Ministerstwo Finansów

STRATEGIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

w latach 2027–2030

ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

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

www.gov.pl/finanse

Ministerstwo Finansów

Warszawa, wrzesień 2026 r.

Spis treści

1. Wprowadzenie *5*

2. Wielkość długu publicznego i kosztów jego obsługi *8*

3. Ocena realizacji celu Strategii w 2025 r. i w I połowie 2026 r. *14*

3.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu – dobór instrumentów 14

3.2. Minimalizacja kosztów obsługi długu – zapewnienie efektywności rynku SPW 21

3.3. Ograniczenia związane z ryzykiem 23

4. Uwarunkowania Strategii *25*

4.1. Uwarunkowania makroekonomiczne i fiskalne *Strategii* 25

4.2. Uwarunkowania międzynarodowe 26

4.3. Krajowy rynek SPW 27

4.3.1. Banki krajowe 29

4.3.2. Krajowi inwestorzy pozabankowi 30

4.3.3. Inwestorzy zagraniczni 32

4.4. Reforma wskaźników referencyjnych 33

5. Cel Strategii *36*

6. Zadania Strategii *39*

6.1. Zapewnianie płynności rynku SPW 39

6.2. Zapewnianie efektywności rynku SPW 39

6.3. Zapewnianie przejrzystości rynku SPW 40

6.4. Efektywne zarządzanie płynnością budżetu państwa 40

7. Oddziaływanie na dług sektora finansów publicznych *42*

7.1. Procedury ostrożnościowe i sanacyjne 42

7.2. Zmiany w regulacjach w zakresie zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego oraz nadzorowane lub kierowane przez nie jednostki sektora finansów publicznych 44

7.3. Stabilizująca reguła wydatkowa 46

7.4. Fundusze zarządzane przez Bank Gospodarstwa Krajowego zaliczone do sektora instytucji rządowych i samorządowych 47

8. Przewidywane efekty realizacji Strategii *49*

8.1. Wielkość zadłużenia i kosztów obsługi długu 49

8.2. Struktura długu Skarbu Państwa 52

8.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa 54

8.4. Zagrożenia dla realizacji *Strategii* 56

9. Gwarancje i poręczenia udzielane przez jednostki sektora finansów publicznych *57*

9.1. Założenia strategii udzielania gwarancji i poręczeń 57

9.2. Analiza i prognozy wielkości gwarancji i poręczeń 57

Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć *59*

Aneks 2. Wykaz cyklicznych publikacji MF dotyczących długu publicznego i rynku SPW *64*

Aneks 3. Regulacje prawne dotyczące długu publicznego w Polsce i UE *65*

Aneks 4. Wybrane dane statystyczne dotyczące finansów publicznych i wiarygodności kredytowej w Polsce i UE *72*

1. Wprowadzenie

Zgodnie z art. 75 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2025 r. poz. 1483, z późn. zm., dalej: ustawa o finansach publicznych) Minister Finansów[1] 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	2025	2026	2027	2026	2027	2028	2029	2030
	wykonanie	według limitów		przewidywane				
1. Dług Skarbu Państwa								
w relacji do PKB	49,9%	56,7%	58,4%	56,4%	57,3%	60,0%	60,7%	59,9%
2. Państwowy dług publiczny								
w relacji do PKB	48,9%	55,7%	57,0%	55,3%	55,9%	58,6%	59,2%	58,3%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*								
w relacji do PKB	45,6%	52,2%	55,9%	51,9%	54,7%	57,4%	58,1%	57,3%
4. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
w relacji do PKB	59,7%	67,9%	70,4%	67,6%	69,3%	73,1%	75,7%	76,6%

**) Kwota ustalona w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski 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 2026–2030 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

[1]Zgodnie 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.

w planach finansowych jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych a ich rzeczywistą realizacją.

Założono, że obsługa i wykup obligacji wyemitowanych przez BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania Covid-19 oraz przez Polski Fundusz Rozwoju w ramach Tarczy Finansowej wykupywanych w latach 2027–2030 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 55,3% w 2026 r. i 55,9% w 2027 r., następnie będzie rosła do 59,2% w 2029 r., a w 2030 r. spadnie do 58,3%. Natomiast relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych wyniesie 51,9% w 2026 r. i 54,7% w 2027 r., a próg 55% przekroczy w 2028 r. i będzie się utrzymywała powyżej tego progu także w latach 2029–2030.

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 w 2030 r. procedur ostrożnościowych wynikających z ustawy. Konsekwencją wdrożenia procedur ostrożnościowych, zgodnie z art. 86 ust. 1 pkt 2 lit. a ustawy o finansach publicznych, będzie m. in. konieczność przyjęcia deficytu budżetu państwa na rok 2030 zapewniającego spadek relacji długu SP w 2030 r. poniżej poziomu z roku 2028. Zgodnie z przyjętymi założeniami dług SP w relacji do PKB będzie wzrastał do 60,0% w 2028 r. i 60,7% w 2029 r., a następnie spadnie do 59,9% 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, dług EDP) do PKB wyniesie 67,6% w 2026 r. i 69,3% w 2027 r., co oznacza przekroczenie wartości referencyjnej relacji długu EDP do PKB na poziomie 60% w 2026 r. W horyzoncie *Strategii* relacja ta wzrośnie do 76,6% w 2030 r.

Przy założeniu pełnego wykonania limitu deficytów zapisanych w ustawie budżetowej na rok 2026 oraz w projekcie ustawy budżetowej na rok 2027 relacja do PKB państwowego długu publicznego wyniosłaby w latach 2026–2027 odpowiednio 55,7% i 57,0%, a kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych odpowiednio 52,2% i 55,9%. Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych wzrosłaby do 70,4% PKB w 2027 r.

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

Wyszczególnienie	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa*						
a) w mld zł	72,8	90,0	107,0	120,0 - 121,6	133,9 - 135,6	149,2 - 151,0
b) w relacji do PKB	1,86%	2,17%	2,43%	2,59% - 2,63%	2,76% - 2,79%	2,94% - 2,98%

*) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2028–30 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.

Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2027 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 107,0 mld zł, tj. 2,43% PKB. *Strategia* zakłada, że koszty obsługi długu zbliżą się do poziomu 3% PKB w 2030 r.

Niniejsza *Strategia* stanowi kontynuację dotychczasowych dokumentów. Utrzymany został cel sformułowany jako sfinansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sposób zapewniający minimalizację kosztów obsługi długu SP 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 2027–2030 przyjęto, że:

- utrzymane zostanie elastyczne podejście do kształtowania struktury finansowania pod względem wyboru rynku, waluty i instrumentów, w stopniu przyczyniającym się do minimalizacji kosztów obsługi długu 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 zbliżonej do 4,5 roku z uwzględnieniem możliwości odchyleń wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych, w szczególności struktury popytu w warunkach utrzymujących się wysokich potrzeb pożyczkowych 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

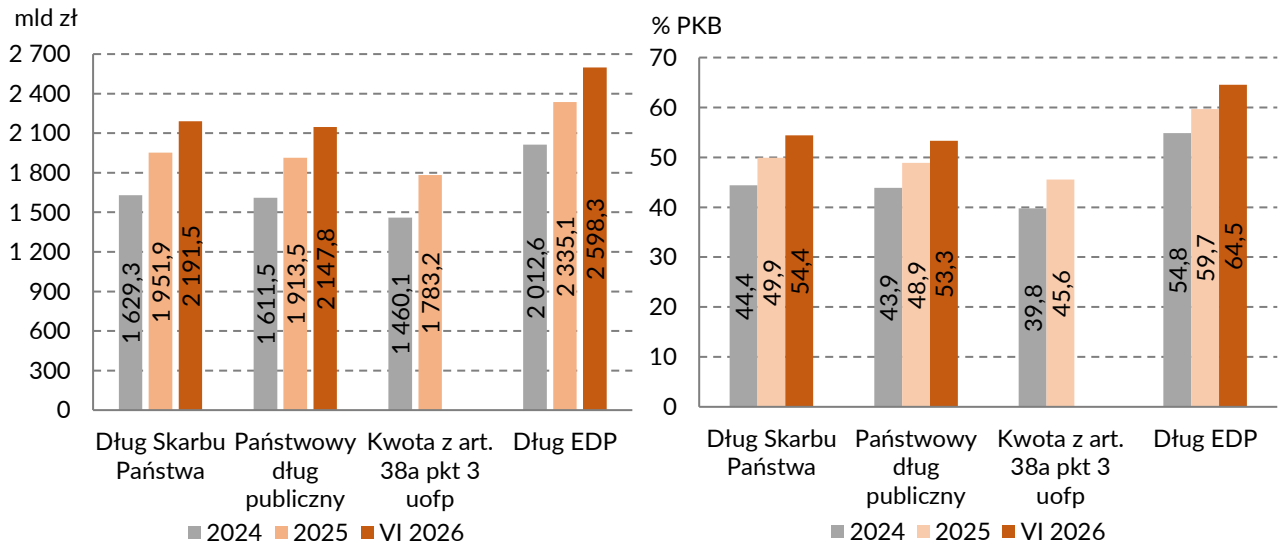
W 2025 r. państwowy dług publiczny (tj. dług publiczny wg definicji krajowej) wyniósł 1 913,5 mld zł, co oznaczało wzrost o 302,0 mld zł w porównaniu z końcem 2024 r. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (tj. dług publiczny wg definicji UE) wyniósł 2 335,1 mld zł i był o 322,5 mld zł wyższy w porównaniu z końcem 2024 r.

Relacje długu publicznego do PKB w 2025 r. ukształtowały się następująco:

- relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniosła 48,9% wobec 43,9% na koniec
  2024 r. (wzrost o 5,0 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 2025 r. ukształtowała się na poziomie 45,6% PKB wobec 39,8% PKB na koniec 2024 r.;
- relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wyniosła 59,7% wobec 54,8% na koniec 2024 r. (wzrost o 4,8 pkt proc.) i była znacznie niższa od relacji dla całej Unii Europejskiej (81,8% PKB) oraz strefy euro (88,1% PKB)[2].

W pierwszym półroczu 2026 r. relacje PDP i długu EDP do PKB wzrosły odpowiednio o 4,4 i 4,8 pkt proc. do 53,3% i 64,5%.

Wykres 1. Wielkość długu publicznego



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

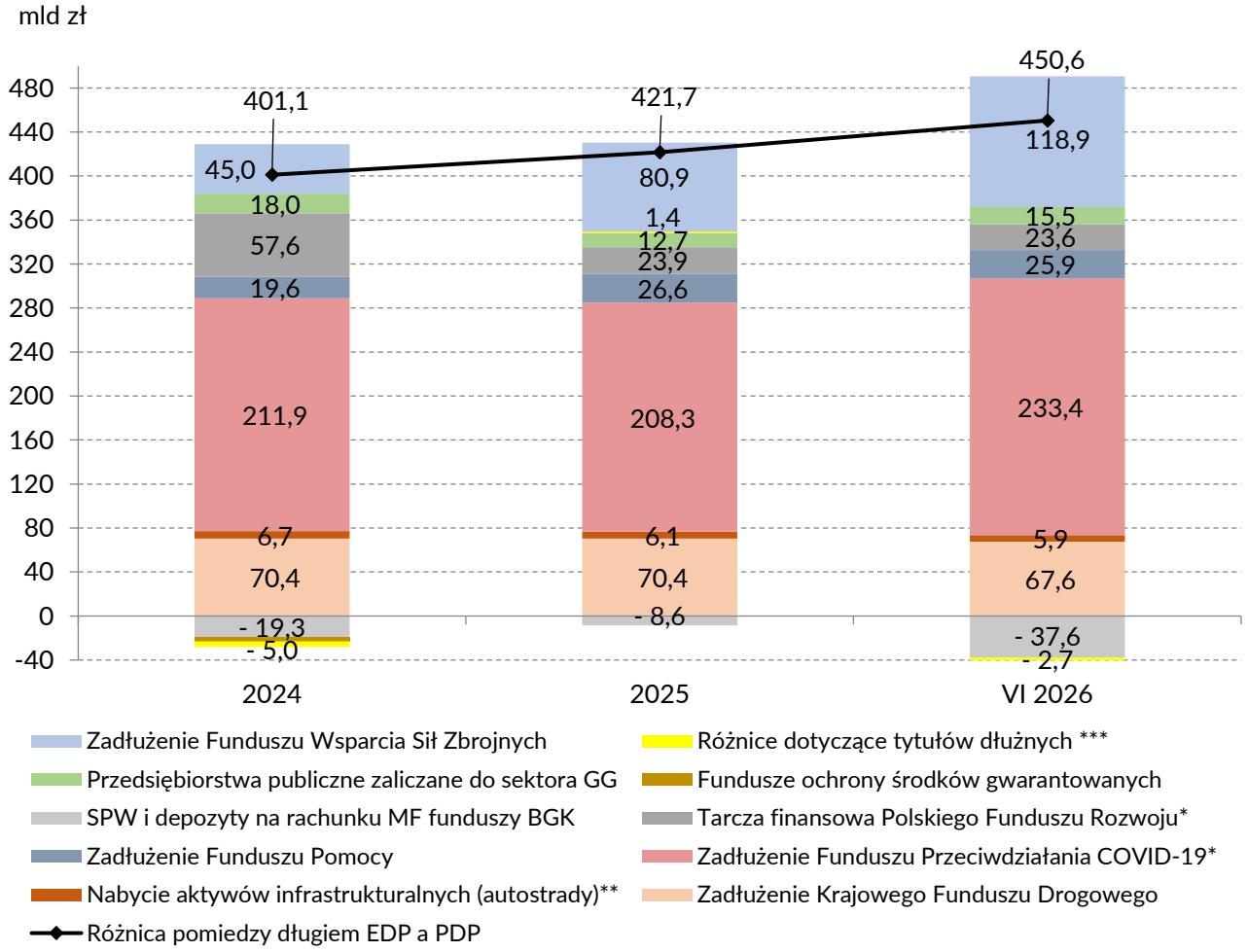
- innego zakresu jednostek należących do sektora finansów publicznych, w tym m.in. zaliczenia do sektora wg definicji UE Krajowego Funduszu Drogowego (KFD), Funduszu

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

Przeciwdziałania COVID-19 (FPC), Funduszu Pomocy (FP) i Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych (FWSZ), których zadłużenie powiększa dług sektora;

- przekierowania transakcji do sektora instytucji rządowych i samorządowych, w tym Tarczy Finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) – obligacje wyemitowane na sfinansowanie Tarczy powiększają dług EDP;
- 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 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. 94% PDP, a długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dodatkowo przede wszystkim z emisji obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-

19 oraz zaciągania zobowiązań na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, a także wykupu obligacji wyemitowanych przez PFR na sfinansowanie Tarczy Finansowej.

Wzrost długu Skarbu Państwa w 2025 r. o 322,6 mld zł był głównie wypadkową:

- potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa (+317,6 mld zł), głównie jako wypadkowa deficytu budżetu państwa w wysokości 275,7 mld zł, zarządzania środkami europejskimi (+13,8 mld zł), środków na finansowanie deficytu budżetu środków europejskich
  (+13,4 mld zł), salda pożyczek udzielonych (+19,6 mld zł) oraz konsolidacji zarządzania płynnością (-5,4 mld zł);
- zmniejszenia stanu środków na rachunkach budżetowych (-9,3 mld zł);
- przekazania obligacji skarbowych na podstawie innych ustaw niż ustawa o finansach publicznych (+17,9 mld zł);
- różnic kursowych (-15,9 mld zł);
- zmiany pozostałego zadłużenia SP (+0,2 mld zł), w tym wzrost depozytów jednostek sektora finansów publicznych (+12,7 mld zł), spadek depozytów jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych (-11,0 mld zł) oraz pozostałych depozytów (-1,5 mld zł) w ramach konsolidacji zarządzania płynnością.

W I połowie 2026 r. wzrost długu SP o 239,5 mld zł był wypadkową przede wszystkim:

- potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa (+74,0 mld zł), głównie jako wypadkowa deficytu budżetu państwa w wysokości 123,7 mld zł, środków na finansowanie deficytu budżetu środków europejskich (+15,5 mld zł), salda pożyczek udzielonych (+6,0 mld zł), zarządzania środkami europejskimi (-38,7 mld zł) oraz konsolidacji zarządzania płynnością (-31,9 mld zł);
- zwiększenia stanu środków na rachunkach budżetowych (+120,8 mld zł);
- różnic kursowych (+9,9 mld zł);
- zmiany pozostałego zadłużenia SP (+28,3 mld zł), w tym spadku depozytów jednostek sektora finansów publicznych (-0,8 mld zł) i wzrostu depozytów jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych (+28,8 mld zł) w ramach konsolidacji zarządzania płynnością.

Na 25 września 2026 r. stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto 2026 r. według ustawy budżetowej wyniósł ok. 79% oraz 94% według przewidywanego wykonania 2026 r. w projekcie ustawy budżetowej na rok 2027.

Tabela 3. Przyczyny wzrostu długu SP w 2025 r. i w I połowie 2026 r. (w mld zł)

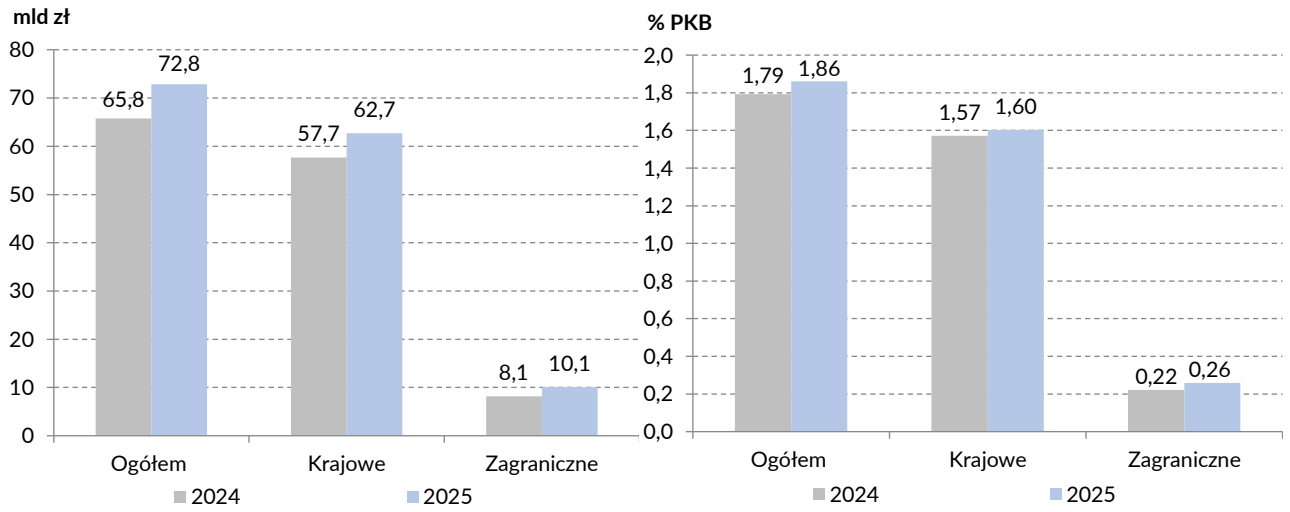
Wyszczególnienie	**2025**	**I–VI 2026**
Przyrost długu Skarbu Państwa	**322,6**	**239,5**
1. Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa:	**317,6**	**74,0**
1.1. Deficyt budżetu państwa	275,7	123,7
1.2. Deficyt budżetu środków europejskich	13,4	15,5
1.3. Saldo konsolidacji zarządzania płynnością	-5,4	-31,9
1.4. Zarządzanie środkami europejskimi	13,8	-38,7
1.5. Saldo pożyczek udzielonych	19,6	6,0

1.6. Pozostałe potrzeby pożyczkowe[1)]	0,5	-0,8
2. Pozostałe zmiany:	**5,0**	**165,6**
2.1. Różnice kursowe	-15,9	9,9
2.2. Zmiana stanu na rachunkach budżetowych	-9,3	120,8
2.3. Przekazanie obligacji	17,9	0,0
2.4. Dyskonto od SPW i indeksacja SPW	12,1	6,5
2.5. Zmiana pozostałego długu Skarbu Państwa	0,2	28,3
• Depozyty JSFP[2)]	12,7	-0,8
• Depozyty JSGG[3)]	-11,0	28,8
• Pozostałe depozyty[4)]	-1,5	0,0
• Pożyczki udzielone przez JSFP[5)]	0,0	0,0
• Pozostałe zadłużenie SP	0,0	0,4

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 od JSFP posiadających osobowość prawną, bez wpływu na państwowy dług publiczny ze względu na eliminację wzajemnych zobowiązań JSFP.
3) Depozyty od jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych nienależących do SFP, bez wpływu na dług EDP (definicja UE).
4) Depozyty sądowe i prokuratorskie od podmiotów spoza sektora finansów publicznych, depozyty zabezpieczające wynikające z umów CSA.
5) Pożyczka Funduszu Solidarnościowego (FS) z Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD), bez wpływu na państwowy dług publiczny ze względu na eliminację wzajemnych zobowiązań JSFP.

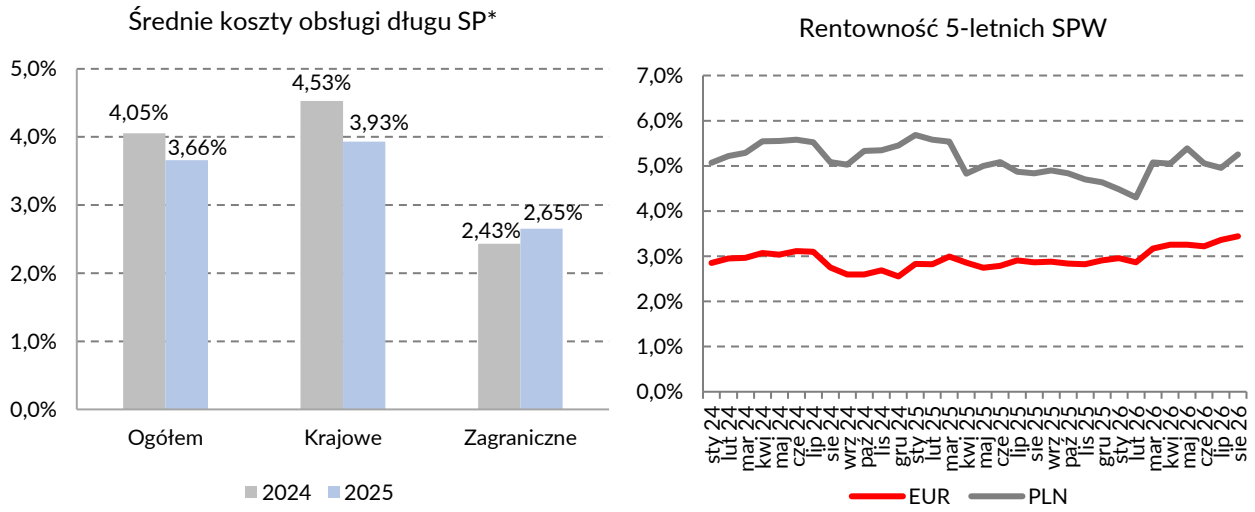
W 2025 r. miał miejsce wzrost kasowych kosztów obsługi długu SP w ujęciu nominalnym z 65,8 mld zł w 2024 r. do 72,8 mld zł (w tym długu krajowego z 57,7 mld zł do 62,7 mld zł) przy jednoczesnym wzroście dochodów z tytułu emisji długu (premii i wykupionych odsetek) z 6,2 mld zł do 7,0 mld zł. Relacja kosztów obsługi długu do PKB wzrosła w stosunku do
2024 r. i wyniosła 1,86%. 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 SP ogółem (uwzględniające dochody z tytułu sprzedaży SPW) spadły z 4,05% w 2024 r. do 3,66% w 2025 r., w tym długu krajowego z 4,53% do 3,93%. Wynikało to głównie z bieżącego kosztu finansowania rynkowego oraz poziomu kosztów obsługi długu SP zaciąganego w przeszłości.

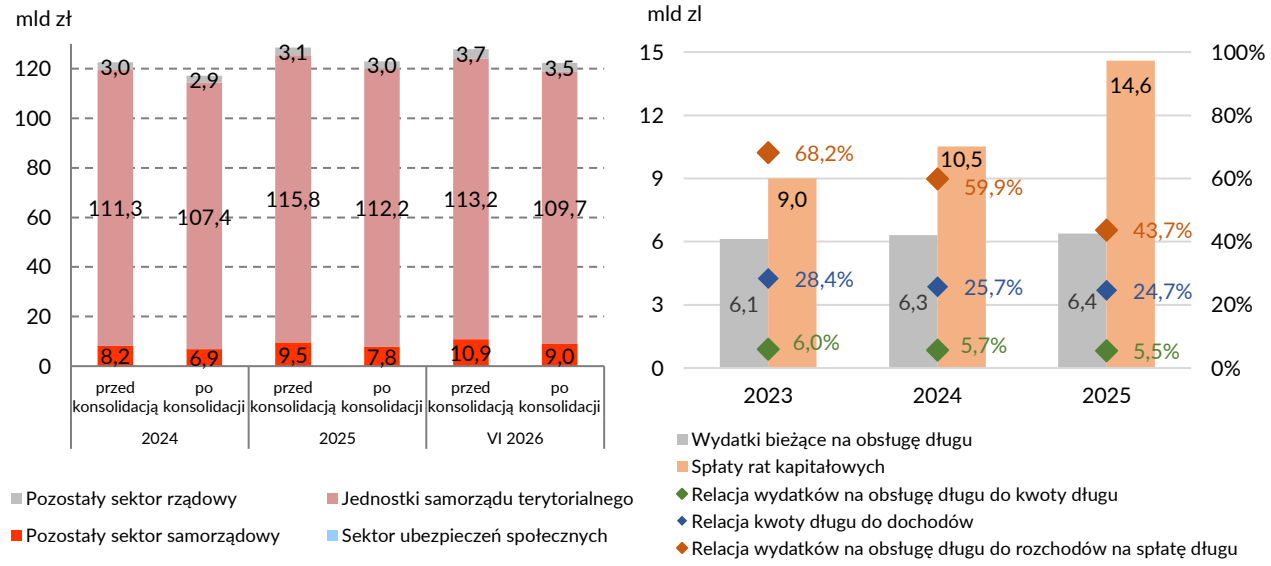
Wykres 4. Rynkowe stopy procentowe a średnie koszty obsługi długu SP



**) 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 2025 r. nieskonsolidowany dług JST i ich związków wzrósł o 4,5 mld zł i wyniósł 115,8 mld zł. Dług tych jednostek skonsolidowany w ramach sektora finansów publicznych wzrósł do 112,5 mld zł. W pierwszej połowie 2026 r. zadłużenie JST i ich związków spadło odpowiednio o 2,6 mld zł przed konsolidacją i o 2,4 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 2025 r. i w I połowie 2026 r.

W 2025 r. i w I połowie 2026 r. zarządzanie długiem Skarbu Państwa odbywało się na podstawie *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2025–2028*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2024 r. oraz *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2026–2029*, przyjętej przez Radę Ministrów we wrześniu 2025 r.

Oba dokumenty definiowały ten sam cel zarządzania długiem Skarbu Państwa, tj. sfinansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sposób zapewniający minimalizację kosztów obsługi długu w długim horyzoncie czasu, przy przyjętych ograniczeniach odnośnie do poziomów ryzyka. Minimalizacja kosztów obsługi długu była rozumiana w dwóch aspektach: doboru instrumentów oraz zapewnienia efektywności rynku SPW.

3.1. Minimalizacja kosztów obsługi długu – dobór instrumentów

Zgodnie z założeniami *Strategii* głównym źródłem pozyskiwania środków na finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pozostał rynek krajowy. W 2025 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 473,2 mld zł. Na rynkach zagranicznych zaciągnięto zobowiązania o wartości nominalnej 68,2 mld zł, z czego 47,9 mld zł stanowiły zobowiązania z tytułu emisji obligacji, 3,6 mld zł kredyty zaciągnięte w międzynarodowych instytucjach finansowych (MIF), a 16,7 mld zł otrzymano z długoterminowych pożyczek z UE.

W I połowie 2026 r. na rynku krajowym wyemitowano SPW o wartości nominalnej 253,0 mld zł, a zaciągnięte zobowiązania na rynkach zagranicznych wyniosły 54,8 mld zł (w tym ponad 80% z tytułu emisji obligacji skarbowych).

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

Instrumenty	2024		2025		I–VI 2026	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Krajowe SPW	354,6	76,9	473,2	87,4	253,0	82,2
Zagraniczne SPW	64,2	13,9	47,9	8,9	44,5	14,5
Kredyty z MIF	4,2	0,9	3,6	0,7	0,6	0,2
Pożyczki z UE	38,3	8,3	16,7	3,1	9,7	3,2

Wśród instrumentów emitowanych na rynku krajowym dominowały papiery hurtowe przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych (w I połowie 2026 r. stanowiły 84,7% łącznej sprzedaży wobec 76,7% na koniec 2024 r.), przy wysokim choć malejącym udziale obligacji oszczędnościowych (15,3% w połowie 2026 r. wobec 23,3% w 2024 r.).

W strukturze sprzedaży rynkowych SPW oferowanych na rynku pierwotnym w 2025 r. i w I połowie 2026 r. przeważały papiery średnio- i długoterminowe (o terminie zapadalności powyżej 4 lat), choć udział tych papierów w sprzedaży zmniejszył się z 84,1% w 2024 r. do 79,6% w I połowie 2026 r. Od stycznia 2025 r. do oferty wróciły bony

skarbowe, 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 od 2 do 4 lat zmniejszył się wyraźnie w I połowie 2026 r. (do 38,7% z 59,1% w 2024 r.).

Tabela 5. Sprzedaż SPW na rynku krajowym wg terminów zapadalności

Instrumenty	2024	2025	I–VI 2026
SPW rynkowe	**100%**	**100%**	**100%**
Bony skarbowe	0,0%	10,5%	6,7%
Obligacje o terminie zapadalności do 4 lat	15,9%	15,4%	13,7%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat do 6 lat	53,2%	52,1%	52,8%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 6 lat	30,9%	22,0%	26,9%
Obligacje oszczędnościowe	**100%**	**100%**	**100%**
Obligacje o terminie zapadalności do 2 lat	32,3%	43,7%	47,5%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 2 lat do 4 lat	59,1%	47,4%	38,7%
Obligacje o terminie zapadalności powyżej 4 lat	8,6%	8,9%	13,8%

Pod względem oprocentowania w strukturze sprzedaży krajowych SPW na rynku hurtowym przeważały instrumenty o stałej stopie (wzrost do 62,1% w I połowie 2026 r. z 61,9% na koniec 2024 r.), przy malejącym udziale instrumentów o oprocentowaniu zmiennym (spadek z 22,1% w 2024 r. do 21,1% w połowie 2026 r.) i bonów skarbowych. Wraz ze spadkiem inflacji w 2025 r. popyt na obligacje indeksowane inflacją wyraźnie się zmniejszył, co znalazło odzwierciedlenie w spadku udziału tych instrumentów w sprzedaży SPW na rynku hurtowym do 1,1% w I połowie 2026 r. (z 7,5% w 2024 r.). Udział obligacji zerokuponowych w strukturze sprzedaży utrzymywał się w okolicach 10%.

W przypadku obligacji oszczędnościowych zmianie uległy preferencje nabywców tych obligacji, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście w strukturze sprzedaży udziału obligacji o oprocentowaniu zmiennym (do 44,2% z 30,5% w 2024 r.) i opartym o inflację, kosztem spadku udziału obligacji o oprocentowaniu stałym (do 26,8% z 41,3% w 2024 r.).

Tabela 6. Sprzedaż SPW na rynku krajowym wg rodzaju oprocentowania

Instrumenty	2024	2025	I–VI 2026
SPW rynkowe	**100%**	**100%**	**100%**
Obligacje o oprocentowaniu stałym	61,9%	57,8%	62,1%
Obligacje zerokuponowe	8,4%	11,0%	9,0%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym	22,1%	18,1%	21,1%
Obligacje o nominale indeksowanym inflacją	7,5%	2,6%	1,1%
Bony skarbowe	0,0%	10,5%	6,7%
Obligacje oszczędnościowe	**100%**	**100%**	**100%**
Obligacje o oprocentowaniu stałym	41,3%	40,2%	26,8%
Obligacje o oprocentowaniu zmiennym opartym o inflację	28,2%	19,2%	29,1%

Pozostałe obligacje o oprocentowaniu zmiennym	30,5%	40,6%	44,2%

Na rynkach zagranicznych w omawianym okresie przeprowadzono sześć emisji obligacji benchmarkowych na rynku euro, w tym emisję obligacji 12-letniej typu green bonds o łącznej wartości 9,25 mld EUR oraz pięć emisji na rynku amerykańskim o łącznej wartości 11,5 mld USD., Środki pozyskane z emisji obligacji typu green bonds są przeznaczane na finansowanie projektów prośrodowiskowych. Poprzednia emisja tego typu miała miejsce w 2019 r.
Ponadto, w lutym 2026 r. przeprowadzono kolejną emisję obligacji nominowanych w JPY na rynku japońskim (poprzednia taka emisja miała miejsce w listopadzie 2024 r.). Wyemitowano cztery serie obligacji o łącznej wartości nominalnej 211,6 mld JPY.
Poza emisjami benchmarkowymi, w czerwcu br. wyemitowano 3-, 7- i 10-letnie obligacje nominowane we franku szwajcarskim o łącznej wartości nominalnej 885 mln CHF.

Emisje obligacji skarbowych emitowanych w JPY i CHF służą minimalizacji kosztów obsługi długu w długim okresie oraz dywersyfikacji bazy inwestorów, wykorzystując okresowo niższe stopy procentowe na tych rynkach. Inwestorzy japońscy stanowią największą grupę wśród nierezydentów posiadających krajowe SPW, a emisje w ich walucie (JPY) sprzyjają utrzymaniu i poszerzeniu bazy inwestorów w obligacje emitowane także na rynku krajowym.

Tabela 7. Emisje obligacji na rynkach zagranicznych w 2025 r. i w I połowie 2026 r.

Okres	Zapadalność (lata)	Waluta	Wartość emisji (mln)	Rentowność
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%
	7	EUR	1 750	3,178%
	12	EUR	1 250	3,903%
I–VI 2026	5	EUR	2 000	2,964%
	10	EUR	1 250	3,739%
	3	JPY	116 900	1,880%
	5	JPY	62 700	2,220%
	10	JPY	11 800	2,900%
	20	JPY	20 200	3,650%
	5	USD	1 000	4,654%
	10	USD	2 500	5,405%
	30	USD	2 500	6,233%
	3	CHF	485	0,835%
	7	CHF	160	1,382%
	10	CHF	240	1,643%

Łącznie w 2025 r. i w I połowie 2026 r. zaciągnięto kredyty z MIF o wartości 0,98 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 (2025 r. i I połowa 2026 r.) Polska otrzymała łącznie 6,25 mld EUR pożyczek na realizację Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności (19,7 mld EUR od początku programu).

Do głównych czynników, które miały wpływ na przebieg i strukturę finansowania potrzeb pożyczkowych w 2025 r. i w I połowie 2026 r. należy zaliczyć:

1) czynniki lokalne, w tym głównie:

- politykę pieniężną RPP i sytuację na rynku finansowym, w tym:
  - obniżenie stóp procentowych o 200 pb. (o 50 pb. w maju 2025 r., a następnie sześć obniżek po 25 pb. w okresie lipiec 2025 r. – marzec br.). W rezultacie, na koniec czerwca br. stopa referencyjna ukształtowała się na poziomie 3,75%, stopa depozytowa 3,25%, a lombardowa 4,25%. Rada uzasadniała swoje decyzje bieżącą i prognozowaną inflacją, uzależniając dalsze decyzje od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Na perspektywy te oddziałują obecnie przede wszystkim zmiany sytuacji makroekonomicznej w otoczeniu zewnętrznym, w tym zmiany cen surowców i kształtowanie się inflacji na świecie w kontekście sytuacji geopolitycznej. W ocenie Rady czynnikami ryzyka pozostaje nadal kształt polityki fiskalnej, regulacje dotyczące cen paliw oraz zmiany dynamiki aktywności w polskiej gospodarce i kształtowanie się dynamiki płac. Rada nie zmieniła stopy rezerwy obowiązkowej (3,5%) ani jej oprocentowania (na poziomie stopy referencyjnej);
  - spadek inflacji w skali roku – z 4,7% w grudniu 2024 r. do 2,1% w lutym br. z okresowym wzrostem do 3,2% w kwietniu i spadkiem do 2,5% w czerwcu 2026 r.;
  - decyzję Komitetu Sterującego Narodowej Grupy Roboczej o wyborze indeksu POLSTR bazującego na jednodniowych depozytach niezabezpieczonych największych instytucji kredytowych i instytucji finansowych jako docelowego wskaźnika referencyjnego stopy procentowej, mającego zastąpić wskaźnik referencyjny WIBOR. W listopadzie 2025 r. została wyemitowana pierwsza obligacja skarbowa oparta o POLSTR, co stanowiło realizację jednego z kamieni milowych w reformie wskaźników referencyjnych;
  - utrzymanie niezmienionych ocen ratingowych Polski przez główne agencje (A- przez agencję S&P i Fitch oraz A2 przez agencję Moody's) i stabilnej perspektywy ratingu przez agencję S&P oraz obniżenie perspektyw ratingu ze stabilnej do negatywnej przez agencje Fitch i Moody's;
  - napływ kapitału zagranicznego na krajowy rynek SPW (25,8 mld zł w 2025 r. i 24,7 mld zł w I połowie 2026 r.);
  - umocnienie złotego wobec euro w 2025 r. i nieznaczne osłabienie w I połowie 2026 r., przy niższej zmienności kursu walutowego (zmienność kursu EUR/PLN wyniosła odpowiednio 4,5% i 2,4% wobec 5,1% w 2024 r., kurs wahał się w granicach odpowiednio 4,13-4,29 i 4,20-4,30 wobec 4,24-4,39 w 2024 r., a średnio wyniósł

4,235 i 4,239 wobec 4,301 w 2024 r.) oraz aprecjacja złotego wobec dolara w 2025 r. i w I połowie 2026 r., przy wysokiej zmienności kursu (zmienność kursu USD/PLN wyniosła odpowiednio 9,5% i 6,1% wobec 9,2% w 2024 r., kurs wahał się w granicach odpowiednio 3,57-3,77 i 3,49-3,77 wobec 3,80-4,16 w 2024 r., a średni kurs wyniósł 3,75 i 3,63 wobec 3,98 w 2024 r.);
  - dużą zmienność na rynku krajowych obligacji skarbowych w całym omawianym okresie, przy spadku rentowności w 2025 r. i wzroście w I połowie 2026 r. wzdłuż całej krzywej dochodowości: rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich w 2025 r. wahały się w przedziale odpowiednio: 3,83% - 5,35%, 4,53% - 5,85% i 5,15% - 6,15% i na koniec roku wyniosły odpowiednio 3,87%, 4,58% i 5,17% (spadek o odpowiednio 132 pb., 103 pb. i 73 pb.). W I połowie 2026 r. rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich wahały się w przedziale odpowiednio: 3,42%-4,79%, 4,23%-5,70% i 4,91%-6,21% i na koniec czerwca 2026 r. wyniosły odpowiednio 4,08%, 4,74% i 5,28% (wzrost o odpowiednio 21 pb., 16 pb. i 11 pb.);

- kontynuacja finansowania wydatków funduszy umiejscowionych w BGK na rynkach długu:
  - na rzecz FPC w 2025 r. BGK wyemitował obligacje gwarantowane przez SP o łącznej wartości 27,7 mld zł i terminach zapadalności od 3 do 10 lat na rynku krajowym. W I połowie 2026 r. BGK uplasował 17,3 mld zł obligacji o terminie zapadalności od 3 do 9 lat na rynku krajowym, a na rynkach zagranicznych 8- i 15-letnie obligacje o łącznej wartości 2,0 mld EUR;
  - na rzecz Funduszu Pomocy w 2025 r. BGK wyemitował obligacje gwarantowane przez SP o wartości 1,1 mld zł na rynku krajowym, a na rynkach zagranicznych obligacje o wartości 1,25 mld EUR i 47,3 mld JPY;
  - na rzecz KFD w 2025 r. BGK wyemitował obligacje 12-letnie gwarantowane przez SP o wartości 1,0 mld EUR;
  - na rzecz FWSZ w 2025 r. BGK wyemitował 6-letnie obligacje gwarantowane przez SP o wartości 2,0 mld zł, a w I połowie 2026 r. wyemitował 6-letnie obligacje o wartości 1,0 mln zł;
- uchwalenie przez Sejm ustawy budżetowej na rok 2026, w której założono dochody budżetu państwa w wysokości 647,2 mld zł, limit wydatków na poziomie 918,9 mld zł, a dopuszczalny deficyt w wysokości 271,7 mld zł;
- przyjęcie w 2025 r. przez Radę UE zaleceń dla Polski i sześciu innych państw członkowskich objętych procedurą nadmiernego deficytu co do korekcyjnej ścieżki budżetowej. Zgodnie z nimi nominalna stopa wzrostu wydatków netto w Polsce nie powinna przekroczyć w latach 2025–2028 odpowiednio 6,3%, 4,4%, 4,0% i 3,5%;
- podpisanie przez prezydenta K. Nawrockiego (w marcu br.) przygotowanego przez rząd pakietu ustaw, mającego na celu obniżenie cen paliw w okresie występowania zakłóceń rynkowych związanych z wojną w Iranie. W ramach pakietu stawka podatku VAT na paliwa została obniżona z 23% do 8%, a Minister Finansów i Gospodarki może w drodze rozporządzenia obniżać akcyzę na paliwa. Koncerny naftowe mają być objęte podatkiem od nadmiarowych zysków, a maksymalna detaliczna cena paliw na kolejny

dzień będzie codziennie ustalana przez Ministra Energii; rząd przedłużył obowiązywanie pakietu ustaw do 30 maja br., do 30 czerwca br. obowiązywała obniżona stawka VAT na paliwa, a niższa akcyza do 15 czerwca br.

- podpisanie przez prezydenta K. Nawrockiego (w maju br.) nowelizacji ustawy o finansach publicznych, która rozszerza obowiązek lokowania wolnych środków u MF na wszystkie fundusze umiejscowione w BGK;
- uruchomienie w lipcu 2025 r. przez Radę UE krajowej klauzuli wyjścia (NEC) dla Polski na lata 2025–2028, która ma umożliwić przejście do wyższych wydatków na obronność przy zapewnieniu stabilności zadłużenia. Aktywowanie klauzuli umożliwia odejście od rekomendowanej przez Radę UE ścieżki wydatków do wysokości przyrostu wydatków na obronność w stosunku do sytuacji przed wojną w Ukrainie (czyli w 2021 r.), jednak nie więcej niż 1,5% PKB rocznie;
- uchwalenie przez Sejm ustawy, która nakłada na firmy paliwowe podatek od nadzwyczajnych zysków (tzw. windfall tax). Szacowane wpływy z podatku mają posłużyć sfinansowaniu obniżek VAT i akcyzy na paliwa (pakiet „Ceny Paliw Niżej"). Stawka podatku ma wynosić 60%, a podstawę opodatkowania stanowić będzie nadwyżka przychodów ponad kwotę przychodów, jaka zostałaby osiągnięta przez podatnika przy zastosowaniu marży referencyjnej. Rokiem referencyjnym będzie rok obrotowy zakończony przed 1 marca 2026 r. Pod koniec lipca prezydent K. Nawrocki skierował ustawę do Trybunału Konstytucyjnego w trybie kontroli prewencyjnej z uwagi na obawy o działanie prawa wstecz;
- podpisanie przez Polskę w maju br. umowy pożyczkowej z Komisją Europejską w ramach programu SAFE. Polska ma otrzymać do 43,7 mld euro w pożyczkach o preferencyjnym oprocentowaniu na zakupy zbrojeniowe – pożyczka ma być zaciągana na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych;

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 2025 roku, łącznie o 75 pb., w wyniku czego stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 3,50%-3,75% i zapowiedź rozpoczęcia skupu bonów skarbowych na poziomie 40 mld USD miesięcznie w celu odbudowy rezerw płynnościowych w systemie finansowym. W I połowie 2026 r. Fed utrzymywał stopy procentowe na stabilnym poziomie ze względu na dobrą kondycję gospodarki, niepewność co do kształtu i zakresu polityki celnej rządu oraz wzrost inflacji w wyniku wojny na Bliskim Wschodzie. Na posiedzeniu w czerwcu br. nowy prezes Fed K. Warsh ocenił, że inflacja (4,2% w maju) znacznie przekracza cel inflacyjny (2,0%) i zapowiedział, że Fed zapewni stabilność cen. Fed przedstawił również nowe projekcje stóp procentowych, które wskazywały na brak zmian w poziomie stóp procentowych w 2026 r. i 2027 r. i jedną obniżkę stóp o 25 pb. w 2028 r. (w projekcji z marca br. oczekiwano jednej obniżki stóp o 25 pb. w 2026 roku);

- **w strefie euro:** obniżenie stóp procentowych o 100 pb. w okresie styczeń – czerwiec 2025 r. (cztery obniżki po 25 pb.), w tym stopy repo do 2,15% i stopy depozytowej do 2,00% i stabilizacja stóp procentowych do maja br., ze względu na utrzymywanie się inflacji w celu i umiarkowany wzrost gospodarczy. W czerwcu br. EBC zgodnie z oczekiwaniami podwyższył stopy procentowe o 25 pb. (w tym stopę repo do 2,40%, a stopę depozytową do 2,25%) ze względu na presję inflacyjną, którą generuje wojna na Bliskim Wschodzie. Decyzja o podwyżce stóp jest uzasadniona w świetle wielu scenariuszy uwzględniających możliwe ścieżki rozwoju szoku i jego wpływ na perspektywy strefy euro. W ocenie EBC perspektywy dla inflacji i wzrostu gospodarczego są niepewne, z ryzykiem wzrostu inflacji i spadku dynamiki wzrostu gospodarczego;
- **w Japonii:** podwyższenie stóp procentowych łącznie o 75 pb. (dwie podwyżki stóp w 2025 r. po 25 pb. każda i jedna w czerwcu br.), w wyniku czego główna stopa procentowa znalazła się na poziomie 1,0%; interwencje na rynku walutowym w celu powstrzymania silnej deprecjacji jena wobec dolara oraz zmniejszenie tempa redukcji skupu obligacji rządowych do ok. 400 mld JPY w kwartale do marca 2026 r. i do 200 mld JPY od kwietnia 2026 r., aż do osiągnięcia poziomu ok. 2,0 bln jenów w marcu 2027 r. Bank zapowiedział, że będzie nadal podwyższał główną stopę procentową ze względu na fakt, że inflacja bazowa zbliża się do 2%, a warunki finansowe pozostają łagodne. Bank będzie dostosowywał stopień akomodacji polityki pieniężnej w reakcji na zmiany w aktywności gospodarczej, kształtowanie się inflacji i warunki finansowe;

- łagodzenie przez wiele krajów restrykcyjnej polityki pieniężnej w reakcji na bieżącą sytuację gospodarczą i zmniejszenie presji inflacyjnej (m.in. Węgry, Czechy, Wielką Brytanię, Szwecję, Norwegię, Australię, Kanadę); jednocześnie w I połowie 2026 r. niektóre kraje podwyższyły stopy procentowe;
- sytuację geopolityczną na świecie wpływającą na poziom apetytu na ryzyko na globalnym rynku finansowym, w tym m.in.:
  - trwającą od lutego 2022 r. inwazję Rosji na Ukrainę, która przerodziła się w niszczycielską wojnę i spowodowała wzrost napięć na świecie, a zwłaszcza w Europie;
  - rozszerzanie sankcji gospodarczych, politycznych i finansowych wobec Rosji obejmujących m.in. wydłużanie zamrożenia rosyjskich aktywów, blokowanie lub ograniczanie handlu z Rosją oraz działania o charakterze pomocowym i militarnym podejmowane przez społeczność międzynarodową; w kwietniu br. UE zatwierdziła również pożyczkę dla Ukrainy w wysokości 90 mld EUR na lata 2026–2027, z czego 30 mld EUR ma być przeznaczone na wsparcie budżetowe Ukrainy, a 60 mld EUR na wzmocnienie jej zdolności obronnych;
  - kontynuację konfliktu na Bliskim Wschodzie, zapoczątkowanego w 2023 r. i okresową jego eskalację. 28 lutego br. do konfliktu pomiędzy Iranem i Izraelem włączyły się USA wypowiadając wojnę Iranowi. Spowodowało to globalny wzrost awersji do ryzyka, wzrost oczekiwań inflacyjnych w reakcji na wzrosty cen wielu

surowców, zmniejszenie płynności aktywów finansowych i wzrost rentowności na rynkach długu. W wyniku zaostrzenia konfliktu wzrosły ceny paliw na świecie, doprowadzając do wzrostu inflacji w wielu gospodarkach;
  - prowadzenie protekcjonistycznej polityki celnej przez administrację Donalda Trumpa (nałożenie zwiększonych ceł na Indie, Chiny, Kanadę, Meksyk, Japonię i większość krajów europejskich) oraz niepewność związaną z decyzjami władz USA w tym zakresie, które przyczyniały się do okresowych wahań cen aktywów na rynkach finansowych;

- ogłoszenie przez Komisję Europejską (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 2025 r. państwa członkowskie UE zatwierdziły zaproponowany przez polską prezydencję 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

Do 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 2026 r. 21 emisji obligacji przekraczało wartość 40 mld zł (wobec 15 na koniec 2025 r. i 12 na koniec 2024 r.). Emisje o wartości nominalnej większej niż 40 mld zł stanowiły 87,7% wartości nominalnej obligacji średnio- i długoterminowych o stałym oprocentowaniu wobec 71,6% na koniec 2025 r. Odpowiednio duża wartość emisji w sposób istotny wpływa na wyższy poziom płynności na rynku wtórnym i tym samym obniżająco na wysokość premii za płynność;
- emisje obligacji na rynku euro i dolara amerykańskiego o wartości zapewniającej płynność danej serii (w 2025 r. i I połowie 2026 r. przeprowadzono łącznie 6 emisji o wartości powyżej 1 mld EUR oraz 5 emisji o wartości co najmniej 1 mld USD);
- dostosowywanie poziomu i struktury podaży oferowanych instrumentów do bieżącej sytuacji rynkowej;
- rozpoczęcie emisji nowego rodzaju obligacji skarbowych o oprocentowaniu zmiennym opartym na wskaźniku POLSTR (NZ). W listopadzie 2025 r. miała miejsce pilotażowa emisja 3-letnich obligacji tego typu (NZ0928), co było kolejnym etapem procesu reformy wskaźników referencyjnych w Polsce. Wysoki popyt ze strony inwestorów umożliwił rozszerzenie oferty tego typu instrumentów o obligacje 5-letnie (od stycznia 2026 r.) i 10-letnie (od marca 2026 r.). Do końca czerwca 2026 r. wyemitowano obligacje NZ o łącznej wartości nominalnej 44,2 mld zł. Jednocześnie, od marca 2026 r. obligacje o oprocentowaniu zmiennym opartym na wskaźniku WIBOR nie są już oferowane. Emisja obligacji skarbowych o oprocentowaniu zmiennym opartym na

wskaźniku POLSTR stanowi ważny kamień milowy w rozwoju polskiego rynku finansowego. Obligacje skarbowe oparte na wskaźniku POLSTR stanowić będą punkt odniesienia dla rozwoju całego rynku instrumentów opartych na nowym wskaźniku referencyjnym.

- 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 2025 r. i I połowie 2026 r. przeprowadzono transakcje o wartości nominalnej 9,0 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 Makera. W 2025 r. zawarto transakcje na kwotę 430,3 mld PLN, w I połowie 2026 r. na kwotę 378,6 mld PLN;
- zamiana obligacji oszczędnościowych:

  – agent emisji prowadził działania marketingowe, które miały wpływ na wysokość sprzedaży oraz na wielkość zamiany obligacji zapadających w czerwcu, lipcu i sierpniu 2025 r., na obligacje kolejnych serii. Działania prowadzone były w związku z wykupem obligacji oszczędnościowych o łącznej wartości blisko 11,2 mld zł w okresie czerwiec–sierpień 2025. Podobnie jak w latach ubiegłych, kampania reklamowa miała na celu przede wszystkim zachęcenie posiadaczy obligacji zapadających w tych miesiącach 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		
				2024	2025	VI 2026
Ryzyko refinansowania	Zadowalający	• Obniżenie udziału obligacji średnio- i długoterminowych w łącznej sprzedaży obligacji hurtowych na rynku krajowym w 2025 r. i w I połowie 2026 r. (odpowiednio 74,1% i 79,6% wobec 84,1% w 2024 r.); • Znacząca rola przetargów zamiany: - odkupiono 22,6% zadłużenia początkowego obligacji zapadających w okresie od 2025 r. do połowy 2026 r. wobec 31,6% w okresie od 2024 r. do połowy 2025; - w okresie od 2025 r. do połowy 2026 r. odkupiono w sumie obligacje o wartości nominalnej 81,9 mld zł, podczas gdy w okresie od 2024 r. do połowy 2025 r. o wartości nominalnej 81,3 mld zł; • Utrzymywanie się średniej zapadalności długu krajowego poniżej przyjętego w *Strategii* docelowego poziomu 4,5 roku ze względu na uwarunkowania rynkowe w zakresie struktury popytu oraz starzenie się długu. *Strategia* przyjęta we wrześniu 2025 r. dopuszcza możliwość przejściowych odchyleń średniej zapadalności od poziomów docelowych, wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych; • Utrzymywanie się zapadalności długu SP ogółem powyżej 5 lat, zgodnie z założeniami *Strategii* (głównie w wyniku dużych emisji długoterminowych obligacji na rynkach zagranicznych oraz pożyczek z UE); • Emisje bonów skarbowych od stycznia 2025 r. wpływające na nieznaczne skrócenie średniej zapadalności długu SP.	Średnia zapadalność długu** (w latach)			
			- krajowego - zagranicznego - razem	4,32 10,94 6,07	4,18 10,82 5,75	4,10 11,29 5,77
			Udział w krajowych SPW:			
			- SPW do 1 roku - bonów skarbowych	10,8% 0,0%	12,6% 1,9%	12,7% 1,4%
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%).	Udział długu zagranicznego w długu SP	23,1%	20,4%	20,1%
			Udział długu w euro w długu zagranicznym	91,7%	93,3%	91,4%
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 - zagranicznego - razem	3,11 7,40 4,25	3,14 6,91 4,04	3,13 7,27 4,11
			Duration długu ** (w latach) - krajowego - zagranicznego - razem	2,79 5,66 3,54	2,86 5,39 3,44	2,82 5,64 3,46
			Udział długu o oproc. zmiennym w długu SP	29,4%	27,3%	26,7%
			Udział długu o oproc. zmiennym w długu krajowym	31,6%	28,4%	27,3%

Ograniczenia celu *Strategii*		
Ograniczenie	Stopień realizacji*	Sposób realizacji
Ryzyko płynności	Wysoki	Głównymi instrumentami zarządzania ryzykiem płynności były: • oprocentowane lokaty złotowe w NBP – w 2025 r. utworzono lokaty o łącznej wartości 231,5 mld zł, a w I połowie 2026 r. 117,2 mld zł; • lokaty złotowe dokonywane za pośrednictwem BGK – w 2025 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 3.288,8 mld zł, a w I połowie 2026 r. 1 852,9 mld zł; • rynkowe lokaty złotowe zabezpieczone papierami skarbowymi – w 2025 r. zawarto transakcje o łącznej wartości 448,3 mld zł, a w I połowie 2026 r. 383,6 mld zł; • lokaty walutowe – w 2025 r. zawarto lokaty na kwotę o równowartości 98,2 mld EUR, a w I połowie 2026 r. na kwotę o równowartości 60,3 mld EUR; • wymiana skonsolidowanych środków walutowych w NBP i na rynku; w 2025 r. sprzedano waluty o równowartości 18,8 mld EUR w NBP i równowartości 2,9 mld EUR na rynku, w I połowie 2026 r. sprzedano waluty o równowartości 6,2 mld EUR w NBP oraz o równowartości 4,8 mld EUR na rynku; • transakcje typu cross currency swap (CIRS), których celem była zamiana waluty przepływów wynikających z emisji obligacji w USD oraz w CHF na EUR – w 2025 r. zostały zawarte na łączną wartość 5,5 mld USD, a w I połowie 2026 r. na kwotę 5,5 mld USD i 0,9 mld CHF; Stan środków w ramach konsolidacji zarządzania płynnością wyniósł na koniec 2025 r. 130,5 mld zł, a na koniec czerwca 2026 r. 162,3 mld zł. Poziom płynnych aktywów budżetu państwa w 2025 r. i w I połowie 2026 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 oraz hybrydową.
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 2025 r. służące rozłożeniu kosztów obsługi długu pomiędzy latami 2025–2026. W wyniku tych transakcji w 2025 r. koszty zwiększyły się o 6,4 mld zł, a w 2026 r. zmniejszyły się o 6,6 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 2027. W tabeli 9. zawarto główne założenia makroekonomiczne *Strategii*, zgodne z założeniami 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	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Realny wzrost PKB (%)	3,6	3,6	3,0	2,6	2,1	2,0
PKB w cenach bieżących (mld zł)	3 912,7	4 154,8	4 400,3	4 629,7	4 853,7	5 074,5
Średnioroczny wzrost cen (CPI) (%)	3,6	3,0	2,8	2,5	2,6	2,5
EUR/PLN – na koniec roku	4,2267	4,3264	4,3264	4,3264	4,3264	4,3264
USD/PLN – na koniec roku	3,6016	3,7910	3,7910	3,7910	3,7910	3,7910
Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w relacji do PKB)	7,3	7,1	7,1	6,8	5,3	4,2

Zaprezentowana w tabeli prognoza deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych na lata 2026–2030 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 określona w ustawie o finansach publicznych 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 2026–2030 kształtuje się w przedziale

od 0,1 do 0,5 % 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 2025 r. Rada UE przyjęła zalecenie 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*. KE monitoruje realizację zaleconej ścieżki dwa razy w ciągu roku (wiosną oraz jesienią w latach 2025–2029) na podstawie danych historycznych. KE nie ocenia wysokości deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 2025–2028. Kluczowa jest zgodność z rekomendowanym przez Radę UE tempem wzrostu wydatków netto. W sytuacji, gdy deficyt sektora będzie pozostawał powyżej 3% PKB w roku korekty nadmiernego deficytu, pomimo, że państwo podjęło skuteczne działania dla jego redukcji, KE zarekomenduje Radzie UE przyjęcie zrewidowanego zalecenia, które przedłużyłoby termin korekty nadmiernego deficytu;
- ocenę polskiej polityki budżetowej przez KE, uwzględniającą uruchomioną w lipcu 2025 r. przez Radę UE krajową klauzulę wyjścia dla Polski na lata 2025–2028, która ma umożliwić przejście do wyższych wydatków na obronność przy zapewnieniu stabilności zadłużenia. W ocenie KE, która w dniu 3 czerwca 2026 r. opublikowała tzw. pakiet wiosenny, gdzie przedstawiono ocenę działań budżetowych podejmowanych przez państwa członkowskie, polska polityka budżetowa jest zgodna z wyznaczoną przez Radę ścieżką wydatków netto i tym samym KE utrzymała zawieszenie EDP;
- działania głównych banków centralnych oraz sytuację na rynkach stopy procentowej dla walut, w których mogą być zaciągane zobowiązania, przede wszystkim na rynku euro:
  - utrzymanie nastawienia *wait-and-see* w polityce pieniężnej EBC; na wrześniowym posiedzeniu członkowie Rady Prezesów podwyższyli stopy procentowe o 25 pb. (stopę repo do 2,65%, a stopę depozytową do 2,50%). Rada uzasadniła swoją decyzję presją inflacyjną generowaną przez konflikt na Bliskim Wschodzie i perspektywą utrzymywania się inflacji powyżej celu przez dłuższy czas. Bank centralny nie zobowiązuje się do określonej ścieżki stóp, a decyzje w sprawie stóp procentowych będzie podejmował w oparciu o ocenę perspektyw inflacji i związanych z nimi ryzyk, a także dynamiki inflacji bazowej i siły transmisji polityki pieniężnej. Zgodnie z nową projekcją makroekonomiczną EBC inflacja osiągnie średnio 3,0% w 2026 r. (bez zmian wobec prognoz z czerwca br.), 2,5% w 2027 r. (2,3% w prognozie czerwcowej) i 2,1% w 2028 r. (2,0%). Jednocześnie prognozy wzrostu gospodarczego pokazały wyższą ścieżkę PKB w 2026 r. (0,9% wobec 0,8% w poprzedniej prognozie) i 2027 r. (1,4% wobec 1,2%). Nie zmieniła się natomiast prognoza wzrostu gospodarczego dla 2028 r. (1,5%);
  - na wrześniowym posiedzeniu Fed podwyższył stopy procentowe o 25 pb. (stopa funduszy federalnych znalazła się w przedziale 3,75%- 4,00%) ze względu

na podwyższoną inflację i niekorzystne trendy inflacyjne. Decyzja wpisuje się we wcześniejszą retorykę Fed, w tym zobowiązanie do przywrócenia stabilności cen i gotowości do działania. Prezes K. Warsh podkreślił, że polityka pieniężna Fed nie jest restrykcyjna, a bank musi zyskać pewność, że inflacja zmierza do celu zanim uzna, że poziom stóp jest właściwy. Z prognoz opublikowanych na wrześniowym posiedzeniu wynika, że większość członków Fed oczekuje inflacji PCE na poziomie 3,7% w 2026 r. (3,6% w projekcji czerwcowej) i 2,3% w 2027 r. (bez zmian). Inflacja ma osiągnąć cel (2,0%) w 2029 roku. Wzrost gospodarczy przyspieszy do 2,3% w 2026 r. (2,2%) i 2,4% w 2027 r. (2,3%). Mediana oczekiwań w odniesieniu do polityki pieniężnej wskazuje na jeszcze jedną podwyżkę stóp o 25 pb. w tym roku, stabilizację stóp w 2027 roku i na jedną obniżkę stóp w 2028 i 2029 roku;
  - kontynuację akomodacyjnej polityki pieniężnej przez Bank Japonii, w tym podnoszenie głównej stopy procentowej. We wrześniu bank centralny po raz drugi w tym roku podwyższył stopy procentowe, w tym główną do 1,25% z 1,00% w czerwcu. Bank będzie dostosowywał stopień akomodacji polityki pieniężnej w reakcji na zmiany perspektyw dla aktywności gospodarczej i cen oraz ryzyka dla tych prognoz. Szczególne znaczenie ma tu perspektywa stabilizacji inflacji bazowej na poziomie zbliżonym do 2%. W scenariuszu bazowym oczekuje się wzrostu inflacji w II połowie roku budżetowego 2026 znacznie powyżej 2%, w efekcie wzrostu cen ropy naftowej, rosnącego popytu związanego z technologią AI i deprecjacją jena;
- obniżenie ratingu Polski z A2 do A3 i zmiana perspektywy z negatywnej do stabilnej przez agencję Moody's (18 września br.). Decyzję uzasadniono trwałym pogorszeniem kondycji fiskalnej Polski prowadzącym do znacznego wzrostu długu publicznego oraz pogorszenia wskaźników zadłużenia, utrzymywaniem ekspansywnej polityki fiskalnej w okresie dobrej koniunktury i ograniczoną gotowością do odbudowy buforów fiskalnych w sprzyjających warunkach gospodarczych. Najbliższy przegląd ratingu Polski przez agencję S&P planowany jest na 6 listopada br. (rating A- ze stabilną perspektywą. Wcześniej (21 sierpnia br.) agencja Fitch nie zmieniła oceny ratingowej i perspektywy (A-, negatywna). Oceny agencji i oczekiwania co do ich zmian są jednym z czynników wpływających na wycenę polskiego długu;
- 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 sytuację gospodarczą i polityczną na świecie związaną z napiętą sytuacją geopolityczną, w tym trwającą rosyjską wojną na Ukrainie i wojną na Bliskim Wschodzie.

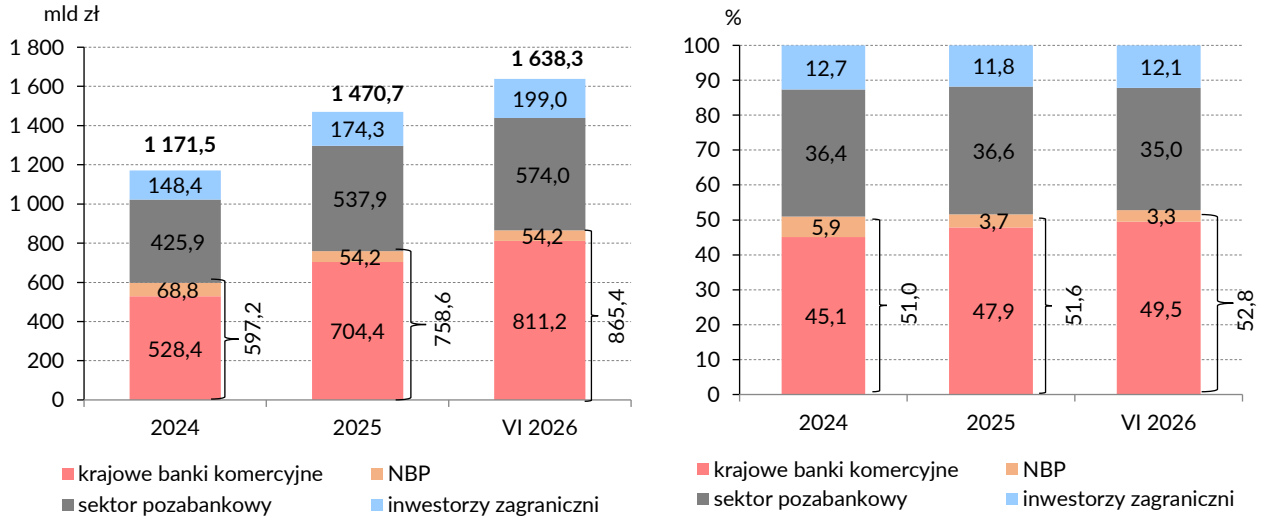
4.3. Krajowy rynek SPW

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 z jednej strony przyciąga inwestorów zagranicznych, a jednocześnie pozwala na amortyzację szoków zewnętrznych i potencjalnych odpływów tego kapitału.

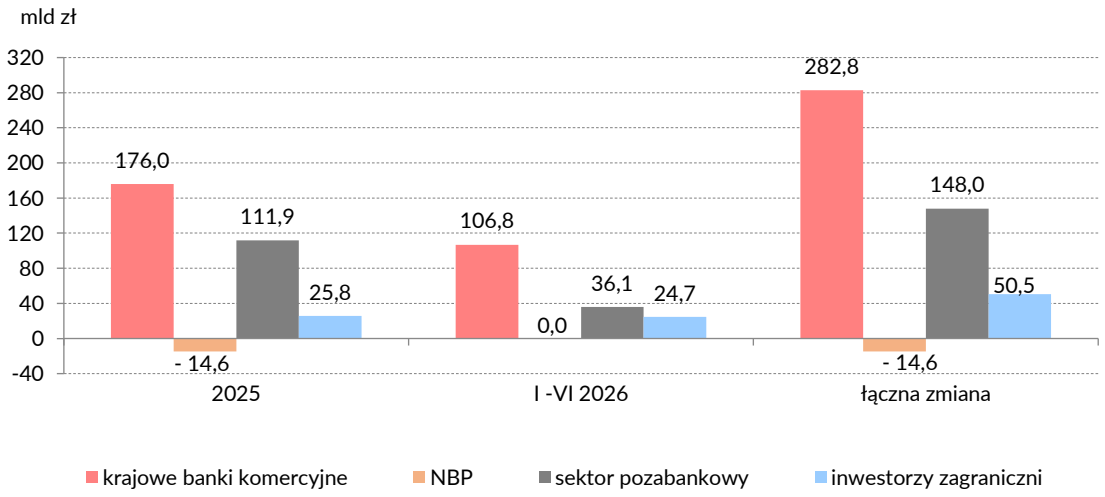
Podmioty inwestujące na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych można podzielić na trzy główne grupy: krajowy sektor bankowy, krajowy sektor pozabankowy i inwestorów zagranicznych. Od końca 2024 r. do I połowy 2026 r. w strukturze podmiotowej zadłużenia w krajowych SPW zaobserwowano następujące tendencje:

- utrzymanie dominującego udziału zadłużenia krajowego sektora bankowego (52,8% na koniec czerwca 2026 r.), w ujęciu nominalnym zaangażowanie wzrosło o 268,2 mld zł, w wyniku wzrostu zaangażowania banków komercyjnych o 282,8 mld zł i spadku NBP o 14,6 mld zł;
- wzrost zaangażowania krajowych inwestorów pozabankowych łącznie o 148,0 mld zł, ich udział w strukturze podmiotowej wyniósł 35,0% (obniżył się o 1,3 pkt proc.);
- wzrost zaangażowania w krajowe SPW inwestorów zagranicznych, łącznie o 50,5 mld zł, w efekcie ich udział wyniósł 12,1% (obniżył się o 0,5 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.*

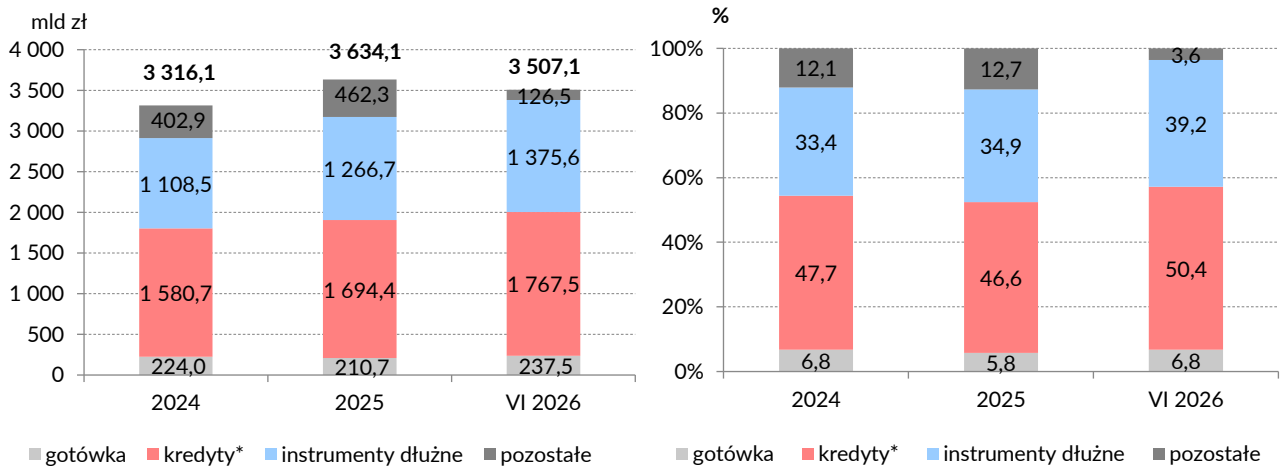
Inwestorzy krajowi według stanu na koniec czerwca 2026 r. posiadali 87,9% zadłużenia w krajowych SPW, co oznaczało wzrost o 0,5 pkt proc. względem końca 2024 r., a ich zaangażowanie wzrosło w tym okresie o 416,3 mld zł (tj. o 40,7%).

4.3.1. Banki krajowe

Aktywa krajowych banków komercyjnych na koniec czerwca 2026 r. wynosiły 3,5 bln zł (wzrost o 5,8% wobec końca 2024 r.), przy dominującym udziale kredytów (50,4%) i innych należności od podmiotów krajowych. Drugim największym składnikiem aktywów były instrumenty dłużne – na koniec czerwca 2026 r. ich udział wyniósł 39,2%. W strukturze instrumentów dłużnych nadal przeważający udział miały papiery skarbowe (65,5%) oraz bony pieniężne NBP (20,8%).

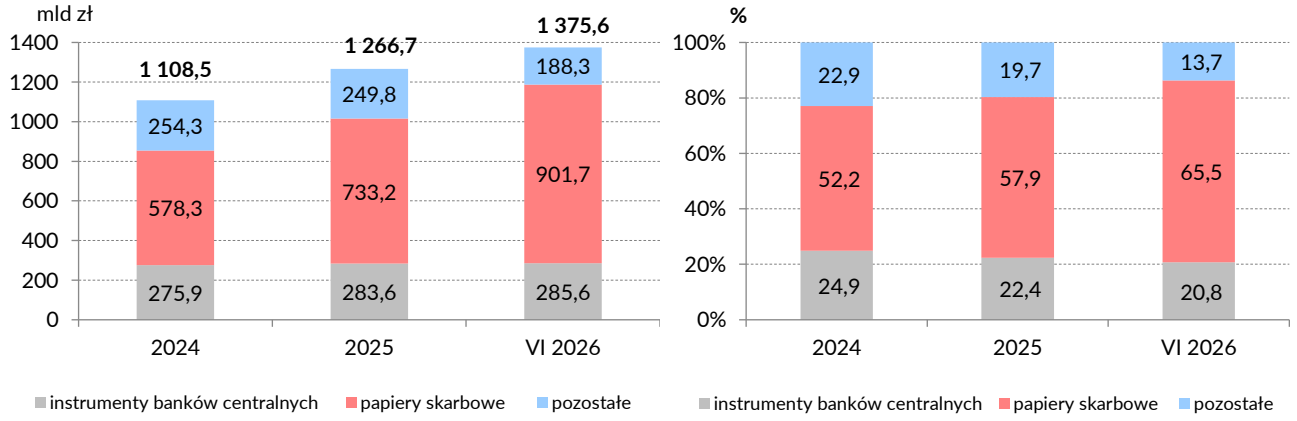
Zaangażowanie krajowych banków komercyjnych w krajowe SPW na koniec czerwca 2026 r. wyniosło wg wartości nominalnej 811,2 mld zł (wzrost o 53,5% wobec końca 2024 r.). Zaangażowanie NBP w krajowe SPW (zakupione na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku) na koniec czerwca 2026 r. spadło o 21,2% wobec końca 2024 r. i wynosiło wg wartości nominalnej 54,2 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.

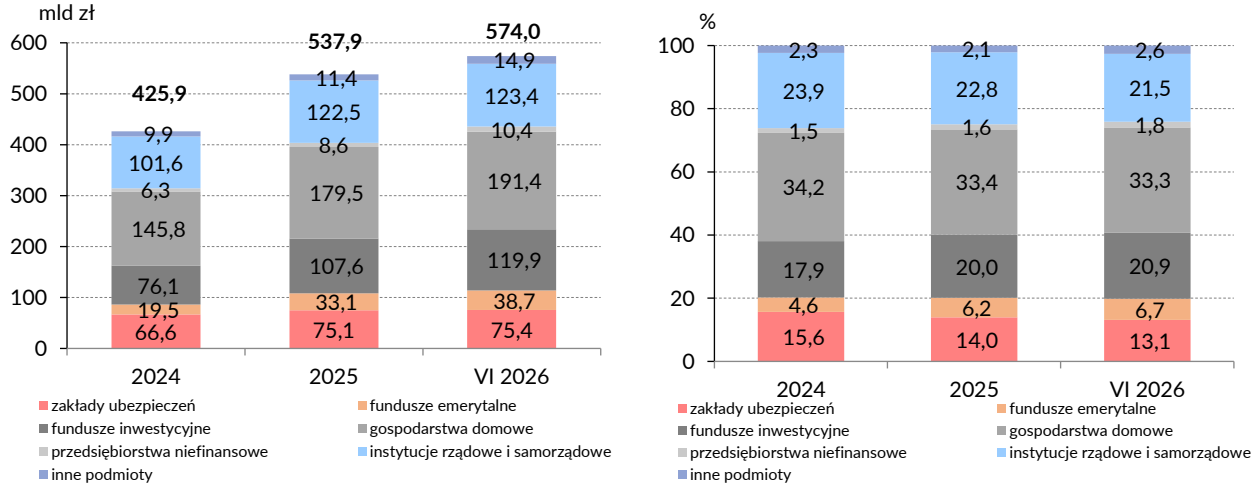
Do najistotniejszych czynników oddziałujących na popyt banków na krajowe SPW w horyzoncie *Strategii* należy zaliczyć:

- rozwój koniunktury gospodarczej wpływający na wielkość i strukturę aktywów banków;
- poziom nadpłynności sektora bankowego;
- polityka banków dotycząca ich ekspozycji na rynek SPW oraz obligacji gwarantowanych przez SP w warunkach rosnącego udziału papierów dłużnych w aktywach banków oraz utrzymujących się wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i funduszy w BGK;
- politykę banku centralnego, w tym w zakresie poziomu stóp procentowych;
- uwarunkowania formalno-prawne i organizacyjne, w tym proces tranzycji stawek WIBOR na wskaźnik POLSTR.

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.*

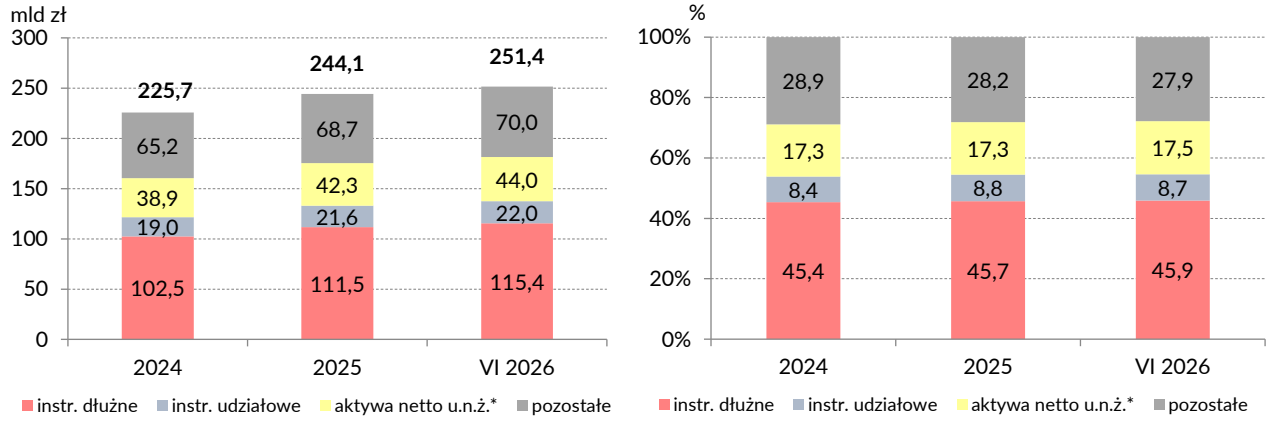
Wśród krajowych inwestorów pozabankowych istotną rolę odgrywają inwestorzy instytucjonalni, jednakże w ostatnich latach wysoką dynamiką wzrostu oraz wysokim wolumenem cechuje się wartość portfela SPW w posiadaniu gospodarstw domowych. Od końca 2024 r. ich zaangażowanie wzrosło o 45,6 mld zł (tj. o 31,3%) do poziomu 191,4 mld zł, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu zainteresowania ofertą obligacji oszczędnościowych. W ostatnim czasie również fundusze emerytalne charakteryzują się wysoką dynamiką wzrostu portfela SPW, choć wartość ich portfela wciąż nie jest jeszcze znacząca. Od końca 2024 r. ich zaangażowanie wzrosło o 19,1 mld zł, tj. o 98%, do poziomu 38,7 mld zł.

Według stanu na koniec czerwca 2026 r. zakłady ubezpieczeń posiadały 4,6% krajowych SPW (spadek udziału o 1,1 pkt proc. względem końca 2024 r.), fundusze inwestycyjne 7,3% (wzrost o 0,8 pkt proc.), a pozostali krajowi inwestorzy pozabankowi 23,1% (spadek o 1,1 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 czerwca 2026 r. ukształtowały się na poziomie 251,4 mld zł, co oznaczało wzrost o 25,7 mld zł wobec końca 2024 r., tj. o 11,4%.

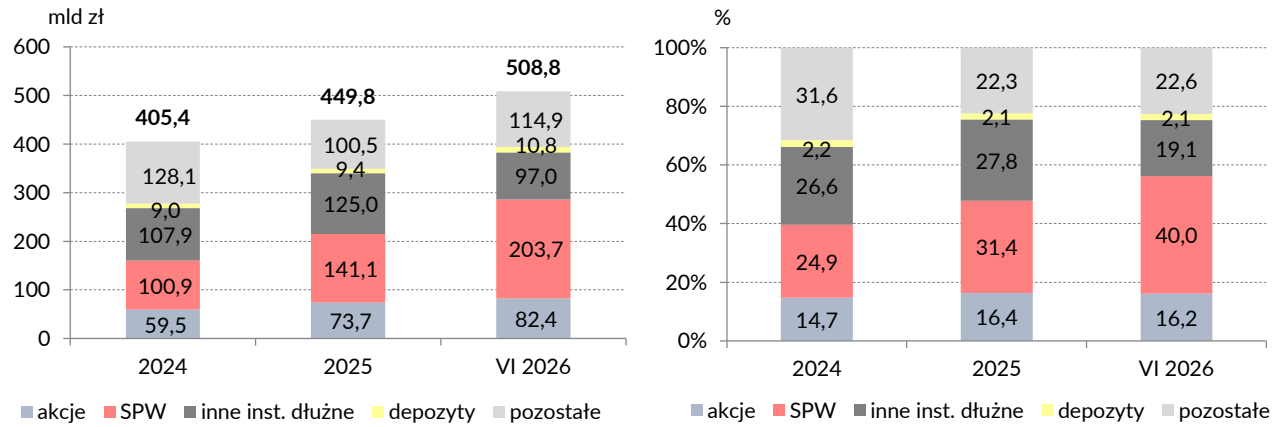
Wykres 11. Struktura aktywów zakładów ubezpieczeń



** aktywa netto u.n.ż. – aktywa netto ubezpieczeń na życie, gdy ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający.*
Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego, wg aktualnych metod wyceny.

Aktywa funduszy inwestycyjnych według stanu na koniec czerwca 2026 r. wzrosły do poziomu 508,8 mld zł, tj. o 103,5 mld zł (o 25,5%) wobec końca 2024 r. Wartość obligacji skarbowych (wyemitowanych na rynku krajowym i zagranicznym) w posiadaniu funduszy inwestycyjnych wzrosła w tym czasie o 102,8 mld zł, a ich udział w aktywach wzrósł o 15,1 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 2026 r. wyniósł 12,1% i zmniejszył się o 0,5 pkt proc. względem końca 2024 r. W 2025 r. oraz w I połowie 2026 r. inwestorzy zagraniczni zwiększyli swoje zaangażowanie w krajowych SPW łącznie o 50,5 mld zł, w tym odpowiednio o 25,8 mld zł oraz o 24,7 mld zł. Na zaangażowanie 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 2026 r. znajdowały się one w portfelach inwestorów z 68 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;
- fundamenty gospodarcze, sytuacja fiskalna i ocena ryzyka kredytowego Polski; Ogłoszona w sierpniu 2026 roku decyzja agencji S&P Dow Jones Indices (S&P DJI) o reklasyfikacji Polski z rynku wschodzącego (Emerging Markets) do grona rynków rozwiniętych (Developed Markets) od września 2027 roku, pośrednio oddziałuje na postrzeganie wiarygodności kredytowej całego kraju, w tym obligacji skarbowych;
- 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 udział inwestorów zagranicznych na krajowym rynku SPW.

4.4. Reforma wskaźników referencyjnych

Głównym 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). Celem reformy w Polsce jest bezpieczne i efektywne przejście do stosowania nowego typu wskaźnika referencyjnego. W celu skutecznego przeprowadzenia tego procesu, zgodnie z ukształtowaną praktyką międzynarodową, w lipcu 2022 r. powołano Narodową Grupę Roboczą ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR).

Komitet Sterujący NGR (KS NGR) 6 grudnia 2024 r. podjął decyzję o wyborze indeksu POLSTR (Polish Short Term Rate)[3], jako docelowego wskaźnika referencyjnego stopy procentowej, który miałby zastąpić wskaźnik referencyjny WIBOR[4] . POLSTR bazuje na niezabezpieczonych depozytach składanych na termin O/N przez instytucje kredytowe i instytucje finansowe. Jego administratorem jest GPW Benchmark S.A. (GPWB), wpisana do rejestru prowadzonego przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) i posiadająca zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) na pełnienie funkcji administratora wskaźników referencyjnych stóp procentowych.

Wybór nowej propozycji indeksu został poprzedzony rozpoczętym 29 marca 2024 r. procesem przeglądu i analizy wskaźników alternatywnych dla WIBOR typu RFR. Proces ten obejmował przeprowadzenie dodatkowych analiz wewnętrznych przez zaangażowane w prace KS NGR instytucje, w tym KNF, Narodowy Bank Polski i GPWB, uwzględniał również dwie rundy konsultacji publicznych skierowanych do wszystkich interesariuszy, w tym uczestników rynku finansowego. Dokonany wybór był spójny z przeważającymi opiniami uczestników rynku wyrażonymi w ramach dodatkowej tury konsultacji publicznych.

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[5] – tym

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

[4] Tym samym KS NGR zweryfikował i zmodyfikował swoją wcześniejszą decyzję o wyborze WIRON jako docelowego indeksu zastępczego.

[5] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. *w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014* (Dz. Urz. UE L 171 z 29.06.2016, str. 1, z późn. zm.)

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.

1 września 2025 roku na krajowym rynku finansowym miało miejsce pierwsze zastosowanie indeksu POLSTR, tym samym zyskał on status wskaźnika referencyjnego zgodnie z wymogami Rozporządzenia BMR[6].

Z perspektywy popularyzacji indeksu POLSTR kluczowym momentem była pierwsza emisja obligacji skarbowych w listopadzie 2025 roku (według stanu na 25 września 2026 r. łączna wartość nominalna wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych opartych na POLSTR wyniosła 72,9 mld zł). W tym okresie również pierwszy bank komercyjny wprowadził produkty kredytowe oparte o POLSTR dla klientów biznesowych.

18 maja 2026 roku GPWB wydała publiczny komunikat[7] o zaprzestaniu opracowywania wskaźników referencyjnych WIBOR i WIBID, w trybie uporządkowanej likwidacji z dniem 1 stycznia 2037 roku. 31 grudnia 2036 roku będzie ostatnim dniem opracowywania wskaźników WIBID i WIBOR dla Terminów: 1M, 3M oraz 6M[8] . WIBOR oraz WIBID mogą być nadal opracowywane dla historycznego portfela umów i instrumentów finansowych w zgodzie z wymogami BMR, ale nie mogą co do zasady być wykorzystywane i stosowane w nowej produkcji, przy czym okres przejściowy (zapewniający podmiotom czas na dostosowanie się) określono na 31 grudnia 2026 roku.

KNF podkreśliła, że 31 grudnia 2036 roku umożliwia osiągnięcie kontraktowego terminu zapadalności zdecydowanej większości aktywów finansowych, w których stosowane są ww. wskaźniki. Ponad 10-letni okres uporządkowanej likwidacji WIBOR umożliwia skuteczne podjęcie przez uczestników rynku finansowego działań nakierowanych na redukcję wszelkich ekspozycji. KNF oczekuje, że wszystkie podmioty nadzorowane do 31 grudnia 2026 roku zaprzestaną zawierania nowych umów lub emitowania instrumentów finansowych, w których miałby być zastosowany WIBOR. Od 1 stycznia 2027 roku wskaźnik WIBOR powinien służyć wyłącznie do wygaszenia ekspozycji zawartych przed tą datą. KNF potwierdziła, że do czasu zakończenia uporządkowanej likwidacji (tj. do 1 stycznia 2037 r.) opracowywanie WIBOR będzie podlegać nadzorowi publicznemu, a tym samym GPWB oraz podmioty przekazujące dane wejściowe zobowiązane będą do przestrzegania przepisów Rozporządzenia BMR[9].

Równolegle rynek finansowy przechodzi na nowy wskaźnik referencyjny POLSTR, który (oprócz stałej lub okresowo stałej stopy procentowej) powinien coraz szerzej być stosowany w nowych umowach i instrumentach finansowych. Zmiana ta ma na celu

---

[6] https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Wskazniki_referencyjne/aktualnosci?articleId=94937&p_id=18

[7] https://gpwbenchmark.pl/komunikaty-i-uchwaly-gpw_czytaj?cmn_id=2833&title=Zaprzestanie+opracowywania+Stawek+Referencyjnych+WIBID+i+WIBOR+

[8] W ubiegłym roku ogłoszono, że WIBOR i WIBID O/N nie będą opracowywane od 1 października 2026 r., zaś WIBOR 1Y będzie opracowywany do 21 grudnia 2026 roku, z zastrzeżeniem uprawnień KNF do przedłużenia tego terminu na okres kolejnych 12 miesięcy. Uwzględniając decyzję w zakresie Terminów 1M, 3M i 6M, z początkiem 2037 roku dojdzie do całkowitej likwidacji wskaźników WIBOR i WIBID.

[9] https://www.knf.gov.pl/?articleId=98239&p_id=18

stopniowe zastąpienie wskaźników WIBOR i WIBID nowym rozwiązaniem, przy jednoczesnym zapewnieniu ciągłości i stabilności istniejących umów i instrumentów.

19 czerwca 2026 roku Komitet Stabilności Finansowej (KSF-M) podzielił stanowisko KNF o braku konieczności wyznaczania zamiennika (zamienników) dla kluczowego wskaźnika referencyjnego WIBOR. Przedstawiciel Ministra Finansów przyjął stanowisko Komitetu i poinformował, że w tej sytuacji nie zachodzi konieczność wyznaczenia zamiennika (zamienników) w drodze rozporządzenia[10].

30 czerwca 2026 roku miała miejsce aktualizacja Mapy Drogowej reformy. W aktualizacji Mapy Drogowej wskazano w szczególności, że od początku 2027 roku zakładane jest niestosowanie wskaźników referencyjnych WIBID i WIBOR w nowych umowach i instrumentach finansowych, za wyjątkiem transakcji pochodnych w odniesieniu do zarządzania ryzykiem stopy procentowej lub ryzykiem płynności portfeli *legacy* zawartych do końca 2026 roku, w związku z założeniami uporządkowanej likwidacji WIBID i WIBOR, wynikającej m. in. z aktualizacji relacji umownych administratora z podmiotami stosującymi wskaźniki referencyjne WIBID i WIBOR na podstawie umowy o ich stosowanie oraz czynności nadzorczych KNF, wspartych przepisami prawa powszechnie obowiązującego w zakresie zakazu stosowania WIBOR w nowej produkcji. Proponowane zmiany legislacyjne, mające charakter osłonowy i wspierający proces uporządkowanej likwidacji kluczowego wskaźnika referencyjnego, zawarte są w projekcie ustawy o zmianie niektórych ustaw w celu rozwoju rynku finansowego oraz zwiększenia stabilności finansowej na tym rynku (UC132).

KNF 21 sierpnia 2026 roku wyznaczyła wskaźnik referencyjny POLSTR jako istotny. Wyznaczenie POLSTR jako istotnego wskaźnika referencyjnego nastąpiło na podstawie art. 24 ust. 3 rozporządzenia BMR i było uzasadnione znaczącym i negatywnym wpływem potencjalnego zaprzestania opracowywania wskaźnika referencyjnego POLSTR na integralność rynku finansowego w Polsce oraz brakiem odpowiednich rynkowych zastępczych wskaźników referencyjnych. Wyznaczenie POLSTR jako istotnego wskaźnika referencyjnego oznacza, że jego opracowywanie podlega wymaganiom rozporządzenia BMR oraz nadzorowi KNF.

Wskaźniki referencyjne POLSTR, POLSTR 1M, POLSTR 3M, POLSTR 6M i POLSTR CI zostały już ujawnione w publicznym rejestrze wskaźników referencyjnych prowadzonym przez ESMA.

---

[10] https://nbp.pl/komunikat-komitetu-stabilnosci-finansowej-po-posiedzeniu-dotyczacym-nadzoru-makroostroznosciowego-nad-systemem-finansowym-19/

5. Cel *Strategii*

Celem *Strategii* jest sfinansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w sposób zapewniający minimalizację kosztów obsługi długu SP 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* zbliżonej do 4,5 roku, z uwzględnieniem możliwości odchyleń wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych, w szczególności struktury popytu w warunkach utrzymujących się wysokich potrzeb pożyczkowych;
- utrzymanie średniej zapadalności długu SP* na poziomie co najmniej 5 lat, z uwzględnieniem możliwości przejściowych odchyleń 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 odchyleń 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 długu krajowym z jednoczesnym wykorzystaniem obligacji o zmiennym oprocentowaniu 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 długu 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;

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 usprawnianiu 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 50 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.

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 stanu wolnych środków daje możliwości dostosowania sprzedaży SPW do bieżącej sytuacji rynkowej (tj. popytu i rentowności) bez zwiększania ryzyka płynności i tym samym wpływa pozytywnie na poziom kosztów obsługi długu w długim okresie.

Realizacji zadania służyć będą następujące instrumenty:

- lokaty środków złotowych 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 długiem SP 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. Od 2026 r. obowiązkową konsolidacją zarządzania płynnością objęte są 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. Procedury ostrożnościowe i sanacyjne

W przypadku realizacji prognoz długu publicznego przedstawionych w rozdz. 8 określony w ustawie o finansach publicznych próg ostrożnościowy długu publicznego na poziomie 55% PKB zostanie przekroczony w 2028 r. Warunkiem uruchomienia procedur ostrożnościowych określonych w ustawie o finansach publicznych jest przekroczenie progu 55% zarówno przez relację do PKB państwowego długu publicznego, jak i przez kwotę, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy.

Konsekwencją przekroczenia progu 55% przez obydwie relacje w 2028 r. będzie uruchomienie procedur ostrożnościowych, które skutkują następującymi działaniami:

- w uchwalonym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok 2030 przyjmuje się brak deficytu lub taką różnicę dochodów i wydatków budżetu państwa, która zapewni spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku 2028;
- deficyt budżetowy JST pomniejszony o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych oraz wolne środki w uchwale budżetowej na rok 2030 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;

- w uchwalanym przez Radę Ministrów projekcie ustawy budżetowej na rok 2030:
  - nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej,
  - waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych ogłoszonego przez Główny Urząd Statystyczny za poprzedni rok budżetowy,
  - wprowadzony jest zakaz udzielania nowych pożyczek i kredytów z budżetu państwa,
  - wzrost wydatków Kancelarii Sejmu, Kancelarii Senatu, Kancelarii Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Trybunału Konstytucyjnego, Najwyższej Izby Kontroli, Sądu Najwyższego, Naczelnego Sądu Administracyjnego, Krajowej Rady Sądownictwa, sądownictwa powszechnego oraz wojewódzkich sądów administracyjnych, Rzecznika Praw Obywatelskich, Rzecznika Praw Dziecka, Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji, Prezesa Urzędu Ochrony Danych Osobowych, Instytutu Pamięci Narodowej – Komisji Ścigania Zbrodni przeciwko Narodowi Polskiemu, Krajowego Biura Wyborczego, Państwowej Inspekcji Pracy i Biura Rady Fiskalnej nie może być wyższy niż w administracji rządowej;
- Rada Ministrów przeprowadza przegląd:
  - wydatków budżetu państwa finansowanych środkami pochodzącymi z kredytów zagranicznych,
  - programów wieloletnich;
- Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB;
- 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;
- 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;
- 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.

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

W latach 2027–2029 obowiązywać będą wprowadzone w latach poprzednich tymczasowe uelastycznienia reguł fiskalnych obowiązujących JST.

Tymczasowe zmiany w obowiązującej regule zrównoważenia budżetu w części bieżącej

W zakresie reguły zrównoważania strony bieżącej budżetu JST (art. 242 ustawy o finansach publicznych) na lata 2022–2029 zostało zmienione podejście do rozliczania tej reguły – z rozliczania jednorocznego na średniookresowe. Oznacza to, że JST może w danym roku budżetowym przekroczyć relację, o której mowa w art. 242 ust. 1 i 2 ustawy o finansach publicznych 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[11].

Ponadto, ustalając do roku 2029 (włącznie) relację zrównoważania budżetu w części bieżącej, 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, wynikająca m.in. z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek z lat ubiegłych)[12].

Tymczasowe zmiany w obowiązującej relacji ograniczającej wysokość spłaty zobowiązań

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

- na rok 2021 i lata kolejne:
  - wydatki bieżące budżetu JST podlegają pomniejszeniu o wydatki bieżące poniesione w 2020 r. w celu realizacji zadań związanych z przeciwdziałaniem COVID-19[13],
  - wyłączeniu podlegają wykupy papierów wartościowych, spłaty rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami i dyskontem, odpowiednio emitowanych lub zaciągniętych w 2020 r. do równowartości kwoty ubytku w wykonanych dochodach jednostki będącego skutkiem wystąpienia COVID-19[14];
- na rok 2022 i lata kolejne
  - wydatki bieżące budżetu jednostki podlegają pomniejszeniu o wydatki bieżące poniesione w 2021 r. w celu realizacji zadań związanych z przeciwdziałaniem

[11] Art. 296a ust. 2 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2025 r. poz. 1483, z późn. zm.).
[12] 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 zmienie ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1964, z późn. zm.) oraz art. 296a ust. 1 ustawy.
[13] Tamże.
[14] Tamże.

COVID-19[15],

- 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-19[16],
- wyłączeniu podlegają wydatki bieżące ponoszone w latach 2021–2023 przez JST na organizację Igrzysk oraz przygotowanie i realizację przedsięwzięć[17];

- 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 cel[18] ;
- na lata 2023–2029
  - nie wlicza się potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielanych przez JST poręczeń i gwarancji[19].

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:

- 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 punkcie 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

[15] Tamże.
[16] Tamże.
[17] Tamże.
[18] 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. poz. 583, z późn. zm.).
[19] Art. 28 ustawy z dnia 5 sierpnia 2022 r. o dodatku węglowym (Dz. U, z 2024 r. poz. 1207) oraz art. 296b ustawy.

– nieprzeznaczone na sfinansowanie deficytu budżetowego[20].

7.3. Stabilizująca reguła wydatkowa

Głównym czynnikiem determinującym wysokość wydatków budżetu państwa jest stabilizująca reguła wydatkowa, określona w art. 112aa ustawy o finansach publicznych. SRW determinuje ok. 90% wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz wyznacza limit wydatków organów i jednostek nią objętych (o których mowa w art. 9 pkt 1–3, 5–9, 15, państwowych osób prawnych, o których mowa w art. 9 pkt 14, a także funduszy utworzonych, powierzonych lub przekazanych Bankowi Gospodarstwa Krajowego).

Od lipca 2024 roku Polska, na podstawie decyzji Rady UE, jest objęta procedurą nadmiernego deficytu (EDP) z powodu deficytu przekraczającego wartość referencyjną w 2023 r. W styczniu 2025 r. Rada UE przyjęła rekomendacje dla Polski, wyznaczając 2028 r. jako termin zlikwidowania nadmiernego deficytu oraz zalecając przestrzeganie tempa wzrostu wydatków netto przedstawionego przez Polskę w Średniookresowym planie budżetowo-strukturalnym na lata 2025–2028.

W lipcu 2025 r. Rada UE przyjęła rekomendacje o skoordynowanym uruchomieniu w latach 2025–2026 krajowych klauzul wyjścia (NEC) w 18 państwach członkowskich, w tym w Polsce, co ma umożliwić przejście państwom członkowskim do wyższych wydatków na obronność na poziomie krajowym. Aktywowanie tej klauzuli umożliwi 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.

SRW pełni funkcję wykonawczą wobec procedury EDP. W związku z wydaniem zaleceń EDP, korekta zawarta w formule SRW odpowiada dostosowaniu zgodnemu z zatwierdzoną przez Radę UE ścieżką wydatków netto z uwzględnieniem ww. elastyczności. Zatem SRW, poprzez zawarty w niej mechanizm korygujący, uwzględniający zalecenia Rady UE, zapewnia ex ante zgodność polityki fiskalnej z wymogami reguł europejskich i z zobowiązaniami traktatowymi Polski.

Mechanizm ten ogranicza tempo wzrostu wydatków na rok budżetowy i jest uruchamiany automatycznie w przypadku przekroczenia wartości referencyjnych lub spełnienia dodatkowych warunków określonych w ustawie (z zastrzeżeniem lat obowiązywania klauzuli wyjścia). Szczegółowy opis mechanizmu korygującego został zawarty w Aneksie 3.

Od 1 stycznia 2026 r. funkcjonuje w Polsce Rada Fiskalna[21], niezależna instytucja, której utworzenie stanowi realizację obowiązku wynikającego z dyrektywy Rady (UE) 2024/1265 z dnia 29 kwietnia 2024 r. zmieniającej dyrektywę 2011/85/UE w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich[22]. Jednym z ustawowych zadań Rady jest opiniowane projektu ustawy budżetowej w zakresie zgodności z przepisami ustawy o

[20] Art. 296c ustawy o finansach publicznych.
[21] na mocy ustawy z 20 grudnia 2024 r. o Radzie Fiskalnej (Dz. U. z 2026 poz. 1234)
[22] Dz. Urz. UE L 2024/1265 z 30.04.2024

finansach publicznych dotyczącymi SRW[23].

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

Wg stanu na koniec czerwca 2026 r. BGK jest operatorem dziewiętnastu funduszy oraz Finansowego Instrumentu Współpracy Zagranicznej, które zaliczone są do sektora instytucji rządowych i samorządowych wg metodyki ESA2010, a zgodnie z polskim prawem nie należą do 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 2026 r., dług zaciągany był na rzecz czterech funduszy:

- Krajowego Funduszu Drogowego,
- Funduszu Przeciwdziałania COVID-19,
- Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych,
- Funduszu Pomocy, przy czym od 2026 nie planuje się zaciągania zobowiązań dłużnych na nowe zadania.

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

- emisji obligacji na rynku krajowym i rynkach zagranicznych,
- 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.

Zobowiązania zaciągane przez BGK w imieniu funduszy są gwarantowane przez Skarb Państwa. W strukturze zadłużenia funduszy dominują obligacje (65,7% na koniec czerwca 2026 r.), a system sprzedaży na rynku krajowym i rynkach zagranicznych oraz ich charakterystyka są zbliżone do obligacji emitowanych przez SP. W strukturze walutowej zadłużenia funduszy największy udział na koniec I półrocza 2026 r. miały zobowiązania w PLN (48,2%) i EUR (40,2%). Pozostałe waluty to USD, SEK i JPY. Ze względy na specyfikę działalności zadłużenie funduszy charakteryzuje się relatywnie długim terminem zapadalności – na koniec czerwca 2026 r. ATM wynosił 8,5 roku. Ryzyko stopy procentowej pozostaje na stabilnym poziomie – dominują instrumenty o oprocentowaniu

[23] Zgodnie z art. 4 ustawy z dnia 20 grudnia 2024 r. o Radzie Fiskalnej Rada opiniuje projekt ustawy budżetowej m.in. w zakresie zgodności z art. 112aa, art. 112ab, art. 112d, art. 112da i art. 112db ust. 4–7 ustawy o finansach publicznych.

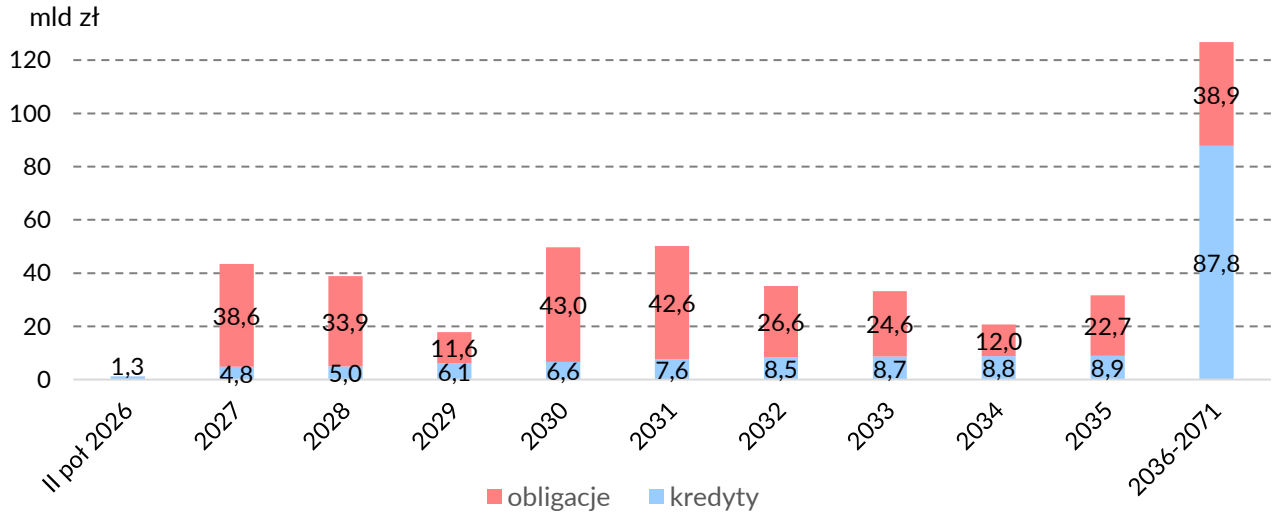
stałym – ich udział na koniec czerwca 2026 r. wyniósł 66,2%, a wskaźnik ATR wyniósł w analogicznym okresie 4,1 roku.

Na skalę zaciąganego długu w latach 2026–2030 największy wpływ będą miały potrzeby pożyczkowe FPC oraz FWSZ:

- ze środków pozyskiwanych poprzez emisje obligacji na rzecz FPC, poza realizacją zadań ustawowych funduszu, finansowane będą płatności odsetkowe oraz wykupy obligacji tego funduszu, a także wykupy i obsługa obligacji wyemitowanych przez PFR. Z uwagi na skalę obligacji zapadających w 2027 r. i w kolejnych latach, w celu ograniczenia ryzyka refinansowania, od 2026 r. wprowadzona została możliwość prefinansowania potrzeb FPC poprzez wprowadzenie przetargów zamiany oraz wcześniejsze gromadzenie środków. Przy emisjach priorytetem będzie rynek krajowy, jednak ze względu na skalę potrzeb pożyczkowych istotną rolę w finansowaniu odgrywać będą też benchmarkowe emisje na rynku EUR i USD;
- finansowanie FWSZ zostanie w znacznym stopniu zapewnione przez środki z pożyczki SAFE oraz kredyty i pożyczki zaciągane na podstawie dotychczas podpisanych umów w tym rządem USA oraz podmiotami komercyjnymi;
- w przypadku KFD finansowanie dłużne projektów infrastruktury drogowej tak jak dotychczas pochodzić będzie głównie z kredytów EBI oraz z emisji obligacji na rynkach zagranicznych.

Szczegółowe cele i uwarunkowania zarządzania długiem funduszy oraz zasady i mechanizmy związane z zarządzaniem ryzykiem zawiera opracowana i aktualizowana przez BGK Strategia zarządzania zobowiązaniami dłużnymi funduszy. Strategia BGK uwzględnia uwarunkowania wynikające ze Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych.

Wykres 13. Profil zapadalności zobowiązań funduszy w BGK, wg stanu na 30 czerwca 2026 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	2025	2026	2027	2026	2027	2028	2029	2030
	wykonanie	według limitów		przewidywane				
1. Dług Skarbu Państwa								
a) w mld zł	1 951,9	2 354,8	2 571,6	2 341,9	2 520,7	2 777,1	2 946,6	3 040,8
– krajowy	1 554,5	1 869,9	2 056,0	1 856,9	2 013,3	2 247,9	2 401,6	2 487,2
– zagraniczny	397,4	484,9	515,5	484,9	507,4	529,2	545,0	553,6
b) w relacji do PKB	49,9%	56,7%	58,4%	56,4%	57,3%	60,0%	60,7%	59,9%
2. Państwowy dług publiczny								
a) w mld zł	1 913,5	2 312,5	2 509,9	2 299,6	2 459,0	2 713,0	2 875,6	2 960,7
b) w relacji do PKB	48,9%	55,7%	57,0%	55,3%	55,9%	58,6%	59,2%	58,3%
3. Kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych*								
a) w mld zł	1 783,2	2 168,7	2 459,5	2 155,2	2 408,7	2 658,4	2 820,3	2 910,2
b) w relacji do PKB	45,6%	52,2%	55,9%	51,9%	54,7%	57,4%	58,1%	57,3%
4. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych								
a) w mld zł	2 335,1	2 821,5	3 098,4	2 808,6	3 047,5	3 386,3	3 673,0	3 884,5
b) w relacji do PKB	59,7%	67,9%	70,4%	67,6%	69,3%	73,1%	75,7%	76,6%
5. Wydatki z tytułu obsługi długu sektora instytucji rządowych i samorządowych								
w relacji do PKB	2,5%	-	-	2,7%	3,1%	3,3%	3,5%	3,6%

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

Prognoza na lata 2026–2030 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.

Założono, że obsługa i wykup obligacji wyemitowanych przez BGK na rzecz FPC oraz przez PFR w ramach Tarczy Finansowej wykupywanych w latach 2027–2030 będzie odbywać się ze środków FPC pozyskiwanych w drodze emisji obligacji.

Przy przyjętych założeniach prognozowana relacja państwowego długu publicznego do PKB wyniesie 55,3% w 2026 r. i 55,9% w 2027 r., następnie będzie rosła do 59,2% w 2029 r., a w 2030 r. spadnie do 58,3%. Natomiast relacja kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych wyniesie 51,9% w 2026 r. i 54,7% w 2027 r., a próg 55% przekroczy w 2028 r. i będzie się utrzymywała powyżej tego progu także w latach 2029–2030.

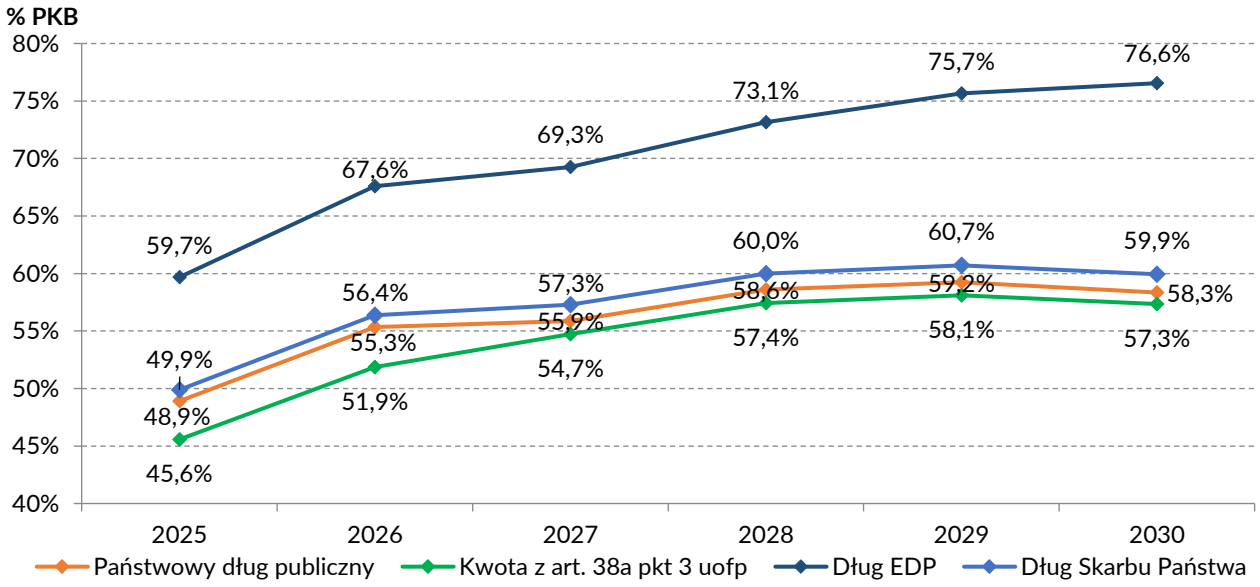
W przypadku realizacji prognoz długu publicznego próg ostrożnościowy 55% PKB określony w ustawie o finansach publicznych zostałby przekroczony przez obie relacje w 2028 r., co oznaczałoby uruchomienie w 2030 r. procedur ostrożnościowych wynikających z ustawy. Konsekwencją wdrożenia procedur ostrożnościowych, zgodnie z art. 86 ust. 1 pkt 2 lit. a ustawy o finansach publicznych, będzie m. in. konieczność przyjęcia deficytu budżetu państwa na rok 2030 zapewniającego spadek relacji długu SP w 2030 r. poniżej poziomu z roku 2028. Zgodnie z przyjętymi założeniami dług SP w relacji do PKB będzie wzrastał do 60,0% w 2028 r. i 60,7% w 2029 r., a następnie spadnie do 59,9% w 2030 r.

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

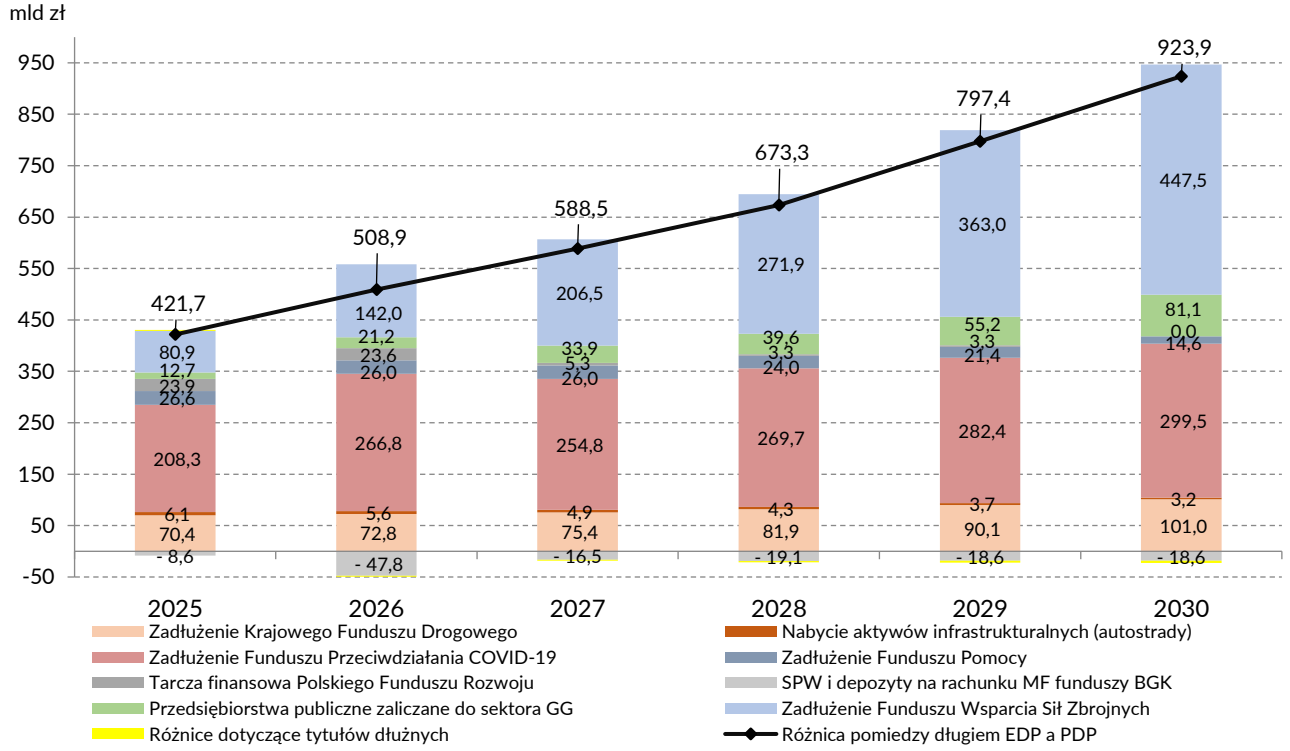
Prognozowana relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wg definicji UE) do PKB wyniesie 67,6% w 2026 r. i 69,3% w 2027 r., co oznacza przekroczenie wartości referencyjnej relacji długu EDP do PKB na poziomie 60% w 2026 r. W horyzoncie *Strategii* relacja ta wzrośnie do 76,6% w 2030 r.

Przy założeniu pełnego wykonania limitu deficytów zapisanych w ustawie budżetowej na rok 2026 oraz w projekcie ustawy budżetowej na rok 2027 relacja do PKB państwowego długu publicznego wyniosłaby w latach 2026–2027 odpowiednio 55,7% i 57,0%, a kwoty, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych odpowiednio 52,2% i 55,9%. Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych wzrosłaby do 70,4% PKB w 2027 r.

Wykres 14. Relacja długu publicznego do PKB



Wykres 15. Różnice pomiędzy wielkością długu EDP a PDP



Założony w projekcie ustawy budżetowej na rok 2027 limit kosztów obsługi długu SP wynosi 107,0 mld zł, tj. 2,43% PKB. *Strategia* zakłada, że koszty obsługi długu zbliżą się do poziomu 3% PKB w 2030 r.

Wykres 16. Relacja kosztów obsługi długu SP do PKB

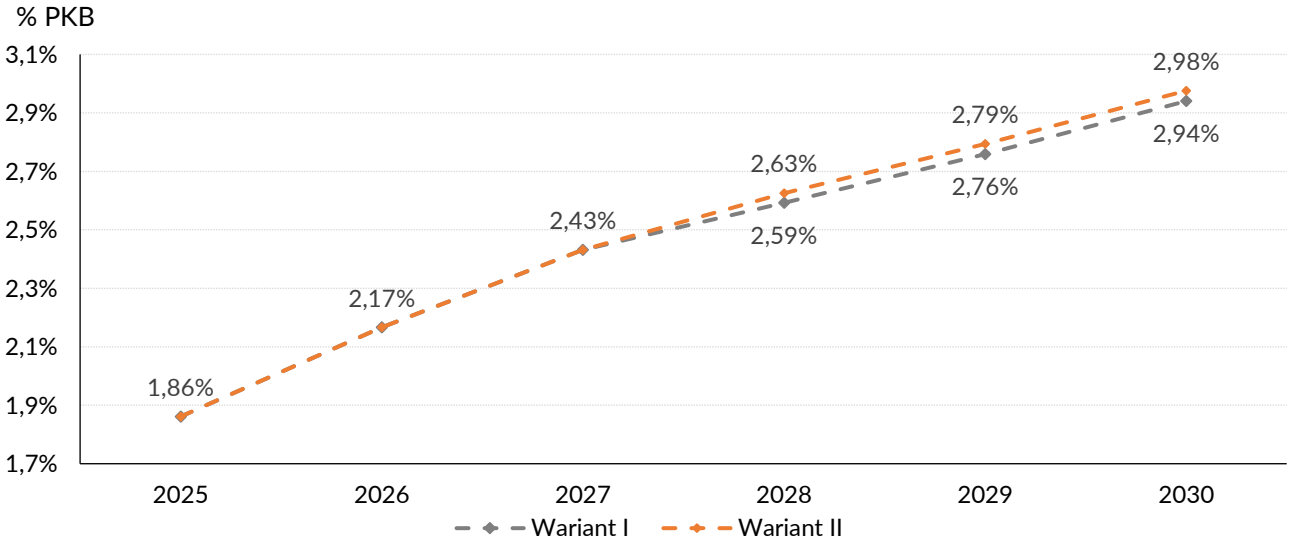


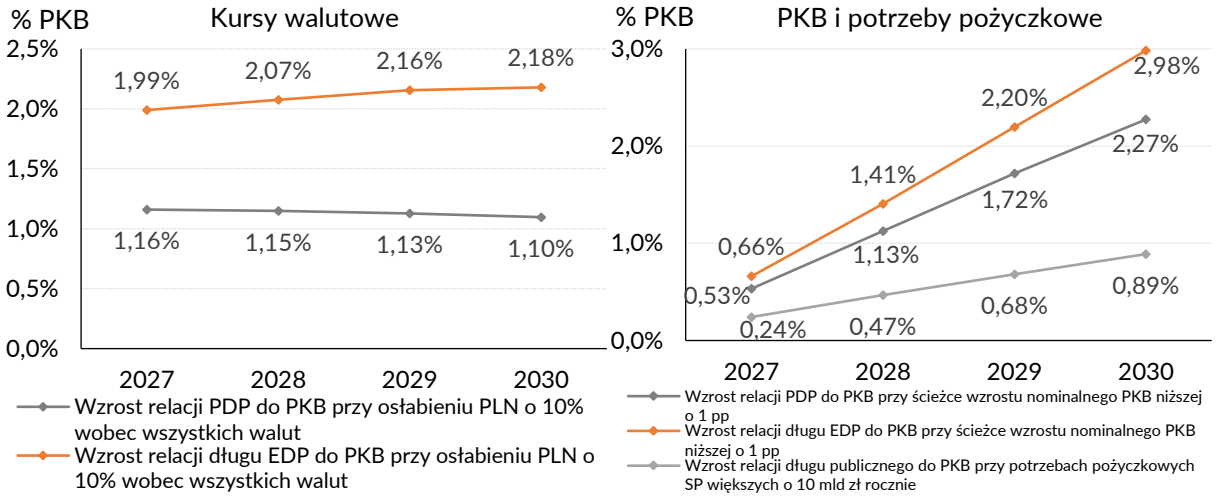
Tabela 11. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa

Wyszczególnienie	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Wydatki z tytułu obsługi długu Skarbu Państwa (kasowe)*						
a) w mld zł, w tym:	72,8	90,0	107,0	120,0 - 121,6	133,9 - 135,6	149,2 - 151,0
– długu krajowego	62,7	76,4	89,9	102,4	114,8	128,9
– długu zagranicznego	10,1	13,6	17,1	17,6 - 19,1	19,1 - 20,8	20,3 - 22,1

b) w relacji do PKB	1,86%	2,17%	2,43%	2,59% - 2,63%	2,76% - 2,79%	2,94% - 2,98%

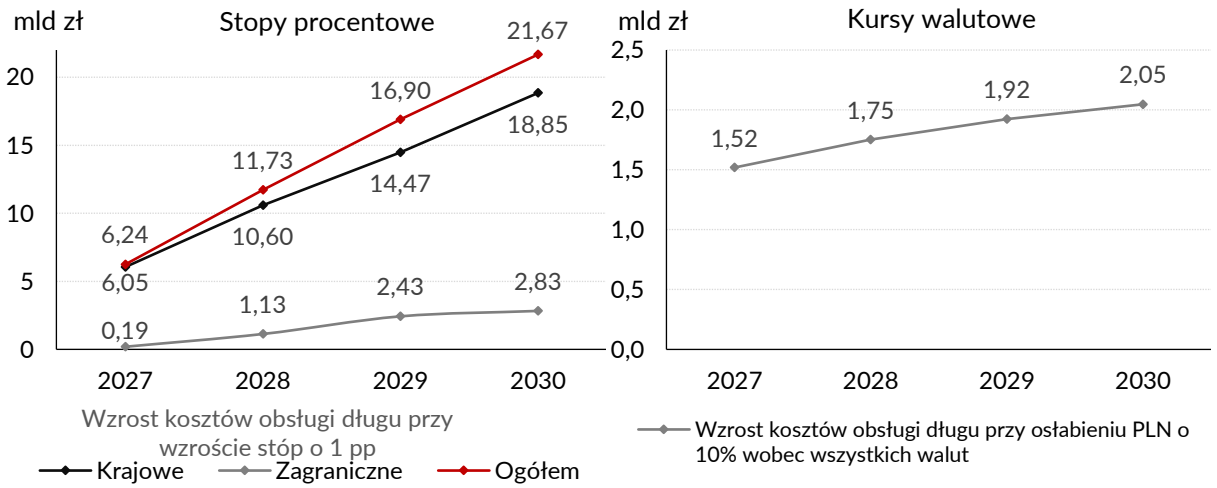
**) Prognozy kosztów obsługi długu na lata 2028–2030 zostały przedstawione przedziałowo z uwzględnieniem rezerwy na ryzyko kursowe.*

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



**) Przy założeniu zmiany ścieżek od 2027 r., wrażliwości częściowe przy braku zmian pozostałych założeń.*

Wykres 18. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń



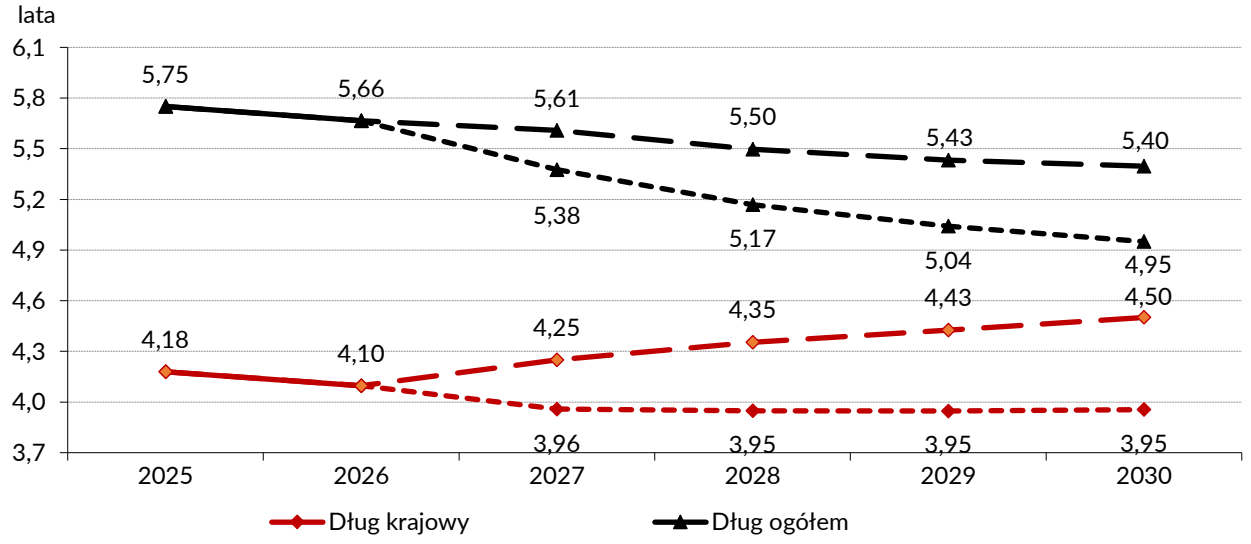
8.2. Struktura długu Skarbu Państwa

Przewiduje się, że w horyzoncie *Strategii*:

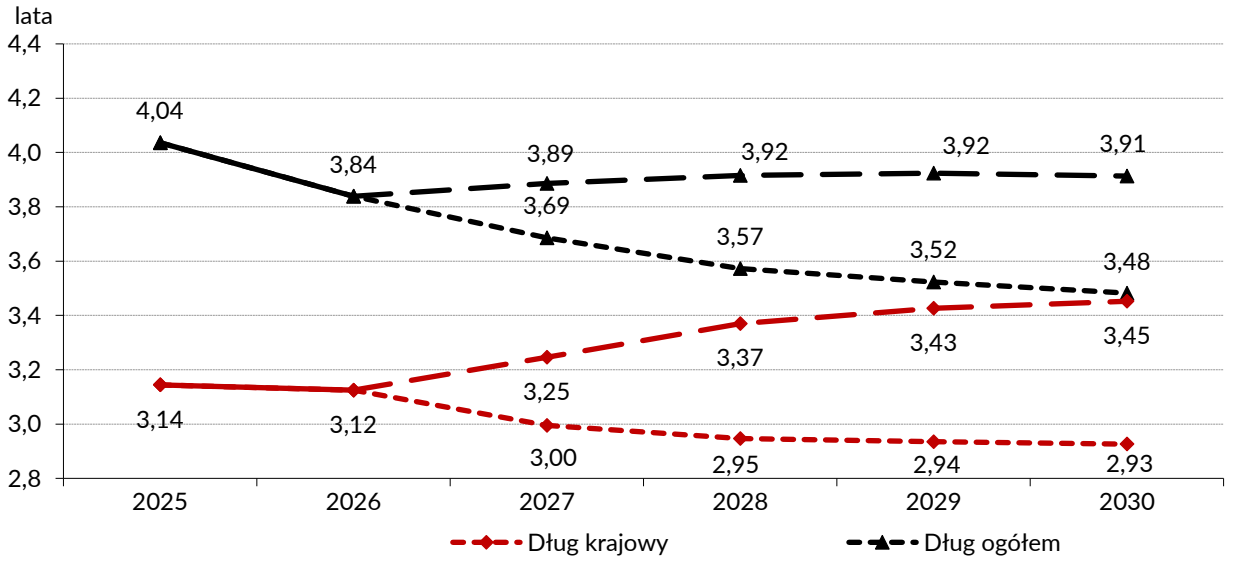
- w zakresie ryzyka refinansowania – kierunek zmian średniej zapadalności krajowych SPW będzie zależał od warunków rynkowych, średnia zapadalność w 2030 r. może osiągnąć wartość z przedziału 4,0-4,5 roku, a całego długu SP 4,9-5,4 roku wobec odpowiednio ok. 4,1 oraz ok. 5,7 roku na koniec 2026 r.;
- ryzyko stopy procentowej pozostawać będzie w założonym w *Strategii* przedziale, w zależności od przyjętej struktury finansowania, ATR rynkowego długu krajowego będzie się utrzymywało w przedziale ok. 2,9-3,5 roku wobec ok. 3,1 roku na koniec 2026 r., a długu ogółem ok. 3,5-3,9 roku wobec ok. 3,8 roku na koniec 2026 r., natomiast *duration* rynkowego długu krajowego w przedziale ok. 2,5-3,2 roku wobec ok. 2,8 roku na koniec 2026 r., a długu ogółem w przedziale ok. 3,0-3,5 roku wobec ok. 3,4 roku na koniec 2026 r.;

- udział długu w walutach obcych utrzymywany będzie poniżej 25%, w wariancie bazowym wyniesie ok. 20,7% na koniec 2026 r. i ok. 18,2% w 2030 r.

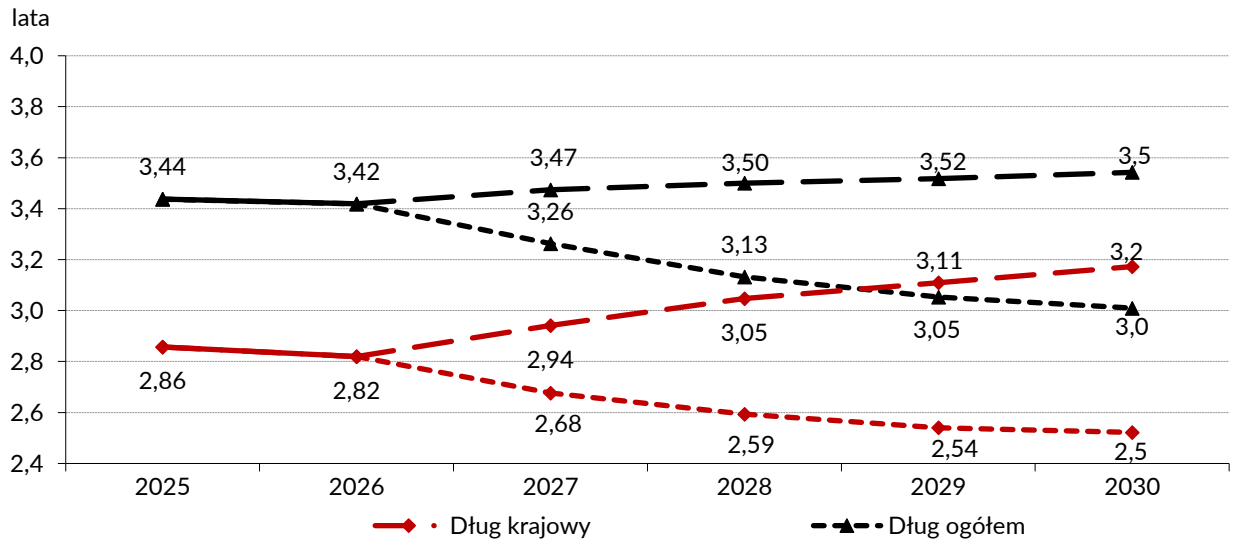
Wykres 19. Średnia zapadalność długu SP



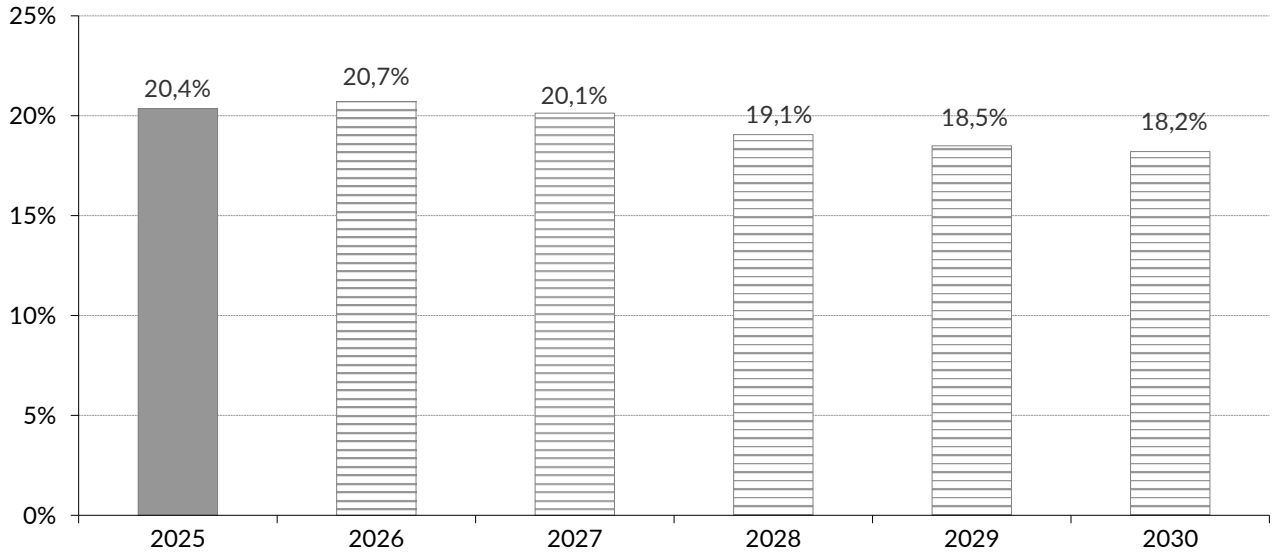
Wykres 20. ATR długu SP



Wykres 21. Duration długu SP



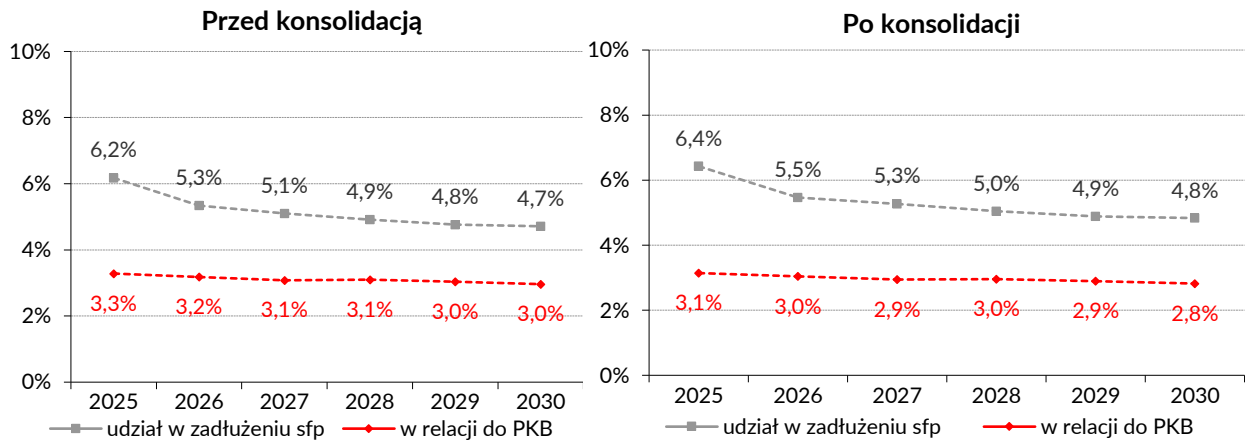
Wykres 22. Udział długu w walutach obcych w długu SP



8.3. Zadłużenie jednostek sektora finansów publicznych innych niż Skarb Państwa

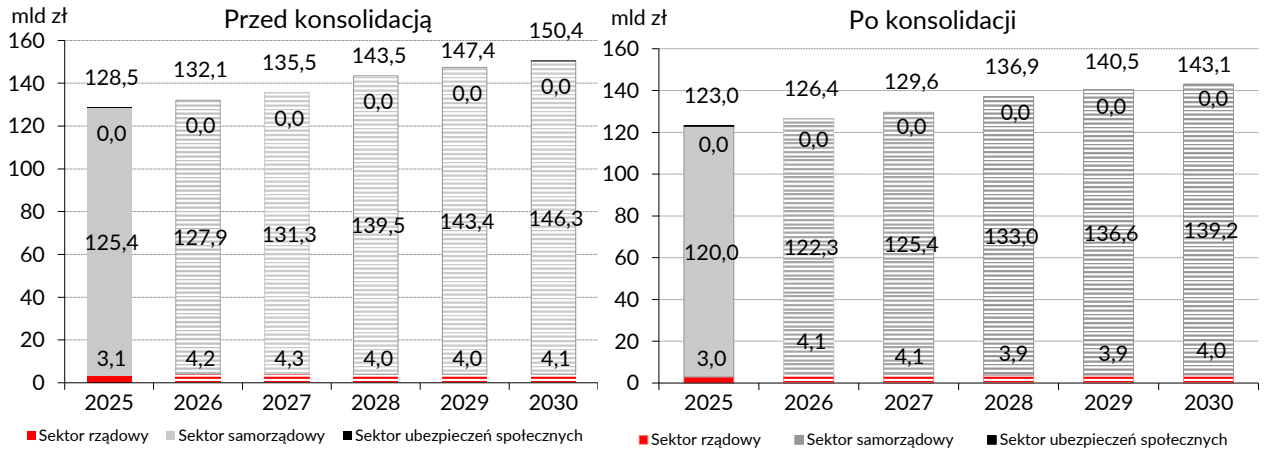
Przy przyjętych założeniach zadłużenie przed konsolidacją pozostałych jednostek sektora w relacji do PKB w horyzoncie *Strategii* spadnie z 3,2% do 3,0%, a zadłużenie po konsolidacji z 3,0% do 2,8%. Udział tej grupy jednostek w zadłużeniu sektora finansów publicznych po konsolidacji spadnie z 5,5% w 2026 r. do 4,8% w 2030 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 wzrośnie z 132,1 mld zł w 2026 r. do 150,4 mld zł w 2030 r. Trend ten będzie pochodną głównie zadłużenia JST i ich związków oraz samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej . 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 tym ryzykiem wcześniejszego niż w prognozie przekroczenia pierwszego progu ostrożnościowego długu na poziomie 55% PKB, jak również ryzykiem przekroczenia w horyzoncie Strategii drugiego progu na poziomie 60% 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. od realizowanej ścieżki dostosowania fiskalnego oraz od koniunktury w polskiej gospodarce,
  - 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,
  - większym niż zakładany przyrostem zadłużenia innych niż SP podmiotów sektora instytucji rządowych i samorządowych, w szczególności funduszy w BGK,
  - 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,
  - zmiennością i niepewnością sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych, w szczególności w obszarze polityki pieniężnej głównych banków centralnych,
  - kierunkami przepływu kapitału zagranicznego pomiędzy rynkami bazowymi a innymi rynkami.

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 jądrowej).

Wraz z kontynuacją programów inwestycji infrastrukturalnych (m.in. finansowanie Krajowego Funduszu Drogowego i inwestycji kolejowych), czynniki te 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 2026 r. wynosiły 1 132 mld zł (27,2% PKB prognozowanego na koniec 2026 r.) wobec 731,0 mld zł na koniec 2025 r. (18,7% PKB) oraz 721,7 mld zł na koniec 2024 r. (19,8% PKB).

Dominujący udział w potencjalnych zobowiązaniach miały zobowiązania z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez SP. Na koniec I połowy 2026 r. wynosiły one 1 114,2 mld zł (ok. 26,8% PKB prognozowanego na koniec 2026 r.) wobec 713,2 mld zł na koniec 2025 r. (18,3% PKB) oraz 701,5 mld zł na koniec 2024 r. (19,2% PKB). Wzrost ww. potencjalnych zobowiązań jest głównie wynikiem udzielania gwarancji wynikających z inwestycji w obronność kraju (636,4 mld zł potencjalnych zobowiązań).

Dotychczasowy portfel nie stwarza istotnych zagrożeń w zakresie poręczeń i gwarancji SP. Na koniec 2025 r. oraz I połowy 2026 r., ponad 95% niewymagalnych zobowiązań z tytułu gwarancji i poręczeń SP należało do grupy niskiego ryzyka. Konstrukcja finansowania

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

Największe kwoty potencjalnych zobowiązań SP (wg danych na 30 czerwca 2026 r.) wynikały z:

- gwarancji udzielonych za Bank Gospodarstwa Krajowego 1 057,4 mld zł

w tym:
– na zasilenie Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych 636,4 mld zł
– na zasilenie Funduszu Przeciwdziałania Covid-19 286,5 mld zł
– na wsparcie Krajowego Funduszu Drogowego 103,8 mld zł
– na zasilenie Funduszu Pomocy – Ukraina 30,7 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 24,6 mld zł
- gwarancji udzielonych za PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. 21,3 mld zł
- gwarancji wypłat z Krajowego Funduszu Drogowego dla Gdańsk Transport Company S.A 4,1 mld zł
- gwarancji wypłat z Krajowego Funduszu Drogowego dla Autostrady Wielkopolskiej II S.A. 3,6 mld zł
- gwarancji udzielonej za PKP Intercity S.A. 2,4 mld zł
- gwarancji udzielonych za Polską Agencję Żeglugi Powietrznej 0,8 mld zł

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

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Niewymagalne zobowiązania z tytułu gwarancji i poręczeń udzielonych przez:							
a) sektor finansów publicznych							
w mld zł	721,7	731,0	1 233,2	1 397,9	1 617,6	1 735,2	1 760,1
w relacji do PKB	19,8%	18,7%	29,7%	31,8%	35,0%	35,7%	34,7%
b) Skarb Państwa							
w mld zł	701,5	713,2	1 210,3	1 373,6	1 592,1	1 708,3	1 731,7
w relacji do PKB	19,2%	18,3%	29,1%	31,3%	34,4%	35,2%	34,1%
w tym za podmioty z sektora instytucji rządowych i samorządowych	*697,6*	*678,7*	*1 176,0*	*1 332,0*	*1 548,1*	*1 662,4*	*1 685,9*
w relacji do PKB	*19,1%*	*17,4%*	*28,3%*	*30,3%*	*33,5%*	*34,2%*	*33,2%*

Aneks 1. Wykaz używanych skrótów i słowniczek pojęć

A. Wykaz skrótów

ATM – średnia zapadalność (*average time to maturity*)
ATR – *average time to refixing*
BFG – Bankowy Fundusz Gwarancyjny
BGK – Bank Gospodarstwa Krajowego
CIRS – *currency interest rate swap*
DSPW – Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
EBC – Europejski Bank Centralny
EDP – dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
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
KS NGR – Komitet Sterujący NGR
MIF – międzynarodowe instytucje finansowe
NBP – Narodowy Bank Polski
NGR – Narodowa Grupa Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych
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 niezindeksowanym. *ATR* długu SP liczone jest wg wzoru:

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

gdzie:

r – termin płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
t – termin zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
j – termin zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
R – zbiór wszystkich terminów płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
T – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
J – zbiór wszystkich terminów zapadalności dla instrumentów o nominale indeksowanym inflacją,
NZ_r – wyrażony w złotych nominał dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
NS_t – wyrażony w złotych nominał dla instrumentów o oprocentowaniu stałym,
NI_j – nominał (niezindeksowany) 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 nominał),
S – zbiór wszystkich terminów przepływów z tytułu SPW (odsetki lub nominał),
r – termin płatności najbliższego ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
R – zbiór wszystkich terminów płatności najbliższego, ustalonego kuponu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym,
$S|_r$ – zbiór wszystkich terminów przepływów dla takich obligacji o oprocentowaniu zmiennym, których najbliższy ustalony termin wykupu wynosi r,
CFZ_s – wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu zmiennym i terminie s,
CFS_s – wartość nominalna przepływu dla instrumentów o oprocentowaniu stałym i terminie s,
i_s – zerokuponowa stopa procentowa dla terminu s.

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

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

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

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

Ryzyko kredytowe – ryzyko, że druga strona transakcji nie wywiąże się, w całości lub w części, ze swojego zobowiązania. Ryzyko to powstaje w wyniku transakcji, których przedmiotem są należności – dla zarządzającego długiem w przypadku stosowania instrumentów pochodnych. Ryzyko kredytowe występuje również w zarządzaniu płynnymi aktywami, np. poprzez dokonywanie lokat w bankach i nabywanie papierów wartościowych. Zarządzanie ryzykiem kredytowym odbywa się głównie poprzez stosowanie transakcji zabezpieczonych oraz umów zabezpieczających, 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 jego refinansowania (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 struktura jego 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 obarczonego 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
- Dług publiczny, 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 (*Excessive Deficit Procedure* – 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 ogłoszonego przez Główny Urząd Statystyczny za poprzedni rok budżetowy, • wprowadzony jest zakaz udzielania nowych pożyczek i kredytów z budżetu państwa, • wzrost wydatków Kancelarii Sejmu, Kancelarii Senatu, Kancelarii Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Trybunału Konstytucyjnego, Najwyższej Izby Kontroli, Sądu Najwyższego, Naczelnego Sądu Administracyjnego, Krajowej Rady Sądownictwa, sądownictwa powszechnego oraz wojewódzkich sądów administracyjnych, Rzecznika Praw Obywatelskich, Rzecznika Praw Dziecka, Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji, Prezesa Urzędu Ochrony Danych Osobowych, Instytutu Pamięci Narodowej – Komisji Ścigania Zbrodni przeciwko Narodowi Polskiemu, Krajowego Biura Wyborczego, Państwowej Inspekcji Pracy 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 7.2.**
g) ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się do: • spłat rat kredytów i pożyczek zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami; • wykupów papierów wartościowych emitowanych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami i dyskontem; • poręczeń i gwarancji udzielonych samorządowym osobom prawnym realizującym zadania jednostki samorządu terytorialnego w ramach programów finansowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA – w terminie nie dłuższym niż 90 dni po zakończeniu programu, projektu lub zadania i otrzymaniu refundacji z tych środków; termin ten nie ma zastosowania do odsetek i dyskonta od zobowiązań zaciągniętych na wkład krajowy; • wykupów papierów wartościowych, spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami i dyskontem, odpowiednio emitowanych lub zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego w co najmniej 50% ze środków UE, w części odpowiadającej wydatkom na wkład krajowy finansowanych tymi zobowiązaniami;
h) ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się także do następującej wyłącznie w roku budżetowym, na który uchwalono budżet, wcześniejszej spłaty zobowiązań, która przypadałaby po roku budżetowym, na który uchwalono budżet: • środkami pochodzącymi z nowego zobowiązania, jeżeli obniża to łączny koszt obsługi długu w całym okresie spłaty; • wynikających z posiadania wolnych środków jako nadwyżki środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu jednostki samorządu terytorialnego, wynikających z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek z lat ubiegłych, środkami z tego tytułu; • środkami z tytułu innego niż wymieniony powyżej, w szczególności z posiadanych przychodów z prywatyzacji majątku JST i spłaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych, jeżeli jednostka nie zaciąga zobowiązań na finansowanie planowanego deficytu budżetu.

Tabela 3. 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 samorządowych[1)] został zdefiniowany w ESA 2010[2)]; 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 samorządowych[3)];
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;
różnice w tytułach dłużnych w zależności od regulacji	
• zobowiązania wymagalne;	• -[4]) • zrestrukturyzowane bądź zrefinansowane kredyty handlowe niezależnie od terminu zapadalności są zaliczane do kategorii pożyczki, czyli także te o pierwotnym terminie zapadalności poniżej lub równej rok[5])
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	
różnice dotyczące uwzględniania długu potencjalnego w ograniczeniach na relację długu do PKB	
• 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 2024 r. jest dostępna na stronie internetowej GUS: https://publikacje.new.stat.gov.pl/portal-publikacje/lista-jednostek-sektora-instytucji-rzadowych-i-samorzadowych-s13-zgodnie-z-esa2010-stan-na-31-grudnia-2024-r
2) Zgodnie z ESA2010 (rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej) jednostka klasyfikowana jest do sektora instytucji rządowych i samorządowych, jeśli nie stanowi odrębnej jednostki instytucjonalnej lub jest oddzielną jednostką instytucjonalną kontrolowaną przez sektor instytucji rządowych i samorządowych i nie prowadzi działalności rynkowej. Zdolność do prowadzenia działalności rynkowej jest sprawdzana głównie za pomocą zwykłego kryterium ilościowego, tzn. jeżeli wskaźnik przychodów ze sprzedaży do kosztów produkcji wynosi powyżej 50%, jednostka ta jest z zasady rynkowa. Jednakże, w celu podjęcia decyzji dotyczącej tego, czy producent, który działa pod kontrolą sektora instytucji rządowych i samorządowych, jest jednostką rynkową, należy uwzględnić również kryteria jakościowe.
3) Zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć związanych z budową infrastruktury, po spełnieniu określonych kryteriów w zadłużeniu sektora instytucji rządowych i samorządowych mogą być ujmowane także nakłady inwestycyjne poniesione przez podmioty spoza sektora realizujące inwestycje tego typu (imputed loan = pożyczka przypisana).
4) Zobowiązania wymagalne stanowią wydatek na bazie memoriałowej i zgodnie z regulacjami UE są uwzględniane w wyniku (deficycie lub nadwyżce) sektora instytucji rządowych i samorządowych.
5) Warunki zaliczenia zrestrukturyzowanych bądź zrefinansowanych kredytów handlowych do kategorii pożyczki zawarte są w decyzji Eurostatu z dnia 31 lipca 2012 r. *The statistical recording of some operations related to trade credits incurred by government units.*

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 Kn, 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 Kn 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 Kn odpowiada dostosowaniu zgodnemu z zatwierdzoną przez Radę Unii Europejskiej ścieżką wydatków netto, o której mowa w tym rozporządzeniu. Minister Finansów może wystąpić do Rady Fiskalnej z wnioskiem o wydanie opinii dotyczącej wielkości korekty kwoty wydatków Kn, wynikającej z art. 112aa ust. 4, oraz wpływu tej korekty na długookresową stabilność finansów publicznych oraz sytuację makroekonomiczną kraju. Wielkość korekty kwoty wydatków Kn może być inna niż określona powyżej, jeżeli wynika to z ww. opinii Rady Fiskalnej lub 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 – 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

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych
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 samorządowych[1)] i rentowność obligacji 10-letnich[2)] w UE w latach 2024–2025

	2024			2025		
	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia	deficyt/nadwyżka	dług	stopa 10-letnia
	% PKB	% PKB	%	% PKB	% PKB	%
Grecja	1,3	154,2	3,4	1,7	146,1	3,4
Włochy	-3,4	134,7	3,7	-3,1	137,1	3,6
Francja	-5,8	112,6	3,0	-5,1	115,7	3,3
Belgia	-4,4	103,9	2,9	-5,2	107,9	3,2
Hiszpania	-3,2	101,6	3,2	-2,4	100,7	3,2
Portugalia	0,6	93,5	3,0	0,7	89,7	3,1
Finlandia	-4,4	82,5	2,9	-3,4	88,5	3,0
Strefa euro	**-3,0**	**86,6**	**2,9**	**-2,9**	**88,1**	**3,1**
Unia Europejska	**-3,1**	**80,6**	**3,3**	**-3,1**	**81,8**	**3,4**
Austria	-4,6	80,0	2,8	-4,2	81,3	3,0
Węgry	-5,1	73,5	6,5	-4,7	74,6	6,9
Słowenia	-0,9	66,4	3,1	-2,5	65,7	3,1
Niemcy	-2,7	62,2	2,3	-2,7	63,5	2,6
Słowacja	-5,3	59,7	3,5	-4,5	61,4	3,4
Polska	**-6,4**	**54,8**	**5,5**	**-7,3**	**59,7**	**5,5**
Rumunia	-9,3	54,8	6,3	-7,9	59,3	7,0
Chorwacja	-2,3	57,4	3,3	-3,0	56,3	3,0
Cypr	4,1	62,7	3,1	3,4	55,0	2,9
Łotwa	-1,8	46,2	3,3	-2,5	46,9	3,3
Malta	-3,4	45,9	3,4	-2,2	46,4	3,4
Holandia	-0,7	44,0	2,6	-1,6	44,7	2,8
Czechy	-2,0	43,2	4,0	-2,1	44,2	4,3
Litwa	-1,3	38,0	2,9	-1,8	39,5	2,9
Szwecja	-1,5	33,9	2,2	-1,3	35,1	2,4
Irlandia	4,1	38,4	2,7	1,8	34,8	2,9
Bułgaria	-3,0	23,8	3,9	-3,5	29,9	3,9
Dania	4,5	30,0	2,3	2,9	27,2	2,3
Luksemburg	0,9	26,3	2,8	-2,0	26,5	2,9
Estonia	-1,1	23,5	3,6	-2,0	24,1	3,3

[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 21 września 2026 r.

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

Źródło: LSEG

Tabela 7. Dług publiczny w okresie 2015 – VI 2026

Wyszczególnienie	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	VI 2026
1. Dług Skarbu Państwa												
a) w mld zł	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	1 951,9	2 191,5
krajowy*	543,3	609,2	644,5	674,4	716,5	831,5	872,7	949,8	1 042,4	1 253,5	1 554,5	1 750,8
zagraniczny*	291,3	319,5	283,9	279,8	256,9	266,0	265,4	288,7	303,8	375,8	397,4	440,7
b) w relacji do PKB	46,1%	49,8%	46,5%	44,4%	42,1%	46,4%	42,8%	39,9%	39,4%	44,4%	49,9%	54,4%
2. Państwowy dług publiczny												
a) w mld zł	877,3	965,2	961,8	984,3	990,9	1 111,8	1 148,6	1 209,5	1 328,1	1 611,5	1 913,5	2 147,8
b) w relacji do PKB	48,5%	51,7%	48,2%	45,8%	42,8%	47,1%	43,2%	39,0%	38,9%	43,9%	48,9%	53,3%
3. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (definicja UE)												
a) w mld zł	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	2 012,6	2 335,1	2 598,3
b) w relacji do PKB	51,1%	54,1%	50,4%	48,2%	45,2%	56,6%	53,0%	48,8%	49,5%	54,8%	59,7%	64,5%

**) Wg kryterium miejsca emisji.*

Tabela 8. PKB i kursy walutowe w okresie 2015 – VI 2026

Wyszczególnienie	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	VI 2026
1. Produkt krajowy brutto												
w mld zł	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	3 669,5	3 912,7	4 026,7
2. Kursy walutowe *(na koniec okresu)*												
a) EUR	4,26	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,23	4,30
b) USD	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,10	3,60	3,77

Źródło: GUS, NBP.