakt, że w istotnym stopniu determinuje ona trajektorię wydatków w zakresie tego sektora, szacuje się, że skala wielkości deficytu jednostek sektora, przede wszystkim przedsiębiorstw publicznych do niego zaliczanych nie objętych procedurą budżetową, o której mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów w sprawie szczegółowego sposobu, trybu i terminów opracowania materiałów do projektu ustawy budżetowej w latach 2025 – 2029 kształtuje się w przedziale od 0,1 do 0,3 % PKB.

4.2. Uwarunkowania międzynarodowe

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

- otwarcie w lipcu 2024 r., wskutek wysokiego deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2023 r., procedury nadmiernego deficytu wobec Polski. W dniu 21 stycznia br. Rada UE przyjęła rekomendacje dla Polski, wyznaczając 2028 rok jako termin zlikwidowania nadmiernego deficytu oraz zalecając przestrzeganie tempa wzrostu wydatków netto przedstawionego w *Średniookresowym planie budżetowo-strukturalnym na lata 2025-2028*. Komisja Europejska będzie monitorować realizację zalecanej ścieżki dwa razy w ciągu roku (wiosną oraz jesienią w latach 2025-2029) na podstawie danych historycznych. Komisja nie będzie oceniać wysokości deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 2025-2028. Kluczowa jest zgodność z rekomendowanym przez Radę UE tempem wzrostu wydatków netto;
- uruchomienie przez Radę UE krajowych klauzul wyjścia (z ang. national escape clause – NEC) umożliwiających odejście od rekomendowanej przez Radę UE ścieżki wydatków do wysokości przyrostu wydatków na obronność w stosunku do sytuacji przed wojną w Ukrainie, jednak nie więcej niż 1,5% PKB rocznie. Należy jednak pamiętać, że pomimo uruchomienia krajowej klauzuli wyjścia, unijny nadzór budżetowy nadal funkcjonuje, a jego zasady obowiązują. Oznacza to, że wydatki na obronność przekraczające próg 3,1% PKB (według unijnej definicji COFOG, tj. klasyfikacji wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych według funkcji) będą traktowane zgodnie z zasadami unijnego nadzoru budżetowego;
- 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; na posiedzeniach w lipcu i we wrześniu br. członkowie Rady Prezesów utrzymali stopy procentowych bez zmian i zgodzili się co do tego, że kolejne decyzje będą podejmowane na bieżąco uwzględniając napływające dane. Bank centralny nie ma ustalonej ścieżki stóp, cel inflacyjny został osiągnięty, istnieją natomiast ryzyka w dół dla wzrostu

³ Szczegółowy opis SRW określa ustawa o finansach publicznych (art. 112aa – art. 112db)

gospodarczego. We wrześniu EBC przedstawił nowe prognozy inflacji, zgodnie z którymi inflacja osiągnie średnio 2,1% w 2025 r., 1,7% w 2026 r. i 1,9% w 2027 r. Prognozy inflacji były zbliżone do projekcji z czerwca. Nowe prognozy wzrostu gospodarczego pokazały wyższą ścieżkę wzrostu gospodarczego na 2025 r. (1,2% wobec 0,9% w poprzedniej prognozie), a nieco niższą na 2026 r. (1,0% wobec 1,1%). Nie zmieniła się natomiast prognoza wzrostu gospodarczego dla 2027 r. (1,3%);

- kontynuację nastawienia *wait-and-see* w polityce pieniężnej przez Fed – na posiedzeniu w lipcu br. bank centralny nie zmienił przedziału dla stopy funduszy federalnych (4,25-4,50%) i podał, że zakres i termin dostosowania stóp procentowych będzie uzależniony od oceny przez Fed napływających danych, zmieniających się perspektyw gospodarczych i bilansu ryzyk. We wrześniu br., po ośmiu miesiącach przerwy bank centralny obniżył stopy procentowe o 25 pb (stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 4,00%-4,25%) ze względu na wzrost ryzyk dotyczących zatrudnienia. Z prognoz opublikowanych na wrześniowym posiedzeniu wynika, że większość członków Fed spodziewa się obniżenia stóp procentowych jeszcze o 50 pb w tym roku i po 25 pb w 2026 r. i 2027 r. Oczekuje się, że na koniec 2028 r. stopa procentowa Fed wyniesie 3,1%, a w długim okresie 3,0% (bez zmian wobec projekcji z czerwca);
- kontynuację akomodacyjnej polityki pieniężnej przez Bank Japonii, w tym: utrzymanie krótkoterminowej stopy procentowej na poziomie 0,50%; stopy długoterminowe co do zasady mają być kształtowane na rynkach finansowych, właściwe jest jednak ograniczanie zakupu rządowych obligacji skarbowych w zaplanowany sposób, tj.: redukcja skali miesięcznych zakupów obligacji skarbowych o ok. 400 mld jenów w kwartale do końca marca 2026 r. i o ok. 200 mld JPY w kwartale od kwietnia 2026 r. aż do osiągnięcia poziomu ok. 2,0 bln jenów w marcu 2027 r.; ponadto w celu poprawienia płynności na rynku rządowych papierów wartościowych bank centralny wdroży program pożyczek papierów wartościowych; jednocześnie w sytuacji nagłego wzrostu długoterminowych stóp procentowych na rynku Bank będzie reagował dynamicznie np. poprzez zwiększenie wielkości zakupów obligacji rządowych, niezależnie od miesięcznego harmonogramu skupu;
- obniżenie perspektywy ratingu Polski ze stabilnej do negatywnej przez agencję Fitch (4 września br.) i potwierdzenie oceny ratingowej na poziomie A-. Decyzję uzasadniono pogorszeniem prognoz deficytu sektora finansów publicznych, brakiem wiarygodnej strategii konsolidacji fiskalnej, szybkim wzrostem długu sektora finansów publicznych i sytuacją polityczną w kraju, ograniczającą pole do wdrażania reform przed następnymi wyborami w 2027 r.; oceny agencji i oczekiwania co do ich zmian są jednym z czynników wpływających na wycenę polskiego długu;
- obniżenie perspektywy ratingu Polski ze stabilnej do negatywnej przez agencję Moody's (19 września br.) i potwierdzenie ratingu na poziomie A2. Podobnie jak w przypadku wcześniejszej decyzji agencji Fitch decyzja o zmianie perspektywy odzwierciedlała słabsze prognozy wskaźników fiskalnych i długu sektora *general government* oraz opóźnienia stopniowej konsolidacji fiskalnej;
- 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 na świecie związane z eskalacją napięć handlowych i sytuacją geopolityczną, w tym trwającą rosyjską wojną na Ukrainie i konfliktem na Bliskim Wschodzie.

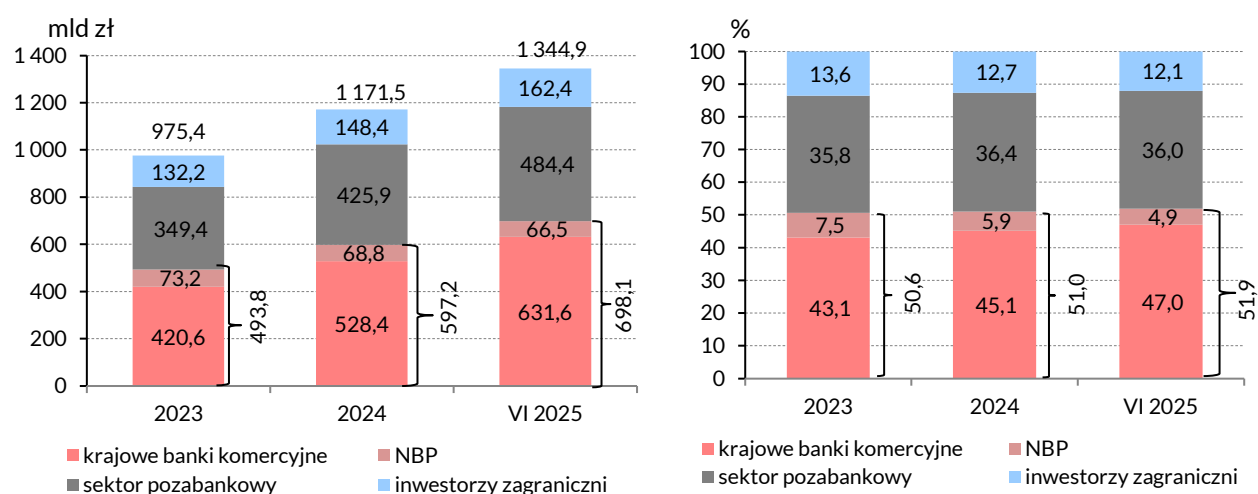
4.3. Krajowy rynek SPW

Istotnym uwarunkowaniem zarządzania długiem SP 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.

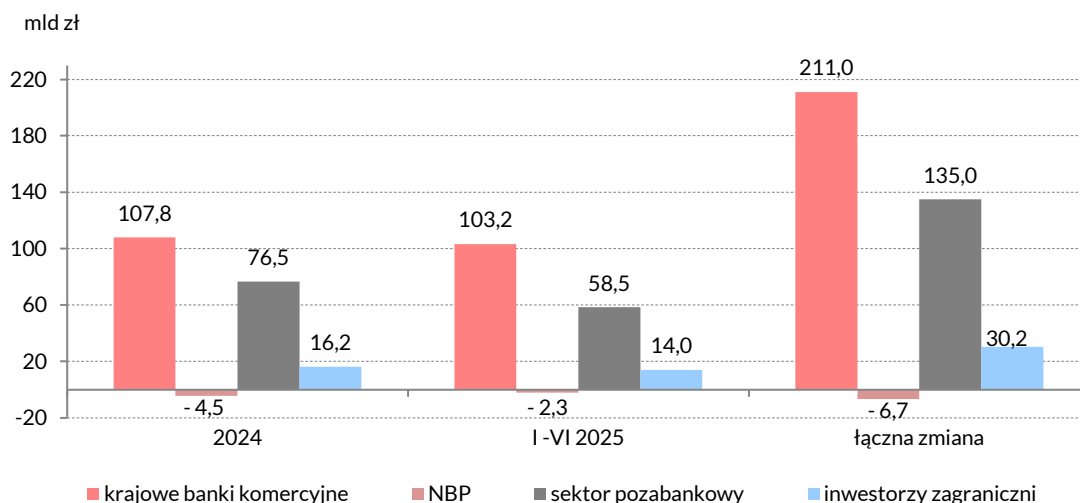
Podmioty inwestujące na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych można podzielić na trzy główne grupy: krajowy sektor bankowy, krajowy sektor pozabankowy i inwestorów zagranicznych. Od końca 2023 r. do I połowy 2025 r. w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW zaobserwowano następujące zmiany:

- utrzymanie dominującego udziału zadłużenia krajowego sektora bankowego (51,9% na koniec czerwca 2025 r.), w ujęciu nominalnym zaangażowanie wzrosło o 204,3 mld zł, w wyniku wzrostu zaangażowania banków komercyjnych o 211,0 mld zł i spadku NBP o 6,7 mld zł;
- wzrost zaangażowania krajowych inwestorów pozabankowych łącznie o 135,0 mld zł, ich udział w strukturze podmiotowej wzrósł do 36,0% (o 0,2 pkt proc.);
- wzrost zaangażowania w krajowe SPW inwestorów zagranicznych, łącznie o 30,2 mld zł, w efekcie ich udział wyniósł 12,1% (obniżył się o 1,5 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 2025 r. posiadali 87,9% zadłużenia w krajowych SPW, co oznaczało wzrost o 1,5 pkt proc. względem końca 2023 r., a ich zaangażowanie wzrosło w tym okresie o 339,3 mld zł (tj. o 40,2%).

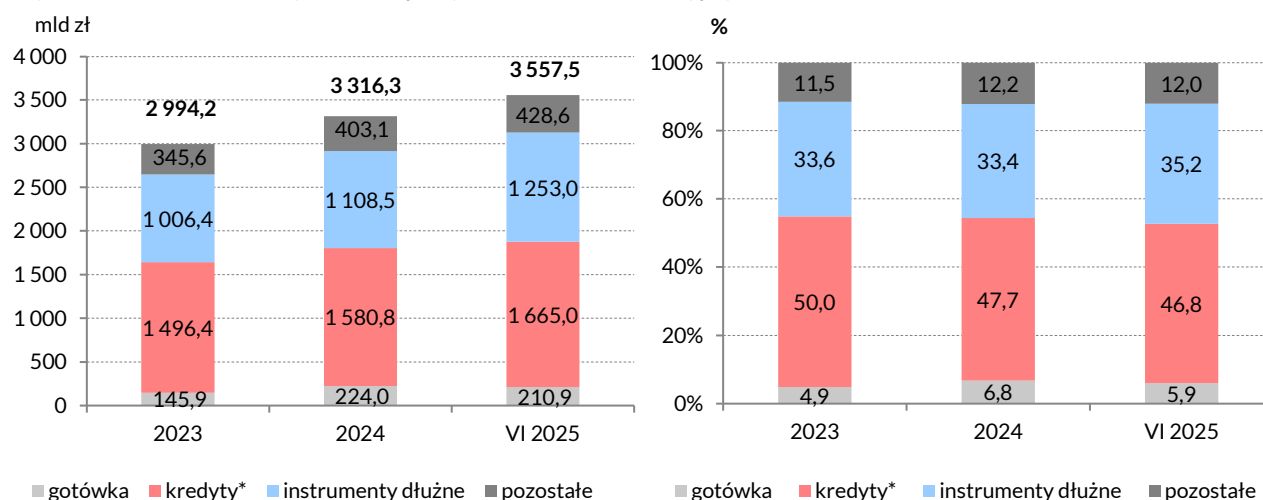
4.3.1. Banki krajowe

Aktywa krajowych banków komercyjnych na koniec czerwca 2025 r. wynosiły 3,6 bln zł (wzrost o 18,8% wobec końca 2023 r.), przy dominującym udziale kredytów i innych należności od podmiotów krajowych (46,8%). Drugim największym składnikiem aktywów były instrumenty dłużne – na koniec czerwca 2025 r. ich udział wyniósł 35,2%. W strukturze instrumentów dłużnych nadal przeważający udział miały papiery skarbowe (53,8%) oraz bony pieniężne NBP (25,8%).

Zaangażowanie krajowych banków komercyjnych w krajowe SPW na koniec czerwca 2025 r. wyniosło wg wartości nominalnej 631,6 mld zł (wzrost o 50,2% wobec końca 2023 r.).

Zaangażowanie NBP w krajowe SPW (zakupione na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku) na koniec czerwca 2025 r. spadło o 6,7% wobec końca 2023 r. i wynosiło wg wartości nominalnej 66,5 mld zł, co wynikało z wykupu zapadających obligacji znajdujących się w portfelu NBP przy braku ich reinwestycji i zakupów.

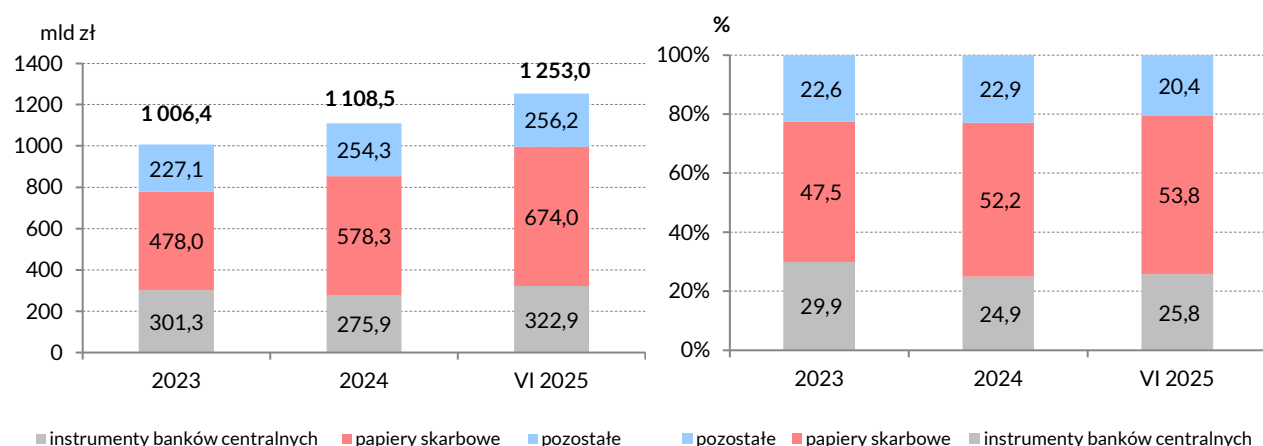
Wykres 8. Struktura aktywów krajowych banków komercyjnych



* Kredyty – kredyty i inne należności od podmiotów krajowych.

Źródło: Narodowy Bank Polski, wg obowiązujących metod wyceny.

Wykres 9. Instrumenty dłużne w aktywach krajowych banków komercyjnych



Źródło: Narodowy Bank Polski, wg obowiązujących metod wyceny.

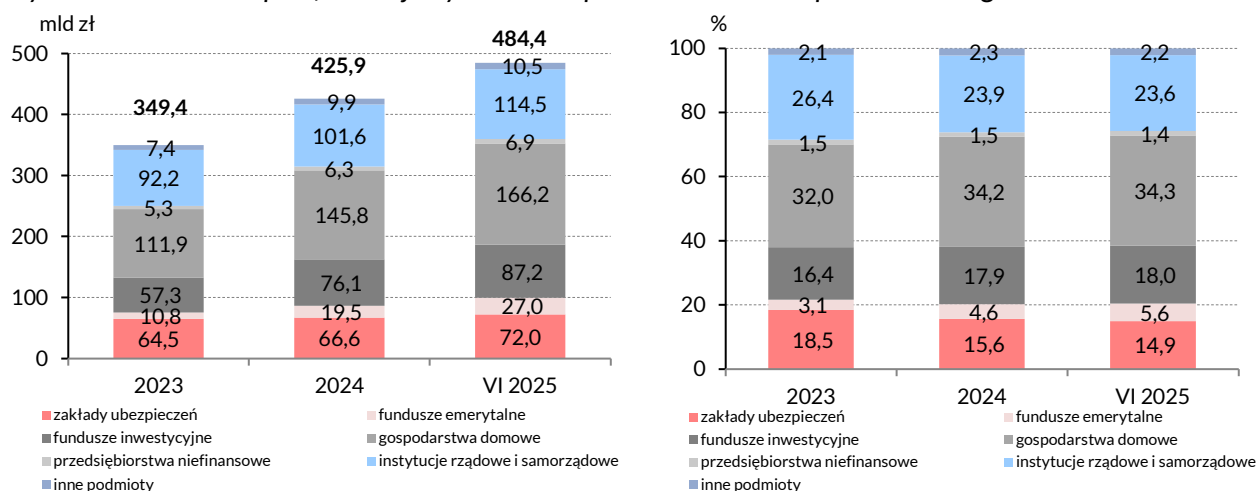
Do najistotniejszych czynników oddziałujących na popyt banków na krajowe SPW w horyzoncie *Strategii* należy zaliczyć:

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

4.3.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi

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

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



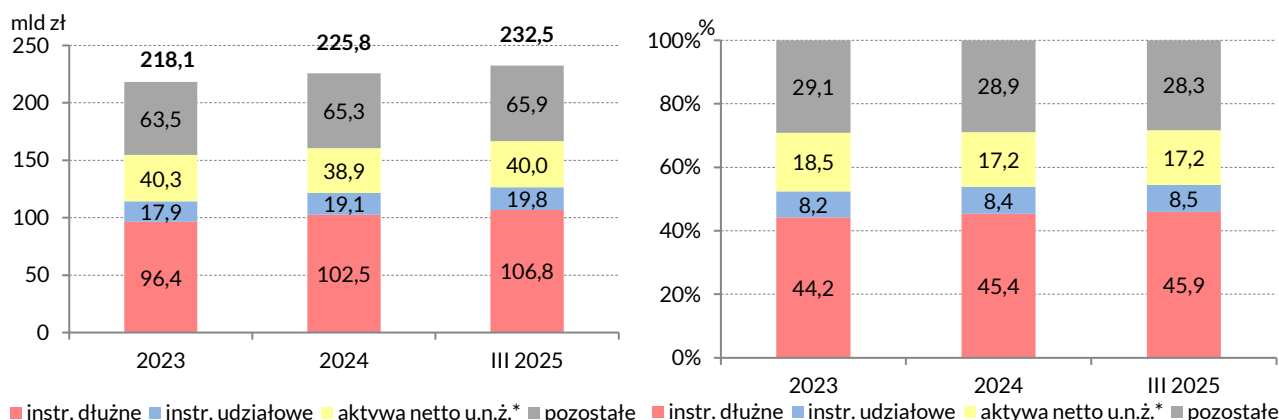
* Wg wartości nominalnej, dane o SPW uwzględniają transakcje warunkowe.

Wśród krajowych inwestorów pozabankowych istotną rolę odgrywają inwestorzy instytucjonalni, jednakże w ostatnich latach wysoką dynamiką wzrostu oraz wysokim wolumenem cechuje się wartość portfela SPW w posiadaniu gospodarstw domowych. Od końca 2023 r. ich zaangażowanie wzrosło o 54,3 mld zł (tj. o 48,5%) do poziomu 166,2 mld zł, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu zainteresowania ofertą obligacji oszczędnościowych, która została dostosowana do bieżących uwarunkowań i oczekiwań ze strony inwestorów indywidualnych. W ostatnim czasie również fundusze emerytalne charakteryzują się wysoką dynamiką wzrostu portfela SPW, choć wartość ich portfela wciąż nie jest znacząca.

Według stanu na koniec czerwca 2025 r. zakłady ubezpieczeń posiadały 5,4% krajowych SPW (spadek udziału o 1,3 pkt proc. względem końca 2023 r.), fundusze inwestycyjne 6,5% (wzrost o 0,6 pkt proc.), a pozostali krajowi inwestorzy pozabankowi 24,2% (wzrost o 0,8 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 2025 r. ukształtowały się na poziomie 232,5 mld zł, co oznaczało wzrost o 14,4 mld zł wobec końca 2023 r., tj. o 6,6%.

Wykres 11. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń

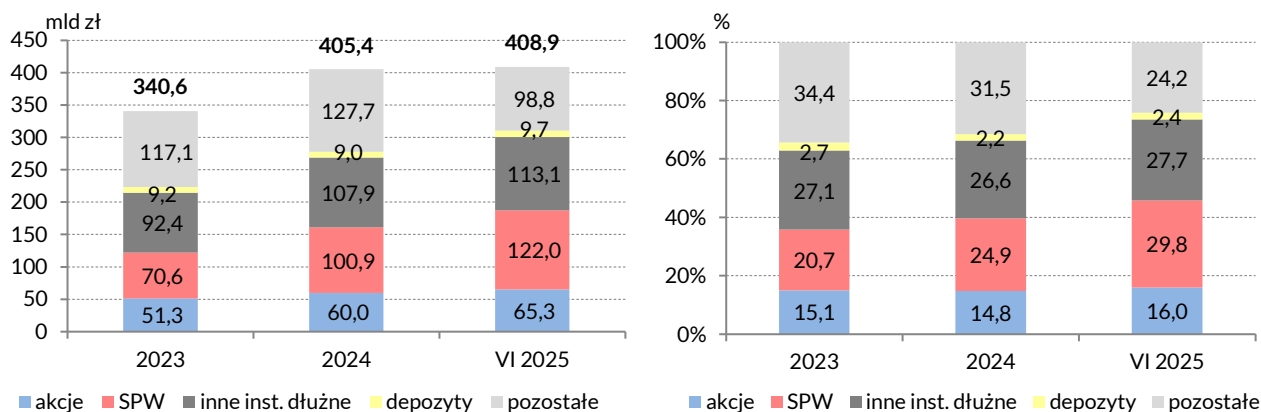


* aktywa netto u.n.ż. – aktywa netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający.

Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego, wg aktualnych metod wyceny.

Aktywa funduszy inwestycyjnych według stanu na koniec czerwca 2025 r. wzrosły do poziomu 408,9 mld zł, tj. o 68,3 mld zł (o 20,0%) wobec końca 2023 r. Wartość obligacji skarbowych (wyemitowanych na rynku krajowym i zagranicznym) w posiadaniu funduszy inwestycyjnych wzrosła w tym czasie o 51,4 mld zł, a ich udział w aktywach wzrósł o 9,1 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, funduszy inwestycyjnych oraz funduszy emerytalnych, 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.
- wprowadzenie nowego instrumentu oszczędnościowo-inwestycyjnego Osobistych Kont Inwestycyjnych (OKI), który będzie stanowił alternatywę dla obecnie obowiązującego sposobu opodatkowania dochodów z aktywów finansowych. Zgodnie z założeniami osoby fizyczne będą mogły inwestować do 100 tys. zł bez podatku, w tym w części oszczędnościowej do 25 tys. zł.

4.3.3. Inwestorzy zagraniczni

Udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu w krajowych SPW na koniec czerwca 2025 r. wyniósł 12,1% i zmniejszył się o 1,5 pkt proc. względem końca 2023 r. W 2024 r. oraz w I połowie 2025 r. inwestorzy zagraniczni zwiększyli swoje zaangażowanie w krajowych SPW łącznie o 30,2 mld zł, w wyniku wzrostu zaangażowania nierezydentów o 16,2 mld zł w 2024 r. oraz wzrostu o 14,0 mld zł w I połowie 2025 r. Na udział nierezydentów wpływ

miały m.in. polityka pieniężna głównych banków centralnych oraz zmiany dysparytetu stóp procentowych.

Popyt ze strony inwestorów zagranicznych jest w dużej mierze uzależniony od sytuacji międzynarodowej i w konsekwencji charakteryzuje się wysoką zmiennością. Ryzyko negatywnego wpływu na rynek SPW odpływu z Polski kapitału zagranicznego jest jednak ograniczone z uwagi na dominującą rolę inwestorów krajowych oraz dywersyfikację, zarówno instytucjonalną, jak i geograficzną nierezydentów. W strukturze podmiotowej zadłużenia wobec nierezydentów istotną rolę odgrywają inwestorzy instytucjonalni: banki centralne i instytucje publiczne, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeń. Zdywersyfikowana jest również struktura geograficzna posiadaczy krajowych SPW – na koniec czerwca 2025 r. znajdowały się one w portfelach inwestorów z 70 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 oraz polityka handlowa USA;
- fundamenty gospodarcze, sytuacja fiskalna i ocena ryzyka kredytowego Polski;
- funkcjonowanie w Polsce dużego i płynnego rynku finansowego (w szczególności rynku SPW) i jego odpowiedniej infrastruktury, jak również przebieg procesu tranzycji stawek WIBOR na nowy wskaźnik referencyjny (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. Obecnie czynnik ten nie ma istotnego znaczenia ze względu na ograniczony napływ inwestorów zagranicznych na krajowy rynek SPW.

4.4. Reforma wskaźników referencyjnych

Założeniem rozpoczętej w 2022 r. reformy wskaźników referencyjnych jest zastąpienie stosowania w umowach i instrumentach finansowych wskaźników WIBOR i WIBID przez nowy wskaźnik „wolny od ryzyka” (ang. *risk free rate*, RFR). W celu skutecznego przeprowadzenia procesu wdrożenia nowego wskaźnika referencyjnego w lipcu 2022 r. powołano Narodową Grupę Roboczą ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR).

Celem reformy w Polsce jest bezpieczne i efektywne przejście do stosowania nowego typu wskaźnika referencyjnego od końca grudnia 2027 roku⁴.

Komitet Sterujący NGR (KS NGR) 6 grudnia 2024 r. podjął decyzję o wyborze propozycji indeksu POLSTR (Polish Short Term Rate)⁵, jako docelowego wskaźnika referencyjnego

⁴ https://www.knf.gov.pl/dla_rynk/Wskazniki_referencyjne?articleId=93320&p_id=18

⁵ Dokonano wyboru propozycji indeksu o technicznej nazwie WIRF-, dla której 24 stycznia 2025 r. wybrano docelową nazwę POLSTR.

stopy procentowej, który miałby zastąpić wskaźnik referencyjny WIBOR. POLSTR bazuje na niezabezpieczonych depozytach składanych na termin O/N przez instytucje kredytowe i instytucje finansowe. Tym samym KS NGR zweryfikował i zmodyfikował swoją wcześniejszą decyzję o wyborze WIRON jako docelowego indeksu zastępczego.

Wybór nowej propozycji indeksu został poprzedzony rozpoczętym 29 marca 2024 r. przeglądem i analizą wskaźników alternatywnych dla WIBOR typu RFR. Proces ten obejmował przeprowadzenie dodatkowych analiz wewnętrznych przez zaangażowane w prace KS NGR instytucje, w tym Komisję Nadzoru Finansowego, Narodowy Bank Polski i GPW Benchmark S.A., uwzględniał również dwie rundy konsultacji publicznych skierowanych do wszystkich interesariuszy, w tym uczestników rynku finansowego.

28 marca 2025 r. KS NGR zaakceptował zaktualizowaną Mapę Drogową procesu zastąpienia wskaźników referencyjnych WIBOR i WIBID.

2 czerwca 2025 r. GPW Benchmark S.A. rozpoczęła opracowywanie i publikację indeksu POLSTR oraz indeksów z Rodziny Indeksów Składanych POLSTR (POLSTR 1M Stopa Składana, POLSTR 3M Stopa Składana, POLSTR 6M Stopa Składana oraz POLSTR Indeks Jednopodstawowy). Administrator przyjął i opublikował niezbędną dokumentację pozwalającą na opracowywanie POLSTR zgodnie z wymogami Rozporządzenia BMR - tym samym w odniesieniu do POLSTR oraz indeksów z Rodziny Indeksów Składanych POLSTR spełnione zostały warunki konieczne dla możliwości ich stosowania przez podmioty nadzorowane w umowach finansowych, instrumentach finansowych czy funduszach inwestycyjnych.

Z perspektywy popularyzacji indeksu POLSTR kluczowym momentem będzie pierwsza emisja obligacji skarbowych, zaplanowana na grudzień 2025 roku. Zdarzenie to będzie impulsem dla uczestników rynku finansowego do rozpoczęcia wprowadzania do oferty wszystkich typów produktów finansowych, w których stosowany będzie POLSTR, w 2026 roku. W szczególności oczekuje się, że banki rozpoczną sprzedaż kredytów hipotecznych oraz pozostałych produktów kredytowych dla klientów indywidualnych, korporacyjnych i instytucjonalnych oprocentowanych według stopy składanej na podstawie docelowego wskaźnika referencyjnego POLSTR, przy jednoczesnym dalszym rozwoju segmentu kredytów mieszkaniowych, w których stosowana będzie stała lub okresowo stała stopa procentowa. Zgodnie z założeniami, w 2026 r., na rynku długu mają mieć miejsce emisje obligacji, w tym obligacji banków oraz obligacji korporacyjnych i municypalnych stosujących wskaźnik referencyjny POLSTR lub stałą stopę procentową. W roku 2027 planowana jest budowa przestrzeni do wycofywania produktów stosujących WIBOR i WIBID na rzecz umów i instrumentów stosujących POLSTR, a także nastąpić ma publikacja rozporządzenia ministra właściwego ds. instytucji finansowych wyznaczającego m. in. zamiennik za WIBOR, spread korygujący oraz datę, od której zamiennik będzie miał zastosowanie, z zapewnieniem odpowiedniego *vacatio legis* na dostosowanie do treści regulacji.

Zgodnie z założeniami zmodyfikowanej Mapy Drogowej, od 2028 roku zakłada się gotowość do zaprzestania opracowywania i publikacji wskaźników referencyjnych WIBOR i WIBID.

5. Cel Strategii

Celem *Strategii* jest sfinansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sposób zapewniający minimalizację kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomu:

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

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

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

Takie podejście do realizacji celu oznacza możliwość elastycznego kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, sposobu emisji, waluty oraz typu instrumentów, w tym również przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych. Wybór tej struktury powinien być rezultatem oceny sytuacji rynkowej (poziomu popytu, stóp procentowych i kształtu krzywej dochodowości na poszczególnych rynkach) i kosztu finansowania w długim horyzoncie czasu, z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z akceptowanego poziomu ryzyka.

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

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

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

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

1) ryzyka refinansowania

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

2) ryzyka kursowego

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

3) ryzyka stopy procentowej

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

- utrzymywanie dominującego udziału instrumentów o oprocentowaniu stałym w długi krajowym z jednoczesnym wykorzystaniem obligacji o zmiennym oprocentowaniu, w tym również opartych o nowy wskaźnik referencyjny, i obligacji inflacyjnych;
- możliwość wykorzystania instrumentów pochodnych w celu oddzielania zarządzania ryzykiem stopy procentowej od zarządzania ryzykiem refinansowania;
- utrzymywanie dominującego udziału instrumentów o oprocentowaniu stałym w długi SP nominowanym w walutach obcych;

4) ryzyka płynności budżetu państwa

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

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

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

6) rozkładu kosztów obsługi długu w czasie

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

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

6. Zadania *Strategii*

Za najważniejsze zadania służące realizacji celu *Strategii* uznano:

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

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

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

6.1. Zapewnianie płynności rynku SPW

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

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

- budowanie dużych serii obligacji (benchmarków) na rynku krajowym - w przypadku obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu ich wartość powinna wynosić co najmniej 40 mld zł, z uwzględnieniem dążenia do równomiernego rozkładu wykupów w czasie;
- emisja dużych i płynnych obligacji na rynku euro i dolara amerykańskiego;
- dostosowanie polityki emisyjnej, w tym przetargów sprzedaży, zamiany i odkupu oraz oferowanych instrumentów, do warunków rynkowych.

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

6.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW

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

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

6.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW

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

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

6.4. Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa

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

Utrzymywanie odpowiedniego poziomu płynności powoduje, co do zasady, powstanie bezpośredniego kosztu wynikającego z wyższych rentowności sprzedawanych SPW w stosunku do osiągniętych dochodów z krótkoterminowych lokat.

Jednocześnie dzięki utrzymywaniu odpowiedniego stanu wolnych środków występują pośrednie oszczędności wynikające z możliwości dostosowania sprzedaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej (tj. popytu i rentowności) bez zwiększania ryzyka płynności i długookresowych kosztów obsługi długu.

Realizacji zadania służyć będą następujące instrumenty:

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

W zarządzaniu płynnością budżetu państwa wykorzystywane są aktywnie wolne środki jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz środki z depozytów sądowych i prokuratorskich, co pozwala na ograniczenie bieżących potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa. Procedowana zmiana ustawy o finansach publicznych obejmuje obowiązkową konsolidacją zarządzania płynnością wszystkie fundusze umiejscowione w BGK.

7. Oddziaływanie na dług sektora finansów publicznych

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

W przypadku długu sektora finansów publicznych, w tym długu innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych, autonomicznych w zaciąganiu zobowiązań, oddziaływanie na wielkość zadłużenia ma charakter pośredni i wynika z ustawy o finansach publicznych. Zawiera ona 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 o finansach publicznych, przekraczają 55%.

Stabilizująca reguła wydatkowa zawarta w ustawie o finansach publicznych odnosi się do wartości referencyjnych dla wyniku (-3% PKB) i długu (60% PKB) sektora instytucji rządowych i samorządowych, związanych z unijną procedurą nadmiernego deficytu. Przekroczenie tych wartości lub spełnienie dodatkowych warunków określonych w ustawie uruchamia automatyczny mechanizm korygujący, ograniczający tempo wzrostu kwoty wydatków na określony rok budżetowy (z zastrzeżeniem lat obowiązywania klauzuli wyjścia). Szczegółowy opis mechanizmu korygującego został zawarty w Aneksie 3.

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

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

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

Stosownie do nowelizacji ustawy o finansach publicznych z dnia 8 listopada 2024 r. przy obliczaniu relacji ograniczającej wysokość spłaty zobowiązań zaciąganych przez JST, po raz pierwszy do ustalania relacji na rok 2026, do dochodów bieżących budżetu pomniejszonych o wydatki bieżące dodaje się wykonane dochody ze sprzedaży majątku wynikające z odpowiednich sprawozdań z wykonania budżetu JST⁶.

Nowelizacja ustawy o finansach publicznych z dnia 8 listopada 2024 r. przedłużyła do roku 2029 (włącznie) tymczasowe uelastycznienie reguł fiskalnych obowiązujących JST.

⁶ Art. 243 ust. 2a ustawy o finansach publicznych.

Tymczasowe zmiany w obowiązującej regule zrównoważenia budżetu w części bieżącej:

- do roku 2029 (włącznie) JST może w danym roku budżetowym przekroczyć wskazaną relację, pod warunkiem, że w latach 2022-2029 suma przekroczeń tej relacji w poszczególnych latach nie będzie wyższa od sumy nadwyżek wynikających z tej relacji w poszczególnych latach. Przy czym nadwyżka wynikać będzie z różnicy między dochodami bieżącymi a wydatkami bieżącymi, w której dochody bieżące i wydatki bieżące będą odpowiednio powiększane o wskazane przez ustawodawcę źródła przychodów bądź pomniejszane o wskazane rodzaje wydatków bieżących, odpowiednio dla danego roku⁷;
- do roku 2029 (włącznie) dochody bieżące mogą być powiększone także o przychody, o których mowa w art. 217 ust. 2 pkt 6 ustawy o finansach publicznych (czyli wolne środki jako nadwyżka środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu JST m.in. wynikająca z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek z lat ubiegłych)⁸;
- w latach 2021-2023 do planowanych wydatków bieżących nie wlicza się wydatków na organizację Igrzysk Europejskich oraz przygotowanie i realizację związanych z nimi przedsięwzięć;
- od roku 2022 do końca obowiązywania przepisu - wydatki bieżące pomniejsza się o wydatki bieżące ponoszone w celu realizacji zadań związanych z pomocą 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 cel⁹.

Tymczasowe zmiany w obowiązującej relacji ograniczającej wysokość spłaty zobowiązań:

Przy ustalaniu relacji, o której mowa w art. 243 ustawy o finansach publicznych:

- na lata 2020-2025:
 - wydatki bieżące budżetu jednostki podlegają pomniejszeniu o wydatki bieżące na obsługę długu¹⁰;
- na rok 2021 i lata kolejne¹¹:
 - wydatki bieżące budżetu JST podlegają pomniejszeniu o wydatki bieżące poniesione w 2020 r. w celu realizacji zadań związanych z przeciwdziałaniem COVID-19,
 - wyłączeniu podlegają wykupy papierów wartościowych, spłaty rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami i dyskontem, odpowiednio emitowanych lub

⁷ Art. 296a ust. 2 o finansach publicznych.

⁸ Art. 9 ust. 1 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.), 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, z późn. zm.) oraz art. 296a ust. 1 ustawy o finansach publicznych.

⁹ Art. 110 ust. 1 i 2 ustawy z dnia 12 marca 2022 r. o pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa (Dz. U. z 2025 r. poz. 337, z późn. zm.)..

¹⁰ Art. 15zob ustawy z dnia 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych (Dz. U. z 2024 r. poz. 340, z późn. zm.).

¹¹ Tamże

zaciągniętych w 2020 r. do równowartości kwoty ubytku w wykonanych dochodach jednostki będącego skutkiem wystąpienia COVID-19;

- na rok 2022 i lata kolejne:
 - wydatki bieżące budżetu jednostki podlegają pomniejszeniu o wydatki bieżące poniesione w 2021 r. na realizację zadań związanych z przeciwdziałaniem COVID-19¹²,
 - wyłączeniu podlegają wykupy papierów wartościowych, spłaty rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami i dyskontem, odpowiednio emitowanych lub zaciągniętych w 2021 r. do równowartości kwoty ubytku w wykonanych dochodach jednostki będącego skutkiem wystąpienia COVID-19¹³,
 - wyłączeniu podlegają wydatki bieżące ponoszone w latach 2021-2023 przez JST na organizację Igrzysk Europejskich oraz przygotowanie i realizację związanych z nimi przedsięwzięć;
- na rok 2023 i kolejne lata,
 - wydatki bieżące budżetu jednostki podlegają pomniejszeniu o wydatki bieżące poniesione w celu realizacji zadań związanych z pomocą 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 cel¹⁴,
- na lata 2023-2029:
 - nie wlicza się potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielanych przez JST poręczeń i gwarancji¹⁵.

Ponadto, w latach 2024-2029 relacja ograniczająca wysokość spłaty zobowiązań może nie być zachowana, jeżeli prognozowana łączna kwota długu JST na koniec danego roku nie przekroczy 100% planowanych/wykonanych dochodów ogółem tej jednostki w tym roku budżetowym, pomniejszonych o planowane/wykonane kwoty dotacji i środków o podobnym charakterze oraz powiększonych o przychody z następujących tytułów:

- przychodów z prywatyzacji majątku JST,
- spłaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych lub środków z lokat dokonanych w latach ubiegłych,
- wolnych środków,
- 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

¹² Art. 79 ustawy z dnia 19 listopada 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach służących realizacji ustawy budżetowej na rok 2021 (Dz. U. poz. 2400, z późn. zm.).

¹³ Tamże.

¹⁴ Art. 110 ust. 3 ustawy z dnia 12 marca 2022 r. o pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terenie tego państwa (Dz. U. z 2025 r. poz., z późn. zm.).

¹⁵ Art. 28 ustawy z dnia 5 sierpnia 2022 r. o dodatku węglowym (Dz. U. z 2024 r. poz. 1207) oraz art. 296b ustawy o finansach publicznych.

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,

- nieprzeznaczone na sfinansowanie deficytu budżetowego¹⁶.

7.2. Stabilizująca reguła wydatkowa

Stabilizująca reguła wydatkowa zawarta w ustawie o finansach publicznych odnosi się do wartości referencyjnych dla wyniku (-3% PKB) i długu (60% PKB) sektora instytucji rządowych i samorządowych, związanych z unijną procedurą nadmiernego deficytu.

Przekroczenie tych wartości lub spełnienie dodatkowych warunków określonych w ustawie uruchamia automatyczny mechanizm korygujący ograniczający tempo wzrostu kwot wydatków na określony rok budżetowy (z zastrzeżeniem lat obowiązywania klauzuli wyjścia). Szczegółowy opis mechanizmu korygującego został zawarty w Aneksie 3.

W dniu 19 marca br. Komisja Europejska w komunikacie zachęciła państwa członkowskie do skoordynowanego użycia krajowej klauzuli wyjścia ze względu na wyjątkowe okoliczności, jakimi są agresja Rosji na Ukrainę i pogarszające się środowisko bezpieczeństwa. Polska złożyła wniosek o NEC 30 kwietnia br., a 4 czerwca br. KE pozytywnie zaopiniowała skoordynowane zastosowanie krajowej klauzuli wyjścia od reguł unijnych dla 15 krajów UE, w tym Polski. Klauzula ta, zgodnie z art. 26 rozporządzenia UE 2024/1263¹⁷, została uruchomiona poprzez wydanie odpowiednich zaleceń Rady UE 8 lipca br.

W związku z tym, że 21 stycznia 2025 r. Rada Unii Europejskiej wydała zalecenia mające na celu likwidację nadmiernego deficytu w Polsce, na podstawie art. 126 ust. 7 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, wysokość korekty w stabilizującej regule wydatkowej, która determinuje ponad 90% wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych, obliczana zgodnie z art. 112ab ust. 2 ustawy o finansach publicznych będzie miała na celu zapewnienie spójności tempa wzrostu wydatków stabilizującej reguły wydatkowej netto (bez kosztów obsługi długu i działań dyskrejonalnych z tytułu podatków lub składek) z rekomendowanym przez Radę Ecofin maksymalnym tempem wzrostu wydatków netto z uwzględnieniem ww. elastyczności. Zatem kwota wydatków przewidziana w ustawie budżetowej musi być zgodna z tymi zaleceniami. Stabilizująca reguła wydatkowa, poprzez zawarty w niej mechanizm korygujący, uwzględniający zalecenia Rady Unii Europejskiej ma na celu zapewnienie zgodności polityki fiskalnej z wymogami reguł europejskich i ze zobowiązaniami traktatowymi Polski.

¹⁶ Art. 296c ustawy o finansach publicznych.

¹⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1263 z dnia 29 kwietnia 2024 r. w sprawie skutecznej koordynacji polityk gospodarczych i w sprawie wielostronnego nadzoru budżetowego oraz uchylające rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97.

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

Wg stanu na koniec czerwca 2025 r. BGK zarządza dwudziestoma funduszami, które zaliczone są do sektora instytucji rządowych i samorządowych wg metodyki ESA2010, nie są natomiast zgodnie z polskim prawem częścią krajowego sektora finansów publicznych. Oznacza to, że dług funduszy powiększa dług wg definicji UE, nie ma natomiast wpływu na państwowy dług publiczny wg definicji krajowej.

Zgodnie z przepisami ustaw tworzących fundusze BGK może zaciągać zobowiązania dłużne na rzecz dziewięciu funduszy, z czego w praktyce, wg danych na koniec czerwca 2025 r., dług zaciągany był na rzecz czterech funduszy: Krajowego Funduszu Drogowego, Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, Funduszu Pomocy oraz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych.

Środki funduszy pochodzące z zaciągania zobowiązań pozyskiwane są w PLN i w walutach zagranicznych, z:

- emisji obligacji na rynku krajowym i rynkach międzynarodowych,
- kredytów i pożyczek (dotyczy to KFD i FWSZ z uwagi na projektowy charakter inwestycji w infrastrukturę drogową oraz dostaw sprzętu wojskowego).

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

W 2025 r. zmodyfikowany został system sprzedaży obligacji na rynku krajowym. Zmiany dotyczyły głównie:

- harmonogramu przetargów (przetargi organizowane były następnego dnia po aukcji obligacji skarbowych),
- zwiększenia częstotliwości przetargów (do dwóch w miesiącu),
- wprowadzenia nowej formuły komunikacji z uczestnikami rynku,
- powiązania aktywności banków na przetargach z wyborem banków do emisji obligacji BGK w EUR i USD.

Całość planowanych potrzeb pożyczkowych FPC w 2025 r. została sfinansowana na rynku krajowym. Potrzeby pożyczkowe pozostałych trzech funduszy finansowane były w I połowie 2025 r. poprzez emisje obligacji na rynku EUR i w ramach podpisanych wcześniej umów kredytów i pożyczek.

W najbliższym roku zakładane jest zaciąganie zobowiązań dłużnych na rzecz:

- FWSZ – priorytetem będzie wykorzystanie pożyczek o niskim oprocentowaniu z ustanowionego dla Państw Członkowskich przez UE instrumentu Security Action for Europe (SAFE). Źródłem finansowania pozostaną kredyty komercyjne zabezpieczone

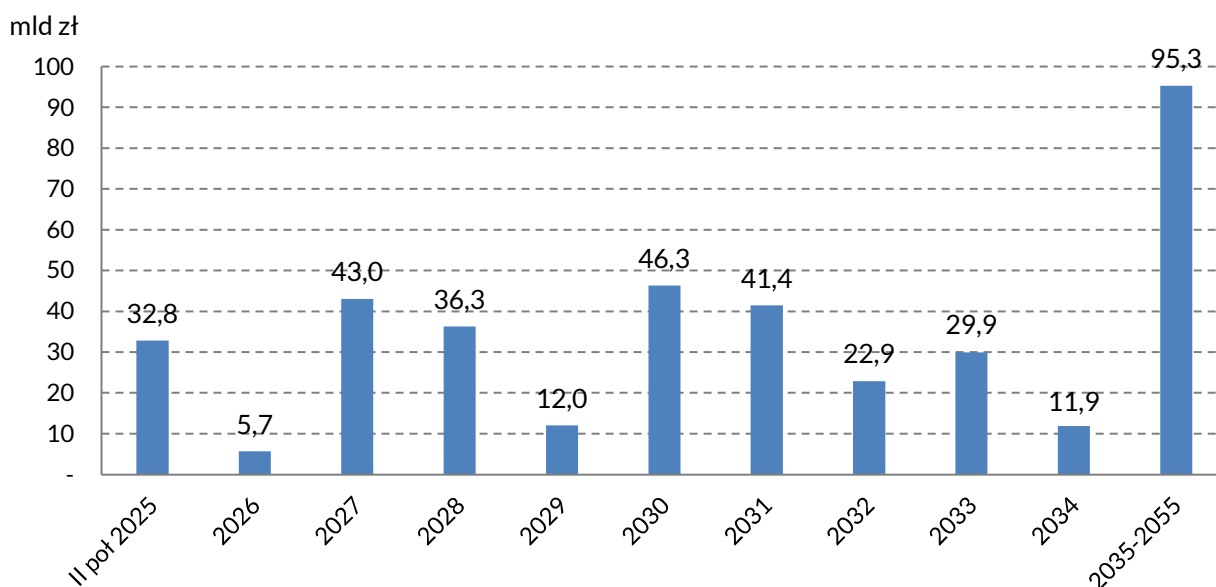
gwarancjami instytucji rządowych państw, z których pochodzić będą dostawy sprzętu oraz w przypadku zakupów amerykańskich - pożyczki udzielone przez rząd USA.

Przewidywany jest natomiast wzrost udziału obligacji emitowanych na rynku krajowym oraz rynkach zagranicznych w pozyskiwaniu finansowania na realizację zadań FWSZ;

- FPC – emisje głównie na rynku krajowym w ramach zmodyfikowanego w 2025 r. systemu sprzedaży obligacji;
- KFD – finansowanie dłużne projektów infrastruktury drogowej tak jak dotychczas pochodzić będzie głównie z kredytów EBI oraz z emisji obligacji.

Zgodnie z informacją przekazaną przez BGK szczegółowe zasady i uwarunkowania zarządzania długiem funduszy zostaną zaprezentowane w opracowywanej przez BGK strategii.

Wykres 13. Profil zapadalności zobowiązań funduszy w BGK, wg stanu na 30 czerwca 2025 r. (w przeliczeniu na PLN)



8. Przewidywane efekty realizacji Strategii

Przewidywane efekty realizacji Strategii obejmują prognozy:

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

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

8.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu

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

Wyszczególnienie	2024	2025	2026 wg limitów	2026	2027	2028	2029
1. Dług Skarbu Państwa							
a) w mld zł	1 629,3	1 956,2	2 304,5	2 271,1	2 516,1	2 788,1	2 999,9
- krajowy	1 253,5	1 546,3	1 823,3	1 794,2	2 000,5	2 223,4	2 397,7
- zagraniczny	375,8	409,9	481,2	476,9	515,6	564,7	602,2
b) w relacji do PKB	44,7%	50,1%	55,4%	54,6%	57,2%	60,1%	61,5%
2. Państwowy dług publiczny							
a) w mld zł	1 611,6	1 907,4	2 240,3	2 206,9	2 442,7	2 703,5	2 904,3
b) w relacji do PKB	44,3%	48,9%	53,8%	53,0%	55,6%	58,3%	59,5%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*							
a) w mld zł	1 460,2	1 751,1	2 190,0	2 156,3	2 391,4	2 652,3	2 852,8
b) w relacji do PKB	40,1%	44,9%	52,6%	51,8%	54,4%	57,2%	58,4%
4. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych							
a) w mld zł	2 012,7	2 331,1	2 753,6	2 720,2	3 039,4	3 372,9	3 676,9
b) w relacji do PKB	55,3%	59,8%	66,2%	65,4%	69,1%	72,7%	75,3%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (memoriałowe)							
b) w relacji do PKB	2,2%	2,5%	-	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%

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

Prognoza na lata 2025-2029 została przygotowana w reżimie zarówno krajowych, jak i unijnych ram budżetowych, w tym przy przestrzeganiu zalecanej, w ramach procedury nadmiernego deficytu, ścieżki wydatków netto, uwzględniając dodatkową elastyczność wynikającą z uruchomienia przez Radę UE krajowej klauzuli wyjścia m.in. dla Polski. Oprócz uwarunkowań wynikających z reguł fiskalnych, uwzględnia także prognozowaną różnicę pomiędzy odpowiednio wydatkami lub kosztami planowanymi wg limitów uwzględnianych w planach finansowych jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych a ich rzeczywistą realizacją.

Założono, że w latach 2027-2029 obsługa i wykup obligacji wyemitowanych przez BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania Covid-19 oraz przez Polski Fundusz Rozwoju w ramach

Tarczy Finansowej będzie odbywać się ze środków Funduszu Przeciwdziałania Covid-19 pozyskiwanych w drodze emisji obligacji.

Przy przyjętych założeniach prognozowana relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniesie 48,9% w 2025 r. i 53,0% w 2026 r., a następnie będzie rostała, przekraczając poziom 55% w 2027 r. i w horyzoncie prognozy osiągając 59,5%. Natomiast relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych wyniesie 44,9% w 2025 r. i 51,8% w 2026 r., a następnie będzie wzrastać przekraczając próg 55% w 2028 r. i 2029 r.

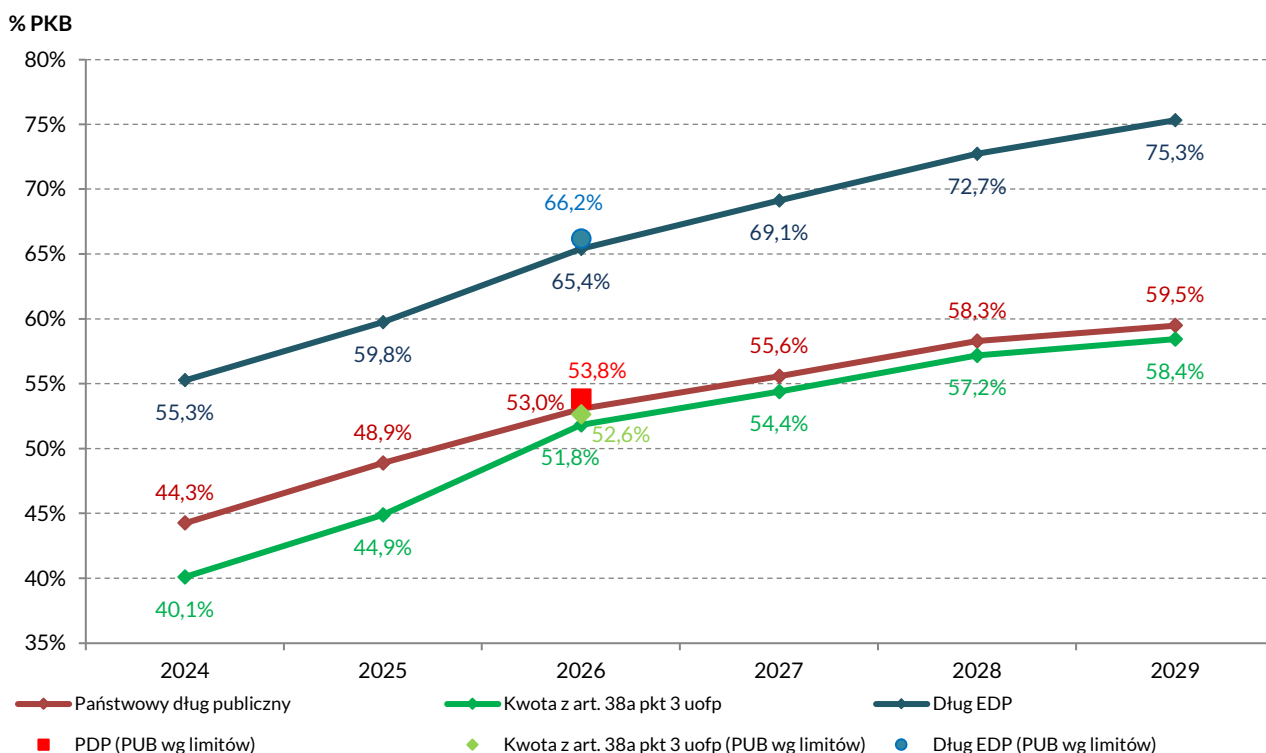
W przypadku realizacji prognoz długu publicznego próg ostrożnościowy 55% PKB określony w ustawie o finansach publicznych zostałby przekroczony przez obie relacje w 2028 r., co oznaczałoby uruchomienie procedur ostrożnościowych wynikających z ustawy w 2030 r.

W horyzoncie *Strategii* relacja państwowego długu publicznego do PKB pozostanie poniżej konstytucyjnego progu 60%.

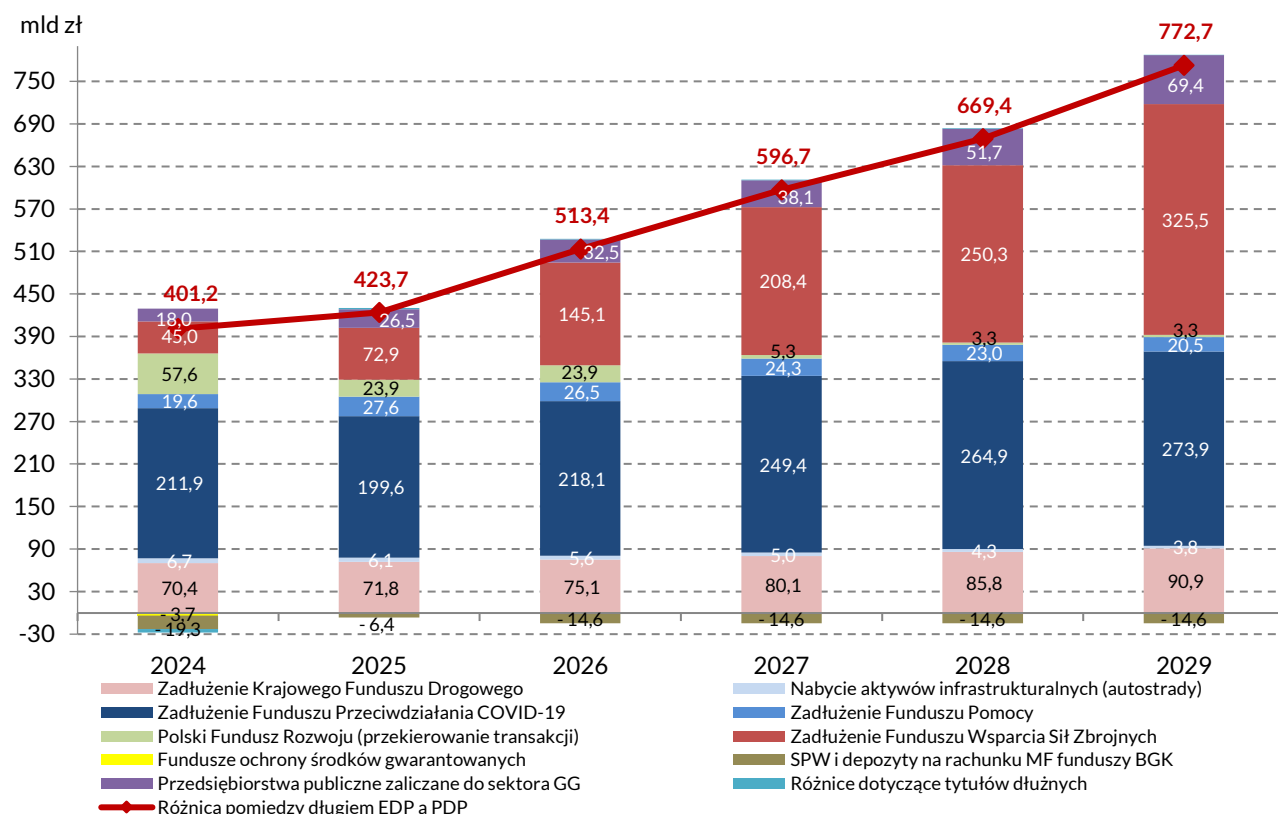
Prognozowana relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB wyniesie 59,8% w 2025 r. i 65,4% w 2026 r., co oznacza, że wartość referencyjna relacji długu EDP do PKB na poziomie 60% zostanie przekroczona w 2026 r. W horyzoncie *Strategii* relacja ta wzrośnie do 75,3% w 2029 r.

Przy założeniu pełnego wykonania limitu deficytu zapisanego w projekcie ustawy budżetowej na rok 2026 relacja do PKB państwowego długu publicznego wyniosłaby w 2026 r. 53,8%, a kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych 52,6%. Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniosłaby 66,2% PKB.

Wykres 14. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 15. Różnice pomiędzy wielkością długu EDP a PDP



Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2025 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 90,0 mld zł, tj. 2,2% PKB. Strategia zakłada, że koszty obsługi długu wzrosną do 2,6-2,7% PKB w 2029 r.

Wykres 16. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

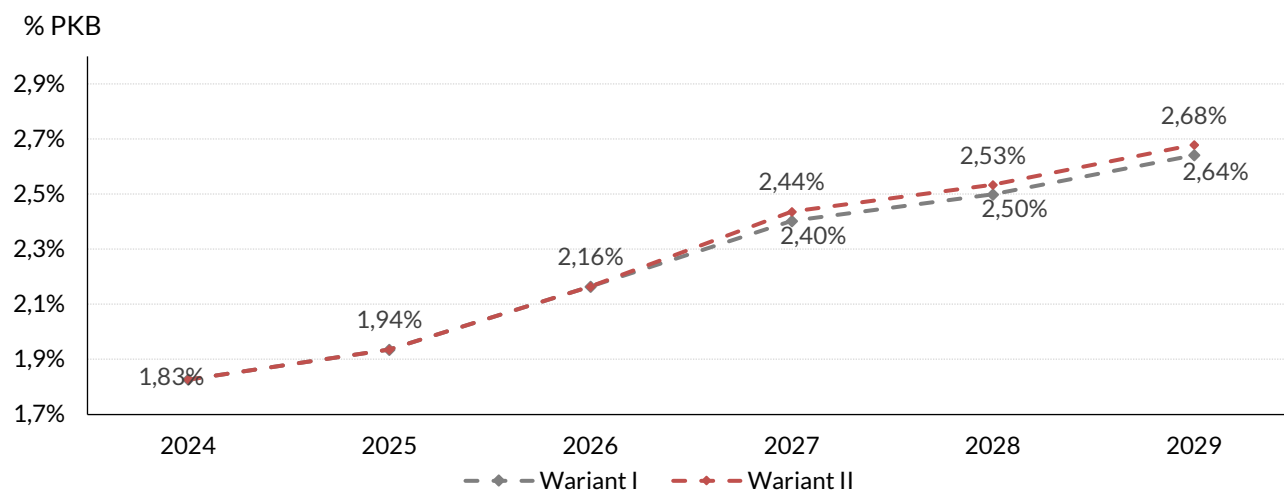
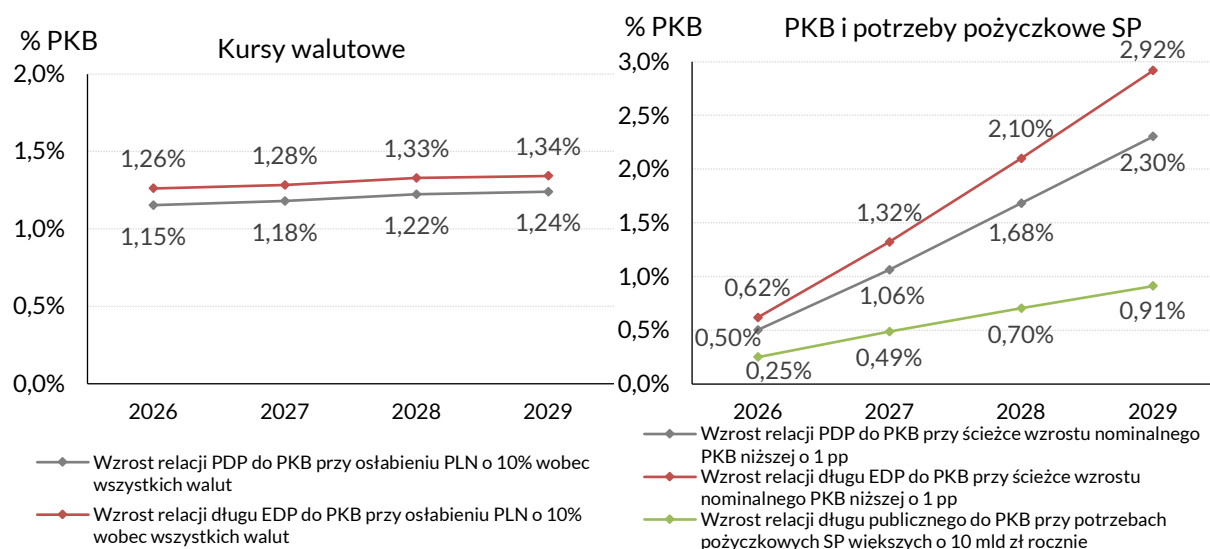


Tabela 11. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa

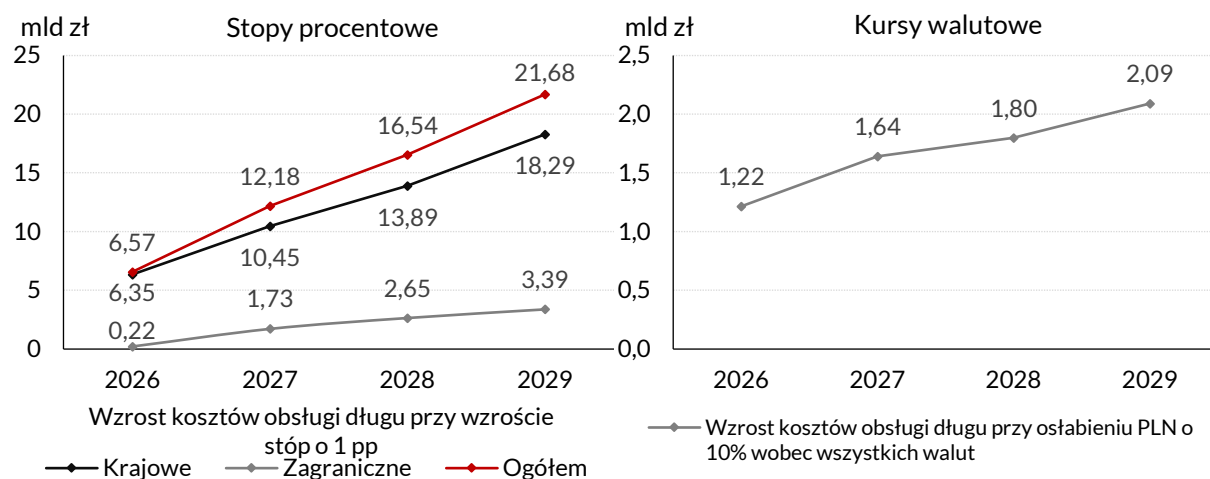
Wyszczególnienie	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowe)*						
a) w mld zł, w tym:	66,5	75,5	90,0	105,6 - 107,1	115,9 - 117,5	128,9 - 130,8
- długu krajowego	57,0	62,5	76,4	89,2	98,2	108,6
- długu zagranicznego	9,5	13,0	13,6	16,3 - 17,8	17,7 - 19,4	20,3 - 22,2
b) w relacji do PKB	1,83%	1,94%	2,16%	2,40% - 2,44%	2,50% - 2,53%	2,64% - 2,68%

*) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2027-29 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Wykres 17. Wrażliwość relacji długu publicznego do PKB na zmiany założeń*



Wykres 18. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń

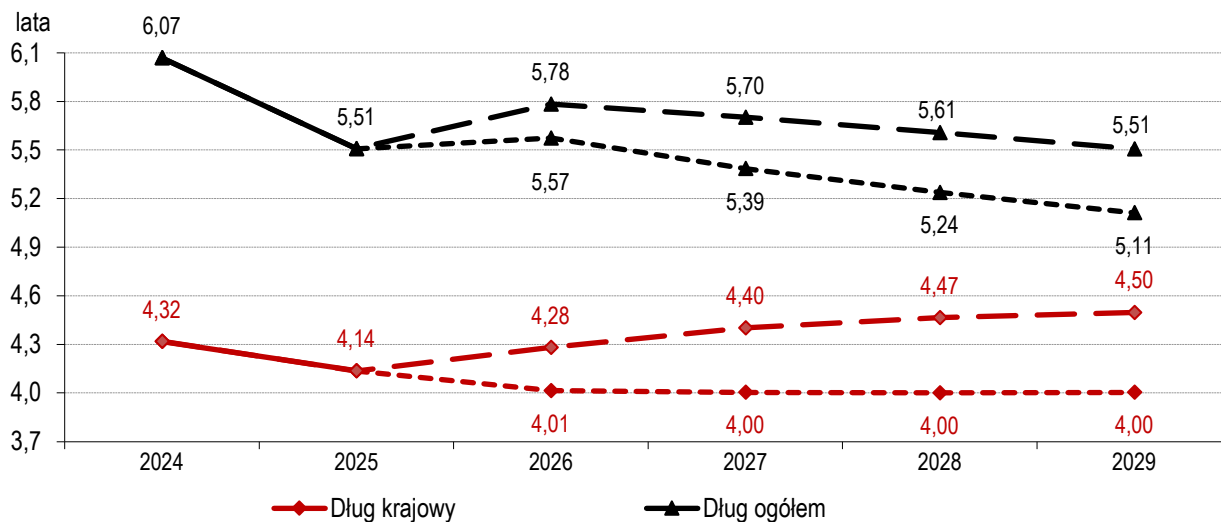


8.2. Struktura długu Skarbu Państwa

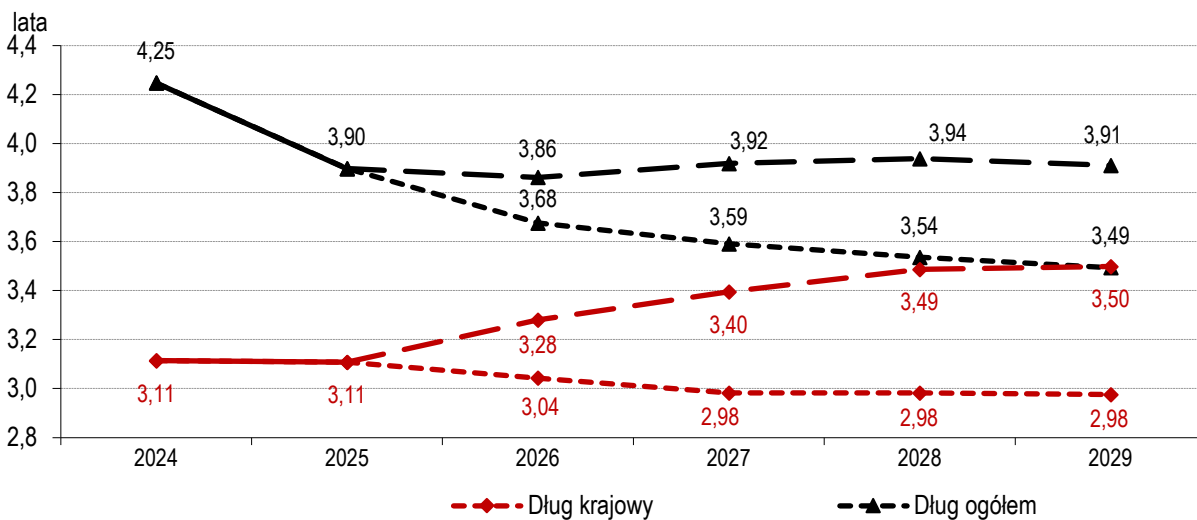
Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

- w zakresie ryzyka refinansowania – kierunek zmian średniej zapadalności krajowych SPW będzie zależał od warunków rynkowych, średnia zapadalność w 2029 r. może osiągnąć wartość z przedziału 4,0-4,5 roku, a całego długu SP 5,1-5,5 roku wobec odpowiednio ok. 4,1 oraz ok. 5,5 roku na koniec 2025 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. 3,0-3,5 roku wobec ok. 3,1 roku na koniec 2025 r., a długu ogółem ok. 3,5-3,9 roku wobec ok. 3,9 roku na koniec 2025 r., natomiast *duration* rynkowego długu krajowego w przedziale ok. 2,6-3,2 roku wobec ok. 2,8 roku na koniec 2025 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,3-3,8 roku wobec ok. 3,6 roku na koniec 2025 r.;
- udział długu w walutach obcych utrzymywany będzie poniżej 25%, w wariantcie bazowym wyniesie ok. 21,0% na koniec 2025 r. i ok. 20,1% w 2029 r.

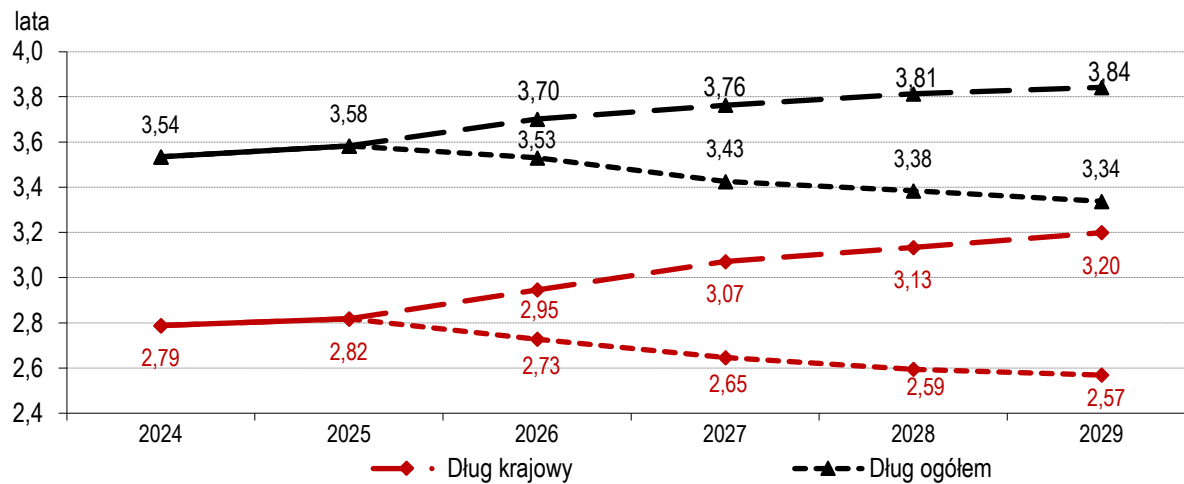
Wykres 19. Średnia zapadalność długu SP



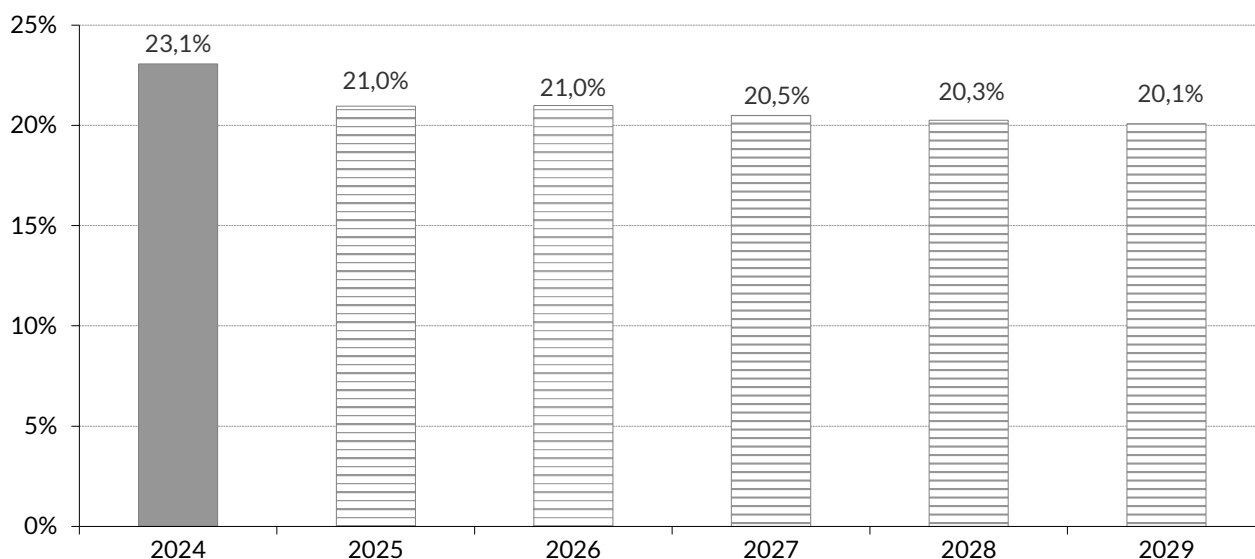
Wykres 20. ATR długu SP



Wykres 21. Duration długu SP



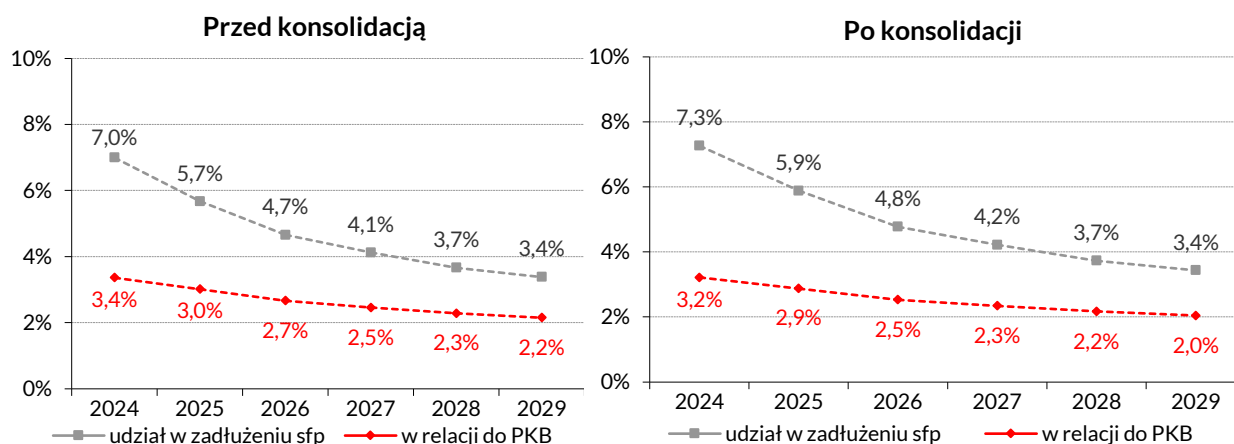
Wykres 22. Udział długu w walutach obcych w długu SP



8.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa

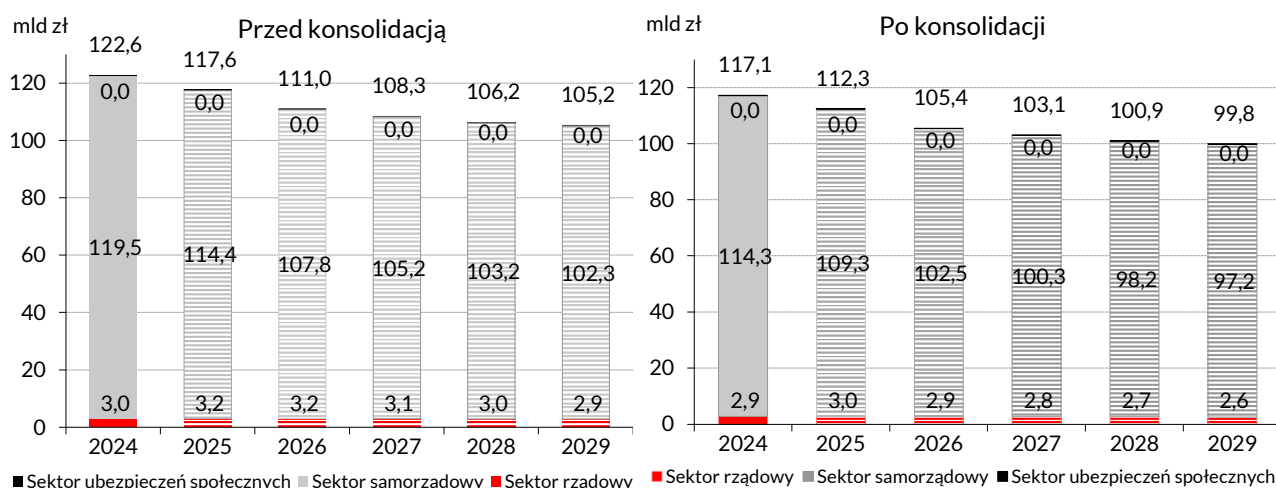
Przy przyjętych założeniach zadłużenie przed konsolidacją pozostałych jednostek sektora w relacji do PKB w horyzoncie *Strategii* spadnie z 3,0% do 2,2%, a zadłużenie po konsolidacji z 2,9% do 2,0%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych po konsolidacji spadnie z 7,3% w 2024 r. do 3,4% w 2029 r.

Wykres 23. Zadłużenie innych niż SP jednostek sektora finansów publicznych przed i po konsolidacji – relacja do PKB i udział w zadłużeniu SFP



Nominalne zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż SP przed konsolidacją spadnie z 117,6 mld zł w 2025 r. do 105,2 mld zł w 2029 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 24. 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:

- dalszym wzrostem relacji długu publicznego do PKB, w związku z:
 - wysokim poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, w tym również ryzykiem jego zwiększenia w stosunku do założeń przyjętych w *Strategii*, zależnym m.in. oraz realizowanej ścieżki dostosowania fiskalnego oraz 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 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;
- odmiennym od zakładanego scenariuszem rozwoju sytuacji makroekonomicznej i budżetowej w Polsce, m.in. związanym z kształtowaniem się poziomu stóp procentowych, kursu walutowego oraz inflacji;
- uwarunkowaniami międzynarodowymi, w tym:
 - wolniejszym od przewidywanego tempem wzrostu światowej gospodarki, w szczególności głównych partnerów handlowych Polski;
 - polityką pieniężną głównych banków centralnych, w tym EBC oraz Fed;
 - odpływem kapitału zagranicznego w kierunku rynków bazowych lub innych rynków.

9. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych

9.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń

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

- udzielać gwarancji i poręczeń na wspieranie inwestycji prorozwojowych, m.in. z zakresu infrastruktury, ochrony środowiska, tworzenia nowych miejsc pracy oraz rozwoju regionalnego, realizowanych także w oparciu o fundusze z UE, jak również na wsparcie innych zadań inwestycyjnych wynikających z ewentualnych nowych programów wsparcia przewidujących udzielanie poręczeń i gwarancji;
- kontynuować wykorzystanie gwarancji w celu podniesienia zdolności obronnych kraju;
- wspomagać za pomocą gwarancji transformację energetyczną kraju.

Przewiduje się przede wszystkim dalsze udzielanie nowych gwarancji na finansowanie Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych oraz wsparcie gwarancjami finansowania transformacji energetycznej (budowa elektrowni jądowej). Wraz z kontynuacją programów inwestycji infrastrukturalnych (m.in. finansowanie KFD i inwestycji kolejowych), te 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 połowy 2025 r. wynoszą 720,2 mld zł (19,2% PKB) wobec 721,7 mld zł na koniec 2024 r. (19,8% PKB) oraz 575,8 mld zł na koniec 2023 r. (16,9% PKB).

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I półrocza 2025 r. wynosiły one 701,2 mld zł (18,7% PKB), wobec 701,5 mld zł na koniec 2024 r. (19,3% PKB) oraz 553,6 mld zł na koniec 2023 r. (16,2% PKB). Wzrost potencjalnych zobowiązań jest głównie wynikiem udzielania gwarancji wynikających z inwestycji w obronność kraju (217,5 mld zł potencjalnych zobowiązań).

Dotychczasowy portfel nie stwarza istotnych zagrożeń w zakresie poręczeń i gwarancji SP. Na koniec 2024 r. oraz I połowy 2025 r., ok. 95% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Konstrukcja finansowania

Funduszy lub przewidywana sytuacja podmiotów nie powoduje obecnie istotnego wzrostu prognozowanych wypłat z tytułu gwarancji i poręczeń.

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP (wg danych na 30 czerwca 2025 r.) wynikały z:

- gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego 628,4 mld zł
- w tym:
 - na zasilenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 276,3 mld zł
 - na zasilenie Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych 217,5 mld zł
 - na wsparcie Krajowego Funduszu Drogowego 104,6 mld zł
 - na zasilenie Funduszu Pomocy – Ukraina 29,9 mld zł
 - pozostałe gwarancje (KFM, infrastruktura) 0,1 mld zł
- gwarancji udzielonych za Polski Fundusz Rozwoju S.A. na realizację programów rządowych w ramach Tarczy Finansowej PFR w związku ze zwalczaniem skutków COVID-19 40,2 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. 21,1 mld zł
- gwarancji wypłat z Krajowego Funduszu Drogowego dla Gdańsk Transport Company S.A. 4,5 mld zł
- gwarancji wypłat z Krajowego Funduszu Drogowego dla Autostrady Wielkopolskiej II S.A. 4,0 mld zł
- gwarancji udzielonej za PKP Intercity S.A. 2,3 mld zł
- gwarancji udzielonych za spółkę Węgłokoks S.A. 0,1 mld zł

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

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:							
a) sektor finansów publicznych							
w mld zł	575,8	721,7	851,0	1 139,0	1 122,2	1 207,0	1 325,0
w relacji do PKB	16,9%	19,8%	21,8%	27,4%	25,5%	26,0%	27,1%
b) Skarb Państwa							
w mld zł	553,6	701,5	829,3	1 116,0	1 097,8	1 181,3	1 297,9
w relacji do PKB	16,2%	19,3%	21,3%	26,8%	25,0%	25,5%	26,6%
<i>w tym za podmioty z sektora instytucji rządowych i samorządowych</i>	539,9	697,6	825,4	1 112,3	1 094,2	1 177,8	1 294,5
<i>w relacji do PKB</i>	15,8%	19,2%	21,2%	26,7%	24,9%	25,4%	26,5%

Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć

A. Wykaz skrótów

ATM – średnia zapadalność (*average time to maturity*)

ATR – *average time to refixing*

BFG – Bankowy Fundusz Gwarancyjny

BGK – Bank Gospodarstwa Krajowego

CIRS – *currency interest rate swap*

DSPW – Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych

EBC – Europejski Bank Centralny

Fed – System Rezerwy Federalnej w Stanach Zjednoczonych (*the Federal Reserve System*)

FP – Fundusz Pomocy

FPC – Fundusz Przeciwdziałania COVID-19

FWSZ – Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych

JST – jednostki samorządu terytorialnego

JSFP – jednostki sektora finansów publicznych

KE – Komisja Europejska

KFD – Krajowy Fundusz Drogowy

MIF – międzynarodowe instytucje finansowe

NBP – Narodowy Bank Polski

PDP – państwowy dług publiczny

PFR – Polski Fundusz Rozwoju

RPP – Rada Polityki Pieniężnej

SFP – sektor finansów publicznych

SP – Skarb Państwa

SPW – skarbowe papiery wartościowe

SRW – stabilizująca reguła wydatkowa

TBSP – Treasury BondSpot Poland

POLSTR – Polish Short Term Rate, polski 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 nieindeksowanym. *ATR* długu SP liczone jest wg wzoru:

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

gdzie:

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

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

Benchmark

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

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

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

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

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

gdzie:

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

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

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

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

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

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

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

i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s .

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

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

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

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

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

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

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

Ryzyko płynności budżetu państwa – ryzyko utraty przez budżet państwa (Skarb Państwa) zdolności do regulowania bieżących zobowiązań oraz terminowej realizacji wydatków budżetowych. Ograniczanie tego ryzyka wymaga, aby budżet państwa miał dostęp do odpowiednio dużego zasobu płynnych środków finansowych, pozwalających na uniezależnienie od przejściowych sytuacji, które uniemożliwiają lub utrudniają pozyskiwanie środków pożyczkowych z rynku finansowego po efektywnym koszcie. Zarządzanie tym ryzykiem polega z jednej strony na dążeniu do utrzymywania bezpiecznej rezerwy na odpowiednim poziomie (poprzez doskonalenie procesu planowania i monitorowania płynności budżetu państwa), a z drugiej strony na zarządzaniu płynnymi aktywami w taki sposób, aby generowały dochody budżetowe rekompensujące w jak największym stopniu koszty związane z utrzymywaniem określonego, bezpiecznego poziomu płynności.

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

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

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

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

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

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

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

gdzie:

t – termin zapadalności,

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

N_t – wyrażony w złotych nominał płatny w chwili t ,

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

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

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

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

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

Tabela 1. Dług publiczny – podstawowe regulacje prawne

Regulacje polskie	Regulacje UE
1. Konstytucja RP nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB (art. 216 ust. 5);	1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej poziom długu publicznego, obok ograniczeń dotyczących deficytu, stanowi kryterium, w oparciu o które Komisja bada przestrzeganie dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich (art. 126) – określa tzw. procedurę nadmiernego deficytu (<i>Excessive Deficit Procedure</i> - EDP);
2. Ustawa o finansach publicznych - regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia; - definicja sektora finansów publicznych.	2. Protokół w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, stanowiący załącznik do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej definicja długu oraz wartość bazowa relacji długu publicznego do PKB określona na poziomie 60%;
	3. Rozporządzenie Rady (WE) nr 479/2009 z dnia 25 maja 2009 r. o stosowaniu Protokołu w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, stanowiącego załącznik do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską definicje długu publicznego, z wyszczególnieniem tytułów dłużnych;
	4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (ESA 2010) - 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%: a) przyjmuje się brak deficytu lub poziom różnicy dochodów i wydatków budżetu państwa w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 zapewniający spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x; b) deficyt budżetowy JST pomniejszony o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych oraz wolne środki w uchwale budżetowej na rok x+2 może wynikać jedynie z wydatków związanych z realizacją zadań współfinansowanych ze środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA; c) w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok x+2: - 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 Pamięi Narodowej – Komisji Ścigania Zbrodni przeciwko Narodowi Polskiemu, Krajowego Biura Wyborczego, Państwowej Inspekcji Pracy i Biura Rady Fiskalnej nie może być wyższy niż w administracji rządowej;

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

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

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

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

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

II. Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST

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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych	
d)	zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe na pokrycie deficytu przejściowego budżetu JST podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane;
e)	JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym: - dyskonto od emitowanych przez JST papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej; - kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna;
f)	relacja łącznych kwot z tytułu: - spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek; - wykupów papierów wartościowych emitowanych przez JST wraz z należnymi odsetkami i dyskontem; - spłat rat zobowiązań, które wywołują skutki ekonomiczne podobne do umowy pożyczki lub kredytu wraz z należnymi w danym roku odsetkami; - potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń oraz gwarancji, do planowanych dochodów bieżących budżetu JST nie może przekroczyć w danym roku budżetowym oraz w jakimkolwiek roku następującym po roku budżetowym średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich siedmiu lat relacji jej dochodów bieżących pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów ogółem budżetu JST (ograniczenia dotyczące spłat długu JST); Ustawa z 8 listopada 2024 wprowadziła przepisy epizodyczne na lata 2026 -2029, którymi przedłużyła stosowanie „elastycznych” reguł. Zmiany w stosunku do obecnie obowiązującej reguły i przepisy przejściowe zostały opisane w rozdziale 7.1.
g)	ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się do: - spłat rat kredytów i pożyczek zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami; - wykupów papierów wartościowych emitowanych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami i dyskontem; - poręczeń i gwarancji udzielonych samorządowym osobom prawnym realizującym zadania jednostki samorządu terytorialnego w ramach programów finansowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA – w terminie nie dłuższym niż 90 dni po zakończeniu programu, projektu lub zadania i otrzymaniu refundacji z tych środków; termin ten nie ma zastosowania do odsetek i dyskonta od zobowiązań zaciągniętych na wkład krajowy; - wykupów papierów wartościowych, spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami i dyskontem, odpowiednio emitowanych lub zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego w co najmniej 50% ze środków UE, w części odpowiadającej wydatkom na wkład krajowy finansowanych tymi zobowiązaniami;
h)	ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się także do następującej wyłącznie w roku budżetowym, na który uchwalono budżet, wcześniejszej spłaty zobowiązań, która przypadłaby po roku budżetowym, na który uchwalono budżet: - środkami pochodzącymi z nowego zobowiązania, jeżeli obniża to łączny koszt obsługi długu w całym okresie spłaty; - wynikających z posiadania wolnych środków jako nadwyżki środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu jednostki samorządu terytorialnego, wynikających z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek z lat ubiegłych, środkami z tego tytułu; - środkami z tytułu innego niż wymieniony powyżej, w szczególności z posiadanych przychodów z prywatyzacji majątku JST i spłaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych, jeżeli jednostka nie zaciąga zobowiązań na finansowanie planowanego deficytu budżetu.

Tabela 3. Podstawowe różnice dotyczące długu publicznego – definicja polska a unijna

POLSKIE REGULACJE		REGULACJE UE	
państwowy dług publiczny		dług sektora instytucji rządowych i samorządowych	
1. zakres sektora finansów publicznych			
- ustawa o finansach publicznych tworzy zamknięty katalog jednostek zaliczanych do SFP obejmujący: - organy władzy publicznej, w tym organy administracji rządowej, organy kontroli państwowej i ochrony prawa oraz sądy i trybunały; - jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki; - związki metropolitalne; - jednostki budżetowe; - samorządowe zakłady budżetowe; - agencje wykonawcze; - instytucje gospodarki budżetowej; - państwowe fundusze celowe; - Zakład Ubezpieczeń Społecznych i zarządzane przez niego fundusze oraz Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego i fundusze zarządzane przez Prezesa Kasy Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego; - Narodowy Fundusz Zdrowia; - samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej; - uczelnie publiczne; - Polska Akademia Nauk i tworzone przez nią jednostki organizacyjne; - państwowe i samorządowe instytucje kultury; - inne państwowe lub samorządowe osoby prawne utworzone na podstawie odrębnych ustaw w celu wykonywania zadań publicznych, z wyłączeniem przedsiębiorstw, instytutów badawczych, instytutów działających w ramach Sieci Badawczej Łukasiewicz, banków oraz spółek prawa handlowego; - Bankowy Fundusz Gwarancyjny.		zakres sektora instytucji rządowych i samorządowych¹⁾ został zdefiniowany w ESA 2010²⁾; nie został wprowadzony zamknięty katalog jednostek;	
różnice w zakresie sektora w zależności od regulacji			
a) fundusze utworzone w ramach Banku Gospodarstwa Krajowego (np. KFD, FPC, FWSZ): nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;		są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych³⁾;	
b) przedsiębiorstwa publiczne nieprowadzące działalności rynkowej w rozumieniu ESA 2010 (np. PKP PLK S.A., Centralny Port Komunikacyjny sp. z o. o., Port Lotniczy Łódź sp. z o.o. oraz jednostki ochrony zdrowia) nie są zaliczane do sektora finansów publicznych;		są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych;	
c) przekierowanie transakcji do sektora instytucji rządowych i samorządowych - transakcje przeprowadzone przez jednostki nienależące do sektora instytucji rządowych i samorządowych mogą być traktowane jako odrębna, zlecona działalność prowadzona w imieniu rządu, co skutkuje wykazywaniem tych transakcji w rachunkach sektora instytucji rządowych i samorządowych, np. Tarcza finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju nie jest częścią finansów publicznych		jest częścią rachunków sektora instytucji rządowych i samorządowych	
2. tytuły dłużne zaliczane do długu publicznego			

POLSKIE REGULACJE	REGULACJE UE
państwowy dług publiczny	dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
- 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);	- papiery wartościowe; - pożyczki; - gotówka i depozyty;
<i>różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji</i>	
zobowiązania wymagalne;	-⁴⁾ - zrestrukturizowane bądź zrefinansowane kredyty handlowe niezależnie od terminu zapadalności są zaliczane do kategorii pożyczki, czyli także te o pierwotnym terminie zapadalności poniżej lub równej rok⁵⁾
3. wycena zobowiązań wyrażonych w walutach obcych	
wartość nominalna zobowiązań wyrażonych w walutach obcych podlega przeliczeniu na walutę polską według średniego kursu walut obcych, ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w ostatnim dniu roboczym danego okresu sprawozdawczego;	zobowiązania wyrażone w obcej walucie lub wymienione na mocy umów – z jednej obcej waluty na jedną lub więcej obcych walut – są przeliczane na inne obce waluty według kursu uzgodnionego w ramach tych umów i są przeliczane na walutę krajową w oparciu o reprezentatywny rynkowy kurs walutowy z ostatniego dnia roboczego każdego roku;
4. dług potencjalny	
<i>różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB</i>	
nie jest uwzględniany.	- ograniczenia UE nie uwzględniają bezpośrednio długu potencjalnego związanego z udzielanymi poręczeniami i gwarancjami; - po spełnieniu określonych kryteriów dług potencjalny może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejęcia długu).

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

Tabela 4. Mechanizm korygujący stabilizującej reguły wydatkowej

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych	
Wielkość korekty kwoty wydatków spójnej ze stabilizującą regułą wydatkową, zgodnie z art. 112aa ust. 4 i art. 112ab	
Poziom korekty wyrażony jest w tysiącach złotych.	
Wielkość korekty kwoty wydatków K_n, o której mowa w art. 112aa ust. 1, wynosi co do zasady 0, jednak w przypadku gdy prognozowana przez Komisję Europejską: a) wartość wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych dla Polski przekracza wartość referencyjną (-3% PKB), w roku $n-1$ lub n, lub b) wartość długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dla Polski przekracza wartość referencyjną (60% PKB), w roku $n-1$ lub n – wielkość korekty kwoty wydatków K_n nie może być wyższa niż dostosowanie fiskalne, wspierające realizację celu fiskalnego w zakresie poziomu wydatków określonego w średniookresowym planie budżetowo-strukturalnym, o którym mowa w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1263 z dnia 29 kwietnia 2024 r. w sprawie skutecznej koordynacji polityk gospodarczych i w sprawie wielostronnego nadzoru budżetowego oraz uchylającym rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97, oraz przestrzeganie wartości odniesienia określonych w art. 126 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej sprecyzowanych w art. 1 Protokołu (nr 12) w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, załączonego do Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, obliczone według wzoru: $DF_n = -0,5\% * E_n(PKB_n^{CB})$ w którym poszczególne symbole oznaczają: DF_n – dostosowanie fiskalne w roku n $E_n(PKB_n^{CB})$ – prognozowany w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na rok n przedłożonym Sejmowi produkt krajowy brutto w cenach bieżących w roku n n – rok, na który jest obliczana kwota wydatków W przypadku zatwierdzenia przez Radę Unii Europejskiej ścieżki wydatków netto, o której mowa w rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1263 z dnia 29 kwietnia 2024 r. w sprawie skutecznej koordynacji polityk gospodarczych i w sprawie wielostronnego nadzoru budżetowego oraz uchylającym rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97, wielkość korekty kwoty wydatków K_n odpowiada wysiłkowi fiskalnemu zgodnemu z zatwierdzoną przez Radę Unii Europejskiej ścieżką wydatków netto, o której mowa w tym rozporządzeniu. Wielkość korekty kwoty wydatków K_n może być inna niż określona powyżej, jeżeli wynika to z zaleceń Rady Unii Europejskiej wydanych na podstawie art. 121 ust. 2 lub 4 lub art. 126 ust. 7 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.	
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; • wystąpienia znacznego spowolnienia gospodarczego. Przez znaczne spowolnienie gospodarcze rozumie się sytuację, kiedy prognozowana w uzasadnieniu: 1) projektu ustawy budżetowej na rok, na który jest obliczana kwota wydatków, o której mowa w art. 112aa ust. 1 ustawy o finansach publicznych, przedłożonego Sejmowi lub 2) projektu ustawy zmieniającej ustawę budżetową na rok, na który jest obliczana kwota wydatków, o której mowa w art. 112aa ust. 1 ustawy o finansach publicznych, przedłożonego Sejmowi	

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych

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

– roczna dynamika wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych jest mniejsza o więcej niż dwa punkty procentowe od wskaźnika średniookresowej dynamiki wartości produktu krajowego brutto w cenach stałych WPKBn* określonego w uzasadnieniu projektu ustawy budżetowej na ostatni rok, na który w projekcie ustawy budżetowej określono kwotę wydatków.

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

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

Tabela 5. Wynik oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych¹⁾ i rentowność obligacji 10-letnich²⁾ w UE w latach 2023–2024

	2023			2024		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	-1,4	163,9	4,0	1,3	153,6	3,4
Włochy	-7,2	134,6	4,3	-3,4	135,3	3,7
Francja	-5,4	109,8	3,0	-5,8	113,0	3,0
Belgia	-4,1	103,2	3,1	-4,5	104,7	2,9
Hiszpania	-3,5	105,1	3,5	-3,2	101,8	3,2
Portugalia	1,2	97,7	3,2	0,7	94,9	3,0
Strefa euro	-3,5	87,3	-	-3,1	87,4	-
Finlandia	-3,0	77,5	3,0	-4,4	82,1	2,9
Austria	-2,6	78,5	3,1	-4,7	81,8	2,8
Unia Europejska	-3,5	80,8	3,5	-3,2	81,0	3,3
Węgry	-6,7	73,0	7,5	-4,9	73,5	6,5
Słowenia	-2,6	68,4	3,4	-0,9	67,0	3,1
Cypr	1,7	73,6	3,9	4,3	65,0	3,1
Niemcy	-2,5	62,9	2,4	-2,8	62,5	2,3
Słowacja	-5,2	55,6	3,7	-5,3	59,3	3,5
Chorwacja	-0,8	61,8	3,8	-2,4	57,6	3,3
Polska	-5,3	49,5	5,8	-6,6	55,3	5,5
Rumunia	-6,6	48,9	6,7	-9,3	54,8	6,3
Malta	-4,7	47,9	3,7	-3,7	47,4	3,4
Łotwa	-2,4	44,6	3,8	-1,8	46,8	3,3
Czechy	-3,8	42,5	4,4	-2,2	43,6	4,0
Holandia	-0,4	45,2	2,8	-0,9	43,3	2,6
Irlandia	1,5	43,3	2,9	4,3	40,9	2,7
Litwa	-0,7	37,3	2,9	-1,3	38,2	2,9
Szwecja	-0,8	31,6	2,5	-1,5	33,5	2,2
Dania	3,3	33,6	2,7	4,5	31,1	2,3
Luksemburg	-0,8	25,0	3,0	1,0	26,3	2,8
Bułgaria	-2,0	22,9	3,8	-3,0	24,1	3,9
Estonia	-3,1	20,2	3,9	-1,5	23,6	3,6

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 22 września 2025 r.

Kraj	Standard&Poor's	Fitch	Moody's
Austria	AA+	AA	Aa1
Belgia	AA	A+	Aa3
Bułgaria	BBB	BBB+	Baa1
Chorwacja	A-	A-	A3
Cypr	A-	A-	A3
Czechy	AA-	AA-	Aa3
Dania	AAA	AAA	Aaa
Estonia	AA-	A+	A1
Finlandia	AA+	AA	Aa1
Francja	AA-	A+	Aa3
Grecja	BBB	BBB-	Baa3
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	A+	A	A3
Rumunia	BBB-	BBB-	Baa3
Słowacja	A+	A-	A3
Słowenia	AA	A	A3
Szwecja	AAA	AAA	Aaa
Węgry	BBB-	BBB	Baa2
Włochy	BBB+	BBB+	Baa3

Źródło: LSEG

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2014 – VI 2025

Wyszczególnienie	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	VI 2025
1. Dług Skarbu Państwa												
a) w mld zł	779,9	834,6	928,7	928,5	954,3	973,3	1 097,5	1 138,0	1 238,5	1 346,2	1 629,3	1 802,1
krajowy*	503,1	543,3	609,2	644,5	674,4	716,5	831,5	872,7	949,8	1 042,4	1 253,5	1 430,6
zagraniczny*	276,9	291,3	319,5	283,9	279,8	256,9	266,0	265,4	288,7	303,8	375,8	371,5
b) w relacji do PKB	45,6%	46,1%	49,8%	46,5%	44,4%	42,1%	46,4%	42,8%	39,9%	39,4%	44,7%	47,9%
2. Państwowy dług publiczny												
a) w mld zł	826,8	877,3	965,2	961,8	984,3	990,9	1 111,8	1 148,6	1 209,5	1 328,1	1 611,6	1 769,6
b) w relacji do PKB	48,3%	48,5%	51,7%	48,2%	45,8%	42,8%	47,1%	43,2%	39,0%	38,9%	44,3%	47,1%
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (definicja UE)												
a) w mld zł	874,4	923,9	1 010,0	1 007,3	1 035,9	1 046,2	1 337,0	1 411,0	1 512,8	1 691,3	2 012,7	2 186,2
b) w relacji do PKB	51,1%	51,1%	54,1%	50,4%	48,2%	45,2%	56,6%	53,0%	48,8%	49,5%	55,3%	58,2%

*) Wg kryterium miejsca emisji.

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2014 – VI 2025

Wyszczególnienie	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	VI 2025
1. Produkt krajowy brutto												
w mld zł	1 710,2	1 809,6	1 866,0	1 996,8	2 147,6	2 313,9	2 362,9	2 661,5	3 100,8	3 415,3	3 641,2	3 758,4
2. Kursy walutowe (na koniec okresu)												
a) EUR	4,26	4,26	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,24
b) USD	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,10	3,62

Źródło: GUS, NBP.