

## **Oszacowanie dodatkowych kosztów obsługi długu publicznego zaciąganego w celu finansowania wydatków za pośrednictwem funduszy zarządzanych przez BGK i PFR w stosunku do wariantu finansowania poprzez emisję długu Skarbu Państwa.**

### **Kluczowe wnioski:**

- Koszty obsługi zadłużenia emitowanego na rzecz funduszu przeciwdziałania COVID-19, funduszu pomocowego i Polskiego Funduszu Rozwoju są wyższe w porównaniu do sytuacji, gdyby wydatki tych funduszy były finansowane dotacją z budżetu państwa, czyli w rezultacie poprzez emisję skarbowych papierów wartościowych (SPW)<sup>1</sup>.
- Uzyskiwane rentowności dla obligacji „FPC” i „PFR” na przetargach w latach 2020-2022 r. były wyższe średnio o kilkadziesiąt punktów bazowych od rentowności skarbowych papierów wartościowych (SPW) o podobnej charakterystyce. W niektórych przypadkach różnice w rentownościach, czyli spready<sup>2</sup> wynosiły nawet ok. 150 punktów bazowych.
- W związku z procederem wypychania wydatków poza budżet państwa do programów i funduszy przy PFR i BGK sektor finansów publicznych ponosi nieuzasadnione i wysokie, dodatkowe koszty oraz zniekształcony jest obraz finansów publicznych:
  1. zaniżone są wydatki budżetu państwa,
  2. zaniżone są koszty obsługi długu w budżecie państwa,
  3. zaniżone jest zadłużenie Skarbu Państwa,
  4. zaniżony jest Państwowy Dług Publiczny według definicji konstytucyjnej,
  5. cały sektor finansów publicznych ponosi wyższe koszty obsługi długu z uwagi na wyższe rentowności dla obligacji PFR i BGK:
    - a) zgodnie z przyjętym modelem szacunku łączne koszty obsługi długu w całym horyzoncie portfela obligacji FPC i PFR będą wyższe o **ponad 12,2 mld zł** w porównaniu do sytuacji, gdyby były finansowane poprzez SPW,
    - b) w 2022 r. koszty obsługi długu całego sektora finansów z tego tytułu były wyższe o **prawie 1,5 mld zł**<sup>3</sup>.

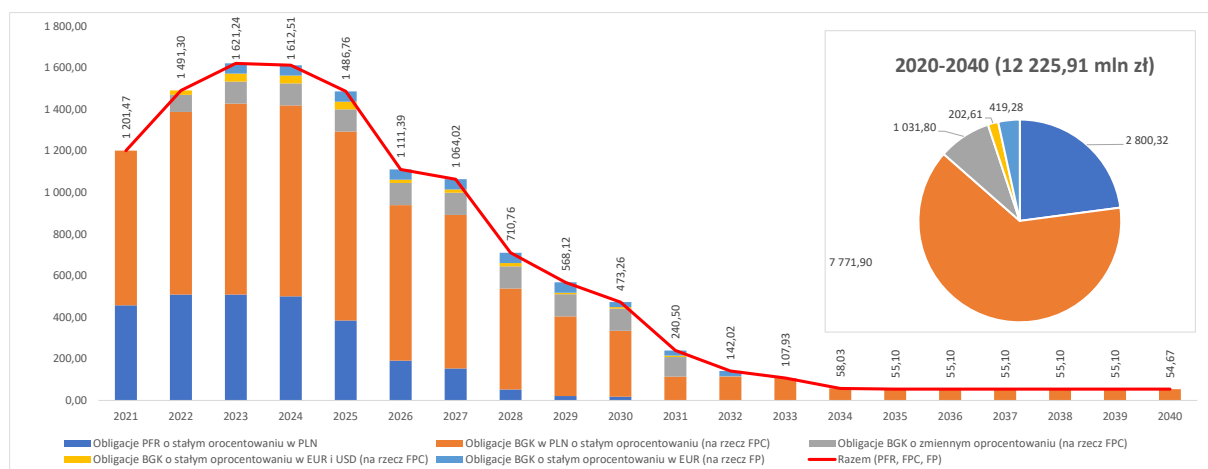
<sup>1</sup> Analiza obejmuje koszty obsługi długu Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) na finansowanie programów rządowych oraz koszty obsługi długu Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK) na potrzeby funduszu przeciwdziałania COVID-19 (FPC) i funduszu pomocowego (FP).

<sup>2</sup> W „Strategii Zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2023-2026” Ministerstwa Finansów **Spread** jest zdefiniowany jako „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 ...”. W niniejszym opracowaniu „spread” to różnica pomiędzy rentownościami lub marżą dyskontową instrumentów PFR/BGK a SPW o bardzo zbliżonych parametrach.

<sup>3</sup> Rozkład kosztów obsługi długu w poszczególnych latach oszacowano w ujęciu memoriałowym, tj. na podstawie równomiernego rozkładu i oszacowanego spreadu. Rozkład w ujęciu kasowym może być inny w zależności od dyskonta i rozkładu nierównomiernych płatności kuponowych. Jednak łączne koszty w całym okresie do zapadalności są takie same w obu ujęciach.

- **Wyższe rentowności i ogólnie koszty obsługi długu wynikają głównie z trzech przestank:**
  1. dodatkowej marży za niską płynność instrumentów FPC i PFR wobec SPW,
  2. dodatkowej marży w dniu emisji instrumentów FPC i PFR w związku z podatkiem od niektórych instytucji finansowych,
  3. ryzyka emitenta, choć tutaj gwarancja Skarbu Państwa zredukowała to ryzyko niemal do zera, choć kwestie opóźnień proceduralnych w sytuacji wymagalności obligacji gwarantowanych mogą mieć pewien marginalny koszt (ten czynnik można jednak pominąć).

Wykres 1. Dodatkowe koszty obsługi długu dla sektora finansów publicznych w związku z finansowaniem pozabudżetowym w latach 2020-2040 (mln zł).



Źródło: opracowanie własne na podstawie PFR, BGK, MF, Catalyst, BondSpot, Investing.com, Refinitiv Eikon.

Tabela 1: Dodatkowe koszty obsługi długu dla sektora finansów publicznych w związku z finansowaniem pozabudżetowym w latach 2020-2040 (mln zł).

Obligacje		j.m.	Łączne koszty do wykupu obligacji		2022	
Obligacje PFR	Obligacje PFR o stałym oprocentowaniu w PLN	mln zł	2 800,32		509,29	
Obligacje BGK na rzecz FPC	Obligacje BGK w PLN o stałym oprocentowaniu	mln zł	7 771,90	9 006,31	878,67	982,01
	Obligacje BGK o zmiennym oprocentowaniu	mln zł	1 031,80		82,13	
	Obligacje BGK o stałym oprocentowaniu w EUR i USD	mln zł	202,61		21,21	
Obligacje BGK na rzecz FP	Obligacje BGK o stałym oprocentowaniu w EUR i USD	mln zł	419,28		0,00	
<b>Razem</b>		<b>mln zł</b>	<b>12 225,91</b>		<b>1 491,30</b>	

Źródło: opracowanie własne na podstawie PFR, BGK, MF, Catalyst, BondSpot, Investing.com, Refinitiv Eikon.

### **Uwagi ogólne i założenia metodologiczne**

Minister Rzeczkowska z trybuny Sejmowej podważała wyliczenia ekonomistów dotyczące dodatkowych kosztów emisji długu w funduszach pozabudżetowych. Jest to kuriozalne bo również przedstawiciele Ministerstwa Finansów w zapowiedzi zmian w ustawie o finansach publicznych sami przyznawali, że dług emitowany na rzecz ww. funduszy wiąże się z wyższymi kosztami obsługi w stosunku do długu Skarbu Państwa oraz, że zmiana pozwoli „ograniczyć łączne wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych na obsługę długu”.

Czyli zdaniem Ministerstwa Finansów ta różnica istnieje i należy zakładać, że jest na tyle istotna, że zdecydowano się na wdrożenie trudnej i kompleksowej reformy konsolidacji finansów publicznych. Należy przypuszczać, że Ministerstwo Finansów podejmując decyzję o reformie konsolidacji opierało tę decyzję na wyliczeniach, a nie przekonaniach i tezach. Albo te wyliczenia istnieją i Ministerstwo Finansów powinno je pokazać, albo nie istnieją. Ale to byłby dowód o kompletnej niekompetencji resortu. Bo w zapowiadanej reformie mówią o istnieniu tych różnic, czyli postępując rzetelnie i merytorycznie powinni to wyliczyć.

Przedstawione zastrzeżenie Minister Rzeczkowskiej jest bardzo ogólne i niekonstruktywne. Te zastrzeżenia noszą znamiona „krytyki obstrukcyjnej”. Tutaj mamy do czynienia z niekonstruktywną krytyką, nie popartą wyliczeniami, uznanej i powszechnie stosowanej metody „spreadów”. Minister Rzeczkowska krytykuje wyliczenia ekonomistów jednocześnie nie pokazując żadnych wyliczeń Ministerstwa Finansów.

Powstaje zatem pytanie, czy Ministerstwo Finansów podejmując decyzję o konsolidacji finansów publicznych przeprowadziło analizy w tym zakresie, jakie są te różnice i jaki będzie to miało pozytywny wpływ na wydatki sektora finansów publicznych. Czy analizy tych różnic były prowadzone w latach 2020, 2021, 2022 i obecnie?

Z ekonomicznego punktu widzenia ponoszenie dodatkowych kosztów obsługi długu w związku z finansowaniem wydatków publicznych z obligacji PFR i BGK jest nieefektywne, kosztowne i nieuzasadnione. Rzekoma elastyczność nie jest uzasadnieniem ponoszenia dodatkowych, dużych kosztów. Ponadto nic nie stało na przeszkodzie, aby programy takie jak „Tarcza finansowa” były operacyjnie realizowane przez np. PFR, ale PFR był finansowany z budżetu państwa. Podobnie dla funduszu FPC przy BGK. Elastyczność operacyjna może być zapewniona przy finansowaniu z SPW. Zresztą te fundusze są już częściowo zasilane z budżetu państwa.

Przedstawiciele Ministerstwa Finansów w niektórych wypowiedziach zaznaczają, że przy porównywaniu kosztu obsługi obligacji emitowanych przez BGK na rzecz FPC czy PFR należy odjąć potencjalny podatek od niektórych instytucji finansowych. Takie podejście jest nieuprawnione.

1. Podatek ten jest czynnikiem wtórnym i potencjalnym, jest to czynnik niepewny, czego najdobitniejszym dowodem jest fakt, że obecnie nie jest płacony od obligacji gwarantowanych,
2. Podatek ten nie jest elementem kosztów obsługi długu,
3. Przy wyliczaniu spreadów dla porównań między krajami, czy firmami nie praktykuje się korekt wynikających z rozwiązań podatkowych w zakresie aktywów, przykładowo powszechnie stosowany spread polskich obligacji do obligacji niemieckich nie jest korygowany o jakiegokolwiek rozwiązania w zakresie podatków od instytucji finansowych w tych krajach, takie podejście jest zatem nieuprawnione,
4. Obligacje PFR, BGK są również nabywane przez podmioty nie objęte tym podatkiem,
5. Obligacje PFR, BGK są obracane na rynku wtórnym i status podatkowy tych aktywów ulega ciągłym zmianom.

Rodzi się pytanie dlaczego, w kontekście istnienia dodatkowej marży w związku z podatkiem od niektórych instytucji finansowych, zdecydowano się na taki model finansowania w sytuacji kiedy te obligacje mogły nabywać podmioty nie płacące tego podatku, a szczególnie w sytuacji kiedy ostatecznie ten podatek od tych instrumentów został zniesiony.

Dodatkowo należy mieć na uwadze, że portfel obligacji PFR i BGK będzie zapadał aż do 2040 roku. Także ponad 70% potencjalnej podstawy podatku od instytucji finansowych będzie zwolniona z tego podatku. Dodatkowo w wielu przypadkach obligacje były nabywane przez podmioty nie płacące tego podatku. Także w całym rozrachunku, całego portfela obligacji PFR i BGK, potencjalny wpływ podatku od instytucji finansowej mógłby mieć marginalny skutek.

W kontekście wyliczania spreadów pomiędzy instrumentami PFR/BGK a SPW pojawia się również zarzut, że przesunięcie emisji z BGK/PFR na SPW mogłoby podbić rentowności SPW. Efekty rynkowe scenariusza alternatywnego nie powinny wpłynąć istotnie na przyjęte założenia i wyniki obliczeń z uwagi na oddziaływanie czynników w różnych kierunkach, które się znoszą. Z jednej strony brak emisji obligacji PFR i BGK wpłynęłyby mechanicznie na podaż SPW. Jednak łączna podaż długu całego sektora finansów publicznych nie uległaby zmianie. Również łączny popyt na obligacje sektora finansów publicznych byłby w obu scenariuszach na tym samym poziomie. Ponadto scenariusz bez finansowania pozabudżetowego poprawiłby przejrzystość finansów publicznych i wiarygodność ekonomiczną kraju (por. Hausner i in. 2022 ). A to działałoby w kierunku przeciwnym do efektu podażowego na SPW. Łączne skutki nie powinny istotnie rzutować na otrzymane wyniki.

Ten sam zarzut jak w pkt. 10 można by przedstawić do Ministerstwa Finansów w kontekście prefinansowania potrzeb pożyczkowych. Dodatkowa podaż SPW na prefinansowanie to kilkadziesiąt miliardów złotych. W tym wypadku Ministerstwo Finansów nie przeprowadza analiz jak ta dodatkowa podaż wpływa na rynek i rentowności SPW, czyli, w rezultacie na koszty utrzymywania dodatkowej płynności w związku z procesem prefinansowania.

Aby obliczyć różnicę (metoda spreadu) w kosztach obsługi zadłużenia z punktu widzenia sektora finansów publicznych należy porównać rentowność w dniu emisji każdej obligacji FPC i PFR z rentownością SPW o jak najbardziej zbliżonej zapadalności. Metoda spreadu (ceteris paribus, czyli pozostałe czynniki niezmiennione) jest powszechnie stosowanym podejściem w analizie finansowej<sup>4</sup>.

Dla każdej emisji i serii obligacji PFR lub FPC/FP dokonano selekcji korespondujących SPW z terminem wykupu przed (SPW1) i po (SPW2) odpowiedniej serii obligacji PFR/BGK. Następnie dokonano interpolacji liniowej<sup>5</sup> rentowności na dokładną datę wykupu obligacji (metoda 1).

Rentowności SPW pochodzą z fixingu na BondSpot z godz. 9.30 danego dnia emisji obligacji PFR lub są to notowania zamknięcia z serwisów finansowych (Refinitiv Eikon lub Bloomberg). W przypadku notowań do obliczeń wykorzystano średnią z (BID, ASK).

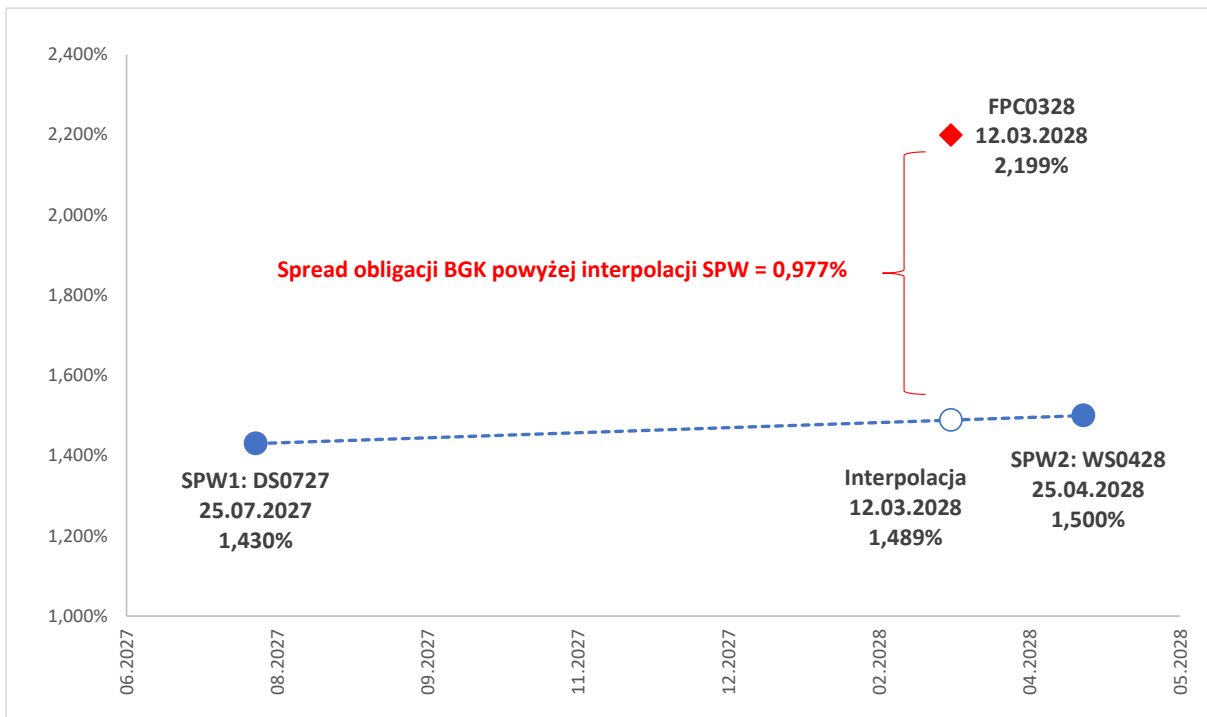
<sup>4</sup> Spready obligacji BGK do SPW były wielokrotnie wyliczane przez analityków BGK i prezentowane w raportach i komentarzach. W jednym z komunikatów BGK po emisji w 2011 r. np. jest wprost napisane „Spread między wyemitowanymi obligacjami, a SPW wyniósł ok. 50 punktów bazowych. Marża na papierach dwuletnich do WIBOR6m wyniosła 38 pb, a na 4-letnich 64 pb.” (por. Komunikat BGK z 17.02.2011 ).

[https://www.money.pl/archiwum/wiadomosci\\_agencyjne/pap/artukul/tfi;j;ofe;zainteresowane;obligacjami;bgk,231,0,773351.html](https://www.money.pl/archiwum/wiadomosci_agencyjne/pap/artukul/tfi;j;ofe;zainteresowane;obligacjami;bgk,231,0,773351.html) Czy w publikacji domu maklerskiego Michel/Strom .  
<https://michaelstrom.pl/publikacje/Obligacje-Banku-Gospodarstwa-Krajowego-w-swiecie-zerowych-stop-procentowych>

<sup>5</sup> Hagan, Patrick & West, Graeme. (2008), którzy porównali wiele metod interpolacji wskazują, że liniowa metoda jest dobra, szczególnie dla lokalnej interpolacji.

Przykładowo 10 września 2021 r. wyemitowano 6,5-letnią obligację BGK FPC0328 zapadającą 12.03.2028. W tym dniu spośród notowanych na BondSpot obligacji SPW do interpolacji wybrano obligacje najbliższej daty zapadalności instrumentu FPC. Jako SPW1 przyjęto instrument DS0727, a jako SPW2 WS0428. Instrumenty te w dniu 10 września 2021 r. miały rentowności odpowiednio: 1,43% i 1,5%. Interpolowana rentowność na dzień wykupu instrumentu FPC wyniosła 1,489% (por. wykres 3). To oznacza, że spread instrumentu FPC0328 w dniu emisji 10.09.2021 r. wyniósł 0,977 pkt. proc. Analogicznie obliczono spready dla wszystkich instrumentów FPC i PFR w poszczególnych dniach emisji. Listę instrumentów SPW (SPW1 i SPW2) wykorzystanych do interpolacji i policzenia różnicy w rentowności lub marży przedstawiono w tabelach 3, 6, 8, 10. Tak policzone spready wykorzystano do obliczenia dodatkowych kosztów obsługi długu zaciąganego w celu finansowania wydatków za pośrednictwem funduszy zarządzanych przez BGK i PFR w stosunku do wariantu finansowania przez emisję długu Skarbu Państwa.

Wykres 2: Schemat interpolacji rentowności SPW dla instrumentu FPC0328 w dniu 10.09.2021.



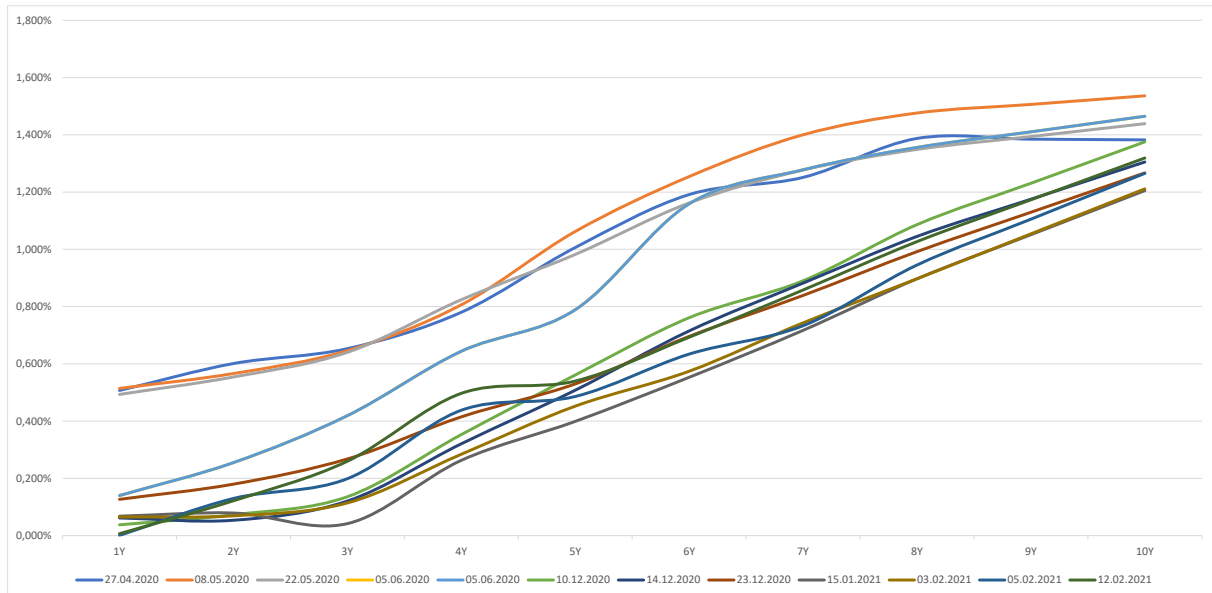
Źródło: opracowanie własne na podstawie BGK, MF, BondSpot, Refinitiv Eikon, Catalist.

Ponadto w przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu z datą wykupu do 10 lat można uzupełniająco dokonać interpolacji na podstawie „benchmarkowej” krzywej dochodowości SPW na rynku wtórnym (metoda 2 - uzupełniająca). Czyli, jeżeli mamy obligację 6,5 letnią to wyliczamy interpolowaną rentowność z benchmarku 6Y i 7Y. Takie interpolowane krzywe można skonstruować dla każdego dnia notowań i zapadalności w dniach w przedziale (do 120 miesięcy) (wykres 3).

Uzupełniającą „Metodę 2” można zastosować tylko częściowo. Po pierwsze nie można jej zastosować do obligacji o zmiennym oprocentowaniu bo dla tego typu obligacji nie wylicza się rentowności i nie istnieją mierniki benchmarkowe. Po drugie miarodajne rentowności benchmarkowe dla Polski są publikowane maksymalnie dla zapadalności 10-letniej. W rezultacie metody nie można zastosować dla

obligacji 13-letniej i 20 letniej (BGK). W przypadku obligacji w walutach benchmarki są wybiórcze i niepełne.

Wykres 3: Interpolowane krzywe dochodowości SPW na podstawie rentowności benchmarkowych w dniach emisji obligacji PFR (o zapadalności 12-120 miesięcy).



Źródło: opracowanie własne na podstawie rentowności benchmarkowych SPW na rynku wtórnym (1Y, 2Y, 3Y, 4Y, 5Y, 6Y, 7Y, 8Y, 9Y, 10Y), Investing.com.

W przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu zamiast rentowności wykorzystano marżę powyżej stopy referencyjnej (WIBOR) dla danego instrumentu (takie marże są wyliczane przez Refinitiv Eikon lub Bloomberg).

Postępowanie jest identyczne jak opisane w pkt. 13-15. Przy czym porównuje się odpowiednie marże dla obligacji BGK i SPW. Schemat analizy jest jak na wykresie 2, a zamiast rentowności interpoluje się marże odpowiednich obligacji SPW z serii WZ.

**Łączna kwota emisji obligacji PFR i BGK na rzecz FPC i FP**

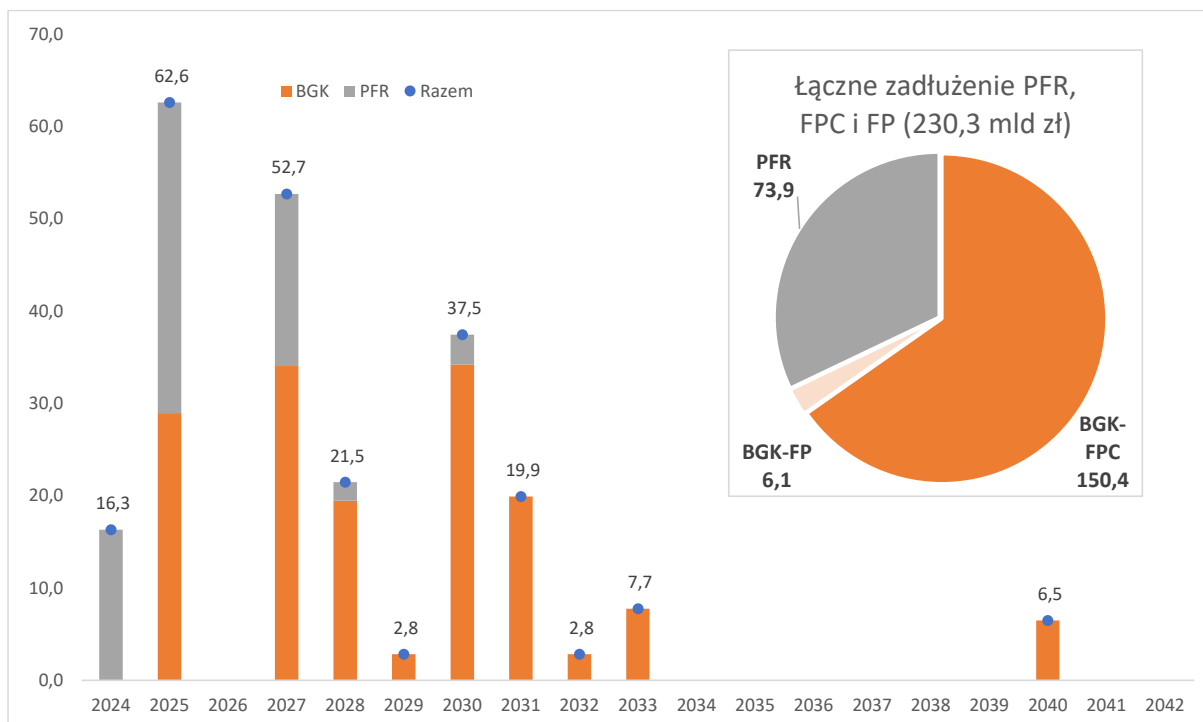
W latach 2020-2022 PFR i BGK (FPC i FP) wyemitowały obligacje na łączną kwotę 230,3 mld zł<sup>6</sup> (por. wykres 4):

- a. PFR: 73,9 mld zł
- b. BGK na potrzeby FPC: 150,4 mld zł
- c. BGK na potrzeby FP: 6,1 mld zł

Największe spłaty tego długu nastąpią w 2025 r., prawie 63 mld zł, oraz w 2027 r. – 53 mld zł.

Analiza kosztów obsługi długu jest prowadzona dla tego portfela obligacji (listę obligacji wraz parametrami emisji przedstawiono w tabelach 2, 5, 7, 9)

Wykres 4: Obligacje PFR i BGK (FPC, FP) stan na 31.12.2022 r. i zapadalność w latach 2024-2040 (mld zł).



Źródło: opracowanie własne na podstawie PFR, BGK. Obligacje w EUR i USD wg kursu PLN z 31.12.2022 r.

<sup>6</sup> Obligacje w EUR i USD przeliczone wg kursu na koniec 2022 r.



**Koszty obsługi długu zaciąganego w celu finansowania wydatków za pośrednictwem PFR w stosunku do wariantu finansowania przez emisję długu Skarbu Państwa**

PFR w latach 2020-2021 wyemitował obligacje na kwotę 73,9 mld zł. Wyemitował 9 serii obligacji w walucie polskiej, o stałym oprocentowaniu, w 12 emisjach (por. tabela 2). Przy czym dwie serie zostały objęte przez Europejskie Bank Inwestycyjny w formule tzw. „private placement”. Pozostałe są notowane na rynku obligacji korporacyjnych.

Wyemitowane obligacje PFR mają okres zapadalności od 4 do 10 lat. Najwcześniej będą zapadały w marcu 2024 r., a część dopiero w marcu 2030 r. Obecnie koszty obsługi tego zadłużenia obejmują więc cały portfel w posiadaniu PFR (por. tabela 2, wykres 2).

PFR emitował obligacje w latach 2020-2021. W zależności od momentu emisji i zapadalności obligacji uzyskiwał rentowności od 1,3% do 2,039% (por. tabela 2, wykres 3).

Tabela 2: Obligacje PFR wyemitowane na potrzeby finansowania programów rządowych.

Seria	Data emisji	Data zapadalności	Wartość nominalna (mln zł)	Kupon	Cena sprzedaży	Częstotliwość kuponu	Cena wykupu	Lata do wykupu (30/360)	Rentowność w dniu emisji
PFR0324	27.04.2020	29.03.2024	16 325,00	1,375%	99,89	1	100,00	3,9	1,404%
PFR0325	08.05.2020	31.03.2025	18 500,00	1,625%	99,59	1	100,00	4,9	1,713%
PFR0925	22.05.2020	22.09.2025	15 175,00	1,625%	99,73	1	100,00	5,3	1,677%
PFR0627	05.06.2020	07.06.2027	10 000,00	1,750%	99,23	1	100,00	7,0	1,868%
PFR0330	05.06.2020	05.03.2030	2 000,00	2,000%	99,65	1	100,00	9,8	2,039%
PFR1227	10.12.2020	10.12.2027	500,00	1,400%	100,00	1	100,00	7,0	1,400%
PFR0927	14.12.2020	30.09.2027	2 000,00	1,500%	99,90	1	100,00	6,8	1,515%
PFR092027	23.12.2020	30.09.2027	900,00	1,375%	99,30	1	100,00	6,8	1,485%
PFR0827	15.01.2021	30.08.2027	5 250,00	1,375%	99,88	1	100,00	6,6	1,394%
PFR0330B	03.02.2021	05.03.2030	1 250,00	2,000%	102,33	1	100,00	9,1	1,720%
PFR0228	05.02.2021	05.02.2028	1 000,00	1,300%	100,00	1	100,00	7,0	1,300%
PFR0228B	12.02.2021	12.02.2028	1 000,00	1,375%	100,00	1	100,00	7,0	1,375%
			<b>73 900,00</b>						

Źródło: opracowanie własne na podstawie PFR, Catalyst.

Obligacje PFR były droższe od hipotetycznego odpowiednika SPW o 42-76 punkty bazowe. Średnio o 61 punktów bazowych (por. tabela 3).

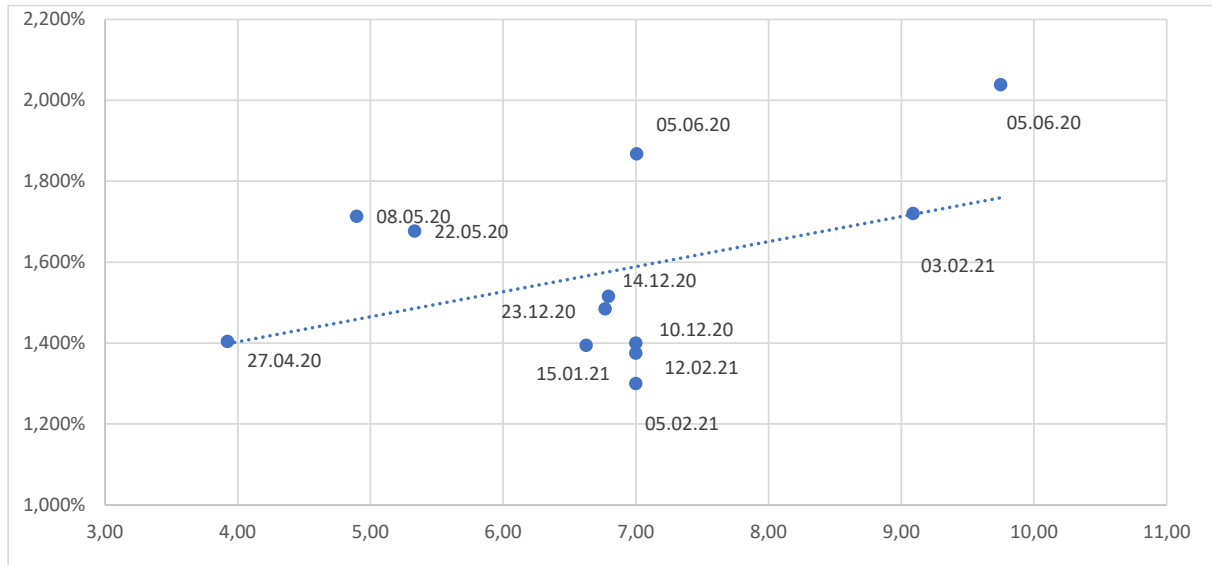
**W horyzoncie całego portfela obligacji (do 2030 r.) oznacza to wyższe koszty obsługi o 2,8 mld zł. W 2022 r. to 509,29 mln zł (por. tabela 4, wykres 1).**

Warto przypomnieć, że całkowite koszty kuponu portfela obligacji PFR to ok. 6,6 mld zł. Czyli oszacowane wyższe koszty obsługi długu stanowią 39-42% łącznych wartości wypłat kuponowych. Jest to więc istotna wielkość.

Przy zastosowaniu „metody pomocniczej – metoda 2” obligacje PFR były droższe od hipotetycznego odpowiednika SPW o 48-72 punkty bazowe. Średnio o 60 punktów bazowych. Wyniki metody uzupełniającej potwierdzają więc obliczenia oparte na porównaniu z indywidualnymi SPW.



Wykres 3: Rentowności obligacji PFR (w %) wg lat do zapadalności<sup>7</sup> z datą emisji (opis punktu na wykresie).



Źródło: opracowanie własne na podstawie PFR, Catalyst.

Tabela 3: Różnica w rentownościach (PFR vs SPW).

Seria	Data emisji	Data zapadalności	SPW1 - seria	SPW1 - data zapadalności	SPW1 - rentowność w dacie emisji PFR	SPW2 - seria	SPW2 - data zapadalności	SPW2 - rentowność w dacie emisji PFR	Interpolowana rentowność SPW w dacie emisji PFR	Różnica
PFR0324	27.04.2020	29.03.2024	DS1023B	25.10.2023	0,670%	PS1024	25.10.2024	0,810%	0,730%	0,674%
PFR0325	08.05.2020	31.03.2025	PS1024	25.10.2024	0,860%	DS0725	25.07.2025	1,030%	0,958%	0,756%
PFR0925	22.05.2020	22.09.2025	DS0725	25.07.2025	0,990%	DS0726	25.07.2026	1,100%	1,008%	0,669%
PFR0627	05.06.2020	07.06.2027	DS0726	25.07.2026	1,030%	DS0727	25.07.2027	1,160%	1,143%	0,725%
PFR0330	05.06.2020	05.03.2030	DS1029	25.10.2029	1,320%	DS1030	25.10.2030	1,370%	1,338%	0,701%
PFR1227	10.12.2020	10.12.2027	DS0727	25.07.2027	0,920%	WS0428	25.04.2028	1,040%	0,980%	0,420%
PFR0927	14.12.2020	30.09.2027	DS0728	25.07.2027	0,900%	WS0428	25.04.2028	1,030%	0,932%	0,584%
PFR092027	23.12.2020	30.09.2027	DS0728	25.07.2027	0,820%	WS0428	25.04.2028	0,940%	0,849%	0,635%
PFR0827	15.01.2021	30.08.2027	DS0728	25.07.2027	0,710%	WS0428	25.04.2028	0,860%	0,730%	0,665%
PFR0330B	03.02.2021	05.03.2030	DS1029	25.10.2029	1,050%	DS1030	25.10.2030	1,200%	1,104%	0,617%
PFR0228	05.02.2021	05.02.2028	DS0727	25.07.2027	0,750%	WS0428	25.04.2028	0,890%	0,849%	0,451%
PFR0228B	12.02.2021	12.02.2028	DS0727	25.07.2027	0,810%	WS0428	25.04.2028	0,940%	0,905%	0,470%

Źródło: opracowanie własne na podstawie PFR, MF, BondSpot.

<sup>7</sup> Lata do wykupu – zakłada się miesiące 30-dniowe i lata 360-dniowe.

Tabela 4: Różnica w kosztach obsługi długu (PFR vs SPW) w latach 2020-2030 (mln zł).

Seria	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	Razem
PFR0324	0,00	110,10	110,10	110,10	101,38	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	431,69
PFR0325	0,00	139,80	139,80	139,80	139,80	125,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	684,46
PFR0925	0,00	101,55	101,55	101,55	101,55	101,55	34,22	0,00	0,00	0,00	0,00	541,98
PFR0627	0,00	72,51	72,51	72,51	72,51	72,51	72,51	72,51	0,40	0,00	0,00	507,97
PFR0330	0,00	14,02	14,02	14,02	14,02	14,02	14,02	14,02	14,02	14,02	10,49	136,69
PFR1227	0,00	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	0,00	0,00	0,00	14,69
PFR0927	0,00	11,68	11,68	11,68	11,68	11,68	11,68	9,28	0,00	0,00	0,00	79,33
PFR092027	0,00	5,72	5,72	5,72	5,72	5,72	5,72	4,40	0,00	0,00	0,00	38,71
PFR0827	0,00	0,00	34,90	34,90	34,90	34,90	34,90	34,90	21,64	0,00	0,00	231,04
PFR0330B	0,00	0,00	7,71	7,71	7,71	7,71	7,71	7,71	7,71	7,71	7,71	69,37
PFR0228	0,00	0,00	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51	4,51	4,49	0,00	0,00	31,54
PFR0228B	0,00	0,00	4,70	4,70	4,70	4,70	4,70	4,70	4,68	0,00	0,00	32,85
	0,00	457,48	509,29	509,29	500,57	384,63	192,06	154,12	52,95	21,73	18,20	2 800,32

Źródło: opracowanie własne na podstawie PFR, MF, Catalyst, Investing.com, BondSpot.

### Koszty obsługi długu zaciąganego w celu finansowania wydatków za pośrednictwem BGK w stosunku do wariantu finansowania przez emisję długu Skarbu Państwa

Bank Gospodarstwa Krajowego w latach 2020-2022 wyemitował 7 serii obligacji w PLN. W tym jedna seria była o zmiennym oprocentowaniu opartym na WIBOR 6M (FPC0631 – 10 letnia), a 6 serii o stałym oprocentowaniu: dwie serie 7 letnich (FPC0328, FPC0427), jedna seria 10 letnich (FPC0630), 5-letnia (FPC0725), 13-letnia (FPC0733) i 20-letnia (FPC1140). Łącznie do końca 2022 roku przeprowadzono 107 emisji tych obligacji. W 2022 r. wznawiano emisje FPC0328, FPC0733, FPC1140.

Łączna wartość emisji BGK w PLN na koniec 2022 r. to 142 mld zł (por. tabela 5). Z tego 17,6 mld zł stanowiły obligacje o zmiennym oprocentowaniu (WIBOR 6M + 0,5%) oraz 124,5 mld zł obligacje o stałym oprocentowaniu.

Bank Gospodarstwa Krajowego w latach 2021-2022 wyemitował też 3 serie obligacji w EURO (EUR0731 – 10 letnia, EUR1028 – 7 letnia i EUR1025 – 3 letnia) łącznie na kwotę 1,4 mld EUR, co wg kursu PLN na koniec 2022 r. wynosiło 6,566 mld zł. Ponadto BGK wyemitował obligacje w USD (USD1025 – 4 letnia) na kwotę 400 mln USD, co wg kursu PLN na koniec 2022 r. stanowiło 1,761 mld zł. Łącznie obligacje BGK w walutach to 8,327 mld zł. To 5,5% całego portfela obligacji na rzecz funduszu FPC (z 150,352 mld zł). Dodatkowo BGK wyemitował dwie serie obligacji w euro na rzecz funduszu pomocowego (wg. kursu PLN na 31.12.2022 r. to ok. 6 mld zł).

Tabela 5: Obligacje BGK w PLN wyemitowane na potrzeby finansowania funduszu FPC (podstawowe parametry).

Seria	Data wykupu	Data emisji	Lata do wykupu	Wartość (mln zł)	Rentowność (%)
<b>FPC0328</b>	<b>12.03.2028</b>	12.03.2021	7,0	5 685	1,83%
		02.04.2021	6,9	2 376	1,93%
		19.04.2021	6,9	1 539	1,89%
		29.04.2021	6,9	2 979	1,89%
		09.06.2021	6,8	968	2,15%
		02.07.2021	6,7	442	2,15%
		16.07.2021	6,7	558	2,15%
		30.07.2021	6,6	142	1,91%
		13.08.2021	6,6	180	2,09%
		10.09.2021	6,5	478	2,20%
		24.09.2021	6,5	233	2,24%
		13.10.2021	6,4	10	2,61%
		27.10.2021	6,4	50	2,95%
		20.05.2022	5,8	540	7,42%
		22.07.2022	5,6	58	7,40%
		05.08.2022	5,6	20	6,65%
		12.09.2022	5,5	61	6,97%
23.09.2022	5,5	85	7,00%		
17.11.2022	5,3	307	8,02%		
02.12.2022	5,3	407	7,46%		
13.12.2022	5,2	4	7,10%		
<b>FPC0328 Suma</b>				<b>17 122</b>	
<b>FPC0427</b>	<b>27.04.2027</b>	27.04.2020	7,0	13 000	1,90%
		11.05.2020	7,0	8 000	2,09%
		22.05.2020	6,9	8 950	1,92%
		05.06.2020	6,9	3 635	1,83%
<b>FPC0427 Suma</b>				<b>33 585</b>	
<b>FPC0630</b>	<b>05.06.2030</b>	05.06.2020	10,0	4 870	2,14%
		19.06.2020	10,0	4 194	2,18%
		03.07.2020	9,9	2 403	2,15%
		17.07.2020	9,9	1 783	2,11%
		31.07.2020	9,9	798	2,07%
		28.08.2020	9,8	4 914	2,09%
		25.09.2020	9,7	4 333	2,06%
		30.10.2020	9,6	2 016	1,88%
		13.11.2020	9,6	2 583	1,97%
		27.11.2020	9,5	2 885	1,97%
		11.12.2020	9,5	1 776	2,09%
		21.12.2020	9,5	1 662	2,02%
		<b>FPC0630 Suma</b>			
<b>FPC0631</b>	<b>12.06.2031</b>	12.05.2021	10,1	4 480	
		26.05.2021	10,1	2 203	
		09.06.2021	10,0	1 306	
		02.07.2021	10,0	1 137	
		16.07.2021	9,9	825	
		30.07.2021	9,9	1 016	
		13.08.2021	9,8	532	
		10.09.2021	9,8	1 334	
		24.09.2021	9,7	195	
		13.10.2021	9,7	422	
		27.10.2021	9,6	384	
		10.11.2021	9,6	212	

		20.05.2022	9,1	744	
		07.07.2022	8,9	486	
		22.07.2022	8,9	300	
		05.08.2022	8,9	445	
		12.09.2022	8,8	236	
		23.09.2022	8,7	437	
		17.11.2022	8,6	3	
		02.12.2022	8,5	147	
		13.12.2022	8,5	725	
<b>FPC0631 Suma</b>				<b>17 567</b>	
<b>FPC0725</b>	<b>03.07.2025</b>	03.07.2020	5,0	9 926	1,39%
		17.07.2020	5,0	7 363	1,41%
		31.07.2020	4,9	4 299	1,33%
		09.10.2020	4,7	3 309	1,03%
		10.09.2021	3,8	145	1,55%
		24.09.2021	3,8	266	1,59%
		13.10.2021	3,7	1	2,33%
<b>FPC0725 Suma</b>				<b>25 308</b>	
<b>FPC0733</b>	<b>21.07.2033</b>	21.07.2020	13,0	1 777	2,25%
		31.07.2020	13,0	482	2,22%
		28.08.2020	12,9	768	2,27%
		25.09.2020	12,8	494	2,20%
		30.10.2020	12,7	909	1,98%
		11.12.2020	12,6	296	2,24%
		21.12.2020	12,6	53	2,11%
		12.03.2021	12,4	325	2,40%
		02.04.2021	12,3	496	2,50%
		19.04.2021	12,3	322	2,42%
		29.04.2021	12,2	31	2,38%
		29.09.2021	11,8	700	2,77%
		13.10.2021	11,8	167	3,12%
		30.11.2021	11,6	450	3,82%
		20.05.2022	11,2	2	7,33%
		07.07.2022	11,0	42	7,35%
		22.07.2022	11,0	40	7,38%
		05.08.2022	11,0	20	6,57%
		12.09.2022	10,9	166	6,85%
		23.09.2022	10,8	150	6,85%
		17.11.2022	10,7	18	7,94%
		02.12.2022	10,6	37	7,28%
		13.12.2022	10,6	4	7,04%
<b>FPC0733 Suma</b>				<b>7 748</b>	<b>%</b>
<b>FPC1140</b>	<b>27.11.2040</b>	27.11.2020	20,0	2 593	2,50%
		11.12.2020	20,0	405	2,50%
		21.12.2020	19,9	273	2,50%
		12.03.2021	19,7	209	2,50%
		02.04.2021	19,7	172	2,50%
		29.04.2021	19,6	100	2,50%
		12.05.2021	19,6	5	2,49%
		10.09.2021	19,2	228	2,64%
		27.10.2021	19,1	124	3,38%
		10.11.2021	19,1	101	3,60%
		20.05.2022	18,5	29	7,23%
		07.07.2022	18,4	396	7,23%
		22.07.2022	18,4	450	7,33%
		05.08.2022	18,3	72	6,51%
		12.09.2022	18,2	297	6,91%

	23.09.2022	18,2	31	6,99%
	17.11.2022	18,0	387	8,01%
	02.12.2022	18,0	301	7,54%
	13.12.2022	18,0	309	7,30%
<b>FPC1140 Suma</b>			<b>6 480</b>	
<b>Razem</b>			<b>142 025</b>	

Źródło: opracowanie własne na podstawie BGK, Catalyst. Szczegółowe informacje o parametrach obligacji BGK można znaleźć w bazie danych:

[https://www.bgk.pl/files/public/Pliki/informacje/Emisje\\_obligacji\\_BGK/Statystyka/Baza\\_obligacji\\_strona\\_internetowa\\_12.04.2023.xlsx](https://www.bgk.pl/files/public/Pliki/informacje/Emisje_obligacji_BGK/Statystyka/Baza_obligacji_strona_internetowa_12.04.2023.xlsx)

### **Obligacje BGK na rzecz funduszu FPC o stałym oprocentowaniu w PLN**

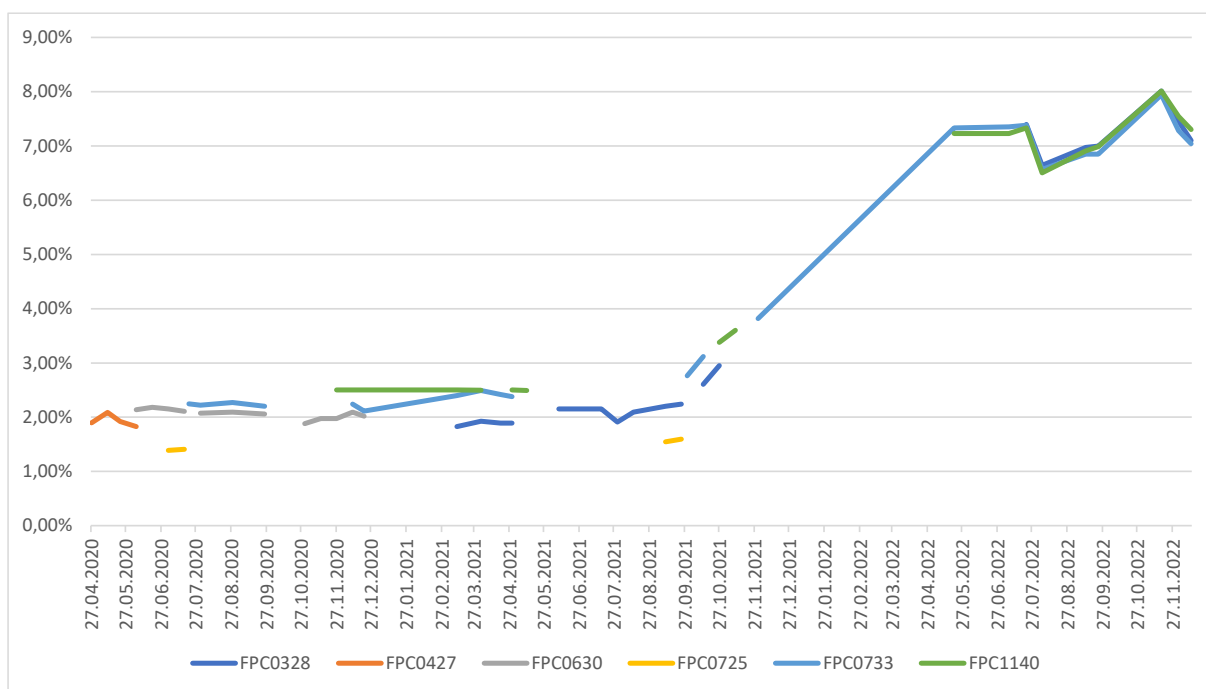
Do końca sierpnia 2021 r. rentowności obligacji FPC o stałym oprocentowaniu oscylowały w przedziale 2-2,5%, podczas gdy w 2022 r. sięgały nawet 8% (wykres 6).

Średni spread rentowności obligacji BGK do rentowności SPW wyniósł 74,3 punktu bazowego. Maksymalnie były to nawet 149,2 punkty bazowe, a minimalnie 29 punkty bazowe (por. tabela 6, wykres 7).

Średnio, w drugim półroczu 2022 r., krzywa spreadu rentowności obligacji BGK w porównaniu do rentowności SPW była najwyższa (od 0,84 pkt. proc. do 0,94 pkt. proc.). Podczas gdy w drugim półroczu spread dla podobnej liczby lat wykupu był o 1/3, a nawet ponad 1/2 (dla długookresowych obligacji) niższy. Emitowanie w tym okresie tak drogiej w porównaniu do SPW obligacji nie znajdowało uzasadnienia ekonomiczno-finansowego, nosi wręcz znamiona rażącej niegospodarności. Wówczas nie było zagrożeń z limitami zadłużenia, a na rachunkach budżetowych były nadwyżki.

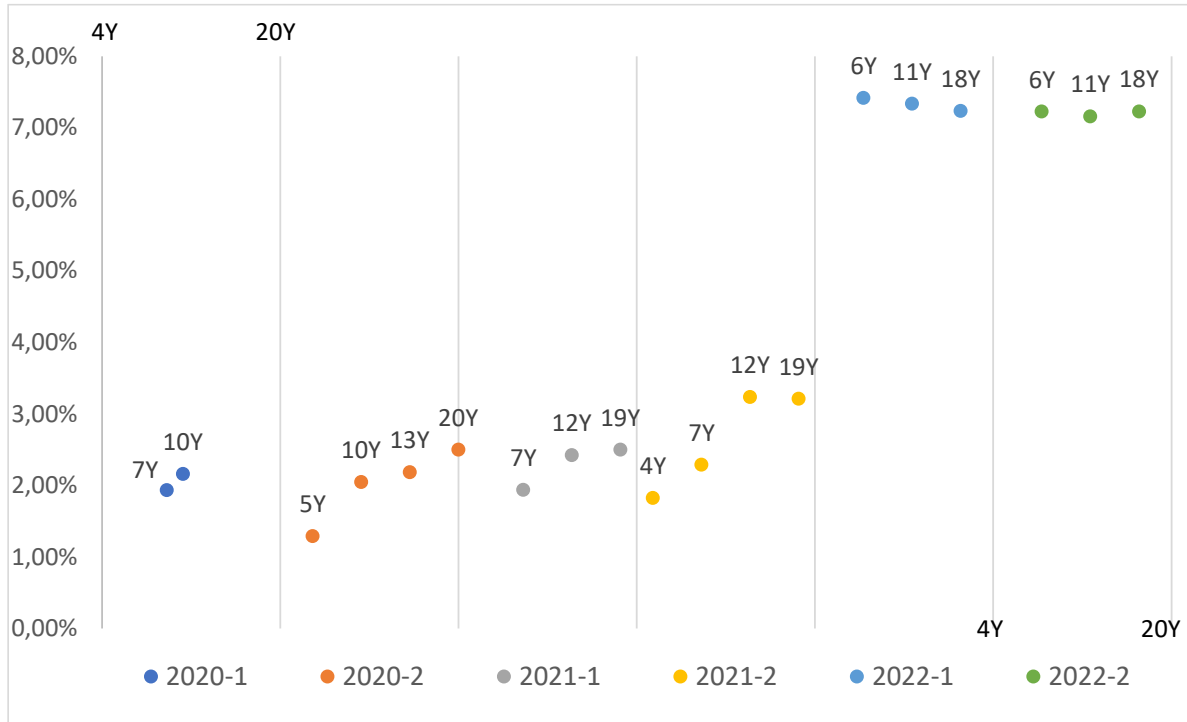
**W horyzoncie całego portfela obligacji o stałym oprocentowaniu (do 2040 r.) oznacza to wyższe koszty obsługi o 7,8 mld zł. W 2022 r. to ok. 879 mln zł (por. tabela 1, wykres 1).**

Wykres 6: Rentowności obligacji FPC w latach 2020-2022 w dniu emisji wg serii.



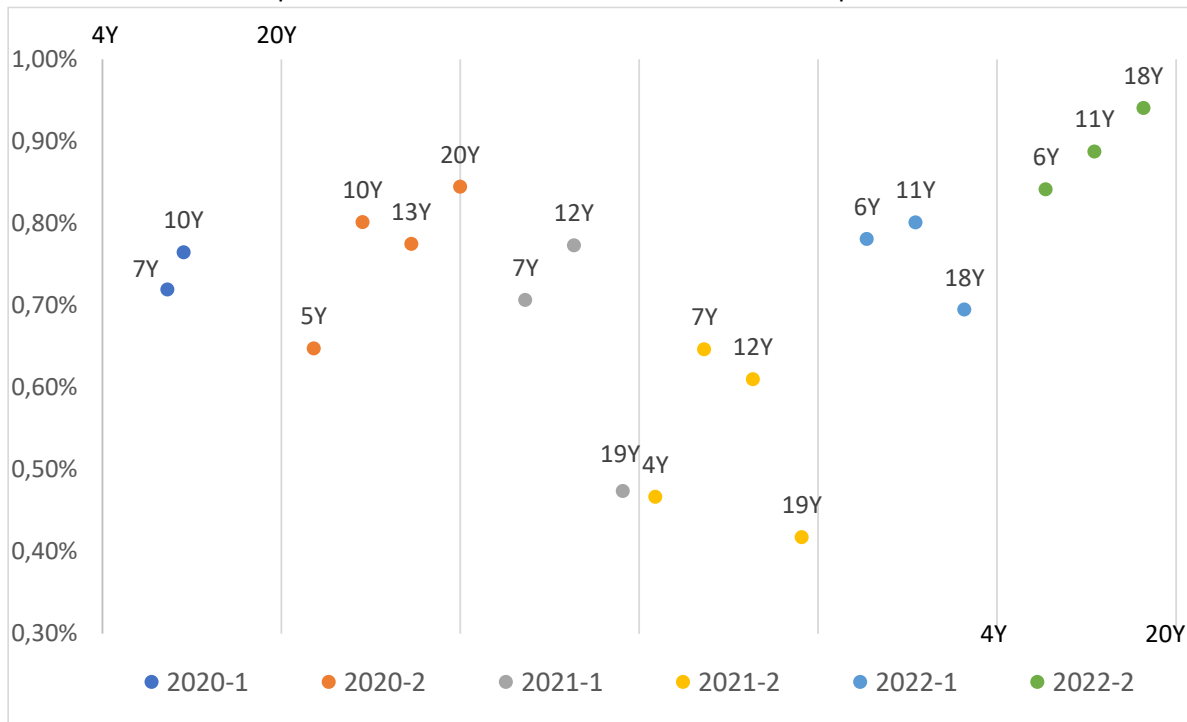
Źródło: opracowanie własne na podstawie BGK, Catalyst.

Wykres 7: Rentowności obligacji FPC (w %) w latach 2020-2022 w dniu emisji wg lat do zapadalności i półrocza emisji.



Źródło: opracowanie własne na podstawie BGK, Catalyst.

Wykres 8: Różnica w rentownościach (pkt. proc.) o stałym oprocentowaniu w PLN (BGK vs SPW) wg lat do zapadalności i półrocza emisji



Źródło: opracowanie własne na podstawie BGK, MF, BondSpot, Refinitive Eikon, Catalyst.

Tabela 6: Różnica w rentownościach obligacji o stałym oprocentowaniu w PLN (BGK vs SPW).

Seria	Data emisji	Data zapadalności	SPW1 - seria	SPW1 - data zapadalności	SPW1 - rentowność w dacie emisji BGK	SPW2 - seria	SPW2 - data zapadalności	SPW2 - rentowność w dacie emisji BGK	Interpolowana rentowność SPW w dacie emisji BGK	Różnica
FPC0427	27.04.2020	27.04.2027	DS0726	25.07.2026	1,090%	DS0727	25.07.2027	1,210%	1,181%	0,717%
FPC0427	11.05.2020	27.04.2027	DS0726	25.07.2026	1,240%	DS0727	25.07.2027	1,390%	1,353%	0,735%
FPC0427	22.05.2020	27.04.2027	DS0726	25.07.2026	1,100%	DS0727	25.07.2027	1,220%	1,191%	0,729%
FPC0427	05.06.2020	27.04.2027	DS0726	25.07.2026	1,030%	DS0727	25.07.2027	1,160%	1,128%	0,697%
FPC0630	05.06.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,320%	DS1030	25.10.2030	1,452%	1,400%	0,739%
FPC0630	19.06.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,360%	DS1030	25.10.2030	1,410%	1,391%	0,790%
FPC0725	03.07.2020	03.07.2025	PS0425	25.04.2025	0,600%	DS0725	25.07.2025	0,690%	0,668%	0,722%
FPC0630	03.07.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,260%	DS1030	25.10.2030	1,330%	1,303%	0,850%
FPC0725	17.07.2020	03.07.2025	PS0425	25.04.2025	0,640%	DS0725	25.07.2025	0,750%	0,723%	0,687%
FPC0630	17.07.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,250%	DS1030	25.10.2030	1,320%	1,293%	0,816%
FPC0733	21.07.2020	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,340%	WS0437	25.04.2037	1,535%	1,422%	0,826%
FPC0725	31.07.2020	03.07.2025	PS0425	25.04.2025	0,600%	DS0725	25.07.2025	0,650%	0,638%	0,689%
FPC0630	31.07.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,180%	DS1030	25.10.2030	1,270%	1,235%	0,839%
FPC0733	31.07.2020	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,270%	WS0437	25.04.2037	1,448%	1,345%	0,878%
FPC0630	28.08.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,300%	DS1030	25.10.2030	1,380%	1,361%	0,734%
FPC0733	28.08.2020	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,380%	WS0437	25.04.2037	1,611%	1,477%	0,792%
FPC0630	25.09.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,260%	DS1030	25.10.2030	1,320%	1,297%	0,765%
FPC0733	25.09.2020	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,320%	WS0437	25.04.2037	1,564%	1,423%	0,778%
FPC0725	09.10.2020	03.07.2025	PS0425	25.04.2025	0,520%	DS0725	25.07.2025	0,540%	0,535%	0,492%
FPC0630	30.10.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,060%	DS1030	25.10.2030	1,150%	1,115%	0,768%
FPC0733	30.10.2020	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,150%	WS0437	25.04.2037	1,562%	1,323%	0,653%
FPC0630	13.11.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,070%	DS1030	25.10.2030	1,210%	1,156%	0,818%
FPC0630	27.11.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,090%	DS1030	25.10.2030	1,220%	1,169%	0,804%
FPC1140	27.11.2020	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	1,548%	WS0447	25.04.2047	1,772%	1,628%	0,872%
FPC0630	11.12.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,220%	DS1030	25.10.2030	1,350%	1,299%	0,795%
FPC0733	11.12.2020	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,350%	WS0437	25.04.2037	1,654%	1,478%	0,762%
FPC1140	11.12.2020	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	1,654%	WS0447	25.04.2047	1,817%	1,712%	0,788%
FPC0630	21.12.2020	05.06.2030	DS1029	25.10.2029	1,120%	DS1030	25.10.2030	1,240%	1,193%	0,825%
FPC0733	21.12.2020	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,240%	WS0437	25.04.2037	1,565%	1,377%	0,736%
FPC1140	21.12.2020	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	1,565%	WS0447	25.04.2047	1,734%	1,625%	0,875%
FPC0328	12.03.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	1,040%	WS0428	25.04.2028	1,200%	1,174%	0,651%
FPC0733	12.03.2021	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,490%	WS0437	25.04.2037	1,763%	1,605%	0,794%
FPC1140	12.03.2021	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	1,763%	WS0447	25.04.2047	2,120%	1,891%	0,610%
FPC0328	02.04.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	1,060%	WS0428	25.04.2028	1,220%	1,194%	0,731%
FPC0733	02.04.2021	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,550%	WS0437	25.04.2037	1,790%	1,651%	0,844%
FPC1140	02.04.2021	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	1,790%	WS0447	25.04.2047	2,150%	1,919%	0,581%
FPC0328	19.04.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	0,940%	WS0428	25.04.2028	1,130%	1,100%	0,791%
FPC0733	19.04.2021	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,470%	WS0437	25.04.2037	1,771%	1,597%	0,823%
FPC0328	29.04.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	1,010%	WS0428	25.04.2028	1,200%	1,170%	0,721%
FPC0733	29.04.2021	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,570%	WS0437	25.04.2037	1,994%	1,748%	0,632%
FPC1140	29.04.2021	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	1,994%	WS0447	25.04.2047	2,254%	2,087%	0,413%
FPC1140	12.05.2021	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	2,121%	WS0447	25.04.2047	2,356%	2,205%	0,289%
FPC0328	09.06.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	1,460%	WS0428	25.04.2028	1,520%	1,510%	0,641%
FPC0328	02.07.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	1,370%	WS0428	25.04.2028	1,390%	1,387%	0,768%
FPC0328	16.07.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	1,340%	WS0428	25.04.2028	1,370%	1,365%	0,790%
FPC0328	30.07.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	1,180%	WS0428	25.04.2028	1,230%	1,222%	0,690%
FPC0328	13.08.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	1,280%	WS0428	25.04.2028	1,330%	1,322%	0,773%
FPC0725	10.09.2021	03.07.2025	PS0425	25.04.2025	0,910%	DS0725	25.07.2025	1,000%	0,978%	0,568%
FPC0328	10.09.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	1,430%	WS0428	25.04.2028	1,500%	1,489%	0,711%
FPC1140	10.09.2021	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	2,011%	WS0447	25.04.2047	2,312%	2,119%	0,524%
FPC0725	24.09.2021	03.07.2025	PS0425	25.04.2025	0,990%	DS0725	25.07.2025	1,090%	1,066%	0,529%
FPC0328	24.09.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	1,520%	WS0428	25.04.2028	1,590%	1,579%	0,665%
FPC0733	29.09.2021	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	1,990%	WS0437	25.04.2037	2,194%	2,076%	0,689%
FPC0725	13.10.2021	03.07.2025	PS0425	25.04.2025	1,910%	DS0725	25.07.2025	2,060%	2,024%	0,303%
FPC0328	13.10.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	2,290%	WS0428	25.04.2028	2,320%	2,315%	0,291%
FPC0733	13.10.2021	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	2,510%	WS0437	25.04.2037	2,761%	2,616%	0,502%
FPC0328	27.10.2021	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	2,400%	WS0428	25.04.2028	2,480%	2,467%	0,485%
FPC1140	27.10.2021	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	3,070%	WS0447	25.04.2047	3,116%	3,087%	0,296%
FPC1140	10.11.2021	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	3,156%	WS0447	25.04.2047	3,191%	3,169%	0,432%
FPC0733	30.11.2021	21.07.2033	DS1030	25.10.2030	3,100%	WS0437	25.04.2037	3,294%	3,182%	0,638%
FPC0328	20.05.2022	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	6,720%	WS0428	25.04.2028	6,620%	6,636%	0,781%
FPC0733	20.05.2022	21.07.2033	DS0432	25.04.2032	6,560%	WS0437	25.04.2037	6,451%	6,533%	0,801%
FPC1140	20.05.2022	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	6,451%	WS0447	25.04.2047	6,693%	6,538%	0,695%
FPC0733	07.07.2022	21.07.2033	DS0432	25.04.2032	6,710%	WS0437	25.04.2037	6,492%	6,656%	0,699%
FPC1140	07.07.2022	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	6,492%	WS0447	25.04.2047	6,924%	6,647%	0,584%
FPC0328	22.07.2022	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	6,350%	WS0428	25.04.2028	6,090%	6,132%	1,264%
FPC0733	22.07.2022	21.07.2033	DS0432	25.04.2032	5,990%	WS0437	25.04.2037	5,819%	5,948%	1,433%
FPC1140	22.07.2022	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	5,819%	WS0447	25.04.2047	5,876%	5,839%	1,492%
FPC0328	05.08.2022	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	6,050%	WS0428	25.04.2028	5,770%	5,815%	0,831%
FPC0733	05.08.2022	21.07.2033	DS0432	25.04.2032	5,550%	WS0437	25.04.2037	5,545%	5,549%	1,018%
FPC1140	05.08.2022	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	5,545%	WS0447	25.04.2047	5,537%	5,542%	0,965%
FPC0328	12.09.2022	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	6,340%	WS0428	25.04.2028	6,120%	6,155%	0,817%
FPC0733	12.09.2022	21.07.2033	DS0432	25.04.2032	5,980%	WS0437	25.04.2037	5,905%	5,961%	0,889%
FPC1140	12.09.2022	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	5,905%	WS0447	25.04.2047	6,094%	5,973%	0,936%
FPC0328	23.09.2022	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	6,510%	WS0428	25.04.2028	6,340%	6,367%	0,633%
FPC0733	23.09.2022	21.07.2033	DS0432	25.04.2032	6,160%	WS0437	25.04.2037	6,092%	6,143%	0,709%
FPC1140	23.09.2022	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	6,092%	WS0447	25.04.2047	6,554%	6,257%	0,732%
FPC0328	17.11.2022	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	7,150%	WS0428	25.04.2028	7,030%	7,049%	0,967%
FPC0733	17.11.2022	21.07.2033	DS0432	25.04.2032	6,940%	WS0437	25.04.2037	7,051%	6,967%	0,977%
FPC1140	17.11.2022	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	7,051%	WS0447	25.04.2047	7,285%	7,135%	0,878%
FPC0328	02.12.2022	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	6,600%	WS0428	25.04.2028	6,460%	6,482%	0,977%
FPC0733	02.12.2022	21.07.2033	DS0432	25.04.2032	6,360%	WS0437	25.04.2037	6,378%	6,364%	0,919%
FPC1140	02.12.2022	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	6,378%	WS0447	25.04.2047	6,555%	6,441%	1,103%
FPC0328	13.12.2022	12.03.2028	DS0727	25.07.2027	6,750%	WS0428	25.04.2028	6,690%	6,700%	1,402%
FPC0733	13.12.2022	21.07.2033	DS0432	25.04.2032	6,650%	WS0437	25.04.2037	6,394%	6,587%	0,456%
FPC1140	13.12.2022	27.11.2040	WS0437	25.04.2037	6,394%	WS0447	25.04.2047	6,603%	6,469%	0,834%

Źródło: opracowanie własne na podstawie BGK, MF, BondSpot, Refinitive Eikon, Catalyst.



**Obligacje BGK na rzecz funduszu FPC i FP o stałym oprocentowaniu w EUR i USD**

Jak opisano powyżej, w 2022 r., jak i pod koniec 2021 r. BGK emitował obligacje w euro i dolarowe o stałym oprocentowaniu, o zapadalności od 3 lat do 10 lat. Uzyskane rentowności w zależności od daty zapadalności i momentu emisji wynosiły od 0,6% do 4,75% (por. Tabela 5).

Tabela 7: Obligacje BGK w EUR i USD wyemitowane na potrzeby finansowania funduszu FPC i FP.

Seria	Fundusz	Waluta	Data emisji	Data zapadalności	Wartość nominalna (waluta)	Wartość nominalna (zł)	Kurs	Kupon	Cena sprzedaży	Częstotliwość kuponu	Cena wykupu	Rentowność w dniu emisji
EURO731	FPC	EUR	08.07.2021	08.07.2031	500 000 000,00	2 344 950 000,00	4,6899	0,500%	98,97	1	100,00	0,607%
EUR1028	FPC	EUR	13.10.2021	13.10.2028	500 000 000,00	2 344 950 000,00	4,6899	0,375%	99,61	1	100,00	0,432%
USD1025	FPC	EUR	28.10.2021	28.10.2025	400 000 000,00	1 760 720 000,00	4,4018	1,750%	99,71	1	100,00	1,825%
EUR0527	FP	EUR	05.05.2022	05.05.2027	100 000 000,00	468 990 000,00	4,6899	1,625%	99,55	1	100,00	1,720%
FPU1029	FP	EUR	04.10.2022	04.10.2029	600 000 000,00	2 813 940 000,00	4,6899	4,750%	100,00	1	100,00	4,750%
EUR1025	FPC	EUR	31.10.2022	31.10.2025	200 000 000,00	937 980 000,00	4,6899	4,400%	100,00	1	100,00	4,400%
EUR1025	FPC	EUR	05.12.2022	31.10.2025	200 000 000,00	937 980 000,00	4,6899	4,400%	101,29	1	100,00	3,919%
FPU1232	FP	EUR	21.12.2022	21.12.2032	600 000 000,00	2 813 940 000,00	4,6899	4,750%	100,00	1	100,00	4,750%
					EUR (FPC) 1 400 000 000,00	6 565 860 000,00						
					USD (FPC) 400 000 000,00	1 760 720 000,00						
					EUR (FP) 1 300 000 000,00	6 096 870 000,00						
						<b>14 423 450 000,00</b>						

Źródło: opracowanie własne na podstawie BGK, Catalyst.

Podobnie jak dla innych emisji te obligacje EUR i USD były droższe od hipotetycznego odpowiednika SPW. Średnio o 0,65% (por. Tabela 6).

**W horyzoncie całego portfela obligacji (do 2032 r.) oznacza to wyższe koszty obsługi o ok. 622 mln zł przy kursach z 31.12.2022. W 2022 r. to ok. 21 mln zł (por. wykres 1 i tabela 1).** Różnica w kosztach obsługi długu w przeliczeniu na zł będzie też wypadkową kursu walutowego. Kierując się wytycznymi Ministerstwa Finansów<sup>8</sup>, „Wytyczne dotyczące stosowania jednolitych wskaźników makroekonomicznych będących podstawą oszacowania skutków finansowych projektowanych ustaw - Aktualizacja – październik 2022 r.”, **łączne dodatkowe koszty mogą się wahać od 528,6 mln zł do 715,2 mln zł (ryzyko kursowe to +/- 93 mln zł).**

Tabela 8. Różnica w rentownościach o stałym oprocentowaniu w EUR i USD (BGK vs SPW).

Seria	Fundusz	Data emisji	Data zapadalności	SPW1 - seria	SPW1 - data zapadalności	SPW1 - rentowność w dacie emisji BGK	SPW2 - seria	SPW2 - data zapadalności	SPW2 - rentowność w dacie emisji BGK	Interpolowana rentowność SPW w dacie emisji BGK	Różnica
EURO731	FPC	08.07.2021	08.07.2031	EUR1028	25.10.2028	-0,050%	EUR0136	18.01.2036	0,710%	0,234%	0,373%
EUR1028	FPC	13.10.2021	13.10.2028	EUR1027	22.10.2027	0,040%	EUR1028	25.10.2028	0,027%	0,027%	0,405%
USD1025	FPC	28.10.2021	28.10.2025	US857524AC63	22.01.2024	1,086%	US731011AU68	06.04.2026	1,533%	1,444%	0,381%
EUR0527	FP	05.05.2022	05.05.2027	EUR0126	19.01.2026	1,674%	EUR0527	10.05.2027	1,830%	1,828%	-0,108%
FPU1029	FP	04.10.2022	04.10.2029	EUR1028	25.10.2028	3,444%	EUR0532	25.05.2032	4,303%	3,670%	1,080%
EUR1025	FPC	31.10.2022	31.10.2025	EUR0925	09.09.2025	3,342%	EUR0126	19.01.2026	3,273%	3,315%	1,085%
EUR1025	FPC	05.12.2022	31.10.2025	EUR0925	09.09.2025	2,971%	EUR0126	19.01.2026	2,857%	2,926%	0,994%
FPU1232	FP	21.12.2022	21.12.2032	EUR0532	25.05.2032	3,715%	EUR0136	18.01.2036	3,899%	3,744%	1,006%

Źródło: opracowanie własne na podstawie BGK, MF, Catalyst, Refinitiv-Eikon.

<sup>8</sup> Ministerstwo Finansów w wytycznych wskazuje aby przy ocenie ryzyka kursowego szacować scenariusze dla kursu walutowego +/-15% (kurs słabszy o 15% i kurs silniejszy o 15%).

**Obligacje BGK na rzecz funduszu FPC o zmiennym oprocentowaniu w PLN**

Jak opisano powyżej w latach 2021-2022 BGK emitował obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Oprocentowanie było ustalone jako 0,5% powyżej WIBOR 6M. BGK wyemitował jedną serię w maju 2021 r. o zapadalności w czerwcu 2031 r. (pierwotnie obligacja 10Y). BGK wznawiał emisję tego instrumentu 20 razy w ciągu lat 2021-2022. Łączna wartość emisji to 17,6 mld zł.

Jak wspomniano w części metodycznej, w przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu nie można obliczyć w sposób standardowy rentowności. W finansach stosuje się różne miary pozwalające oceniać dochodowość i porównywać instrumenty zmiennoprocentowe. Taką miarą jest tzw. marża powyżej referencyjnej stopy procentowej instrumentu (w tym przypadku jest to WIBOR 6M).

Podobnie jak w przypadku rentowności wyznacza się dwa instrumenty referencyjne SPW1 i SPW2 w celu interpolacji, przy czym wykorzystuje się nie rentowność, a marżę. Następnie obliczany jest spread marży instrumentu FPC względem marży interpolowanej SPW. I na podstawie spreadu wylicza się dodatkowe koszty obsługi długu.

W obliczeniach wykorzystano „discount margin” (obliczane przez Refinitiv Eikon<sup>9</sup>) oraz marżę wyliczoną z hipotetycznej rentowności przy założeniu stałego benchmarku (ceny na podstawie BondSpot). W tym przypadku zastosowano więc 3 różne mierniki. Wszystkie trzy podejścia dają jednak bardzo podobne wyniki (por. Tabela 9).

Tabela 9. Obligacje BGK o zmiennym oprocentowaniu i marża powyżej WIBOR 6M.

Seria	Data emisji	Data zapadalności	Wartość nominalna (mln zł)	Kupon	wibor 6m	wibor 6m + 0,5%	Cena sprzedaży	Częstotliwość kuponu	Cena wykupu	Lata do zapadalności	(FPC) Marża powyżej WIBOR (stały WIBOR)	(FPC) Marża powyżej WIBOR (Refinitiv Eikon - discount margin)
FPC0631	12.05.2021	12.06.2031	4 479,87	WIBOR6M + 0,50%	0,240%	0,740%	99,15	2	100,00	10,1	0,588%	0,543%
FPC0631	26.05.2021	12.06.2031	2 202,80	WIBOR6M + 0,50%	0,250%	0,750%	98,65	2	100,00	10,0	0,641%	0,601%
FPC0631	09.06.2021	12.06.2031	1 306,42	WIBOR6M + 0,50%	0,250%	0,750%	98,66	2	100,00	10,0	0,640%	0,600%
FPC0631	02.07.2021	12.06.2031	1 136,50	WIBOR6M + 0,50%	0,250%	0,750%	98,67	2	100,00	9,9	0,641%	0,601%
FPC0631	16.07.2021	12.06.2031	825,04	WIBOR6M + 0,50%	0,250%	0,750%	98,60	2	100,00	9,9	0,648%	0,604%
FPC0631	30.07.2021	12.06.2031	1 016,30	WIBOR6M + 0,50%	0,250%	0,750%	98,60	2	100,00	9,9	0,649%	0,604%
FPC0631	13.08.2021	12.06.2031	531,50	WIBOR6M + 0,50%	0,250%	0,750%	98,55	2	100,00	9,8	0,655%	0,604%
FPC0631	10.09.2021	12.06.2031	1 333,50	WIBOR6M + 0,50%	0,280%	0,780%	98,60	2	100,00	9,8	0,650%	0,612%
FPC0631	24.09.2021	12.06.2031	194,60	WIBOR6M + 0,50%	0,290%	0,790%	98,60	2	100,00	9,7	0,651%	0,612%
FPC0631	13.10.2021	12.06.2031	421,60	WIBOR6M + 0,50%	0,820%	1,320%	98,60	2	100,00	9,7	0,656%	0,599%
FPC0631	27.10.2021	12.06.2031	383,70	WIBOR6M + 0,50%	0,940%	1,440%	98,10	2	100,00	9,6	0,714%	0,658%
FPC0631	10.11.2021	12.06.2031	211,50	WIBOR6M + 0,50%	1,880%	2,380%	97,50	2	100,00	9,6	0,797%	0,735%
FPC0631	20.05.2022	12.06.2031	743,50	WIBOR6M + 0,50%	6,690%	7,190%	92,70	2	100,00	9,1	1,664%	1,605%
FPC0631	07.07.2022	12.06.2031	486,00	WIBOR6M + 0,50%	7,430%	7,930%	92,01	2	100,00	8,9	1,833%	1,648%
FPC0631	22.07.2022	12.06.2031	300,00	WIBOR6M + 0,50%	7,290%	7,790%	91,50	2	100,00	8,9	1,919%	1,755%
FPC0631	05.08.2022	12.06.2031	445,00	WIBOR6M + 0,50%	7,300%	7,800%	91,31	2	100,00	8,9	1,957%	1,869%
FPC0631	12.09.2022	12.06.2031	236,15	WIBOR6M + 0,50%	7,330%	7,830%	91,30	2	100,00	8,8	1,971%	1,876%
FPC0631	23.09.2022	12.06.2031	437,18	WIBOR6M + 0,50%	7,320%	7,820%	91,01	2	100,00	8,7	2,027%	1,945%
FPC0631	17.11.2022	12.06.2031	3,11	WIBOR6M + 0,50%	7,590%	8,090%	89,00	2	100,00	8,6	2,442%	2,535%
FPC0631	02.12.2022	12.06.2031	147,25	WIBOR6M + 0,50%	7,420%	7,920%	88,10	2	100,00	8,5	2,608%	2,514%
FPC0631	13.12.2022	12.06.2031	725,00	WIBOR6M + 0,50%	7,240%	7,740%	88,93	2	100,00	8,5	2,441%	2,363%
			17 566,53									

Źródło: opracowanie własne na podstawie BGK, MF, Catalyst, Refinitiv-Eikon.

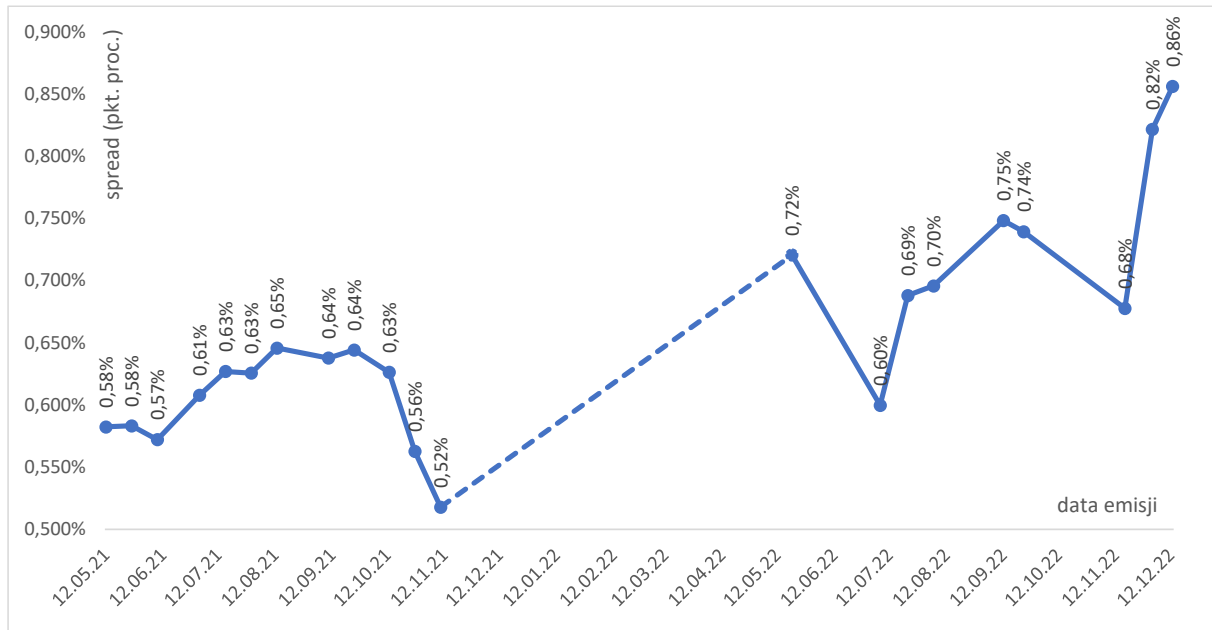
Średni spread marży obligacji FPC0631 BGK do marży SPW wyniósł 65,6 punktu bazowego. Maksymalnie było to nawet 85,6 punkty bazowe, a minimalnie 51,8 punkty bazowe (por. tabela 9).

<sup>9</sup> Chua Rui Ting, Vincent Chia, (2016), Advanced User Manual & Methodology Guide, Thomson Reuters EIKON. Te miary marży szacują średni spread ponad stopą indeksu referencyjnego, którego inwestor może oczekiwać w okresie trwania papieru wartościowego.

Spread ten zwiększał się w czasie (por. wykres 10). W przypadku „discount margin” wyniki byłyby podobne.

**W horyzoncie całego portfela obligacji o zmiennym oprocentowaniu (do 2031 r.) oznacza to wyższe koszty obsługi o ponad 1 mld zł. W 2022 r. to ok. 82 mln zł (por. tabela 1, wykres 1).**

Wykres 9: Różnica \*) w rentownościach o zmiennym oprocentowaniu w PLN (BGK vs SPW) -



Źródło: opracowanie własne na podstawie BGK, MF, Catalyst, Refinitiv-Eikon; \*) wyliczona z hipotetycznej rentowności przy założeniu stałego benchmarku.

Tabela 10: Różnica w rentownościach o zmiennym oprocentowaniu w PLN (BGK vs SPW).

Seria	Data emisji	Data zapadalności	SPW1 - seria	SPW1 - data zapadalności	(SPW1) Marża powyżej WIBOR z rentowności	SPW2 - seria	SPW2 - data zapadalności	SPW2 - marża powyżej WIBOR w dacie emisji BGK (stały benchmark)	(SPW2) Marża powyżej WIBOR (Refinitiv Eikon - discount margin)	(SPW) Interpolowana marża powyżej WIBOR z rentowności	(SPW) Interpolowana marża powyżej WIBOR (Refinitiv Eikon - discount margin)	Różnica 1	Różnica 2
FPC0631	12.05.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	-0,021%	WZ1131	25.11.2031	0,013%	0,000%	0,006%	-0,011%	0,582%	0,554%
FPC0631	26.05.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	0,032%	WZ1131	25.11.2031	0,065%	0,030%	0,058%	0,029%	0,583%	0,572%
FPC0631	09.06.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	0,048%	WZ1131	25.11.2031	0,074%	0,050%	0,068%	0,046%	0,572%	0,554%
FPC0631	02.07.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	0,020%	WZ1131	25.11.2031	0,036%	0,026%	0,033%	0,022%	0,608%	0,579%
FPC0631	16.07.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	0,006%	WZ1131	25.11.2031	0,025%	0,017%	0,021%	0,007%	0,627%	0,596%
FPC0631	30.07.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	0,007%	WZ1131	25.11.2031	0,028%	0,015%	0,023%	0,009%	0,626%	0,595%
FPC0631	13.08.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	-0,009%	WZ1131	25.11.2031	0,014%	0,001%	0,009%	-0,006%	0,646%	0,611%
FPC0631	10.09.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	0,011%	WZ1131	25.11.2031	0,013%	0,005%	0,013%	0,000%	0,638%	0,612%
FPC0631	24.09.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	0,006%	WZ1131	25.11.2031	0,007%	-0,006%	0,007%	-0,011%	0,644%	0,624%
FPC0631	13.10.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	0,038%	WZ1131	25.11.2031	0,027%	0,039%	0,029%	0,019%	0,626%	0,581%
FPC0631	27.10.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	0,145%	WZ1131	25.11.2031	0,153%	0,142%	0,152%	0,135%	0,563%	0,523%
FPC0631	10.11.2021	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	0,298%	WZ1131	25.11.2031	0,274%	0,251%	0,279%	0,253%	0,518%	0,482%
FPC0631	20.05.2022	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	0,905%	WZ1131	25.11.2031	0,954%	0,935%	0,943%	0,928%	0,720%	0,677%
FPC0631	07.07.2022	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	1,168%	WZ1131	25.11.2031	1,252%	1,236%	1,233%	1,222%	0,600%	0,426%
FPC0631	27.07.2022	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	1,132%	WZ1131	25.11.2031	1,260%	1,206%	1,231%	1,173%	0,688%	0,582%
FPC0631	05.08.2022	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	1,144%	WZ1131	25.11.2031	1,295%	1,275%	1,261%	1,240%	0,696%	0,629%
FPC0631	12.09.2022	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	1,156%	WZ1131	25.11.2031	1,243%	1,232%	1,223%	1,212%	0,748%	0,664%
FPC0631	23.09.2022	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	1,270%	WZ1131	25.11.2031	1,293%	1,291%	1,288%	1,281%	0,739%	0,664%
FPC0631	17.11.2022	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	1,694%	WZ1131	25.11.2031	1,785%	1,825%	1,764%	1,816%	0,678%	0,719%
FPC0631	02.12.2022	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	1,775%	WZ1131	25.11.2031	1,790%	1,796%	1,787%	1,791%	0,822%	0,723%
FPC0631	13.12.2022	12.06.2031	WZ1129	25.11.2029	1,610%	WZ1131	25.11.2031	1,577%	1,568%	1,585%	1,569%	0,856%	0,794%

Źródło: opracowanie własne na podstawie BGK, MF, Catalyst, Refinitiv-Eikon.

**Źródła danych i literatura:**

1. Baza obligacji BGK:  
[https://www.bgk.pl/files/public/Pliki/informacje/Emisje\\_obligacji\\_BGK/Statystyka/Baza\\_obligacji\\_strona\\_internetowa\\_12.04.2023.xlsx](https://www.bgk.pl/files/public/Pliki/informacje/Emisje_obligacji_BGK/Statystyka/Baza_obligacji_strona_internetowa_12.04.2023.xlsx)
2. BondSpot, notowania i fixing obligacji: [https://www.bondspot.pl/notowania\\_TBSPoland](https://www.bondspot.pl/notowania_TBSPoland)
3. Catalyst: <https://gpwcatalyst.pl/notowania-obligacji-obligacje-korporacyjne>
4. Catalyst: <https://gpwcatalyst.pl/notowania-obligacji-obligacje-skarbowe>
5. Chua Rui Ting, Vincent Chia, (2016), Advanced User Manual & Methodology Guide, Thomson Reuters EIKON.
6. Benecki R., Dudek S., Kotecki L. (2023). Zagrożenia nadmiernego długu publicznego. Edycja 2023. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów.
7. Dudek S., Kotecki L., Wojciechowski P. (2021). Zagrożenia nadmiernego długu publicznego. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów
8. Dudek S., Kotecki L., Kurtek M. (2022). Zagrożenia nadmiernego długu publicznego – edycja 2022. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów.
9. Dudek S., Kotecki L., Majszczyk (2023). Prawdziwy budżet 2023: Niezbędne zmiany zwiększające przejrzystość do projektu U S T A W Y B U D Ż E T O W E J N A R O K 2 0 2 3 - Podstawowe wielkości, Warszawa, styczeń 2023:  
[https://for.org.pl/pliki/artykuly/8134\\_prawdziwy-budzet.pdf](https://for.org.pl/pliki/artykuly/8134_prawdziwy-budzet.pdf)
10. Dudek S., Kotecki L., Majszczyk (2023). Prawdziwy budżet 2023: Niezbędne zmiany zwiększające przejrzystość do projektu U S T A W Y B U D Ż E T O W E J N A R O K 2 0 2 3 - Podstawowe wielkości, Warszawa, październik 2022  
[https://for.org.pl/pliki/artykuly/8115\\_myobywateleustawabudzetowa2022.pdf](https://for.org.pl/pliki/artykuly/8115_myobywateleustawabudzetowa2022.pdf)
11. Dudek S., Kotecki L., Wojciechowski P. (2021). Zagrożenia nadmiernego długu publicznego. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów.
12. Emisje obligacji BGK: <https://www.bgk.pl/dla-klienta/relacje-inwestorskie/emisje-obligacji-bgk/>
13. Hagan, Patrick & West, Graeme. (2008). Methods for constructing a yield curve.  
<https://web.math.ku.dk/~rolf/HaganWest.pdf>
14. Indeks wiarygodności ekonomicznej Polski (2022) pod redakcją prof. J.Hausnera.  
<https://oees.pl/wp-content/uploads/2022/11/indeks-wiarygodnosc WEB.pdf>
15. Investing.com: <https://pl.investing.com/rates-bonds/>
16. Kursy obligacji PFR: <https://pfrsa.pl/relacje-inwestorskie/kursy-obligacji.html>
17. Ministerstwo Finansów - Baza transakcji - bony i obligacje hurtowe:  
<https://www.gov.pl/attachment/1ac6c059-da33-44f6-a688-3e8852488b90>
18. Ministerstwo Finansów - Obligacje zagraniczne: <https://www.gov.pl/attachment/ea64a42d-0836-4644-8eac-5540981004ae>
19. Ministerstwo Finansów - Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2022-2025: <https://www.gov.pl/attachment/ea5d1792-1423-443f-8dc9-20d8ce3924f7>
20. Ministerstwo Finansów - Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2023-2026: <https://www.gov.pl/attachment/a49d94d5-a693-4839-8dfe-29e0735095fd>
21. Ministerstwo Finansów - Szeregi czasowe - Zadłużenie sektora finansów publicznych:  
<https://www.gov.pl/attachment/2db43b5f-da9d-4bf0-a023-50ff4bb4fa3d>
22. Ministerstwo Finansów - Wytyczne dotyczące wskaźników makroekonomicznych:  
<https://www.gov.pl/attachment/af4041fd-ed14-406e-b3d6-62b401ad4e09>
23. Najwyższa Izba Kontroli: Analiza wykonania budżetu państwa i założeń polityki pieniężnej w 2021 r.: <https://www.nik.gov.pl/plik/id,26023.pdf>
24. Obligacje PFR: <https://pfrsa.pl/relacje-inwestorskie/obligacje-pfr.html>

25. Serwis Bloomberg.
26. Serwis Thomson Reuters – baza Refinitiv-Eikon.

**AUTOR:**

**dr Sławomir Dudek**



Założyciel, prezes i główny ekonomista Instytutu Finansów Publicznych. Ekspert w zakresie finansów publicznych z ponad 23-letnim doświadczeniem w Ministerstwie Finansów. Przez wiele lat jako dyrektor kierował Departamentem Polityki Makroekonomicznej. W latach 2012-2019 przewodniczył polskiej delegacji na posiedzeniach Economic Policy Committee przy OECD. Był członkiem Rady Statystyki, Rządowej Rady Ludnościowej, Rady Edukacji Statystycznej. Zasiadał w radach nadzorczych Narodowego Funduszu Zdrowia, Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, Aplikacji Krytycznych. W 2020 roku został powołany w skład Rady Gospodarczej – Zespołu Doradców ds. Gospodarczych przy Marszałku Senatu RP. Był członkiem władz Towarzystwa Ekonomistów Polskich. Pełnił wiele znaczących funkcji, m.in. koordynatora Centrum Monitoringu Sytuacji Gospodarczej przy Radzie Przedsiębiorczości. Uznany komentator gospodarczy w mediach branżowych i ogólnoinformacyjnych. Absolwent Akademii Ekonomicznej (ob. Uniwersytetu Ekonomicznego) w Poznaniu. Doktoryzował się w Szkole Głównej Handlowej. Od 2003 r. związany z Instytutem Rozwoju Gospodarczego Szkoły Głównej Handlowej gdzie zajmuje się badaniami i analizami w zakresie finansów publicznych, makroekonomii, cykli koniunkturalnych, prognozowania gospodarczego.

\* \* \*

Instytut Finansów Publicznych (IFP) jest organizacją pozarządową, działającą na rzecz pożytku publicznego. Powstała ona na początku 2023 roku. Instytut Finansów Publicznych to think tank typu watch dog – ośrodek ekspercko-analityczny reprezentujący interes społeczeństwa i obywateli oraz aktywnie uczestniczący w debacie publicznej. Misją IFP jest stanie w imieniu obywateli na straży przejrzystości i efektywności finansów publicznych, stabilnego, przewidywalnego i prostego systemu danin publicznych oraz praworządności i wolności gospodarczej z uwzględnieniem wyzwań dotyczących klimatu i środowiska. Założycielem i fundatorem IFP jest dr Sławomir Dudek – uznany ekonomista i ekspert w dziedzinie finansów publicznych. Więcej informacji już wkrótce na stronie [www.ifp.org.pl](http://www.ifp.org.pl)