

Sławomir Dudek
Piotr Kalisz
Ludwik Kotecki

ZAGROŻENIA nadmiernego długu publicznego

EDYCJA 2025



Instytut
Odpowiedzialnych
Finansów



Fundacja Przyjazny Kraj
The Friendly State Foundation



instytut
finansów
publicznych

Sławomir Dudek

Piotr Kalisz

Ludwik Kotecki

ZAGROŻENIA **nadmiernego długu** **publicznego**

EDYCJA 2025

Instytut Odpowiedzialnych Finansów
Warszawa 2025

Autorzy
Sławomir Dudek, Piotr Kalisz, Ludwik Kotecki

Opracowanie graficzne i skład
Andrzej Łubniewski

Recenzent
dr Konrad Walczyk

© Centrum Myśli Strategicznych, 2025
ISBN 978-83-66843-44-8

Instytut Odpowiedzialnych Finansów w swoim działaniu (misja i główne cele) dąży do życia w świecie, w którym instytucje finansowe (prywatne i publiczne) służą podnoszeniu poziomu życia współczesnego społeczeństwa bez pomnażania zagrożeń dla przyszłych pokoleń. Naszym celem jest informowanie, inspirowanie i promowanie standardów ograniczających ich nieodpowiedzialne zachowania. Raporty, analizy, publikacje oraz wydarzenia Instytutu znajdują się na stronie **iof.org.pl**

Fundacja Przyjazny Kraj, powołana w 2013 roku przez prywatnych fundatorów, jest organizacją pozarządową, która wśród celów statutowych ma prowadzenie badań i analiz dotyczących systemów regulacyjnych i ekonomicznych, promowanie wolności gospodarczej i rozwoju przedsiębiorczości, działalność edukacyjną, podejmowanie działań wspierających rozwój aktywności obywatelskiej, wzrost efektywności działania instytucji państwowych i samorządowych. Raporty, analizy, publikacje oraz wydarzenia Fundacji znajdują się na stronie **przyjaznykraj.pl**

Instytut Finansów Publicznych to działający na rzecz pożytku publicznego think tank typu watch dog – ośrodek ekspercko-analityczny, który reprezentuje interes społeczeństwa i obywateli oraz aktywnie uczestniczy w debacie publicznej. Jest niezależną organizacją pozarządową, która stawia sobie za główne cele m.in. monitoring stanu finansów publicznych, fact-checking i przeciwdziałanie populizmowi w życiu publicznym. Więcej na stronie **ifp.org.pl**

Sugerowane cytowanie raportu:

Dudek S., Kalisz P., Kotecki L., (2025). Zagrożenia nadmiernego długu publicznego. Edycja 2025. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów.

Opracowanie jest bezstronne i obiektywne, a partner wydania, Fundacja Przyjazny Kraj, nie miał wpływu na jego tezy ani wymowę. Publikacja wyraża prywatne opinie autorów, a nie instytucji, w których pracują. Raport bazuje na danych dostępnych do 10 maja 2025 r.

SPIS TREŚCI

1. WSTĘP	6
2. FINANSE PUBLICZNE W 2024 R. I W LATACH KOLEJNYCH	8
2.1. Stan finansów publicznych i porównania międzynarodowe	8
2.2. Ścieżka konsolidacji do 2028 r.	15
2.3. Niebezpieczna ścieżka wzrostowa długu publicznego	22
2.4. Wydatki militarne i ich wpływ na deficyt memoriałowy w kolejnych latach	30
3. DŁUG PUBLICZNY	36
3.1. Projekcje długu publicznego – perspektywa i konsekwencje przekroczenia progu 60 proc.	36
3.2. „Równoległy budżet” do likwidacji	45
3.3. Wypychanie kredytu w gospodarce?	54
4. RYNKOWE UWARUNKOWANIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM PUBLICZNYM W LATACH 2024-25	58
4.1. Sytuacja na świecie	58
4.2. Sytuacja w kraju	62
4.3. Czynniki wpływające na koszty obsługi długu publicznego	66
4.4. Policy mix – dlaczego nieoptymalne?	69
4.5. Struktura popytu na SPW	73
5. PODSUMOWANIE: ZAGROŻENIA W ZAKRESIE ZARZĄDZANIA DŁUGIEM PUBLICZNYM	76
SŁOWNICZEK	83

1. Wstęp

W dniu 26 lipca 2024 r. Rada UE stwierdziła, zgodnie z art. 126 ust. 6 TFUE, że w Polsce istnieje nadmierny deficyt budżetowy wynikający z niespełnienia unijnego kryterium deficytu w 2023 r. Jednocześnie zarekomendowała Polsce zlikwidowanie nadmiernego deficytu do 2028 r. oraz określiła maksymalne nominalne stopy wzrostu wydatków netto w latach 2025-2028. Na podstawie tej ścieżki wydatków netto, która jest obecnie jedynym operacyjnym punktem odniesienia stosowanym do monitorowania zgodności działań Polski z rekomendacjami Rady UE oczekiwano, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszy się do poziomu co najmniej 3% PKB do 2028 r. W oparciu o zalecaną ścieżkę korekty wydatków netto, ramy średniookresowych prognoz Komisji Europejskiej dotyczących długu publicznego oraz prognozę Komisji Europejskiej z jesieni 2024 r. dług sektora instytucji rządowych i samorządowych miałby wzrosnąć do 61,6% PKB w 2028 r., czyli przekroczyć traktatowy próg 60% (zresztą już w 2026 r.)

To był stan prognoz na moment wydawania rekomendacji związanych z procedurą nadmiernego deficytu dla Polski (styczeń 2025 r.). Od tego czasu jednak pojawiły się dwie nowe informacje, które zmieniają obraz skali zagrożeń związanych z poziomem (nadmiernym) deficytu i poziomem długu publicznego. Po pierwsze, Główny Urząd Statystyczny opublikował wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2024 r., a Ministerstwo Finansów opublikowało prognozę tego wyniku na rok 2025. Obydwie te liczby są istotnie gorsze niż oczekiwano jeszcze w styczniu br. – wynoszą 6,6% PKB w 2024 r. oraz 6,3% PKB w 2025 r. Po drugie, Minister Finansów złożył wniosek o krajową klauzulę wyjścia (*national escape clause*) ze względu na wyjątkowe okoliczności: krajowa klauzula umożliwia odejście od rekomendowanej przez Radę Ecofin ścieżki wydatków do wysokości przyrostu wydatków na obronność w stosunku do sytuacji przed wojną w Ukrainie, tj. w skali do nawet 1,5% PKB.

To powoduje, że przy (bardzo prawdopodobnym) zatwierdzeniu polskiego wniosku dotyczącego krajowej klauzuli wyjścia w lipcu br. zarówno deficyty jak i poziom długu publicznego będą kształtowały się na wyższym poziomie niż dotychczas przewidywano. Relacja długu publicznego do PKB na koniec

2024 r. wyniosła w związku z tym 55,3%. W bieżącym roku wskaźnik ten wzrośnie do około 58% a w przyszłym z dużym prawdopodobieństwem, granicznym z pewnością, przekroczy 60% - granica w Traktacie z Maastricht, poziom fiskalnego kryterium konwergencji.

„Nadmierny” deficyt budżetowy to nie jest „stabilny” czy „bezpieczny” deficyt. Podobnie jest z nadmiernym długiem publicznym. Ostrzeganie o zagrożeniach nadmiernego długu publicznego jest więc nie tylko uzasadnione, ale wręcz konieczne. Od pierwszej edycji raportu w 2021 r. ostrzegaliśmy, że zagrożeniem nie jest sam poziom zadłużenia, ale ryzyko wzrostu kosztów jego obsługi, nawet jeżeli dług jest na umiarkowanym poziomie. Wynikowe, implikowane koszty obsługi długu wyniosą w roku bieżącym około 5% i będą drugie najwyższe w UE, po Węgrzech. W najnowszym *Debt Sustainability Monitor 2024* z marca br. Polska została przeklasyfikowana w zestawieniu krajów pokazującym ryzyka dla stabilności budżetowej w perspektywie średniookresowej (do 2035 r.) z grupy krajów o średnim ryzyku do grupy, w przypadku której stwierdzono wysokie ryzyko utraty stabilności budżetowej w perspektywie średnioterminowej. Klasyfikacja wysokiego ryzyka wynika głównie z dynamiki zadłużenia w scenariuszu bazowym Komisji Europejskiej zakładającym brak zmian w polityce fiskalnej powodującym, że zadłużenie to może w perspektywie 10 lat przekroczyć nawet 90% PKB. Wyrażamy nadzieję, że taki scenariusz pozostanie jedynie scenariuszem ostrzegawczym.

W tegorocznej edycji raportu skupiamy się na sytuacji finansów publicznych w 2024 r., ich perspektywach, sytuacji rynkowej w zakresie mającym wpływ na warunki finansowania wydatków publicznych emisją obligacji. Sporo uwagi poświęcamy wysokim kosztom obsługi długu i potencjalnym zagrożeniom z nich wynikającym. W końcu jako temat specjalny, poruszamy kwestie konieczności skokowego zwiększenia kosztownych wydatków na modernizację sił zbrojnych i ich finansowania, jednocześnie wskazując, że wydatki te będą musiały znaleźć stabilne źródło finansowania inne niż zadłużanie się. Drugim ważnym dla nas zagadnieniem jest podatek bankowy, którego konstrukcja w coraz bardziej widoczny sposób powoduje niepożądane skutki makroekonomiczne, w tym, w połączeniu z dużymi potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa, prowadzi do mocnego ograniczania akcji kredytowej w gospodarce (banki preferują z powodów podatkowych inwestycje w skarbowe lub gwarantowane przez skarb państwa obli-

cje). Z tego powodu podatek bankowy w obecnym kształcie i praktyce rynkowej wzmacnia efekt wypychania kredytu w gospodarce, który być może gdyby nie ten podatek nie byłby istotny. Sugerujemy konieczność zmiany konstrukcji podatku bankowego, bez ubytku dochodów budżetowych z tego podatku.

Edycja 2025 naszego raportu została przygotowana ponownie w nieco zmienionym składzie redakcyjnym, jeszcze raz dziękujemy zeszłorocznej współautorce Marcie Petce-Zagajewskiej za współpracę rok temu i jednocześnie witamy Piotra Kalisza w zespole autorskim, który podjął się opisanie rynkowych uwarunkowań zarządzania długiem publicznym i bez którego rozdział 4. w tak dobrym kształcie by nie powstał. Okazuje się, że poprzednie cztery raporty w bardzo dużym stopniu właściwie wskazywały zagrożenia związane z nadmiernym deficytem i długiem finansów publicznych. Moglibyśmy je ponownie przywołać w niewiele zmienionej formie. Chcemy jednak co roku dodawać nową perspektywę i nowe spojrzenie na kwestie zagrożeń fiskalnych. Trzeba regularnie ostrzegać przed zagrożeniami, co czynimy także w tym raporcie. Niestety, prawdopodobnie także w przyszłym roku konieczna będzie kontynuacja naszego cyklu raportów o zagrożeniach długu publicznego, tym bardziej, że to będzie rok przekroczenia granicy 60 proc. przez relację długu publicznego do PKB. Dlatego trzeba jak najszybciej określić, gdzie chcemy być za dziesięć lat: czy powyżej 90 proc. czy może jednak chcielibyśmy wrócić poniżej 60 proc.? Ale o tym w szczegółach za rok, tymczasem zapraszamy do zapoznania się z tegorocznymi *Zagrożeniami nadmiernego długu publicznego*.

Życzymy wartościowej lektury!

2. Finanse publiczne w 2024 roku i w latach kolejnych

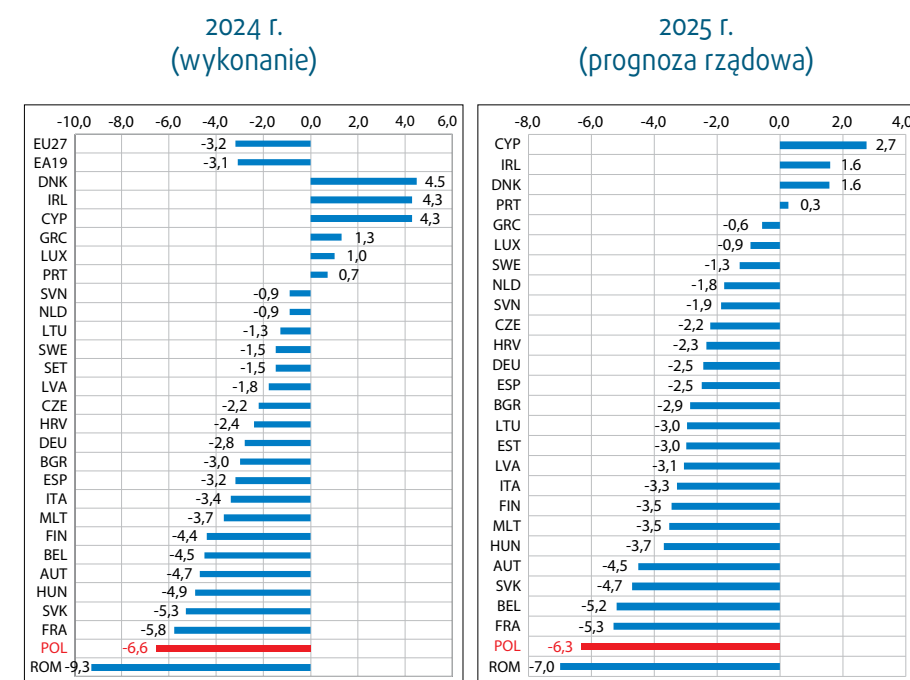
2.1. STAN FINANSÓW PUBLICZNYCH I PORÓWNIANIA MIĘDZYNARODOWE

W 2024 r. łączny deficyt sektora finansów publicznych według metodologii ESA (unijnej) wyniósł ok. 240 mld zł, tj. 6,6 proc. PKB, wobec 5,3 proc. w 2023 r.

i 3,4 proc. PKB w 2022 r. W ciągu dwóch lat stan finansów publicznych uległ zatem istotnemu pogorszeniu, relacja deficytu została zwiększona o 3,2 pkt. proc. PKB (wzrost niemal dwukrotny).

W 2024 r. mieliśmy drugi najwyższy deficyt w całej UE, przed nami była tylko Rumunia, gdzie deficyt wyniósł 9,3 proc. PKB. Deficyt w Polsce był ponad dwukrotnie większy niż średnia w UE czy strefie euro jako całości. W 2022 r. z deficytem na poziomie 3,4 proc. PKB plasowaliśmy się na 10 miejscu w UE, nie najlepszy wynik, biorąc pod uwagę fakt, że wówczas 16 krajów nie przekraczało wartości referencyjnej 3 proc. PKB, a 6 z nich miało nadwyżkę. Jednak w ciągu dwóch lat Polska pod względem wysokości deficytu przeskoczyła 8 krajów, w tym Węgry i obecnie plasuje się na drugim miejscu za Rumunią.

Deficyt nominalny sektora finansów publicznych w UE w 2024 r. i 2025 r. (proc. PKB)



Źródło: KE, EUROSTAT, notyfikacja fiskalna. W 2025 r. dla Francji przyjęto prognozę Komisji Europejskiej (jesień 2024 r.).

Warto zaznaczyć, że w pierwotnym projekcie ustawy budżetowej, przygotowanym jeszcze przez poprzedni rząd jesienią 2023 r., założono deficyt finansów publicznych w 2024 r. na poziomie 4,5 proc. PKB. Była to prognoza kompletnie nierealna, szczególnie w zakresie wielkości strony dochodowej. W grudniu 2023 r. nowy rząd zwiększył planowane wydatki, na skutek czego zwiększeniu uległ deficyt do 5,1 proc. PKB, jednak pozostawiono optymistyczną prognozę dochodów, szczególnie w zakresie podatku VAT i CIT. W ciągu roku prognozę deficytu ponownie zwiększono - do 5,7 proc. PKB, która finalnie okazała się mocno niedoszacowana. Ostateczne wykonanie deficytu sektora finansów publicznych w porównaniu do projektu ustawy budżetowej przyjętej przez nowy Sejm jest większe o 1,5 pkt. proc. PKB, tj. ok. 51 mld zł, z czego 33 mld zł po stronie dochodowej i 18 mld zł po stronie wydatkowej. Skala błędu prognozy mocno nadwyreża wiarygodność rządowych prognoz fiskalnych. Tylko po części jest to efekt nieco odmiennej struktury wzrostu gospodarczego. Głównie jest to raczej efekt zbyt optymistycznych prognoz fiskalnych.

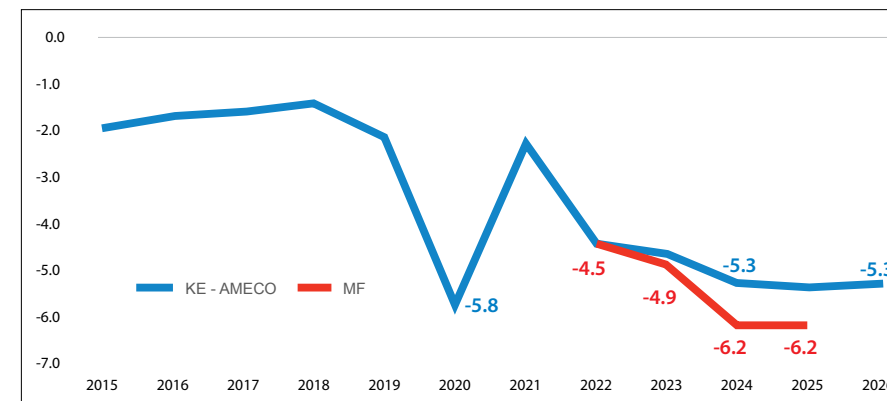
Według prognoz rządowych przedstawionych w notyfikacji fiskalnej przez poszczególne kraje (kwiecień 2025 r.) Polska pozostanie na drugim miejscu w całej UE pod względem wysokości deficytu. W tej notyfikacji fiskalnej Ministerstwo Finansów prognozuje deficyt na poziomie 6,3 proc. PKB w bieżącym roku, podczas gdy w projekcie ustawy budżetowej na 2025 r. zakładano ten deficyt na poziomie 5,5 proc. PKB. W ciągu kilku miesięcy zweryfikowano prognozę o 0,8 pkt. proc. PKB. Wyższy deficyt niż Polska prognozuje na 2025 r. jedynie Rumunia, tj. 7,0 proc. PKB.

Pogorszenie sytuacji finansów publicznych w 2024 r. w Polsce nastąpiło mimo wyraźnego odbicia wzrostu gospodarczego. PKB w 2024 r. w cenach stałych zwiększył się o 2,9 proc. r/r wobec wzrostu tylko o 0,2 proc. w 2023 r.

W Rumuni, która ma najwyższy deficyt nominalny¹ w całej UE, sytuacja była odwrotna. Wzrost gospodarczy w 2024 r. znacząco spowolnił, wyniósł tylko 0,8 proc. r/r wobec 2,4 proc. r/r w 2023 r. Zatem w Rumunii w większym stopniu do wyższego deficytu przyczyniła się koniunktura gospodarcza.

¹ Deficyt nominalny finansów publicznych to różnica między wydatkami a dochodami sektora finansów publicznych w danym okresie rozliczeniowym w cenach bieżących, bez żadnych korekt czy wyłączeń.

Deficyt strukturalny w Polsce w latach 2015-2026 (proc. PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO (prognoza jesienna z 2024 r.) i MF (kwiecień 2025 r.)

Z wyliczeń MF wynika, że deficyt strukturalny² w 2024 r. wyniósł w Polsce aż 6,2 proc. PKB i utrzyma się na tym poziomie również w 2025 r. Jest to poziom wyższy niż w trakcie pandemii COVID-19. Resort finansów wyliczył, że w 2024 r. strukturalny deficyt pierwotny³ wyniósł 4,0 proc. PKB, wobec zakładanego w ramach ścieżki wyjścia z procedury nadmiernego deficytu 2,9 proc. PKB. To podnosi punkt startowy aż o 1,1 pkt. proc. i oznacza większy wysiłek fiskalny niż pierwotnie zakładano.

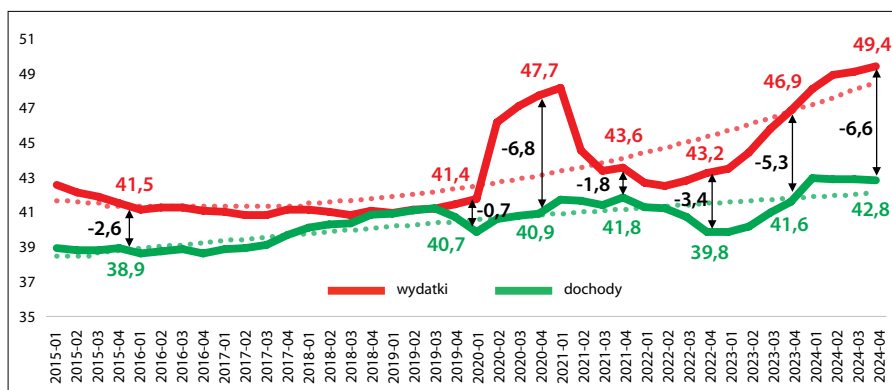
Wzrost deficytu finansów publicznych wynika z bardzo szybkiego wzrostu wydatków całego sektora finansów publicznych. Przed kryzysem COVID-19 wydatki publiczne wynosiły 41,4 proc. PKB (2019). W okresie pandemii wydatki czasowo, istotnie wzrosły w związku z subsydiami i kosztami walki z pandemią. Po wygaśnięciu tych kosztów wydatki wróciły do poziomu ok. 43 proc.

² Deficyt oczyszczony z efektów zmian koniunktury gospodarczej, oczyszczony z dochodów i wydatków jednorazowych, które nie powtórzą się w przyszłości, czyli deficyt pokazujący, na ile trwale wydatki publiczne mają pokrycie w trwałych dochodach publicznych. Inaczej, jest to wielkość deficytu, która powstałaby w warunkach, gdy dochody i wydatki publiczne realizowane są przy pełnym wykorzystaniu zdolności wytwórczych gospodarki (czyli gdy produkcja równa jest produkcji potencjalnej i nie występuje ani dodatnia, ani ujemna luka popytowa).

³ Ujemna różnica między wydatkami a dochodami bez uwzględniania w wydatkach (po wyłączeniu) kosztów obsługi długu, czyli wydatków na odsetki od długu publicznego.

PKB i od tego momentu rosną w bardzo szybkim tempie. Łączne wydatki od 2022 r., przez dwa lata, wzrosły o 6,2 pkt. proc. PKB – do najwyższego poziomu od wejścia do UE, tj. 49,4 proc. PKB. **Od 2019 r. relacja wydatków do PKB wzrosła aż o 8 pkt. proc. PKB.**

Dochody, wydatki i deficyt sektora finansów publicznych w Polsce w latach 2015-2024 (proc. PKB)



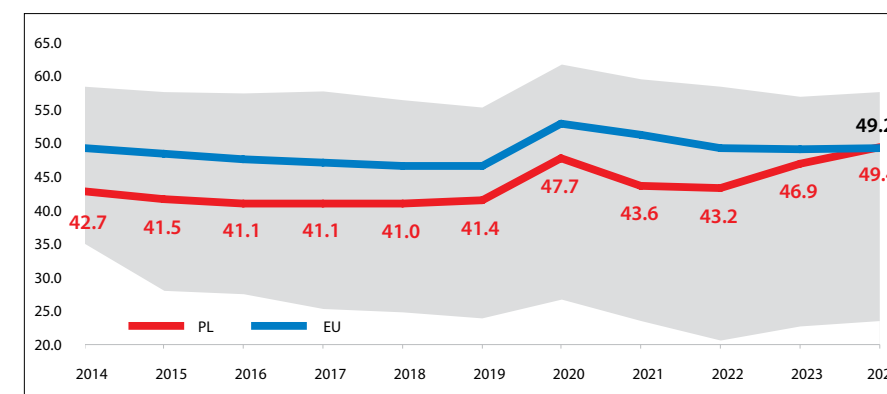
Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO, EUROSTAT. Dane kwartalne, roczna suma krocząca. Czarne strzałki pokazują deficyt w roku kalendarzowym

W zakresie poziomu wydatków publicznych w relacji do PKB w 2024 r. pierwszy raz w historii przegoniliśmy średnią unijną. Łącznie w całej UE na koniec 2024 r. relacja wydatków publicznych do PKB wyniosła 49,2 proc.. Należymy do grupy krajów o najwyższym poziomie wydatków, jesteśmy na 8 miejscu w całej UE pod tym względem. Przegoniliśmy m.in. Danię, Holandię, Hiszpanię czy Luxemburg. **Mamy zbliżone wydatki do Szwecji i Niemiec oraz Włoch (tj. ok. 50 proc. PKB).** Czołowa trójka w UE (Finlandia, Francja i Austria) ma wydatki na poziomie 56,3-57,6 proc PKB. W Belgii ta relacja wyniosła 54,5 proc. PKB. Według aktualnej prognozy rządowej⁴ łączne wydatki sektora finansów publicznych w 2025 r. wyniosą 50,3 proc. PKB, więcej niż ubiegłoroczny poziom wydatków w Szwecji i w Niemczech. Według prognoz Komisji Europejskiej, Szwecję i Niemcy przegonimy w ciągu dwóch lat i bardzo

⁴ Sprawozdanie z wdrażania „Średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego na lata 2025-2028”

prawdopodobne jest, że wskoczmy do pierwszej piątki krajów o najwyższych wydatkach budżetowych w relacji do PKB. **Jednocześnie jakość usług publicznych w Polsce pozostawia wiele do życzenia. Poziom łącznych wydatków mamy już prawie taki jak w Szwecji czy Danii, ale usługi publiczne pozostają na niskim poziomie. Mimo, że niemal połowę PKB przeznaczamy na wydatki publiczne, wydatki na ochronę zdrowia według klasyfikacji CO-FOG są jednymi z najniższych w całej UE.** W 2023 r. wyniosły w Polsce 5,7 proc. PKB, a w Szwecji i Niemczech wynoszą prawie 7,5 proc. PKB. Z drugiej zaś strony wydatki na transfery socjalne w gotówce (czyli na 800+, 300+, tzw. babciowe, emerytury, w tym 13- i 14-te świadczenia dodatkowe oraz renty wdowie) w 2024 r. wyniosły 17,1 proc. PKB. To siódmy wynik w całej UE. W tym zakresie przegoniliśmy Szwecję (11,5 proc. PKB) i Niemcy (16,3 proc. PKB). Resort finansów prognozuje w 2025 r. dalszy wzrost tej kategorii wydatkowej do 17,6 proc. PKB. Trzeba zadać ważne pytanie: czy o taką „drugą Szwecję” nam chodzi? Transfery gotówkowe bez kryteriów ich przyznawania, przy bardzo słabej jakości usług publicznych?

Wydatki sektora finansów publicznych w Polsce na tle UE w latach 2014-2024 (proc. PKB)

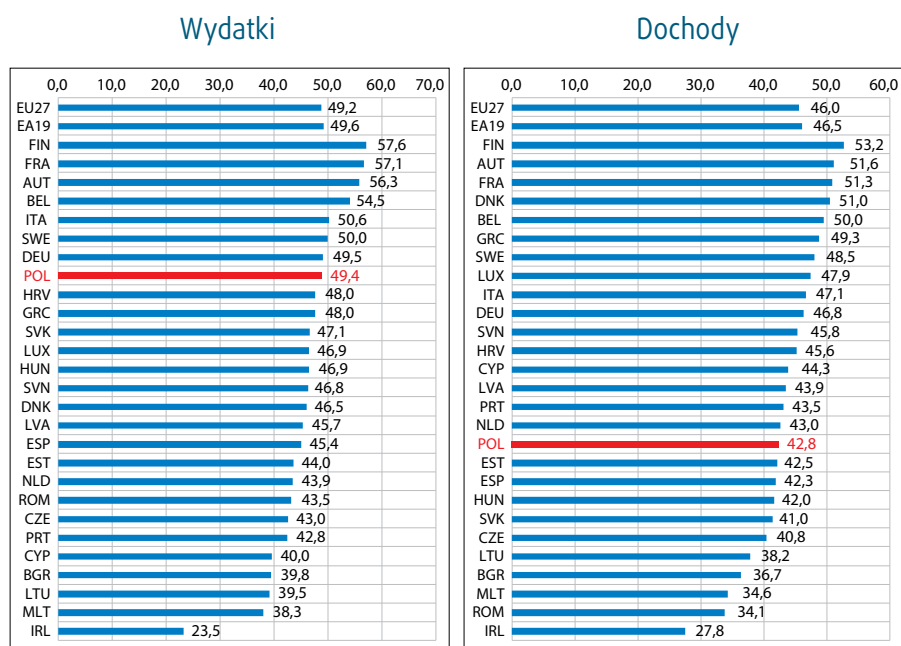


Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO, EUROSTAT. Szare pole min-max w krajach UE

łączne dochody sektora finansów publicznych w relacji do PKB wyniosły w Polsce w 2024 r. 42,8 proc. PKB. W drugiej połowie 2024 r. relacja dochodów

ustabilizowała się, a wydatki dalej dynamicznie rosły. To ponad 3 pkt. proc. PKB poniżej średniej w UE, która wynosi 46 proc. PKB, mimo, że pod względem wydatków przegoniliśmy średnią UE. Pod tym względem lokujemy się dopiero na 17 miejscu w całej UE. Niemcy i Szwecja przy podobnych wydatkach do Polski (ok. połowa PKB) mają dochody odpowiednio na poziomie 46,8 i 48,5 proc. PKB, czyli wyższe od Polski o ok. 4-6 proc. PKB.

Wydatki i dochody sektora finansów publicznych w Polsce na tle UE w 2024 roku (proc. PKB)



Źródło: KE, EUROSTAT

Ta dysproporcja pokazuje trwały problem strukturalny w polskich finansach publicznych, z jednej strony „szwedzkie wydatki” z perspektywą nawet na dalsze wzrosty, nieefektywną strukturą nakierowaną na bezwarunkowe transfery gotówkowe i niską jakością usług publicznych, a z drugiej strony relatywnie niskie podatki, z tendencją do dalszego obniżania zgodnie z deklaracjami większości partii politycznych, czyli kurs na „irlandzkie podatki”.

Tylko, że Irlandia przy dochodach sektora finansów publicznych 27,8 proc. PKB, ma wydatki na poziomie 23,5 proc. PKB. **Nie da się mieć „szwedzkich wydatków” i podatków zmierzających do modelu irlandzkiego.** Ten model jest nie do utrzymania. Konieczna jest korekta trendów wydatkowych i dostosowanie do tej skorygowanej ścieżki wydatkowej dochodów budżetowych. Inaczej czeka nas szybki wzrost długu publicznego.

2.2. ŚCIEŻKA KONSOLIDACJI DO 2028 ROKU

Od 2024 r. ponownie (po ich zawieszeniu ze względu na pandemię COVID-19) obowiązują unijne reguły dotyczące polityki budżetowej państw członkowskich Unii Europejskiej, zobowiązujące do utrzymywania deficytu nominalnego sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie nie wyższym niż 3 proc. PKB i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie nie wyższym niż 60 proc. proc. PKB. Na podstawie wysłanych przez Polskę danych zatwierdzonych przez Eurostat w kwietniu 2024 r. wynikało, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w Polsce wyniósł 5,1 proc. PKB w 2023 r. (ostatecznie 5,3 proc. PKB), a dług sektora instytucji rządowych i samorządowych – 49,6 proc. PKB (ostatecznie 49,5 proc.). Komisja w sprawozdaniu sporządzonym na podstawie art. 126 ust. 3 TFUE stwierdziła, że przekroczenie w 2023 r. przez deficyt określonej w TFUE⁵ wartości odniesienia wynoszącej 3 proc. PKB nie ma charakteru wyjątkowego, gdyż nie jest wynikiem ani nadzwyczajnego zdarzenia, ani znacznego pogorszenia koniunktury gospodarczej w rozumieniu paktu stabilności i wzrostu. Z prognozy Komisji z wiosny 2024 r. wynikało, że przekroczenie wartości odniesienia określonej w TFUE nie ma również charakteru tymczasowego. Podsumowując, deficyt w 2023 r. przekraczał wartość odniesienia określoną w TFUE jako 3 proc. PKB i nie był jej bliski, a przekroczenie to ma nie miało wyjątkowego ani tymczasowego charakteru, w rozumieniu TFUE i paktu stabilności i wzrostu.

W dniu 14 stycznia br. Rada UE przyjęła rekomendacje dotyczące terminu i sposobu zlikwidowania nadmiernego deficytu. Zgodnie z nimi Polska powinna zlikwidować nadmierny deficyt do 2028 r. Dodatkowo Rada zarekomendowała Polsce maksymalne stopy wzrostu wydatków netto w sektorze instytucji

⁵ Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

rządowych i samorządowych⁶ oraz wyznaczyła termin 30 kwietnia 2025 r. na podjęcie przez Polskę skutecznych działań i przedstawienie niezbędnych środków wraz z rocznym sprawozdaniem z postępów za 2025 r. Polska powinna składać sprawozdania z postępów we wdrażaniu tych zaleceń co najmniej co sześć miesięcy, aż do skorygowania nadmiernego deficytu.

Jednocześnie, w międzyczasie, pod koniec 2024 r., czyli jeszcze przed przyjęciem rekomendacji przez Radę UE, rząd polski przedstawił po raz pierwszy „Średnio-okresowy plan budżetowo-strukturalny” (dalej: Plan) określony i wymagany przez zreformowane w roku bieżącym ramy zarządzania gospodarczego Unii Europejskiej. Plan jest strategią fiskalną na lata 2025-2028. Zgodnie z nim opracowanie wiarygodnej i bezpiecznej dla wzrostu gospodarczego strategii konsolidacji, poprzez określenie maksymalnej ścieżki wydatków sektora finansów publicznych na lata objęte Planem, wymagało uzasadnionych, ale dopuszczalnych odstępstw od ścieżki wydatków zaproponowanej przez Komisję Europejską (tzw. trajektorii referencyjnej). Jednym z głównych tematów, trwającego od czerwca 2024 r. dialogu z Komisją, były rozbieżności co do skali i tempa konsolidacji. Plan przedstawia dostosowanie fiskalne, czyli sprowadzenie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do poziomu poniżej 3 proc. PKB, rozłożone na okres czterech lat. Ostatecznie zaprezentowany w Planie średni wysiłek fiskalny – poprawa pierwotnego wyniku strukturalnego o 0,82 proc. PKB rocznie – jest zgodny z rekomendowanym przez Komisję Europejską w tzw. trajektorii referencyjnej⁷. Jednakże,

⁶ Maksymalne stopy wzrostu wydatków netto w sektorze instytucji rządowych i samorządowych zgodnie z rekomendacją Rady UE wynoszą 6,3% w 2025 r., 4,4% w 2026 r., 4,0% w 2027 r. i 3,5% w 2028 r. Wydatki netto są to wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych pomniejszone o: koszty obsługi zadłużenia, poziom wdrożonych przez rząd i mających wpływ w danym roku planu działań trwale zwiększających poziom dochodów sektora (tzw. działania dyskrejonalne w obszarze dochodów), wydatki na programy unijne w pełni finansowane dochodami z funduszy unijnych, krajowe wydatki na współfinansowanie programów finansowanych przez UE, wydatki cykliczne na bezrobocie oraz wydatki jednorazowe i tymczasowe (mające incydentalny i nietrwały wpływ na wydatki sektora, tzw. one-off).

⁷ Trajektorię referencyjną oblicza się poprzez przeprowadzenie oceny zdolności obsługi zadłużenia dla każdego państwa członkowskiego i opiera się ona na szeregu zabezpieczeń mających na celu zapewnienie spójności z dostosowaniami w ramach części naprawczej, zadbanie o to, aby zadłużenie zmniejszało się o minimalną średnią roczną wynoszącą 1 punkt procentowy, jeżeli wynosi powyżej 90% PKB, i 0,5 punktu procentowego, jeżeli mieści się w przedziale od 60% do 90%; zadbanie o to, aby państwa członkowskie osiągnęły poziom deficytu zapewniający wspólny margines odpornościowy 1,5% PKB poprzez minimalną roczną korektę wynoszącą 0,4 punktu procentowego PKB, przy czym możliwe jest obniżenie do 0,25 punktu procentowego w przypadku przedłużenia okresu dostosowania (jak w przypadku Polski). Trajektoria referencyjna służy wyłącznie państwom członkowskim i Komisji do ukierunkowania dyskusji zmierzających do określenia odpowiedniej ścieżki wydatków netto w okresie dostosowania.

w odróżnieniu od liniowej ścieżki konsolidacji zaproponowanej przez KE, Plan zakłada skorzystanie z przewidzianej co prawda w przepisach UE możliwości nierównomiernego rozłożenia redukcji deficytu w okresie objętym Planem. W efekcie w projekcie ustawy budżetowej na 2025 r. założono ograniczenie pierwotnego deficytu strukturalnego jedynie o 0,25 proc. PKB, co oznacza odpowiednio większy wysiłek w kolejnych trzech latach Planu (średnio nieznacznie powyżej 1 proc. PKB w latach 2026-2028).

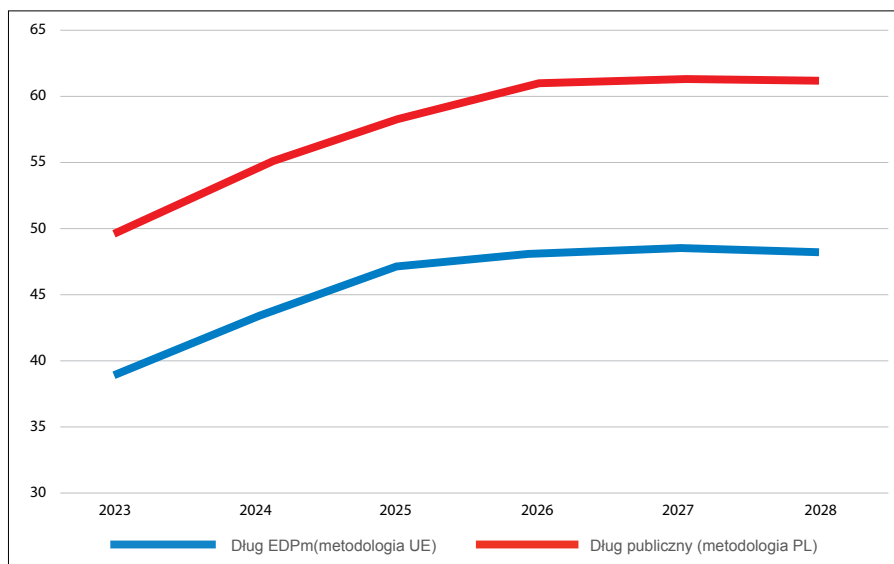
Wyznaczony w Planie wysiłek fiskalny, tj. średnioroczna poprawa pierwotnego wyniku strukturalnego wynosząca 0,82 proc. PKB, zapewnić miał według Planu redukcję nominalnego deficytu sektora z prognozowanego w projekcie ustawy budżetowej 5,5 proc. PKB w 2025 r. do 2,9 proc. PKB w 2028 r. Redukcja nadmiernego deficytu doprowadzić ma do osiągnięcia pierwotnej nadwyżki strukturalnej na poziomie 0,4 proc. PKB w 2028 r.

Mimo, że Plan spełnia wszelkie wymogi unijne dotyczące jego zawartości i rozkładu tempa konsolidacji finansów publicznych, należy zauważyć, że po pierwsze główna część dostosowania fiskalnego jest odkładane na dalsze lata (*back-loaded adjustments*), a po drugie nie zawiera on zbyt wielu szczegółów planowanego dostosowania, w szczególności jakie działania są planowane do wdrożenia, czy dotyczyć one w większej mierze będą strony wydatkowej czy też strony dochodowej finansów sektora instytucji rządowej i samorządowej, i czego będą dotyczyły.

Wynik i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych według Średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego (październik 2024 r.)

Kategoria	2023	2024	2025	2026	2027	2028
1. Wynik nominalny	-5,1	-5,7	-5,5	-4,5	-3,7	-2,9
2. Wynik strukturalny	-4,5	-5,1	-5,2	-4,1	-3,1	-2,1
3. Wynik strukturalny pierwotny	-2,5	-2,9	-2,6	-1,5	-0,5	0,4
4. Dług brutto	49,6	54,6	58,4	60,9	61,3	61,2
5. Zmiana długu brutto	0,4	5	3,8	2,5	0,4	-0,1

Relacja długu publicznego do PKB (proc.)
według Średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego
i Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych
w latach 2025-2028 (październik 2024 r.)



Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w roku 2024 według informacji opublikowanej 22 kwietnia br. przez Główny Urząd Statystyczny wyniósł 6,6 proc. PKB. Jest to poziom o 1,3 pkt. proc. wyższy niż w 2023 r. i o 0,9 pkt. proc. wyższy niż prognozowano na rok 2024 w Planie. **Na większy od oczekiwań deficyt sektora istotny wpływ miały niższe niż przewidywano dochody, w szczególności z podatku VAT w następstwie mniej korzystnych, z punktu widzenia kształtowania się bazy podatkowej, wskaźników makroekonomicznych, w tym niższej od oczekiwań konsumpcji prywatnej.** Do wyższego deficytu przyczyniło się również przyspieszenie wydatkowania środków na odbudowę zdolności obronnych (według metodyki unijnej) oraz wydatki związane z powodzią. Ponadto na wykonanie wydatków w 2024 r. oprócz większych inwestycji finansowanych ze środków krajowych wpływ miało wyższe niż przewidywano spożycie publiczne. W efekcie wyższego deficytu relacja długu EDP (metodologia unijna) do PKB wyniosła 55,3 proc.

W dniu 29 kwietnia br. Rada Ministrów przyjęła pierwsze Sprawozdanie z wdrażania Średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego na lata 2025-2028⁸. Uwzględnia ono dane dotyczące 2024 r. i aktualizuje prognozy na 2025 r. Zgodnie z nim poziom wydatków w 2025 r. zdeterminowany przez stabilizującą regułę wydatkową (SRW) i limit wydatków określony w ustawie budżetowej oraz nieco wyższy punkt odniesienia (baza) z roku 2024 spowoduje, że tempo wzrostu wydatków powinno być w roku bieżącym nieco niższe od rekomendowanego przez Radę: 5,8 proc. wobec 6,3 proc. Jednocześnie Sprawozdanie wskazuje, że głównym czynnikiem ryzyka dla prognozowanego tempa wzrostu wydatków netto w roku 2025 jest poziom wykonania wydatków na programy UE w pełni sfinansowane ze środków w UE z uwagi na dużą zmienność tej pozycji wydatków w 2024 r. względem założeń i ich prognozowaną znaczącą wielkość w 2025 r.

Zgodnie ze Sprawozdaniem deficyt sektora wyniesie 6,3 proc. (o 0,3 pkt. proc. mniej niż w 2024 r., ale więcej o 0,8 pkt. proc. niż prognozowano wcześniej), a dług EDP wzrośnie do 57,8 proc. Tym samym 2025 r. będzie prawdopodobnie ostatnim w horyzoncie prognozy, w którym dług sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostanie poniżej 60 proc., czyli poniżej granicy długu określonej w pakcie stabilności i wzrostu.

Wynik i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych
według Sprawozdania z wdrażania średniookresowego planu
budżetowo-strukturalnego na lata 2025-2028 (kwiecień 2025 r.)

Kategoria	2023	2024	2025
1. Wynik nominalny	-5,3	-6,6	-6,3
2. Wynik strukturalny	-4,9	-6,2	-6,2
3. Wynik strukturalny pierwotny	-2,8	-4	-3,6
4. Dług brutto	49,5	55,3	57,8
5. Zmiana długu brutto	0,7	5,7	2,6

⁸ Państwa członkowskie Unii Europejskiej mają obowiązek składać co roku, do 30 kwietnia, sprawozdanie z realizacji średniookresowych planów budżetowo-strukturalnych. Zgodnie z wytycznymi Komisji Europejskiej, Sprawozdanie przedstawia sytuację w roku bieżącym oraz w poprzednich latach objętych Średniookresowym planem budżetowo-strukturalnym na lata 2025-2028, który został przyjęty przez Radę Ministrów 8 października 2024 r. To zobowiązanie dotyczy wszystkich krajów. W przypadku Polski takie zobowiązanie wynika także z rekomendacji Rady UE ze stycznia br. w związku ze stwierdzeniem nadmiernego deficytu w 2023 r.

Wyższy niż w Planie prognozowany deficyt na 2025 r. nie musi oznaczać jednak problemów z oceną korygowania przez Polskę nadmiernego deficytu. Rada UE ma bowiem prawo, na wniosek państwa członkowskiego wsparty oceną Komisji Europejskiej, zezwolić na odchylenie od ścieżki wydatków wcześniej ustalonej przez Radę UE, gdy wyjątkowe okoliczności poza kontrolą kraju mają znaczący wpływ na jego finanse publiczne. Jest to tak zwana krajowa klauzula wyjścia (*national escape clause*, NEC)⁹. Istotnym warunkiem jej zastosowania jest ocena Komisji Europejskiej, że uruchomienie klauzuli nie zagrazi w średnim okresie stabilności finansów publicznych danego państwa¹⁰. W komunikacie¹¹ opublikowanym 19 marca br. Komisja Europejska zaproponowała możliwość skoordynowanego użycia krajowej klauzuli wyjścia przez wszystkie państwa członkowskie ze względu na wyjątkowe okoliczności, jakimi są zwiększone napięcia geopolitycznych, trwająca wojna Rosji przeciwko Ukrainie i jej zagrożenia dla europejskiego i globalnego bezpieczeństwa. Komisja Europejska zachęca państwa do złożenia do Rady Ecofin w kwietniu br. wniosków o uruchomienie klauzuli. W efekcie Rada Ecofin mogłaby w lipcu br., na podstawie oceny Komisji, zezwolić tym krajom na odejście od wcześniejszych rekomendacji Rady. Uruchomienie klauzuli oznaczałoby, że jeśli kraj już podlega procedurze nadmiernego deficytu (EDP), tak jak jest to w przypadku Polski, i w jej trakcie przekroczy zalecone przez Radę Ecofin tempo wzrostu wydatków, to nie będzie narażony na sankcje wynikające z zaostżenia procedury EDP, takie jak ograniczenie dostępu do środków UE, pod warunkiem, że przekroczenie rekomendowanej ścieżki wydatków jest skutkiem wyłącznie wzrostu wydatków obronnych. Zamknięcie EDP następowałoby według dotychczasowych zasad wymagających, aby deficyt nominalny znalazł się trwale poniżej 3% PKB. Zgodnie ze Sprawozdaniem przyrost wydatków obronnych w Polsce, według unijnej definicji COFOG¹², w porównaniu do 2021 r. (roku odniesienia zaproponowanego przez Komisję, roku przed wojną w Ukrainie) ma wynieść w 2025 r.

⁹ Uruchomienie ogólnej klauzuli korekcyjnej jest powiązane z wystąpieniem „poważnego pogorszenia koniunktury gospodarczej w strefie euro lub w całej Unii”, co obecnie nie ma miejsca.

¹⁰ Uruchomienie krajowej klauzuli korekcyjnej podlega trzem warunkom, a mianowicie: (i) istnieją wyjątkowe okoliczności poza kontrolą państwa członkowskiego; (ii) te wyjątkowe okoliczności mają istotny wpływ na finanse publiczne danego państwa członkowskiego; oraz (iii) odchylenie od ścieżki wydatków netto ustalonej przez Radę nie zagraża stabilności fiskalnej w średnim okresie.

¹¹ Komunikat Komisji Europejskiej *Accommodating increased defence expenditure within the Stability and Growth Pact (C(2025) 2000*, Bruksela, 19 marca 2025 r.)

¹² Klasyfikacja funkcji rządu, w skrócie COFOG, została opracowana w obecnej wersji w 1999 r. przez OECD jako standard klasyfikujący cele działalności rządu.

1,3 proc. PKB, a więc więcej niż odchylenie deficytu nominalnego od zakładanej ścieżki konsolidacji (6,3 proc. zamiast 5,5 proc. PKB). Maksymalny dozwolony przyrost tych wydatków obronnych może, zgodnie z komunikatem z 19 marca, wynieść 1,5 proc. PKB: jeśli nadwyżkowy wzrost wydatków netto może być w całości wyjaśniony wzrostem wydatków na obronność, a nadwyżka ta pozostaje w granicach 1,5 proc. PKB, Komisja nie powinna zalecać żadnych dalszych kroków w procedurze EDP. Polska 30 kwietnia br. złożyła wniosek o możliwość skorzystania z krajowej klauzuli wyjścia. W odpowiedzi na ten wniosek Rada Ecofin przyjmie stosowne zalecenia 8 lipca.

Elastyczność w ramach krajowej klauzuli wyjścia dla wydatków obronnych byłaby dostępna przez okres czterech lat, począwszy od 2025 r. Biorąc pod uwagę konsensus co do pilnej potrzeby znacznego zwiększenia wydatków na obronność, przy jednoczesnym uwzględnieniu czasu potrzebnego na realizację projektów inwestycyjnych w dziedzinie obronności, okres czterech lat na przejście do strukturalnie wyższego poziomu wydatków na obronność wydaje się odpowiedni, choć w zależności od sytuacji geopolitycznej w 2028 r. może wymagać wydłużenia. Po tym okresie państwa członkowskie będą musiałyby utrzymać wyższy poziom wydatków poprzez stopniowe zmiany priorytetów w swoich budżetach krajowych, aby zapewnić stabilność budżetową. Okres czterech lat na aktywację krajowej klauzuli korekcyjnej jest również zgodny z domyślnym okresem obowiązywania średniookresowych planów budżetowo-strukturalnych, odzwierciedlając związek między krajową klauzulą a tymi planami. W końcu, okres czterech lat pokrywa się z okresem korekty nadmiernego deficytu w przypadku Polski.

Przyjmując, że wniosek Polski dotyczący krajowej klauzuli wyjścia dla wydatków obronnych zostanie zaakceptowany oraz biorąc pod uwagę, że wydatki obronne w 2025 r. mają być wyższe niż w 2021 r. o 1,3 proc. PKB (według unijnej definicji COFOG), a w kolejnych latach obowiązywania klauzuli wydatki na obronność w Polsce także będą kształtować się na poziomie istotnie wyższym niż w roku 2021, skorygowana ścieżka konsolidacji finansów sektora instytucji rządowych i samorządowych kształtować się może następująco¹³:

¹³ Precyzyjniej oznacza to, że od decyzji Rady Ecofin w lipcu br. Polska będzie mogła mieć wyższe niż rekomendowane przez tę samą Radę w styczniu br. tempo wzrostu wydatków netto o przyrost wydatków obronnych, który nie może jednak być wyższy niż 1,5% PKB w porównaniu z rokiem 2021.

	2025	2026	2027	2028
Wynik nominalny (zgodnie z rekomendacjami Rady ECOFIN ze stycznia 2025 r.	-5,5	-4,5	-3,7	-2,9
Przyrost wydatków obronnych (maksymalny dopuszczalny)	-1,3	-1,5	-1,5	-1,5
Wynik nominalny (maksymalny dopuszczalny)	-6,3	-6,0	-5,2	-4,4

Oznacza to jednak, że procedura EDP nie zostałaby zamknięta w 2028 r. Należy się też liczyć z tym, że pod koniec tego okresu, który został nam przyznany na korektę nadmiernego deficytu, Rada Ecofin wyda nowe rekomendacje i wyznaczy nowy okres na sprowadzenie deficytu do poziomu poniżej 3%.

2.3. NIEBEZPIECZNA ŚCIEŻKA WZROSTOWA DŁUGU PUBLICZNEGO

Co roku, wiosną, Komisja Europejska publikuje prognozy średnio- i długoterminowe w zakresie finansów publicznych dla poszczególnych krajów UE (DSM2025 – *Debt Sustainability Monitor* – marzec 2025).

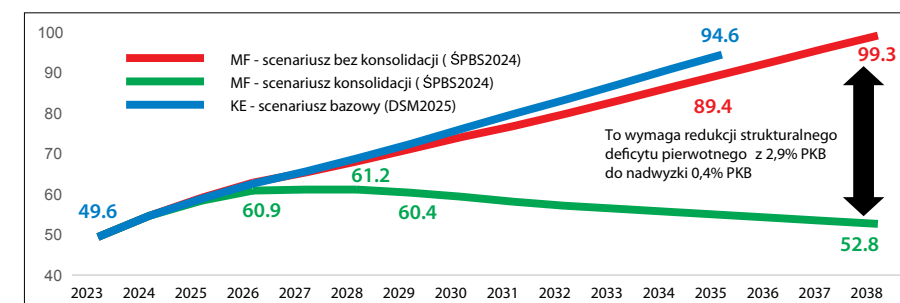
W tym raporcie w scenariuszu bazowym dług w Polsce na koniec 2035 r. będzie wyższy niż średnia relacja w UE i wyniesie 95 proc. PKB. Przesuniemy się też na dziesiątą pozycję pod względem wysokości długu w całej UE, podczas gdy kilka lat temu byliśmy pod tym względem na 17 miejscu. Przy realizacji takiego scenariusza, z kraju o umiarkowanym zadłużeniu, stalibyśmy się jednym z bardziej zadłużonych krajów UE.

W raporcie Komisja ocenia ryzyko stabilności finansów publicznych za pomocą złożonej, wielowymiarowej i jednolitej dla poszczególnych krajów metodologii, która łączy analizę stabilności długu DSA (*debt sustainability analysis*) z trzema wskaźnikami – S₀, S₁ i S₂, które mierzą konieczne dostosowanie fiskalne niezbędne do stabilizacji długu. Pozwala to na kompleksową ocenę zagrożeń krótko-, średnio- i długoterminowych dla każdego kraju. Wyniki prezentowane są w formie „mapy cieplnej” ryzyka fiskalnego. Warto zaznaczyć, że metodologia DSA stała się centralnym narzędziem zreformowanych ram fiskalnych UE.

Niestety z roku na rok ryzyko utraty stabilności finansów publicznych w Polsce rośnie. W 2019 r. byliśmy w grupie krajów o niskim ryzyku dla stabilności

finansów publicznych zarówno w krótkim, jak i średnim oraz długim terminie. Wszystkie lampki świeciły się na zielono. Od 2021 r. dla finansów publicznych w Polsce zapaliła się „żółta lampka” w zakresie stabilności średnio i długoterminowej. Dług niebezpiecznie wszedł na ścieżkę wzrostową i w celu jego stabilizacji konieczne były działania zmniejszające deficyt. To się nie stało. Ostrzeżenia zawarte w raportach Komisji Europejskiej, jak i również w poprzednich edycjach naszego raportu, skończyły się uruchomieniem procedury nadmier-

Ścieżka długu publicznego w latach 2025-2038 według prognozy Ministerstwa Finansów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie MF (SPBS – Średniookresowy Plan Budżetowo-Strukturalny) i KE (DSM 2025 – *Debt Sustainability Monitor* – marzec 2025)

nego deficytu w 2024 r. Niestety obecna edycja raportu KE wskazuje na dalszy wzrost ryzyka fiskalnego w Polsce. Dla oceny stabilności finansów publicznym w średnim terminie (w horyzoncie dekady) zapaliła się „czerwona lampka”. Pierwszy raz od wejścia do UE jesteśmy w grupie krajów z najwyższym ryzykiem fiskalnym w średnim terminie, obecnie takich krajów jest 11.

Te zagrożenia pokazuje również średnioterminowa prognoza rządowa. Jesienią 2024 r. rząd przedstawił w średniookresowym planie prognozę długu przy założeniu kontynuacji polityki wysokiego pierwotnego deficytu strukturalnego (deficyt oczyszczony z efektów koniunktury i bez odsetek) na poziomie 2,9 proc. PKB. Czyli brak jakichkolwiek działań redukujących deficyt. W takim scenariuszu dług w ciągu półtorej dekady rośnie z poziomu poniżej 50 proc. PKB do niemal 100 proc. PKB (wykres powyżej). Tu warto wskazać, że obecna prognoza KE pokazuje jeszcze wyższą ścieżkę długu, w 2035 r. ścieżka KE jest wyższa o ponad 5 pkt. proc. PKB.

Klasyfikacja średnioterminowego ryzyka fiskalnego
w średnim terminie

Overall risk classification			
Table 2.5: Overall medium-term risk classification in the 2023 and 2024 DSM			
2023 DSM	2024 DSM		
	low	medium	
	low	DK, EE, IE, LU, NL, SE	LV
	medium	MT	BG, CZ, DE, HR, CY, LT, SI
high		PT	BGE, EL, ES, FR, IT, RO, SK, FI

Źródło: Debt Sustainability Monitor – marzec 2025

W planie średnioterminowym ŚPBS rząd zobowiązał się podjąć działania w kierunku redukcji deficytu nominalnego poniżej 3 proc. PKB w 2028 r., tak aby ustabilizować wzrost długu i sprowadzić go bezpiecznie poniżej 60 proc. PKB. To wymaga redukcji pierwotnego deficytu strukturalnego o 3,3 pkt. proc. PKB, z deficytu 2,9 proc. PKB do nadwyżki 0,4 proc. PKB. To w ujęciu dzisiejszego PKB ponad 120 mld zł. Taki wysiłek należy podjąć przez 4 lata, a potem utrzymać nadwyżkę pierwotną na poziomie 0,4 proc. PKB w kolejnych latach. Według tamtej analizy, przyjęta konsolidacja hamuje narastanie długu w relacji do PKB, ale dopiero od 2028 r. Niestety w 2026 r. dług przebija granicę 60 proc. PKB i pozostaje na poziomie powyżej 60 proc. PKB przez 4 lata, do 2029 r. W ówczesnej symulacji DSA, przy założonej ścieżce konsolidacji fiskalnej, relacja długu do PKB spadała poniżej wartości referencyjnej w 2030 r. i z wysokim prawdopodobieństwem utrzymywała się poniżej 60 proc. PKB w średnim terminie zarówno w ścieżce bazowej z konsolidacją fiskalną, jak i w scenariuszach alternatywnych. Według scenariusza bazowego relacja długu do PKB na koniec 2038 r. wyniosłaby 52,8 proc. PKB.

Jak opisaliśmy powyżej deficyt finansów publicznych w 2024 r. okazał się znacząco wyższy niż pierwotnie planowany (6,6 proc. vs 5,7 proc. w planie z jesieni 2024 r.). W sprawozdaniu z realizacji średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego rząd przedstawił również znacznie wyższy deficyt w 2025 r., tj. 6,3 proc. PKB, wobec zakładanych wcześniej 5,5 proc. PKB. Wyższy okazał się również dług w 2024 r. (55,3 proc. vs 54,6 proc. PKB).

Niestety nowe, europejskie ramy fiskalne nie wymagają od krajów aktualizacji prognozy średnioterminowej i przeliczenia dotychczasowej ścieżki długu w horyzoncie planu pierwotnego (tj. do 2038 r.). Nieliczne kraje dobrowolnie w sprawozdaniu z ŚPBS przedstawiły wieloletnie ścieżki fiskalne. Polski resort finansów pokazał jedynie szacunek dla 2025 r. To zdecydowanie za mało.

Znacząco wyższy punkt startowy powoduje, że dotychczasowa ścieżka konsolidacji w horyzoncie do 2028 r. oraz ścieżka długu do 2038 r. jest nieaktualna.

Niestety, brak obowiązku aktualizacji średnioterminowej ścieżki fiskalnej i wpływu na nią bieżących danych i trendów jest poważną wyrwą w ocenie stabilności finansów publicznych. Sytuacja pod tym względem uległa pogorszeniu. Dotychczas kraje miały obowiązek przygotowania „planów konwergencji” z horyzontem T+4, teraz nie ma tego obowiązku.

Oprócz istotnej zmiany punktu startowego pojawiły się nowe uwarunkowania w zakresie traktowania wydatków na obronność, co opisaliśmy powyżej. Obecnie można zakładać, że przestrzeń stworzona przez program ReArm Europe będzie w pełni odzwierciedlona w polityce fiskalnej polskiego rządu. Innymi słowy polityka fiskalna będzie prowadzona w sposób, który dąży do ograniczenia i stabilizacji deficytu poniżej 4,5% PKB, a nie poniżej 3% (+1,5 pkt. proc. na wydatki obronne). W związku z tym, oprócz wyższego punktu startowego w 2024 r. należy również założyć podniesienie całej ścieżki deficytu w latach 2025-2028, z deficytem nominalnym na koniec 2028 r. 4,4 proc. PKB zamiast założonych poprzednio przez rząd 2,9 proc. PKB. Na ten moment KE założyła funkcjonowanie narodowej klauzuli wyjścia do 2028 r., jednak zastrzegła możliwość przedłużenia. Wydatki na obronność w Polsce według analiz Instytutu Finansów Publicznych do końca dekady utrzymają się w ujęciu COFOG powyżej 3 proc. PKB. Wynika to z jednej strony z faktu, że dostawy, które są obecnie zaliczkowane będą miały

miejsce w latach kolejnych. Będą też kontynuowane bieżące wydatki modernizacyjne. Dlatego podwyższony deficyt powyżej wartości referencyjnej 3 proc PKB najprawdopodobniej będzie kontynuowany również po 2028 r.

To powoduje, że przedstawiona przez resort finansów dotychczasowa ścieżka długu do 2038 r. jest nierealna i wymaga aktualizacji, aby ukazać rzeczywiste zagrożenia stojące przed finansami publicznymi. Dlatego bazując na dekompozycji czynników wzrostu relacji długu do PKB, którą opisano w rozdziale 3, przygotowano różne scenariusze długu w latach 2025-2038, w zależności od zaktualizowanej ścieżki konsolidacji. W symulacjach, w porównaniu do rządowego średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego, zaktualizowano dane za 2024 r., a dla 2025 r. przyjęto nową prognozę deficytu ze sprawozdania ŚPBS. W przypadku prognoz makroekonomicznych dla lat 2025-2029 przyjęto aktualne prognozy Ministerstwa Finansów z wieloletnich założeń makroekonomicznych (WZM2025). Dla lat 2030-2038 przyjęto „Wytyczne dotyczące stosowania jednolitych wskaźników makroekonomicznych będących podstawą oszacowania skutków finansowych projektowanych ustaw Aktualizacja – maj 2025 r.”. Tu warto zauważyć, że w planie średnioterminowym z jesieni 2024 r. resort finansów stosował zawyżony deflator PKB - założono, że średnio będzie on wynosił w okresie 2025-2038 4% r/r, a w wytycznych jest to 2,8% r/r, przy założeniu konwergencji do 2,5%. To znacząco zaniżało prognozę długu. Stosując deflator na podstawie wytycznych, dług nie konwerguje do 52,8 proc. PKB, a pozostaje w latach 2030-2038 na poziomie ok. 60%. Czyli tylko aktualizacja założeń makroekonomicznych powoduje podwyższenie ścieżki długu, nawet przy starych założeniach co do deficytu finansów publicznych.

Średnie koszty obsługi długu (*IRR, implicit interest rate*) założono zgodnie z planem średnioterminowym w latach 2025-2028, a w latach 2029-2038 na stałym poziomie 4,4%.

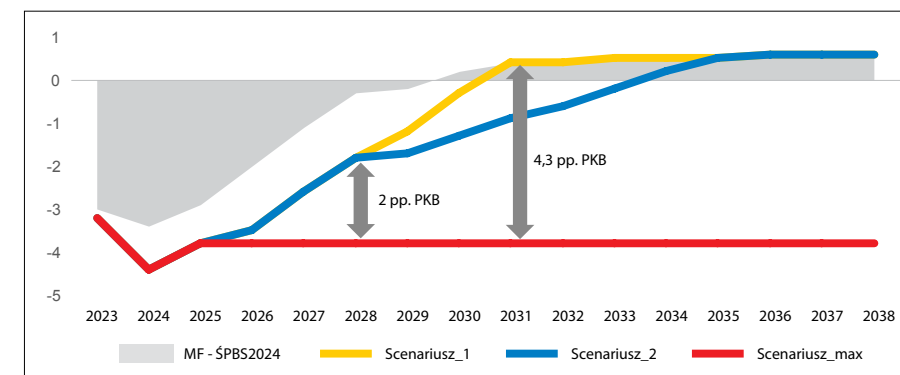
Istotnym elementem przyrostu relacji długu w latach 2024-2026 jest tzw. dostosowanie stanów i przepływów (*SFA, stock-flow adjustment*). Tutaj przyjęliśmy założenie zgodne z planem średnioterminowym MF na poziomie 2,9% w 2025 r. i 1,6% w 2026 r. Jest to również zgodne z raportem DSM2024 Komisji Europejskiej. W kontekście tego parametru pojawia się duża wątpliwość dotycząca ostatniej aktualizacji prognozy długu przez MF na 2025 r. Resort MF mimo wyższego

punktu startowego (55,3 proc. zamiast 54,6 proc.), mimo wzrostu deficytu w 2025 r. (z 5,5 proc. do 6,3 proc.), w tym nominalnego deficytu pierwotnego (wzrost z 2,9 proc. do 3,8 proc.), mimo słabszego efektu kuli śnieżnej (*r-g*) prognozuje niższy dług na 2025 rok niż poprzednio. W ŚPBS prognozował dług 58,4% proc. PKB, a teraz prognoza to 57,8% proc. na 2025. Korekta prognozy w dół mimo wzrostu wszystkich składowych wynika z zastanawiającej korekty SFA z 2,9 proc. do 0,2 proc. PKB. W wymiarze pieniężnym to korekta o ponad 100 mld zł. Gdyby nie ta korekta to MF pokazałby dług powyżej 60 proc. PKB. Wymagałoby to szczegółowego wyjaśnienia.

Uwzględniając powyższe założenia przyjęliśmy trzy scenariusze dla nominalnego deficytu pierwotnego:

- Scenariusz maksymalny (ostrzegawczy) – w tym scenariuszu założono stały poziom deficytu pierwotnego na poziomie 3,8 proc. PKB;
- Scenariusz 1 – w tym scenariuszu założono przesunięcie ścieżki deficytu o 1,5 pkt. proc. PKB w latach 2026-2028 i stopniowy powrót w okresie 2029-2031 do ścieżki wyniku pierwotnego założonego przez MF w ŚPBS.
- Scenariusz 2 – w tym scenariuszu założono przesunięcie ścieżki deficytu o 1,5 pkt. proc. PKB w latach 2026-2030 z uwagi na nadal wysokie wydatki obronne i stopniowy powrót w okresie 2031-2035 do ścieżki wyniku pierwotnego założonego przez MF w ŚPBS.

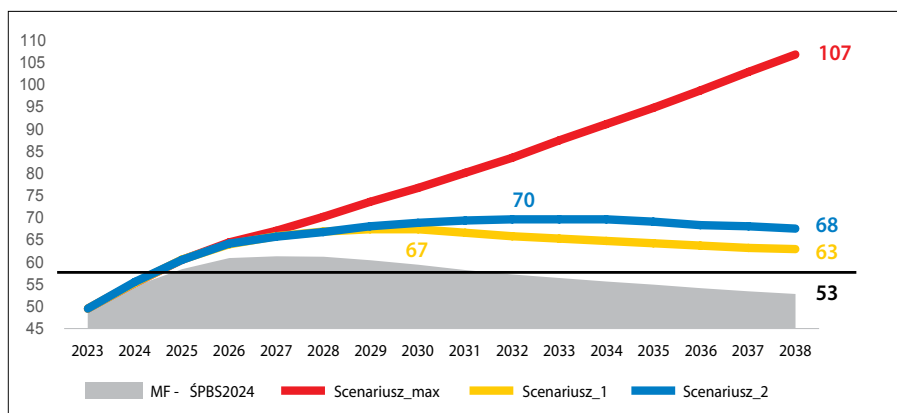
Scenariusze wyniku pierwotnego w latach 2026-2038 (na tle prognozy MF)



Źródło: Opracowanie własne, MF

Zwiększenie deficytu, na skutek zwiększonych wydatków obronnych rozkłada konsolidację w czasie i przesuwa problemy fiskalne na przyszłość, jednocześnie powoduje trwały wzrost długu powyżej 60 proc. PKB do końca przyszłej dekady. W aktualnym scenariuszu bez konsolidacji (scenariusz maksymalny), dług wchodzi na szybką ścieżkę wzrostową i na koniec 2038 r. osiąga poziom 107 proc. PKB, to o 8 pkt. proc. wyżej niż w podobnym scenariuszu zakładał resort finansów. W scenariuszu „2”, scenariuszu znacznie wydłużonej, luźnej polityki fiskalnej, dług rośnie do 2033 roku do poziomu 70 proc., jednak nominalna nadwyżka pierwotna w wysokości 0,6 proc. PKB nie wystarcza, aby sprowadzić dług poniżej 60 proc. do końca horyzontu planu. W 2038 r. dług pozostanie wysoki, tj. 68 proc. PKB. Trend spadkowy jest znikomy. W scenariuszu „1”, gdzie nadwyżkę pierwotną osiągamy w 2031 r., dług rośnie do ponad 67 proc. PKB w 2031 r., potem łagodnie spada do 63 proc. PKB. Czyli również nie powraca w horyzoncie prognozy poniżej poziomu referencyjnego 60 proc. PKB.

Scenariusze długu publicznego (wg ESA) w latach 2026-2038
(na tle prognozy MF)



Źródło: Opracowanie własne, MF

Z przeprowadzonych analiz wynika, że przy założeniu odroczenia konsolidacji w kierunku deficytu 3 proc. PKB, dług przebije 60 proc. PKB już w 2025 r. i trwale pozostanie powyżej 60 proc. do końca przyszłej dekady w każdym

ze scenariuszy. Ostateczny wysiłek fiskalny wymagany do stabilizacji długu i sprowadzenia go na ścieżkę fiskalną będzie większy, niż założony w pierwotnym planie średnioterminowym. Nawet przy mniejszych rentownościach koszty obsługi długu w relacji do PKB będą zmierzały do poziomu 3 proc. PKB z uwagi na większy poziom długu. Trzeba też zaznaczyć, że zarówno scenariusz „1” jak i „2” nie „kasują” konieczności istotnego wysiłku fiskalnego, nie powstaje faktyczna przestrzeń na inne dodatkowe wydatki. W obu przypadkach łączny wysiłek fiskalny wynosi ponad 4 pkt. proc. PKB. Te scenariusze pokazują jednoznacznie, że procedura EDP zostanie z nami raczej na bardzo długi okres.

„Zbicie termometru” w postaci możliwości nieuwzględniania w ścieżce konsolidacji części wydatków obronnych nie rozwiązuje problemów w zakresie wygospodarowania przestrzeni fiskalnej na zwiększone wydatki na obronność. Wręcz przeciwnie, zwiększa ryzyko fiskalne w średnim i długim okresie. W tym miejscu należy przypomnieć, jak definiuje się przestrzeń fiskalną (*fiscal space*)¹⁴. To przestrzeń w budżecie państwa, która pozwala na zapewnienie środków na określony cel bez narażania stabilności sytuacji finansowej państwa lub gospodarki. **Rząd może stworzyć przestrzeń fiskalną m.in. poprzez:**

- podniesienie podatków
- pozyskanie zewnętrznych dotacji
- obcięcie mniej priorytetowych wydatków
- zadłużenie.

Bazowanie wyłącznie na zadłużeniu zwiększa ryzyko fiskalne. W związku z powyższym konieczne jest oszacowanie niezbędnych wydatków na modernizację sił zbrojnych w horyzoncie co najmniej tej i następnej dekady. Konieczne wydaje się przedstawienie corocznie aktualizowanej ścieżki konsolidacji zapewniającej stabilizację długu i trwały powrót długu poniżej relacji referencyjnej 60 proc. W końcu, **konieczne jest poszukiwanie przestrzeni fiskalnej nie w rosnącym zadłużeniu, ale w priorytetyzacji wydatków i ewentualnie dedykowanych na obronność dochodach.**

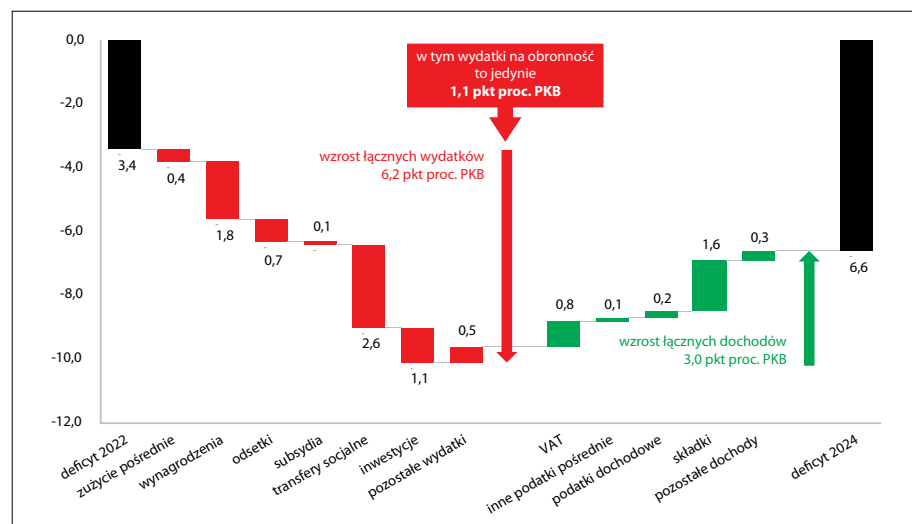
¹⁴ Heller, P. (2005, czerwiec). *Back to Basics—Fiscal Space: What It Is and How to Get It*. *Finance & Development*, 42(2). Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

2.4. WYDATKI MILITARNE I ICH WPŁYW NA DEFICYT MEMORIAŁOWY W KOLEJNYCH LATACH

To nie wydatki na obronność, przynajmniej do tej pory, determinują pogorszenie stanu finansów publicznych. Dekompozycja przyrostu nominalnego deficytu sektora finansów publicznych jednoznacznie ukazuje, że po pierwsze to nadmierne w relacji do PKB wydatki determinują pogorszenie stanu finansów publicznych, a po drugie, że to nie wydatki na obronność są kluczową kategorią wzrostu wydatków.

W latach 2022-2024 łączne wydatki publiczne zwiększyły się o 6,2 pkt. proc. PKB. W tym okresie wydatki na obronność w ujęciu ESA 2010 wg klasyfikacji COFOG zwiększyły się z 1,6 proc. PKB do 2,7 proc. PKB, czyli o 1,1 pkt. proc. PKB. Odpowiadają zatem za jedynie ok. 1/6 przerostu wydatków w tym okresie. Ten przyrost dotyczy w głównej mierze inwestycji, tj. zakupu sprzętu wojskowego. Warto zauważyć, że łącznie inwestycje publiczne przyrosły o 1,1 pkt. proc. co oznacza, że pozostałe inwestycje publiczne nie przrastają w relacji do PKB.

Dekompozycja przyrostu nominalnego deficytu sektora finansów publicznych wg metodologii ESA w latach 2023-2024 r. (proc. PKB)

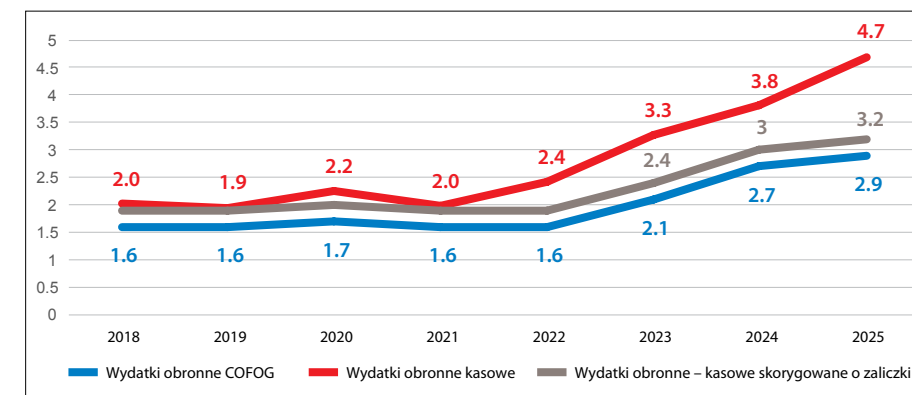


Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, EUROSTAT, AMECO

Ponad dwukrotnie większy wzrost niż wydatków na obronność, zanotowano w przypadku transferów socjalnych, tj. o 2,6 pkt. proc. PKB. W dużo większym stopniu wzrosły również wydatki na wynagrodzenia w sferze publicznej, przyrost wyniósł 1,8 pkt. proc. Istotnym czynnikiem był również wzrost kosztów obsługi długu, o 0,7 pkt. proc. PKB. Wydatki bieżące budżetu, transfery socjalne i odsetki odpowiadają za 5,5 pkt. przyrostu łącznych wydatków publicznych.

Równolegle w tych dwóch ostatnich latach zanotowano wzrost relacji dochodów o 3 pkt. proc., z czego najistotniejszym czynnikiem był przyrost dochodów ze składek, tj. o 1,6 pkt. proc. Było to wynikiem coraz większej liczby cudzoziemców płacących składki na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne oraz bardzo wysokiego wzrostu nominalnych płac. W ostatnich dwóch latach zanotowano relatywny wzrost dochodów z VAT, z 7,2 proc. PKB w 2022 r. do 8,0 proc. PKB w 2024 r. Jednak jest to w dużym stopniu efekt odmrożenia stawek VAT i odbicie „od dołka” w latach 2022-2023 roku, kiedy luka VAT ponownie zaczęła rosnąć, o czym szerzej pisaliśmy w poprzedniej edycji raportu¹⁵. Dochody z VAT w 2024 r. były nadal niższe niż w 2021 (8,5 proc. PKB).

Wydatki na obronność w Polsce w latach 2018-2024 w ujęciu kasowym i COFOG (proc. PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, EUROSTAT, MF

¹⁵ Dudek S., Kotecki L., Petka-Zagajewska M. (2024). Zagrożenia nadmiernego długu publicznego. Edycja 2024. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów

W analizie finansów publicznych według metodologii ESA 2010 trzeba mieć na uwadze, że w tym ujęciu do wydatków obronnych nie wlicza się zaliczek na dostawę sprzętu wojskowego. Jako wydatek traktuje ona inwestycje obronne w momencie dostawy tego sprzętu wojskowego. W krajowych finansach publicznych, w ustawie budżetowej wydatki na obronność są ujmowane w ujęciu kasowym, tj. w momencie zapłaty za sprzęt. W ostatnim okresie, kiedy wzmożone są zakupy sprzętu wojskowego ta różnica jest bardzo duża.

Resort finansów pokazuje tę różnicę w ustawie budżetowej w rozliczeniu stabilizującej reguły wydatkowej (SRW). W ramach SRW wyliczana jest tzw. klauzula obronna, czyli właśnie korekta o efekt rozbieżności między płatnościami a dostawami sprzętu. Stanowi ona różnicę pomiędzy planowanymi wydatkami na zakup sprzętu wojskowego (wydatki budżetu państwa oraz wydatki Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych) a wartością dostaw sprzętu wojskowego planowanych do otrzymania w danym roku. W ostatnich latach ta różnica była bardzo duża. W ustawie budżetowej na 2024 r. planowana ona była na kwotę 49 mld zł (tj. 1,3 proc. PKB). Stanowi ona różnicę pomiędzy planowanymi wydatkami na zakup sprzętu wojskowego w kwocie 81 mld zł, a wartością faktycznych dostaw sprzętu wojskowego planowanych do otrzymania w roku 2024 na kwotę ok. 32 mld zł. Łączne wydatki na obronność w ujęciu kasowym były planowane na 4,2 proc. PKB, ale w ujęciu memoriałowym, po skorygowaniu o klauzulę obronną to było tylko 2,9 proc. PKB. I taka wartość była uwzględniana przy wyliczeniu deficytu finansów publicznych według metodologii unijnej.

Ostateczne wykonanie kasowych wydatków obronnych w 2024 r. wyniosło 3,8 proc. PKB. Na ten moment nieznane są jednak proporcje zaliczek i dostaw w tej kwocie. Można szacować, że zaliczki były proporcjonalnie mniejsze i wyniosły ostatecznie około 0,8 proc. PKB. Czyli wydatki na obronność uwzględniane do wyliczenia deficytu ESA 2010 wyniosły 3 proc. PKB.

Na 2025 r. planowane są łączne kasowe wydatki na obronność na kwotę 4,7 proc. PKB. Jednak w tym zaliczki według klauzuli obronnej mają wynieść aż 56 mld zł, tj. 1,4 proc. PKB. Czyli wydatki w ujęciu memoriałowym, skorygowane o zaliczki, wynoszą 3,3 proc. PKB.

De facto deficyt finansów publicznych z uwzględnieniem zaliczek wyniósł w 2024 r. 7,4 proc. PKB (zamiast 6,6 proc.), a w 2025 r. wzrośnie do 7,8 proc. PKB (zamiast prognozowanych przez rząd 6,3 proc.). Trzeba pamiętać, że zaliczki na sprzęt powiększają dług i w ujęciu kasowym, finansowym ukazują niezbilansowanie finansów publicznych. Nie można pomijać tego aspektu w analizie finansów publicznych. Analiza deficytu ESA 2010 jest niewystracająca w celu analizy dynamiki długu.

Trzeba też pamiętać, że przed okresem wzmożonych wydatków zbrojeniowych, tj. przed 2022 r. korekta z tytułu zaliczek na sprzęt wojskowy była niewielka 0,05-0,15 proc. PKB. Także w tym porównywalnym ujęciu w latach 2024-2025 będziemy mieli najwyższy deficyt w historii, wyższy niż w latach 2009-2010 po globalnym kryzysie finansowym.

Jak liczone są wydatki obronne?

Metodologia krajowa (kasowa)

Krajowa metodologia kalkulacji wydatków obronnych oparta jest o metodę kasową oraz klasyfikację instytucjonalno-funkcjonalną. Do wydatków na obronę narodową zalicza się bowiem środki wydatkowane przez dysponenta głównego w 29 części budżetu państwa, a zatem Ministra Obrony Narodowej niezależnie od ich faktycznego przeznaczenia. Ponadto, za nakłady obronne uznaje się także środki wydatkowane w innych niż 29 częściach budżetu państwa o ile przynależą one do działu 752, który reprezentuje zadania powiązane funkcjonalnie z obroną narodową. Suma nakładów ponoszonych w ramach powyższych pozycji powinna zgodnie z ustawą o obronie Ojczyzny być planowana w wysokości min. 3 proc. planowanego na dany rok budżetowy PKB. Do wydatków obronnych zalicza się także inwestycje mieszkaniowe dokonywane przez Agencję Mienia Wojskowego - rządową agencję wykonawczą, odpowiedzialną za zbywanie nieużytecznego dla wojska mienia. Wreszcie, kluczową rolę w finansowaniu zadań obronnych w Polsce pełni od 2022 Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych (FWSZ), który zapewnia dodatkowe możliwości w zakresie zakupów sprzętu wojskowego.

Metodologia NATO (kasowa)

Metodologia NATO jest zbliżona do metodologii krajowej. Sojusz Północnoatlantycki od ponad 70 lat stosuje stałą metodologię rozpoznawania wydatków o charakterze obronnym. Ze względu na rosnącą liczbę państw członkowskich o odmiennych systemach administracji w sferze obronności, przyjmuje ona układ funkcjonalny. Istotne dla przyjętego podejścia jest uwzględnienie wyłącznie nakładów ponoszonych na szczeblu centralnym, zgodnie z podejściem kasowym. Najważniejsze pozycje klasyfikowane przez NATO jako wydatki obronne obejmują:

- wszelkie nakłady na szkolenie i utrzymanie armii oraz administracji wojskowej przez Ministerstwa Obrony, ale także wydatki ponoszone na ten cel przez inne jednostki organizacyjne;
- nakłady na inne niż armia jednostki paramilitarne, jeśli utrzymywane otrzymują one przeszkolenie wojskowe i są zdolne do realizacji zadań poza terytorium danego państwa;
- zakup i utrzymanie w sprawności sprzętu wojskowego;
- wydatki na emerytury i renty żołnierzy oraz pracowników administracji wojskowej;
- nakłady na gromadzenie rezerw na czas wojny;
- wydatki związane z prowadzonymi misjami zagranicznymi, a także militarnym wsparciem materiałowym, szkoleniowym czy logistycznym dla innych państw;
- wydatki na badania i rozwój w obszarze obronności;
- nakłady na infrastrukturę wojskową lub obiekty podwójnego zastosowania, w tym w ramach projektów międzynarodowych.

Metodologia COFOG (memoriałowa)

Stosowana przed Eurostat metodologia ESA 2010 oraz klasyfikacja COFOG stosowane m.in. dla celów kwantyfikacji wielkości wydatków obronnych jako jedyne wykorzystują zasadę memoriału. Podejście takie od samego początku generuje rozbieżności wynikające z udzielania zaliczek w związku z zawieraniem kontraktami na dostawę sprzętu i uzbrojenia, które ujmowane są dopiero w momencie rozliczenia przedpłat efektami rzeczowymi. Co więcej, dostawy zaawansowanego technicznie sprzętu wojskowego następują zazwyczaj po kilku latach od zawarcia kontraktu i dokonania przedpłaty, co powoduje odniesienie wartości dostarczanego sprzętu do innego poziomu PKB niż tego z momentu faktycznego wypływu środków. Klasyfikacja COFOG stosuje podział wydatków obronnych na obronę militarną, obronę cywilną, militarne wsparcie zagraniczne, prace B+R w obszarze obronności oraz pozostałe wydatki obronne, nieklasyfikowane do żadnej z powyższych pozycji. W celu dokonania przyporządkowania, stosuje się szereg kryteriów, mających na celu wyodrębnienie wydatków funkcjonalnie powiązanych z obronnością państwa. Metodologia Eurostatu wyklucza z wydatków obronnych m.in. wydatki na emerytury i renty żołnierzy i pracowników cywilnych MON, działalność szpitali czy większości szkół wojskowych, a także wydatki przeznaczone na wsparcie muzealnictwa czy kultury, które są zgodnie z metodologią krajową uznawane za obronne.

Metodologia krajowa – skorygowana o zaliczki

W niektórych publikacjach w ramach dialogu w związku z procedurą EDP (zob. Sprawozdanie KE opracowane zgodnie z art. 126 ust. 3 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej) wydatki na obronność przedstawiane są w nieco szerszym ujęciu niż COFOG. W tym podejściu zakres przedmiotowy jest ustalony na podstawie kasowej metodologii krajowej, tj. np. wraz z wydatkami na emerytury. Jedynie do zakupów sprzętu wojskowego stosowana jest korekta o klauzulę obronną z SRW, czyli o zaliczki.

3. Dług publiczny

3.1. PROJEKCJE DŁUGU PUBLICZNEGO – PERSPEKTYWA I KONSEKWENCJE PRZEKROCZENIA PROGU 60 PROC.

W okresie pandemii COVID-19 dług publiczny w Polsce zwiększył się do poziomu 57,9 proc. PKB (szczyt w na koniec I kw. 2020 r.). Potem obserwowaliśmy spadek relacji długu do PKB. Minimum zostało osiągnięte w I kw. 2023 r. Od tego momentu relacja długu systematycznie rośnie. W 2023 r. w skali całego roku, mimo wzrostu deficytu do 5,3% PKB, relacja długu do PKB zwiększyła się nieznacznie, tj. o 0,7 pkt. proc. PKB i wyniosła 49,5% PKB, wobec 48,8% na koniec 2022 r. **W 2024 r. przyrost długu był już znacznie większy i wyniósł 5,8 pkt. proc. PKB. Relacja na koniec 2024 r. wyniosła 55,3 proc. PKB.**

Relacja długu do PKB zmienia się pod wpływem różnych czynników.

Zgodnie z podejściem stosowanym przez Komisję Europejską¹⁶ zmiany relacji długu publicznego do PKB można zdekomponować na trzy podstawowe czynniki:

- deficyt pierwotny (ang. *primary deficit*)
- efekt „kuli śnieżnej” (ang. *snow-ball effect*, SBE)
- dostosowanie stanów i przepływów (ang. *stock-flow adjustment*, SFA).

Deficyt pierwotny to deficyt nominalny sektora instytucji rządowych i samorządowych pomniejszony o koszty obsługi długu (odsetki). Efekt „kuli śnieżnej” to statystyczny odpowiednik makroekonomicznego „r-g”, czyli różnicy odsetek i nominalnego wzrostu gospodarczego. Ten czynnik jest dekomponowany na relację odsetek do PKB, wpływ realnego wzrostu PKB na relację długu do PKB i wpływ inflacji (deflatora PKB) na tę relację. Te dwa ostatnie składają się na tzw. efekt „wyrastania” z długu publicznego. **W „wyrastaniu” relacji długu publicznego do PKB pomaga zarówno realny wzrost PKB, jak i inflacja, ponieważ mianownik tej relacji to nominalny PKB. Historia gospodarcza pokazuje, że po wojnach, kiedy zadłużenie krajów mocno zwykle rosło, po-**

mocna w „spłacie” długów wojennych była często właśnie wysoka inflacja. Jest jednak druga strona medalu „wyrastania” z długu poprzez inflację, tj. fakt, że inflacja jest „ukrytym podatkiem”. Zjada oszczędności społeczeństwa i oczywiście powoduje wiele innych, znanych z literatury ekonomicznej i z przeszłości, kosztów dla gospodarki. „Wyrastanie” poprzez inflację jest więc spłatą długu publicznego podatkiem, w tym wypadku ukrytym. Dodatkowo, długotrwałym okresem wysokiej inflacji towarzyszą wyższe rynkowe stopy procentowe, głównie na skutek wyższej premii za ryzyko lub bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Innymi słowy, obniżenie ścieżki długu dzięki wysokiej inflacji jest przynajmniej częściowo kompensowane przez wyższe koszty obsługi długu.

Wyrastanie z długu publicznego dzięki wzrostowi gospodarczemu odnosi się do scenariusza, w którym gospodarka danego kraju rozwija się szybciej niż narasta jego dług publiczny. Skutkuje to spadkiem wskaźnika zadłużenia do PKB w czasie, nawet jeśli bezwzględny poziom zadłużenia nadal rośnie.

Podsumowując, wśród czynników wpływające na zdolność do wyrastania z zadłużenia są wysoki i trwały wzrost gospodarczy, odpowiedzialna polityka budżetowa, wydatki rządowe i efektywne generowanie dochodów budżetowych, niższe stopy procentowe od długu publicznego zmniejszające koszty obsługi długu, korzystne globalne otoczenie gospodarcze sprzyjające zwiększeniu eksportu danego kraju i ogólnego wzrostu gospodarczego. Utrzymanie wysokiego tempa wzrostu w długim okresie może być jednak wyzwaniem ze względu na różne czynniki krajowe i międzynarodowe. Podobnie silna wola polityczna do utrzymania dyscypliny fiskalnej i unikania nadmiernych wydatków, zwłaszcza w okresach wyborów politycznych czy tak jak obecnie z wydatkami zbrojeniowymi, zgody politycznej co do konieczności skokowego zwiększenia pewnej kategorii wydatków, przy jednak dużo bardziej mglistym określeniu źródeł ich finansowania. W końcu, niespodziewane kryzysy gospodarcze lub wydarzenia globalne, jak obecnie wojny celno-handlowe prezydenta USA Donalda Trumpa, mogą wpływać negatywnie na wzrost gospodarczy, tym samym niwecząc strategię „wyrastania z długu”. **W sytuacji niskiego lub umiarkowanego wzrostu gospodarczego i niskiej inflacji, a z takimi zjawiskami prawdopodobnie będziemy mieli do czynienia w najbliższych latach, wyrastanie z długu się nie wydarzy. Potrzebne są rzeczywiste działania konsolidacyjne po stronie rządu.**

¹⁶ Debt Sustainability Monitor 2022, str. 107, 229.

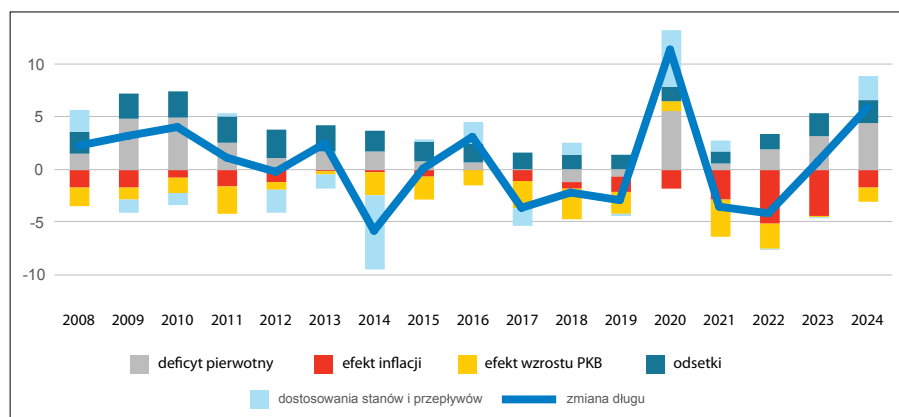
Jeżeli efekt „kuli śnieżnej” jest ujemny, czyli nominalny wzrost PKB jest wysoki w relacji do odsetek, to dług w relacji do PKB może maleć nawet jeżeli utrzymywany jest deficyt pierwotny. Jeżeli efekt „kuli śnieżnej” jest dodatni, to uruchamia się właśnie efekt „kuli śnieżnej”, czyli dług w relacji do PKB rośnie nawet jeżeli mamy zbilansowany budżet w części pierwotnej.

Dekompozycja zmiany relacji długu publicznego do PKB w latach 2019-2024 (pkt. proc. PKB)

Kategoria	j.m	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dług brutto	% PKB	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	55,3
Zmiana relacji długu	% PKB	-3,0	11,4	-3,6	-4,2	0,7	5,8
Effekt kuli śnieżnej	% PKB	-2,1	0,4	-5,3	-6,0	-2,4	-0,9
odsetki	% PKB	1,4	1,3	1,1	1,5	2,1	2,2
efekt inflacji	% PKB	-1,4	-1,8	-2,9	-5,1	-4,4	-1,7
efekt realnego wzrostu PKB	% PKB	-2,0	0,9	-3,5	-2,4	-0,1	2,3
Deficyt pierwotny	% PKB	-0,7	5,6	0,6	1,9	3,2	4,4
Dostosowanie stanów i przepływów	% PKB	-0,2	5,4	1,1	-0,1	-0,1	2,3
Implikowane odsetki	% długu (t-1)	3,0	2,9	2,2	3,4	4,7	4,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie EUROSTAT, AMECO

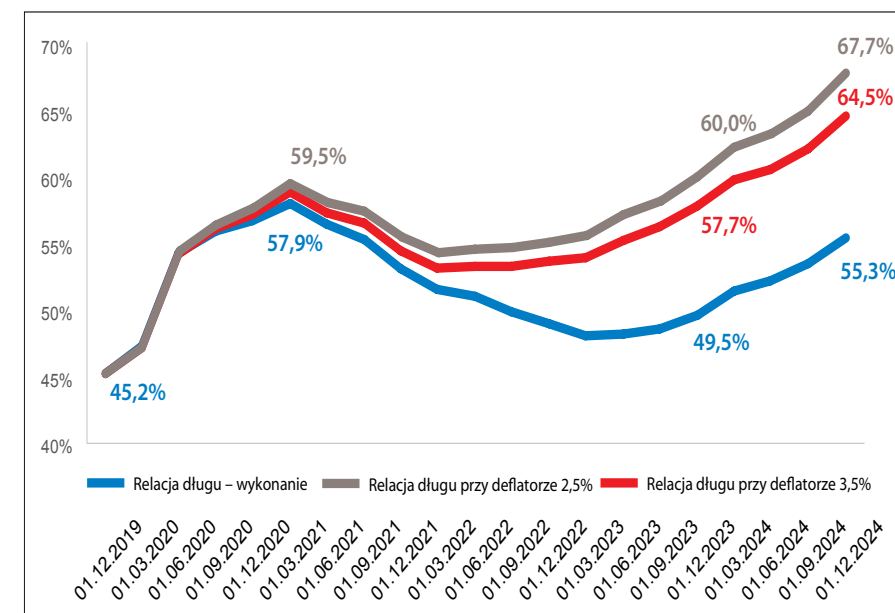
Dekompozycja zmiany relacji długu publicznego do PKB w latach 2008-2023 (pkt. proc. PKB)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych EUROSTAT, AMECO KE

W latach 2022-2023 wpływ „efektu inflacji” na relację długu był bardzo wysoki i wynosił ok. 5 pkt. proc. PKB. W okresach, kiedy inflacja pozostaje w przedziale celu inflacyjnego (1,5-3,5proc.) ten czynnik pomaga w redukcji relacji długu do PKB w wymiarze 0,6-1,7 pkt. proc. PKB. Oznacza to, że w latach 2022-2023 ten czynnik był nawet 3-krotnie wyższy niż w okresach stabilnej inflacji. W 2024 r. efekt wyrastania poprzez inflację zbliżył się do poziomów typowych dla stabilnej inflacji (1,7 pkt. proc. PKB), gdyż średnioroczny deflator PKB wyniósł 3,6 proc. r/r. Ten efekt zatem jeszcze zmaleje w nadchodzących kwartałach. Co jest istotnie, znacząco zmalał efekt „kuli śnieżnej”. W 2024 r. był on jeszcze ujemny, ale wyniósł zaledwie 0,9 pkt. proc. PKB, wobec średnio 4,6 pkt. proc. w latach 2021-2023. **Inflacja nie będzie już „spłacać” w sposób ukryty zadłużenia tak jak to było w latach poprzednich. Gdyby nie galopująca inflacja relacja długu do PKB byłaby na koniec 2024 r. znacząco wyższa.**

Relacja długu publicznego do PKB w zależności od poziomu inflacji (proc.)



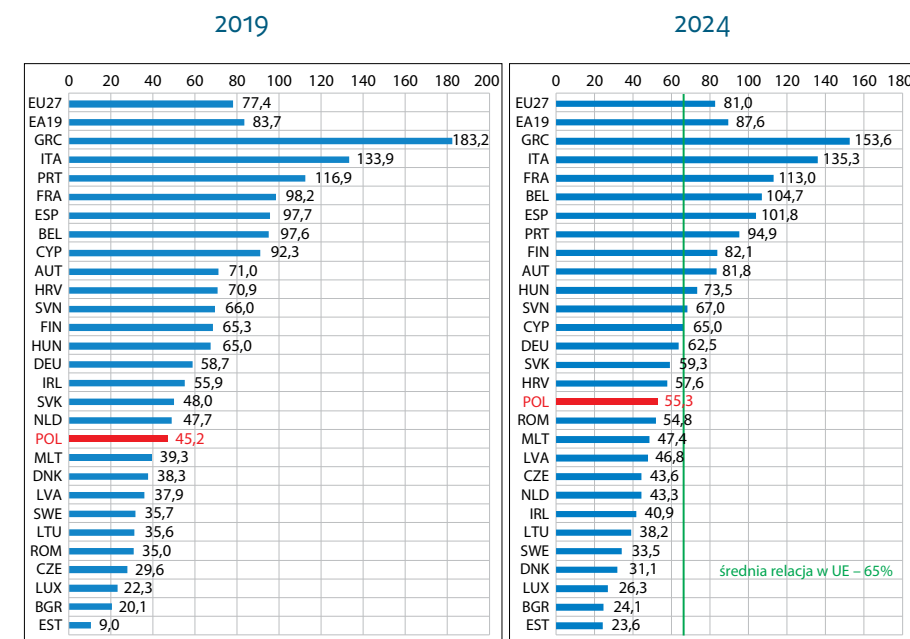
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i MF

Gdyby założyć, że w okresie od 2020 r. w Polsce nie występowała podwyższona inflacja tylko wynosi ona 2,5 proc., to relacja długu do PKB według metodologii UE w 2024 r. wyniosłaby niemal 68 proc. PKB, zamiast 55,3 proc. PKB. Byłaby wyższa o 12,4 pkt. proc. Gdyby inflacja kształtowała się na poziomie górnego przedziału celu (tj. 3,5%), to relacja długu do PKB według ESA2010 wyniosłaby 64,5 proc. PKB, byłaby wyższa o 9,2 pkt. proc. W obu przypadkach relacja ta by rosła od początku 2022 r.

W przeliczeniu nominalnym efekt „wyrastania” ponad cel inflacyjny to 336-453 mld zł licząc na koniec 2024 r. Tyle należałoby spłacić długu, aby zachować relację do PKB 55,3 proc. przy inflacji na poziomie celu inflacyjnego i jego dopuszczalnego pasma odchyłeń (2,5 proc. +/- 1 pkt. proc.). Aby spłacić tyle długu, przy stabilnej inflacji, podatek PIT czy VAT musiałby być drastycznie podniesiony. Nie stało się tak, bo społeczeństwo płaciło ukrytym podatkiem. To pokazuje jak bardzo korzystna dla budżetu jest wysoka inflacja, szczególnie w krótkim i średnim okresie.

Dzięki bardzo wysokiej inflacji w ostatnich latach relacja długu do PKB mogła utrzymywać się na umiarkowanym poziomie, choć dynamika długu jest jedną z najwyższych w całej UE. W 2019 r. pod względem najniższej relacji długu do PKB byliśmy na 11. miejscu. Było 10 krajów, które miały tę relację korzystniejszą niż Polska. W 2024 r. pod tym względem byliśmy na 13. miejscu, „awansowaliśmy” o dwie pozycje. Jeżeli spojrzymy na kraje niebędące w strefie euro, to nie wypadamy już tak dobrze: mamy drugi najwyższy dług publiczny w relacji do PKB, przed nami są tylko Węgry. Dług Polski porównywany jest często do łącznego długu w całej UE lub całej strefie euro, który wynosił odpowiednio w 2024 r. 81 i 87,6 proc. PKB. W tym porównaniu wypadamy korzystnie. Jednak trzeba mieć na uwadze, że ten dług jest zdominowany przez mocno zadłużone kraje Południa, gdzie w jednym koszyku jest grecki dług 153 proc. PKB i dług małej Estonii wynoszący 23 proc. PKB. Dlatego alternatywną miarą porównawczą może być właśnie pozycjonowanie Polski lub policzenie nieważonej, średniej relacji. Średnia, nieważona relacja długu do PKB w UE wynosiła na koniec 2024 r. 65 proc. Z kolei medianowa relacja to 57,6 proc. PKB. Z tej perspektywy już nie wypadamy tak korzystnie, jesteśmy blisko średniej.

Dług sektora finansów publicznych w krajach UE 2019 i 2024 r. (proc. PKB)

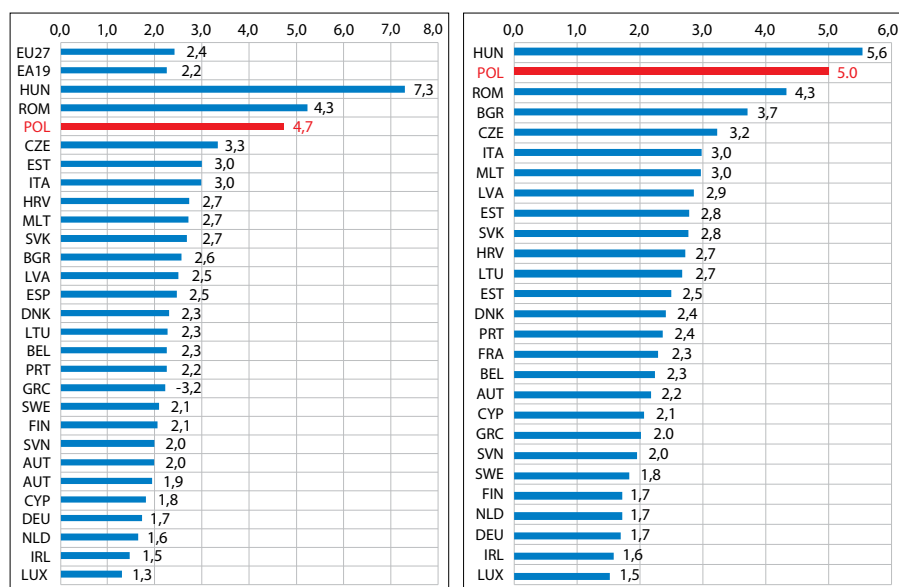


Źródło: KE, EUROSTAT

Zagrożenia dla finansów publicznych ujawniły się w 2022 r. i 2023 r. w kosztach obsługi długu, co sygnalizowaliśmy jako poważne ryzyko w poprzednich raportach. W IV kw. 2022 r. rentowności polskich obligacji dziesięcioletnich zbliżyły się do 9 proc., byliśmy blisko „scenariusza rumuńskiego” (groźba niewypłacalności z powodu kosztów obsługi długu), który także szczegółowo opisaliśmy w raporcie z 2021 roku. W 2023 r. rentowności obligacji 10-letnich obniżyły się znacząco, poniżej 6 proc. Jednak nawet jeżeli rentowności spadną to w kosztach obsługi długu ujawni się to w horyzoncie 4-5 lat. **Wynikowe, implikowane koszty obsługi długu (ang. *implicit interest*) w 2024 r. wyniosły 4,7 proc. i były trzecie najwyższe w całej UE, po Węgrzech i Rumunii. Według prognozy resortu finansów w notyfikacji fiskalnej wynikowe koszty obsługi długu wzrosną do 5 proc. w 2025 r. i będą drugie najwyższe w całej UE, po Węgrzech.**

Wynikowe koszty obsługi długu w latach 2024-2025 r.
(proc. długu z roku poprzedniego)

2024 (wykonanie) 2025 (prognoza rządowa)



Źródło: KE, EUROSTAT. W 2025 dla Belgii, Francji i Chorwacji przyjęto prognozę Komisji Europejskiej (jesień 2024 r.).

Definicje długu publicznego i progi ostrożnościowe

Cztery najbardziej popularne miary długu publicznego w Polsce to:

1. Państwowy dług publiczny (PDP) - obejmuje zobowiązania jednostek sektora finansów publicznych, zaklasyfikowanych do tego sektora zgodnie z ustawą o finansach publicznych, z następujących tytułów:

- wyemitowanych papierów wartościowych opiewających na wierzytelności pieniężne;

- zaciągniętych kredytów i pożyczek;
- przyjętych depozytów;
- wymagalnych zobowiązań;
- wynikających z odrębnych ustaw oraz prawomocnych orzeczeń sądów lub ostatecznych decyzji administracyjnych,
- uznanych za bezsporne przez właściwą jednostkę sektora finansów publicznych będącą dłużnikiem.

Państwowy dług publiczny oblicza się jako wartość nominalną zobowiązań jednostek sektora finansów publicznych po wyeliminowaniu wzajemnych zobowiązań między jednostkami tego sektora (czyli po tzw. konsolidacji¹⁷). PDP można podzielić na zadłużenie podsektora rządowego, zadłużenie podsektora samorządowego oraz zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych. PDP jest polską koncepcją, wyliczany zgodnie z polską metodologią, w szczególności kasowym ujęciem operacji budżetowych. Fakt istnienia krajowej definicji długu publicznego wynika z unikalnego w Polsce rozwiązania w postaci konstytucyjnego limitu 3/5 relacji długu publicznego do PKB, wprowadzonego Konstytucją RP z 1997 r. Obowiązująca w Polsce konstytucyjna reguła fiskalna oraz towarzyszące jej dodatkowe procedury ostrożnościowe i sanacyjne uruchamiane po przekroczeniu przez relację długu do PKB odpowiednio progów: 55% i 60% wymagały precyzyjnego ustawowego zdefiniowania sposobu liczenia państwowego długu publicznego oraz zakresu podmiotowego sektora finansów publicznych (zakres ten nie uległ zasadniczym zmianom od 1998 r., a więc od uchwalenia pierwszej ustawy o finansach publicznych). Państwowy dług publiczny (PDP, zadłużenie sektora finansów publicznych po konsolidacji) na koniec IV kwartału 2024 r. wyniósł 1 611,6 mld zł.

2. Dług Skarbu Państwa jest główną częścią PDP (92,9% na koniec 2024 r.) i głównym elementem zadłużenia podsektora rządowego (99,8% na koniec 2024 r.). Zadłużenie Skarbu Państwa na IV kwartału 2024 r. wyniosło 1 494, mld zł.

¹⁷ Debt Sustainability Monitor 2022, str. 107, 229.

3. Kwota określona w art. 38a ustawy o finansach publicznych ma zastosowanie w procedurach ostrożnościowych i sanacyjnych w przypadku przekroczenia progów długu określonych w ustawie oraz w określaniu wielkości korekty kwoty wydatków wyznaczanych zgodnie z stabilizującą regułą wydatkową, zdefiniowaną w ustawie. Kwota ustalona jest 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 NBP i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego i pomniejszona o kwotę wolnych środków służących finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnym roku budżetowym.

4. Definicja unijna długu publicznego to dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government*, według europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych ESA 2010) liczony jednolicie we wszystkich państwach Unii Europejskiej (w tym w Polsce). Unijna, memoriałowa (nie kasowa jak w przypadku PDP) metodologia liczenia długu publicznego wynika m.in. z traktatu z Maastricht zawierającego m.in. kryterium (konwergencji długu i deficytu oraz przewidującego procedurę nadmiernego deficytu (*Excessive Deficit Procedure – EDP*) w wypadku jego niespełnienia. Często ten dług nazywany jest w związku z tym długiem EDP. Podstawowe różnice pomiędzy kategoriami państwowy dług publiczny a dług sektora instytucji rządowych i samorządowych to aż pięć elementów: najbardziej istotny to zakres sektora finansów publicznych (np. fundusze umiejscowione w Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK) nie są zaliczane do sektora finansów publicznych, są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych), pozostałe różnice dotyczą tytułów dłużnych, wyceny zobowiązań wyrażonych w walutach obcych, długu potencjalnego, klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć infrastrukturalnych.

W konstytucji i ustawie o finansach publicznych określono dwa progi ostrożnościowe w zakresie relacji PDP do PKB:

1. Konstytucja RP zawiera zapis zakazujący przekraczania limitu zadłużenia publicznego w wysokości 60% (3/5) PKB. Zgodnie z Konstytucją nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji finansowych, które spowodowałyby przekroczenie tego limitu. Zgodnie z art. 74 ustawy o finansach publicznych Minister Finansów kontroluje przestrzeganie tej zasady.

2. Ustawa o finansach publicznych doprecyzowuje zapis konstytucyjny i zawiera dwa progi ostrożnościowe: 55% i 60%. Przekroczenie progu 55% przez relację PDP do PKB wymaga od Rady Ministrów szeregu działań, w tym m.in. na kolejny rok Rada Ministrów uchwała projekt ustawy budżetowej, w którym nie przewiduje się deficytu budżetu państwa lub przyjmuje się poziom różnicy dochodów i wydatków budżetu państwa, zapewniający, że relacja długu Skarbu Państwa do produktu krajowego brutto przewidywana na koniec roku budżetowego, którego dotyczy projekt ustawy, będzie się obniżać, po drugie nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej, a waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć poziomu odpowiadającego wzrostowi cen towarów i usług konsumpcyjnych, po trzecie Rada Ministrów dokonuje przeglądu wydatków budżetu państwa finansowanych środkami pochodzącymi z kredytów zagranicznych oraz przeglądu programów wieloletnich oraz przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu obniżenie relacji długu do PKB. Przekroczenie 60% dodatkowo wymaga od jednostek samorządu terytorialnego równoważenia budżetu (zakaz uchwalania budżetu z deficytem) a ponadto jednostki sektora finansów publicznych nie mogą udzielać nowych poręczeń i gwarancji.

Trzeba podkreślić, że do procedur ostrożnościowych i sanacyjnych zastosowanie ma kwota określona w art. 38a ustawy o finansach publicznych.

3.2. „RÓWNOLEGŁY BUDŻET” DO LIKWIDACJI

Od pierwszych edycji raportu „Zagrożenia nadmiernego długu publicznego” opisywano dezintegrację systemu finansów publicznych poprzez tworzenie

licznych funduszy, agencji, fundacji. Opisywano liczne, kreatywne triki służące zaniżaniu deficytu budżetu państwa, przykładowo proceder rozdawania obligacji zamiast dotacji, czyli proceder ukrywania wydatków. Jednak najpoważniejszym i fundamentalnym problemem systemowym jest istnienie przy BGK tzw. „równoległego budżetu” i w konsekwencji istnienie dwóch definicji długu. Rządy Zjednoczonej Prawicy (z wiodącą rolą PiS) uczyniły z funduszy pozabudżetowych, w szczególności tych prowadzonych przez Bank Gospodarstwa Krajowego, narzędzie prowadzenia budżetowej propagandy i realizacji partyjnych interesów poza konstytucyjną kontrolą parlamentu i społeczeństwa. Najbardziej jaskrawym przykładem jest Fundusz Przeciwdziałania COVID-19, który pierwotnie miał służyć walce z pandemią, lecz szybko przekształcił się w gigantyczny fundusz wydatkowy wykorzystywany do finansowania polityki klientelistycznej – w tym symbolicznych „czeków z tektury” wręczanych przez polityków PiS w kampaniach wyborczych. Brak przejrzystości, pominięcie procedur sejmowych oraz możliwość przesuwania znacznych kwot bez debaty publicznej sprawiły, że fundusze te stały się swoistą równoległą kasą państwa, służącą głównie celom politycznym rządzącej partii.

Aspekt sytuacji kryzysowej w systemie finansów publicznych szczegółowo opisali współautorzy niniejszego opracowania (Dudek i Kotecki) w raporcie „Stabilny i przejrzysty budżet pod kontrolą obywateli. Plan Naprawy Finansów Publicznych.”¹⁸, gdzie oprócz diagnozy przedstawiono 25 kompleksowych rekomendacji jak naprawić system finansów publicznych. Większość rekomendacji nie została jednak zrealizowana.

Niestety, pomimo zmiany większości parlamentarnej i rządu w 2023 r., nadal istnieją fundusze przepływowe przy Banku Gospodarstwa Krajowego. Program wydatkowy przy Polskim Funduszu Rozwoju nie jest kontynuowany od 2021 roku, ale nadal tam są ponoszone koszty odsetkowe od starego długu, które nie są uwzględniane w budżecie państwa. W BGK mamy już 20 funduszy i programów. Niestety, nie został zlikwidowany żaden fundusz w BGK ani nie słychać o jakichkolwiek pracach mających na celu konsolidację tych funduszy. Wręcz przeciwnie rozważa się nawet tworzenie nowych funduszy.

¹⁸ Dudek S., Kotecki L. (2023). Stabilny i przejrzysty budżet pod kontrolą obywateli. Plan Naprawy Finansów Publicznych. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów / Instytut Finansów Publicznych. https://www.ifp.org.pl/wp-content/uploads/2024/04/Stabilny-i-przejrzysty-budzet_Plan-naprawy.pdf

Tych funduszy nie powinno się nazywać funduszami pozabudżetowymi. Ta nazwa powinna być zarezerwowana dla państwowych funduszy celowych, które są powoływane na mocy ustawy o finansach publicznych, np. Fundusz Ubezpieczeń Społecznych, który wypłaca renty i emerytury, czy Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska. Te są dołączone w sposób wiążący do ustawy budżetowej i nie mogą zaciągać długu.

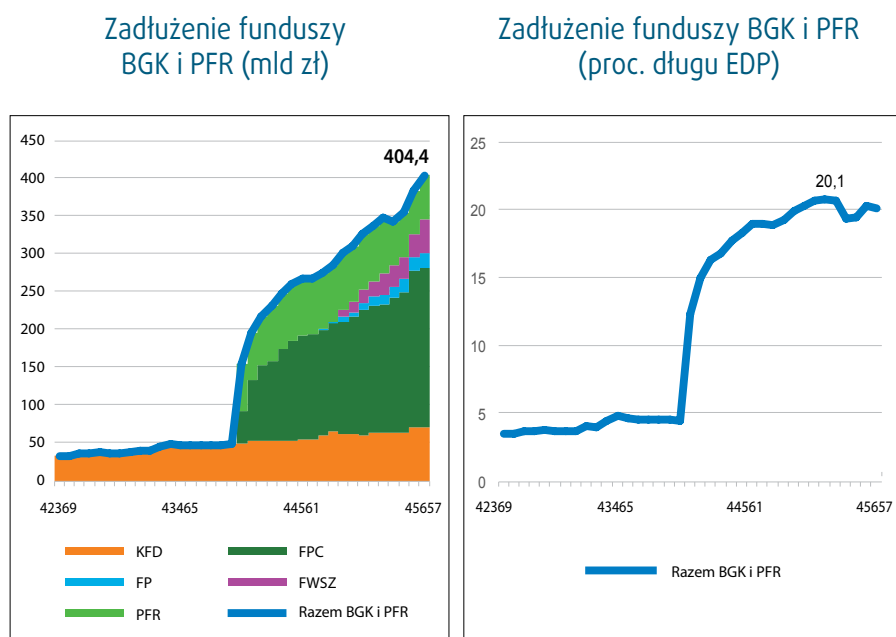
Fundusze w BGK są często porównywane do pozabudżetowego funduszu zbrojeniowego, czy funduszu wspierania gospodarki w Niemczech. To nieporozumienie i nadużycie. Pojawiały się głosy, że FWSZ (Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych przy BGK) powstał na wzór niemiecki, jednak jest to nieprawda albo nieporozumienie. Niemcy mają fundusz, który ma limit wydatkowy, nie emituje własnego długu i jest finansowany z niemieckich obligacji rządowych (Bundów) oraz podlega wszystkim procedurom i publicznej kontroli. A co najważniejsze jego wydatki są formalnym załącznikiem niemieckiej ustawy budżetowej, ba nawet są wymienione na pierwszej stronie tej ustawy, w pierwszym artykule. Niemieckie fundusze są odpowiednikami polskich państwowych funduszy celowych, w żadnym wypadku nie są porównywalne do tych przy BGK.

Te w BGK to fundusze pseudopozabudżetowe, nie opisane w ustawie o finansach publicznych i nie występujące w innych systemach finansów publicznych. Plany finansowe tych funduszy nie są dołączane do ustawy budżetowej. Parlament nie zatwierdza więc wydatków i zadłużenia tych funduszy. Niestety, na 2025 r. w tych funduszach zaplanowano ponad 155 mld zł wydatków i wszystko wskazuje na to, że będą kontynuowane w kolejnych latach. Tych wydatków nie ujęto w deficycie budżetu państwa. Te wydatki nie są pod formalną kontrolą parlamentu. Chcąc zmienić plan finansowy funduszu w BGK nie trzeba uzyskać akceptacji parlamentu czy komisji sejmowej. Te fundusze to w istocie „równoległy budżet”, „neo-budżet” funkcjonujący formalnie poza ustawą budżetową. Dług w tych funduszach przekroczył już 400 mld zł. Według projektu nowego budżetu w 2025 r. wyniesie on ponad 450 mld zł, a do 2028 wzrośnie do ponad 606 mld zł.

Niestety, w tym aspekcie wykonano tylko pewne ruchy pozorowane. Co jest pozytywne: Bank Gospodarstwa Krajowego publikuje plany i sprawozdania

z realizacji planów tych funduszy, czyli przynajmniej mamy jawność. Kolejna zmiana to pokazanie planów tych funduszy w części opisowej ustawy budżetowej. Te inicjatywy należy ocenić pozytywnie, jednak nie załatwiają one problemu formalnej kontroli parlamentarnej jak i kwestii praworządności w finansach publicznych.

**Skala i źródła różnic
pomiędzy długiem EDP a państwowym długiem publicznym (PDP)
z tytułu zadłużenia funduszy przy BGK i PFR**



Uwaga: PDP – państwowy dług publiczny (metodologia krajowa), EDP – dług obliczony według metodologii unijnej (ESA 2010), na potrzeby procedury nadmiernego deficytu.
Źródło: Ministerstwo Finansów

Tu na marginesie należy podkreślić, że jawność nie jest tożsama z przejrzystością. Jawność oznacza, że dane są publicznie dostępne, natomiast przejrzystość zakłada ich klarowne i zrozumiałe przedstawienie. Pokazanie skomplikowanych planów, bez zliczenia deficytu w tych funduszach to nie jest wciąż pełna przejrzystość.

Mamy większą, choć nie pełną jawność, nadal nie mamy przejrzystości, a na pewno nie ma kontroli parlamentarnej i respektowania zasady jedności zarządzania finansami publicznymi poprzez ustawę budżetową, co jest chronione przez Konstytucję w art. 219. Treść tego artykułu mówi, że „Sejm uchwała budżet państwa na rok budżetowy w formie ustawy budżetowej”. Tu nie trzeba być konstytucjonalistą, aby wiedzieć, że na gruncie art. 219 Konstytucji „ustawa budżetowa” jest podstawowym planem finansowym państwa.

Stwierdzenie „w formie ustawy budżetowej” powinno zamykać wszelkie dywagacje. Wysyłanie rzekomo pełnych danych budżetowych do Eurostatu nie spełnia zapisu „w formie ustawy budżetowej”. Prezentowanie danych w biuletynach statystycznych na stronach internetowych resortu finansów, GUS, czy BGK nie spełnia zapisu „w formie ustawy budżetowej”. Pokazanie tych planów w niewiążącej części opisowej ustawy, tj. w uzasadnieniu, nie spełnia zapisu „w formie ustawy budżetowej”. Konstytucjoniści nazywają tę zasadę, zasadą „podstawowości budżetu”: „Podstawowość budżetu jako aktu zarządzania finansowego państwem lub inną wspólnotą oznacza tym samym, iż plan ten musi zawierać wszystkie dochody i wydatki publiczne tej wspólnoty, a przynajmniej wszystkie te, które są niezbędne do wypełniania funkcji i zadań publicznych danej wspólnoty, gwarantowanych przez odrębne akty normatywne (wymaganie powszechności planowania)”¹⁹.

A jeżeli to nie wystarczy, to mamy wprost opis sytuacji, kiedy naruszony jest art. 219 Konstytucji: „Pominięcie w ustawie budżetowej planów finansowych państwowych jednostek organizacyjnych wykonujących zadania publiczne o znaczeniu podstawowym dla oceny wykonywania przez państwo swoich konstytucyjnych i ustawowych funkcji albo nadanie tym planom informacyjnego, niewiążącego znaczenia prowadzi wprost do naruszenia art. 219 ...”²⁰.

Publikowanie planów funduszy BGK w części opisowej projektu czy na stronach BGK nie czyni zadość powyższym zasadom. Plany te nie są zawarte w wiążącej części „artykułowej” ustawy w przeciwieństwie do funduszy niemieckich, które są na pierwszej stronie ustawy. Parlament zatwierdza i głosu-

¹⁹ Dębowska-Romanowska T. w Konstytucja RP. Komentarz, red. Safjan M., Bosek L., 2016.

²⁰ Tamże

je wyłącznie część artykułową ustawy wraz z tabelarycznymi załącznikami, którą do podpisu dostaje Prezydent. Nie ma tam ujętych funduszy przy BGK.

Oprócz aspektu konstytucyjnego, który jest fundamentalny, jest aspekt ekonomiczny, który w istocie należy traktować jako niegospodarność w zarządzaniu finansami publicznymi. Koszty obsługi długu w „równoległym budżecie” są wyższe niż gdyby te wydatki były finansowane przez emisję skarbowych papierów wartościowych (SPW). Łączne, dodatkowe koszty obsługi długu wyemitowanego dotychczas przez BGK i PFR będą wyższe aż do zapadalności o prawie 20 mld zł, w porównaniu do sytuacji gdyby ten dług był finansowany skarbowymi papierami wartościowymi.

Obecna kontynuowana praktyka finansowania części wydatków państwa z pominięciem ustawy budżetowej – poprzez fundusze tworzone przy Banku Gospodarstwa Krajowego – budzi poważne wątpliwości konstytucyjne. To zjawisko, coraz częściej określane mianem „neo-budżetu”, może być porównywane do wcześniejszych przykładów obchodzenia ustrojowych mechanizmów państwa prawa, takich jak powołanie tzw. neo-KRS czy paraliż Trybunału Konstytucyjnego. Jednak podejście do naprawy ładu instytucjonalnego w obu przypadkach jest skrajnie odmienne.

Nowa większość parlamentarna uznaje, że niektórych instytucji – jak obecny Trybunał Konstytucyjny – nie da się naprawić poprzez ich bieżące działanie, dlatego powstrzymuje się od obsadzania ich składów. Podobnie, Minister Sprawiedliwości nie organizuje konkursów na sędziów, które musiałyby przechodzić przez wadliwą Krajową Radę Sądownictwa. Jest to forma odmowy legitymizowania rozwiązań niezgodnych z duchem Konstytucji. **Tymczasem w przypadku finansów publicznych, mechanizmy omijania ustawy budżetowej nadal są aktywne, a dług publiczny zaciągany przez fundusze przy BGK rośnie.**

To oznacza sankcjonowanie wadliwych konstytucyjnie mechanizmów w obszarze finansów publicznych. O ile zrozumiałe jest, że z dnia na dzień nie da się włączyć „starego” wypchniętego poza nawias długu, to kompletnie niezrozumiałe jest zaciąganie nowego długu w tych funduszach i rozwijanie „równoległego budżetu” w BGK czy brak propozycji rozwiązania tego problemu.

W tym kontekście pojawia się ryzyko deliktu konstytucyjnego w związku innym art. Konstytucji, tj. art. 216, który stanowi, że wartość państwowego długu publicznego (PDP) nie może przekroczyć 3/5 PKB. **Wszelkie analizy wskazują na to, że dług publiczny według pełnej metodologii europejskiej już w 2026 r. przekroczy 60 proc. PKB i pozostanie powyżej tego poziomu do końca przyszłej dekady. Jak pokazano na powyższym wykresie niemal 1/5 pełnego, prawdziwego długu nie jest ujmowana w PDP, co „sztucznie” spowoduje, że limity z ustawy o finansach publicznych, o których mowa w ramce na stronie 30. naszego raportu (Definicje długu publicznego i progi ostrożnościowe), nie zostaną przekroczone.**

To nie jest wyłącznie kwestia techniczna czy statystyczna. Od tego rodzaju „niuansów” zależy stabilność finansów publicznych oraz zaufanie obywateli do państwa i jego reguł gry. Jeżeli konstytucyjny limit można formalnie ominąć, przesuwając niemal 20 proc. długu do quasi-budżetowych struktur, to trzeba zadać pytanie, czy nie dochodzi do konstytucyjnego deliktu. Wyobraźmy sobie sytuację, że całe zadłużenie państwa wypychamy do plejady funduszy BGK i tworzymy tam jeszcze jakieś nowe. I co? Mamy dług (zero procent) PKB? Czy takie rozwiązanie dopuszczali konstytucjonaliści, którzy mieli na uwadze stabilność finansów publicznych? Dla wszystkich będzie oczywiste, że prawdziwy dług przekroczy 60 proc. PKB.

To nie jest już spór księgowy. To pytanie o granice uczciwości państwa wobec własnych obywateli, to pytanie o praworządność. Jak obywatele mają zrozumieć trudne niuanse przywracania praworządności, w tym w finansach publicznych, kiedy w tak podstawowej sprawie, jak limit konstytucyjnego długu, rząd wmawia im, że 60 proc. to w rzeczywistości 45 proc.?

Ta sytuacja wymaga rozwiązania. Brak praworządności w finansach publicznych jest zagrożeniem. Należy poszukiwać zgodnych z Konstytucją rozwiązań w zakresie finansowania zbrojeń, konieczne jest wygaszenie funkcjonowania „równoległego budżetu”. Takie rozwiązania przedstawiono we wspomnianym wyżej planie naprawy finansów z grudnia 2023 r. „Stabilny i przejrzysty budżet pod kontrolą obywateli. Plan Naprawy Finansów Publicznych.” Zgodnie z pierwszą, fundamentalną rekomendacją w tym raporcie dotychczas zaciągnięte zobowiązania PFR i BGK należy pozostawić w biernym zarządzaniu.

Należy utworzyć tymczasowy fundusz pomostowy (Fundusz Restrukturyzacji Zadłużenia BGK i PFR), który będzie obsługiwał ten dług aż do zapadalności. Fundusz ten będzie zasilany środkami budżetowymi. Wykup będzie następował stopniowo na podstawie emisji skarbowych papierów wartościowych (SPW). Oznacza to stopniowe wygaszanie różnicy podmiotowej między długiem publicznym według metodologii krajowej i metodologii unijnej. Równolegle w krajowych regułach fiskalnych należy stosować unijną definicję długu publicznego z przepisem przejściowym, który pozwala odliczać od tego zadłużenia spłatę narosłego, starego długu pozabudżetowego. Fundusze i programy w BGK należy włączyć do budżetu państwa lub przekształcić w państwowe fundusze celowe lub jednostki finansów publicznych zgodne z ustawą o finansach publicznych.

Ewentualnie przy BGK mogą funkcjonować jedynie fundusze, które nie generują wydatków, a służą do obsługi instrumentów pożyczkowych (np. Fundusz Kredytów Studenckich). Wtedy takie fundusze należy włączyć pod rygory ustawy o finansach publicznych (ufp) jako nowy rodzaj podmiotu (w art. 9 ufp). Fundusze, które pozostaną przy BGK muszą w pełni podlegać rygorom i procedurom z ustawy o finansach publicznych. Oczywiście takie fundusze nie będą mogły zaciągać własnego długu.

Obligacje w NBP

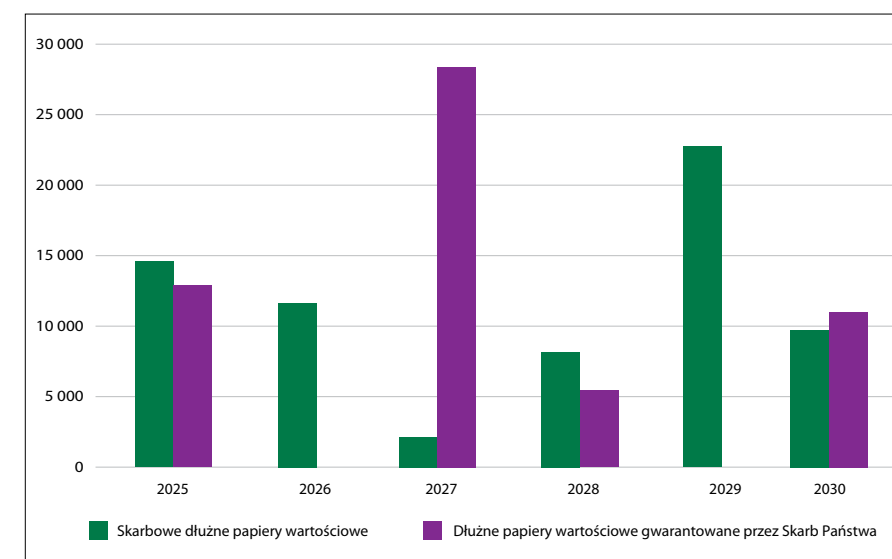
W okresie 2020-2021 (okres COVID-19) NBP dokonywał operacji skupu obligacji skarbowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa w ramach tzw. strukturalnych operacji otwartego rynku. W efekcie skupiono obligacje o wartości ponad 140 mld. Część z nich już zapadła i zostało wykupionych przez emitentów, jednak wciąż w NBP pozostaje ponad 126 mld zł. Ich wykupy będą trwały do 2030 r. Przedstawianie do wykupu obligacji przez bank centralny jest z punktu widzenia polityki pieniężnej zacieśnianiem ilościowym. Z punktu widzenia Skarbu Państwa (emitenta i gwaranta obligacji w zasobie NBP) jest to jednak dodatkowy problem, ponieważ wymaga wyemitowania dodatkowego długu i znalezienia na niego nabywców poza bankiem centralnym.

Posiadane przez NBP dłużne papiery wartościowe na 31.12.2024 według terminów zapadalności

w mln PLN	Wykup dłużnych papierów wartościowych w wartości nominalnej						
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Razem
Skarbowe dłużne papiery wartościowe	14 587,5	11 579,5	2 117,9	8 127,0	22 615,3	9 747,1	68 774,2
Dłużne papiery wartościowe gwarantowane przez Skarb Państwa	12 838,6	–	28 267,4	5 449,1	–	10 907,5	57 462,6
Razem	27 426,1	11 579,5	30 385,3	13 576,1	22 615,3	20 654,8	126 236,8

Źródło: MF, NBP

Obligacje w NBP (w mln PLN)



Źródło: MF, NBP

3.3. WYPYCHANIE KREDYTU W GOSPODARCE?

Efekt wypierania jest kluczowym pojęciem w analizie polityki fiskalnej, podkreślającym potencjalny kompromis między wydatkami rządowymi a działalnością sektora prywatnego. Jego wielkość i znaczenie zależą w dużej mierze od stanu gospodarki, wrażliwości stóp procentowych i sposobu wykorzystania funduszy rządowych. Efekt wypierania kredytu w gospodarce występuje, gdy zwiększone wydatki lub pożyczki rządowe zmniejszają inwestycje lub konsumpcję sektora prywatnego. Zazwyczaj, gdy rząd zaciąga wysokie pożyczki w celu sfinansowania swoich wydatków, zwiększa to popyt na kredyt i może prowadzić do wyższej inflacji, co może prowadzić do wzrostu stóp procentowych. Wyższe stopy procentowe sprawiają, że pożyczki stają się droższe dla firm i osób prywatnych, zniechęcając do prywatnych inwestycji i wydatków. W rezultacie działalność gospodarcza sektora prywatnego jest „wypierana” (*crowding out*) przez działania sektora publicznego. Na przykład, jeśli rząd emituje obligacje w celu sfinansowania deficytu, konkuruje z prywatnymi pożyczkobiorcami o dostępne fundusze. Może to prowadzić do zmniejszenia inwestycji biznesowych np. w fabryki lub sprzęt, lub do zmniejszenia wydatków konsumenckich na duże przedmioty, takie jak domy lub samochody.

Istnieją dyskusje na temat jego dotkliwości. Niektórzy twierdzą, że w silnej gospodarce (gdy gospodarka działa na pełnych obrotach lub w ich pobliżu) wypieranie jest bardziej wyraźne, ponieważ zasoby są już w pełni wykorzystane. Inni zauważają, że w recesji, przy niewykorzystanych zasobach, wydatki rządowe mogą nie wypierać działalności prywatnej tak bardzo, ponieważ mogą stymulować popyt bez znaczącego podnoszenia stóp procentowych. W czasie recesji lub w przypadku nadwyżki mocy produkcyjnych wypieranie jest mniej prawdopodobne, a wydatki rządowe mogą nawet „przyciągać/wspierać” (*crowd in*) inwestycje prywatne, zwiększając popyt i zatrudnienie.

Podsumowując, efekt wypychania kredytu w gospodarce wynika z oddziaływania zadłużającego się silnie rządu na stopy procentowe (rosnące lub wolniej spadające), które mogą powodować, że niektóre projekty kapitałowe, które

byłyby opłacalne przy niższych stopach procentowych, stają się nieopłacalne, co prowadzi firmy do ograniczenia lub opóźnienia inwestycji. Zaciąganie pożyczek przez rząd może pochłonąć znaczną część zdolności kredytowej gospodarki, dodatkowo ograniczając fundusze dostępne dla projektów sektora prywatnego.

W przypadku Polski, podatek bankowy w kształcie funkcjonującym w Polsce (patrz Ramka 3. poniżej) silnie wzmacnia efekt wypychania kredytu w gospodarce. Dodatkowo, krótkookresowo nie ma zainteresowanych by domagać się zmiany tej sytuacji, bowiem zarówno bankom jak i regulatorowi taka sytuacja odpowiada, jest dla nich wygodna: banki inwestują w atrakcyjne i bezpieczne obligacje, a rząd ma przestrzeń do lokowania długu. W długim okresie jednak może prowadzić do wielu niepożądanych zjawisk i efektów: wyższych stóp procentowych, niższego wzrostu gospodarczego, suboptymalnej jego struktury, nadmierne zaangażowanie banków w obligacje skarbowe z wszelkiego rodzaju ryzykami stabilnościowymi z tym związanymi, itp.

Podatek bankowy i jego konsekwencje

Podatek bankowy w Polsce na tle innych krajów UE wyróżnia jego charakter fiskalny oraz relatywnie duża wysokość. W większości krajów UE, które wprowadziły podatek bankowy, jego podstawą są pasywa pomniejszone o kapitały własne i depozyty. Taka konstrukcja podatku zniechęca banki do korzystania z mniej stabilnych źródeł finansowania. Polska, Rumunia i Węgry zdecydowały się na opodatkowanie aktywów bankowych, choć z różnym zakresem wyłączeń. Wprowadzenie podatku bankowego, jak każda interwencja publiczna wpływa na zachowanie banków i wyniki makroekonomiczne. W tym kontekście mówi się o co najmniej trzech kluczowych kwestiach: wpływie podatku bankowego na poziom akcji kredytowej, modyfikacji modeli biznesowych banków po wprowadzeniu podatku oraz przenoszeniu kosztów na klientów banku.

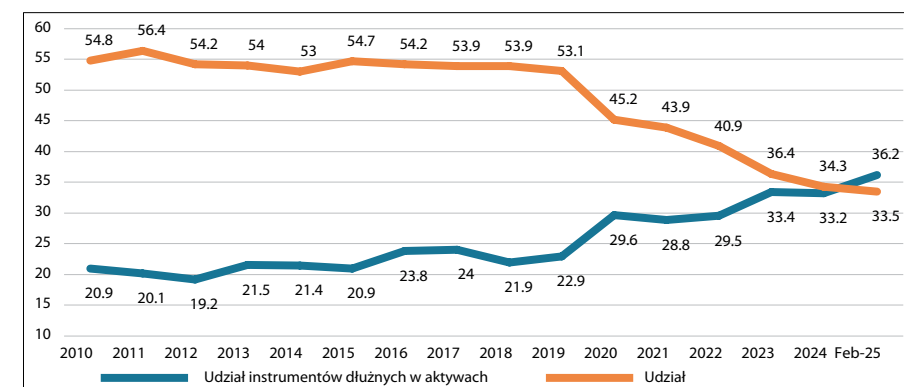
Po pierwsze, w Polsce od momentu wprowadzenia podatku bankowego widoczny jest silny spadek akcji kredytowej. Wyodrębnienie wpływu samych zmian podatkowych jest utrudnione ze względu na ilość wstrząsów, których doświadczyła polska gospodarka w okresie między jego wprowadzeniem a dniem dzisiejszym. Wyniki niektórych badań²¹ wskazują na istotny spadek dynamiki kredytu, szczególnie w segmencie kredytów hipotecznych: w długim okresie podatek bankowy może obniżyć dynamikę kredytu dla sektora prywatnego nawet o 1 pkt. proc. kwartalnie. Wskazuje się też na negatywny wpływ podatku na wysokość oprocentowania depozytów przedsiębiorstw i potencjalnie wyższe oprocentowanie kredytów mieszkaniowych.

Po drugie struktura podstawy opodatkowania objętej podatkiem bankowym determinuje podejście banku do zarządzania aktywami i/lub strukturą pasywów, tym samym wpływając na modyfikację modeli biznesowych banków. Banki zwiększają zaangażowanie w aktywa zwolnione z podatku, co potwierdzają wnioski z badań na rynku polskim. Wprowadzenie podatku bankowego w Polsce skutkowało wzrostem udziału zwolnionych z podatku obligacji skarbowych w portfelach polskich banków, przesunięciem środków z papierów wartościowych NBP na obligacje skarbowe.

Po trzecie, nastąpiło przeniesienie kosztów podatku na klientów. Wprowadzenie podatku bankowego w Polsce przyczyniło się do wzrostu oprocentowania kredytów, jednak siła efektu zależała od typu kredytu. W największym stopniu dotknęło to kredytów hipotecznych. Zjawisko przerzucania kosztów podatku bankowego na klientów okazuje się silnie skorelowane z wielkością banków. Co do zasady jest ono tym silniejsze, im wyższa siła rynkowa banków, mniejsza elastyczność popytu na kredyty i niższa konkurencja na rynku bankowym.

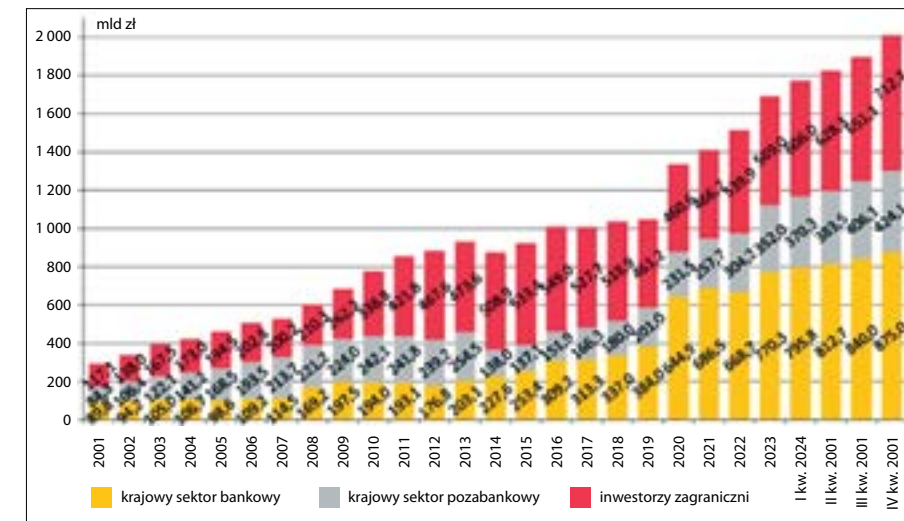
²¹ Borsuk, M., Przeworska, J., Saunders, A., Serwa, D., (2024). *The macroeconomic costs of the bank tax*, *Journal of Financial Stability*, Volume 72, <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2024.101262>.

Udział kredytów dla sektora niefinansowego i instrumentów dłużnych w aktywach sektora bankowego



Źródło: Związek Banków Polskich

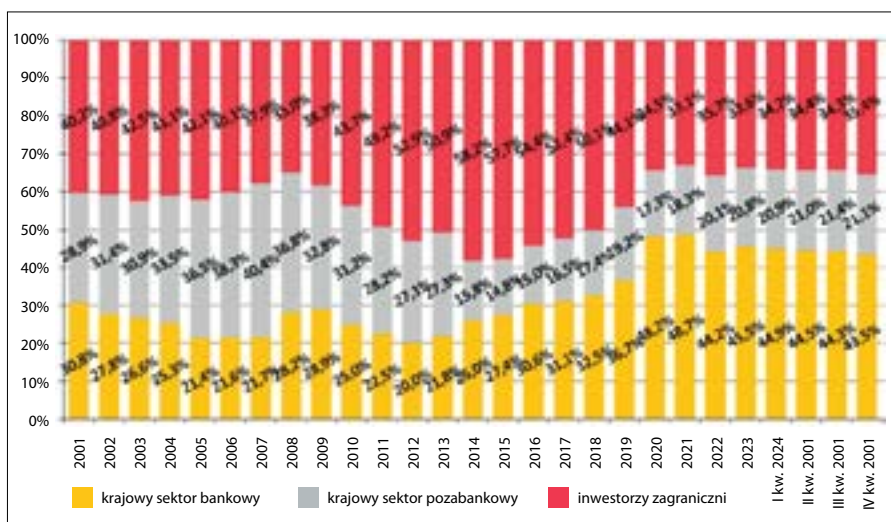
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych według kryterium rezydenta²²



Źródło: Ministerstwo Finansów

²² Podział na inwestorów krajowych i zagranicznych. Krajowi inwestorzy dodatkowo są podzieleni na sektor bankowy i pozabankowy.

Struktura długu sektora instytucji rządowych i samorządowych według kryterium rezydenta



Źródło: Ministerstwo Finansów

4. Rynkowe uwarunkowania zarządzania długiem publicznym w latach 2024-25

4.1 SYTUACJA NA ŚWIECIE

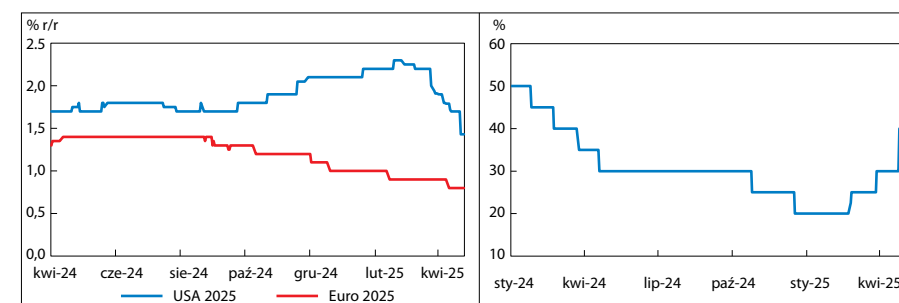
Możliwość finansowania potrzeb pożyczkowych polskiego budżetu zależy między innymi od gotowości inwestorów do zakupu obligacji, na co z kolei wpływają nie tylko czynniki krajowe, lecz również zmiany nastrojów na światowych rynkach finansowych. W trakcie 2024 r. oraz w pierwszych miesiącach 2025 r. głównym wyznacznikiem zmian nastrojów na światowych rynkach finansowych, decydującym o skali oraz tempie napływu kapitału na rynki długu, była sytuacja

gospodarcza w Stanach Zjednoczonych. W 2024 r. oczekiwania ekonomistów dotyczące tempa wzrostu amerykańskiej gospodarki ulegały stopniowej poprawie, a prognozy aktywności gospodarczej były systematycznie rewidowane w górę. O ile jeszcze na początku minionego roku konsensus prognoz zakładał około 50 proc. prawdopodobieństwo wystąpienia recesji w Stanach Zjednoczonych, pod koniec roku szanse te były już szacowane na zaledwie 20 proc.

Inwestorzy z czasem zaczęli z większym przekonaniem podchodzić do możliwości tzw. miękkiego lądowania amerykańskiej gospodarki – scenariusza, w którym obniżenie inflacji do akceptowalnych poziomów jest możliwe bez wywoływania recesji. Sytuacja ta początkowo sprzyjała amerykańskiemu rynkowi długu, dzięki czemu rentowności obligacji rządowych Stanów Zjednoczonych (Treasuries) stopniowo obniżały się, aż do września 2024 r. Poprawa nastrojów na rynku Treasuries pozytywnie wpływała na popyt na obligacje również w innych krajach.

Konsensus prognoz wzrostu PKB na 2025 rok

Prawdopodobieństwo wystąpienia recesji w USA (konsensus rynkowy)



Źródło: Bloomberg

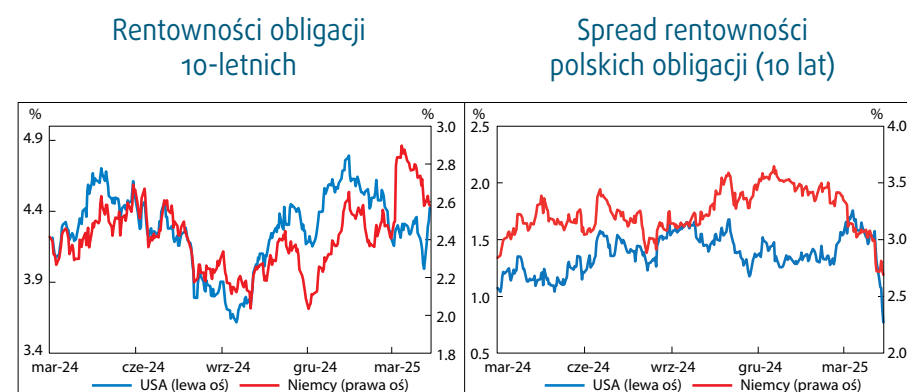
Istotną zmianę w tych tendencjach przyniosły wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych w IV kwartale 2024 r. Nowe priorytety polityki gospodarczej i zagranicznej administracji amerykańskiej skoncentrowały się na kilku elementach, które miały wpływ na oczekiwania inwestorów dotyczące inflacji, wzrostu gospodarczego oraz sytuacji fiskalnej. Po pierwsze, nowa administracja zapowiedziała obniżki podatków, co oznaczałoby utrzymanie bardzo wysokiego deficytu fiskalnego i potrzeb pożyczkowych w Stanach Zjednoczonych oraz wiązałoby się z relatywnie wyższym ryzykiem inflacyjnym. Biorąc pod

uwagę, że deficyt fiskalny już w latach 2023-2024 kształtował się w granicach 6-7 proc. PKB, dodatkowe poluzowanie budżetowe było postrzegane przez uczestników rynku jako poważne zagrożenie.

Obawy przed efektami planowanych cięć w podatkach doprowadziły do znacznego wzrostu rentowności amerykańskich obligacji między trzecim kwartałem 2024 r. i pierwszym kwartałem 2025 r., przy czym wzrost dotyczył w większym stopniu obligacji o dłuższym terminie zapadalności, prowadząc do zwiększenia nachylenia krzywej rentowności.

Drugim i kluczowym elementem programu amerykańskiej administracji, który zaważył na nastrojach rynkowych była decyzja o wprowadzeniu wysokich ceł na import, obejmując praktycznie wszystkich partnerów handlowych Stanów Zjednoczonych. Dodatkowymi stawkami objęto również wybrane towary, w tym między innymi stal, aluminium oraz samochody. W rezultacie tych zmian efektywna stawka celna w Stanach Zjednoczonych miała wzrosnąć z 2,2 proc. do około 25 proc., a więc do poziomów ostatni raz notowanych na początku XX wieku.

W ocenie inwestorów decyzje amerykańskiej administracji mogłyby potencjalnie doprowadzić do znacznego wzrostu inflacji w Stanach, zwiększając obawy o możliwość głębokiego globalnego spowolnienia gospodarczego oraz recesji w amerykańskiej gospodarce. Przejawem tego była seria obniżek prognoz wzrostu gospodarczego w pierwszych miesiącach roku dokonywana przez

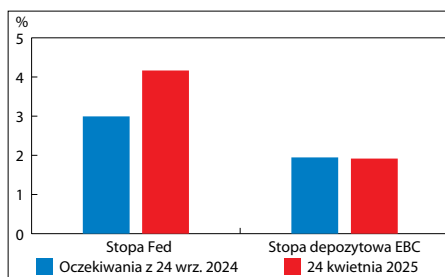
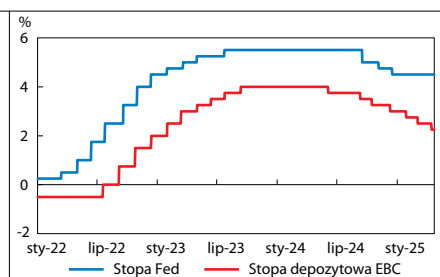


Źródło: Bloomberg

Międzynarodowy Fundusz Walutowy oraz banki inwestycyjne. Co więcej, niepewność dotycząca kierunku polityki gospodarczej Stanów Zjednoczonych oraz osłabienie dolara sprawiły, że pomimo znacznego wzrostu awersji do ryzyka rentowności amerykańskich obligacji zaczęły ponownie rosnąć.

Zmiany o charakterze geopolitycznym wywołane wyborami w Stanach Zjednoczonych miały pośrednio istotny wpływ również na europejskie rynki obligacji. Obawy dotyczące możliwego ograniczenia militarnej obecności Stanów Zjednoczonych w Europie były jednym z powodów ogłoszenia przez Komisję Europejską na początku 2025 r. programu *ReArm Europe*, mającego za zadanie wspieranie zwiększonych wydatków obronnych w Unii Europejskiej, między innymi poprzez częściowe poluzowanie reguł fiskalnych. Jednocześnie niemieckie władze zaproponowały, a Bundestag zaakceptował przełomowy pakiet fiskalny, który przewidywał między innymi redukcję ograniczeń dotyczących niemieckich wydatków na zbrojenia oraz stworzenie funduszu infrastrukturalnego na kwotę 500 mld euro. Znaczne złagodzenie gorsetu fiskalnego w Europie, a przede wszystkim w Niemczech, stanowiło podstawę do odejścia od wieloletniej relatywnie restrykcyjnej polityki gospodarczej w strefie euro. Doprowadziło to do gwałtownego wzrostu rentowności obligacji europejskich rządów, który trwał do momentu ogłoszenia nowych ceł przez amerykańską administrację. Szok w postaci podwyższonych ceł doprowadził ostatecznie do obniżenia rentowności europejskich obligacji.

Na sytuację na rynkach obligacji wpływały również decyzje władz monetarnych. Stopniowy spadek inflacji stworzył w 2024 r. przestrzeń do obniżek stóp procentowych przez amerykański Fed oraz Europejski Bank Centralny, a jedynym dużym bankiem centralnym, który w tym czasie zacieśniał politykę pieniężną był Bank Japonii. Ostatecznie jednak perspektywa wyższych wydatków budżetowych w Stanach Zjednoczonych oraz związanego z tym ryzyka inflacyjnego ograniczyła rynkowe oczekiwania dotyczące skali możliwych obniżek stóp procentowych przez Fed. Pod koniec września 2024 r., a więc przed wyborami w Stanach Zjednoczonych, notowania rynkowe wskazywały jeszcze na możliwość obniżek stóp procentowych przez Fed do około 3 proc. do połowy 2025 r. Z kolei pod koniec kwietnia 2025 r. notowania rynkowe wskazywały już na możliwość obniżek stóp do około 4 proc. W przypadku Europejskiego Banku Centralnego re wizja spodziewanych obniżek stóp była w tym samym czasie znacznie mniejsza.

Oczekiwana stopa banku centralnego
w czerwcu 2025Stopy banku
centralnego

Źródło: Bloomberg

Nowa polityka celna może istotnie wpłynąć na przyszłe decyzje banków centralnych. Nasilenie wojen handlowych z jednej strony może prowadzić do automatycznego wzrostu inflacji w Stanach Zjednoczonych wynikającego z uwzględnienia wpływu wyższych stawek celnych na ceny produktów. Z drugiej strony wojny handlowe istotnie obniżają perspektywy wzrostu gospodarczego, a przez to mogą oznaczać wzrost bezrobocia oraz obniżenie średnioterminowych perspektyw inflacyjnych w wielu krajach będących partnerami handlowymi Stanów Zjednoczonych.

Na początku drugiego kwartału 2025 roku notowania rynku stopy procentowej wskazywały na spodziewaną kontynuację cyklu obniżek stóp procentowych w największych gospodarkach rozwiniętych oraz gospodarkach wschodzących. Według tych notowań, istotna przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej pozostaje między innymi w Stanach Zjednoczonych, strefie euro, Kanadzie, Wielkiej Brytanii, Meksyku oraz Indiach. Z kolei niewielkie podwyżki stóp procentowych wyceniane są w Japonii.

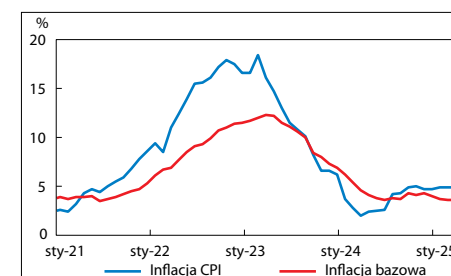
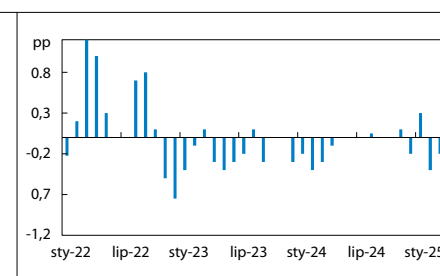
4.2. SYTUACJA W KRAJU

Począwszy od drugiego kwartału 2024 r. rentowności polskich obligacji pozostawały w trendzie wzrostowym, podlegając jednak wahaniom w ślad za rentownościami amerykańskich papierów skarbowych. Na notowania obligacji wpływały zarówno czynniki makroekonomiczne, komunikacja banku centralnego, jak i historycznie wysokie potrzeby pożyczkowe budżet-

tu. Ostatecznie na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2025 r. rentowności obligacji w kraju spadły w ślad za rentownościami na wiodących rynkach długu.

Zapoczątkowany w 2023 r. spadkowy trend inflacji w Polsce dobiegł końca w pierwszej połowie 2024 r., a w kolejnych miesiącach wskaźnik CPI ponownie zaczął rosnąć. Wzrost ten wynikał jednak przede wszystkim z podwyżek cen administracyjnie kontrolowanych, między innymi na skutek częściowego zniesienia tarcz inflacyjnych i wzrostu cen energii w lipcu 2024 r. Jednocześnie inflacja bazowa obliczona po wyłączeniu cen energii, paliw oraz żywności utrzymywała się w trendzie spadkowym i na początku 2025 r. obniżyła się do poziomów bliskich górnej granicy celu inflacyjnego Narodowego Banku Polskiego.

Inflacja w Polsce

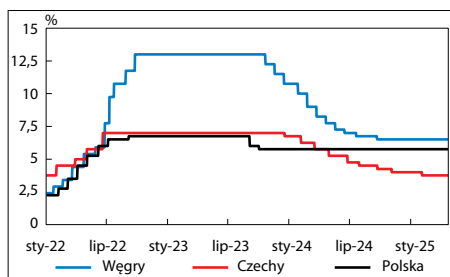
Różnica między rzeczywistą
i prognozowaną CPI

Źródło: GUS, Bloomberg

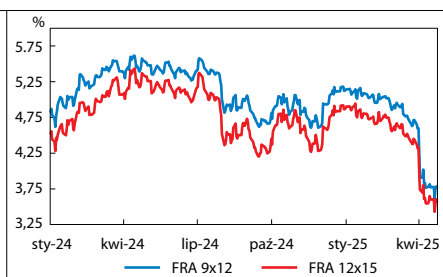
Z punktu widzenia banku centralnego oraz uczestników rynku istotnym czynnikiem wpływającym na sytuację na rynku długu był wzrost przewidywalności inflacji. O ile w 2023 r. inflacja systematycznie zaskakiwała po stronie niższych od przewidywanych odczytów, o tyle począwszy od maja 2024 r. niespodzianki bywały nie tylko zdecydowanie mniejsze, lecz również mniej jednokierunkowe. Zmiany te wskazywały na wygasanie wcześniejszych szoków cenowych oraz ograniczenie zmienności inflacji. Zarówno projekcja makroekonomiczna NBP przygotowana w listopadzie 2024 r. jak i projekcja z marca 2025 r. wskazywały, że w półtorarocznym horyzoncie polityki pieniężnej wskaźnik inflacji powróci w pobliże celu NBP.

Pomimo korzystniejszych perspektyw inflacyjnych oraz pomimo obniżek stóp procentowych przez EBC, Fed oraz banki centralne regionu Europy Środkowej, Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian przez cały 2024 r. oraz przez pierwsze cztery miesiące 2025 r. Przez większość tego czasu komunikacja ze strony przedstawicieli RPP koncentrowała się przede wszystkim na podkreślaniu potencjalnych zagrożeń inflacyjnych i sygnalizowała ograniczoną przestrzeń do szybkich obniżek stóp procentowych. Perspektywa utrzymywania przez dłuższy czas stóp banku centralnego na podwyższonym poziomie była czynnikiem ograniczającym przestrzeń do spadku rentowności obligacji skarbowych. Sytuacja ta zmieniła się dopiero w kwietniu 2025 r. kiedy znaczne złagodzenie tonu komunikacji NBP doprowadziło do wzrostu rynkowych oczekiwań na obniżki stóp w Polsce. Pod koniec kwietnia 2025 r. rynek kontraktów terminowych wskazywał na możliwość obniżenia stóp procentowych w Polsce nawet o dwa punkty procentowe do końca roku. Pierwsza obniżka o 0,5 pkt. proc. nastąpiła na początku maja.

Europa Środkowa
– stopy banku centralnego



Notowania
kontraktów FRA



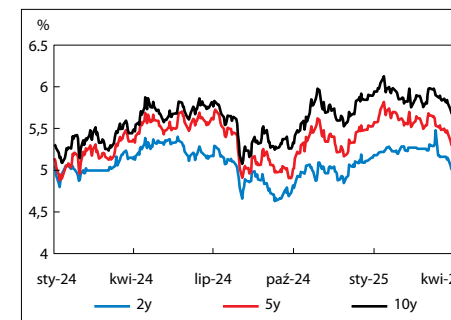
Źródło: NBP, NBH, CNB, Bloomberg

Oprócz decyzji Rady Polityki Pieniężnej, istotnym czynnikiem wpływającym na sytuację na krajowym rynku obligacji były perspektywy fiskalne oraz kształtowanie się potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Potrzeby pożyczkowe brutto na 2024 r. zostały zaplanowane na historycznie wysokim poziomie 449 mld zł, a kwota planowana na 2025 r. została ustalona na jeszcze wyższym poziomie 553 mld zł. Jednocześnie deficyt sektora rządowego oraz samorządowego w 2024 okazał się znacznie wyższy niż pierwotnie oczekiwano, osiągając 6,6 proc. PKB. Nie licząc pierwszego roku pandemii, był to najwyższy deficyt od czternastu lat.

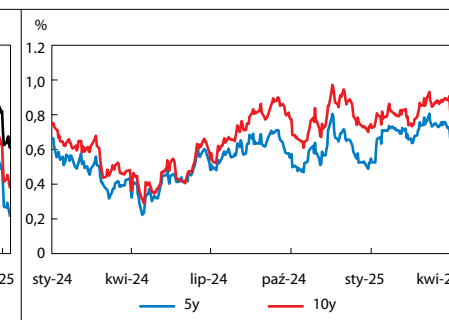
Począwszy od drugiego kwartału 2024 r. rentowności polskich obligacji pozostawały w trendzie wzrostowym i w przypadku obligacji dziesięcioletnich przekroczyły one 6 proc. na początku 2025 r. W tym samym czasie poszerzyły się spready *asset swap* (ASW), a więc różnica między rentownościami obligacji oraz odpowiadającymi im stawkami na rynku swapów stopy procentowej. Spready ASW stanowią jeden z wskaźników obrazujących postrzeganie ryzyka związanego z obligacjami skarbowymi. W przypadku Polski wzrost stawek *asset swap* był jednym z efektów utrzymujących się wysokich potrzeb pożyczkowych oraz zwiększonej podaży obligacji.

Trend wzrostowy rentowności polskich obligacji został odwrócony dopiero na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2025 r. Przyczyniły się do tego wydarzenia zewnętrzne, w tym spadek rentowności niemieckich Bundów oraz znaczny wzrost zainteresowania inwestorów obligacjami po ogłoszeniu przez amerykańską administrację pakietu ceł. Do wzrostu popytu na polskie obligacje skarbowe przyczyniało się również wspomniane powyżej złagodzenie retoryki banku centralnego i zapowiedź szybkich obniżek stóp.

Polska – Rentowności
obligacji skarbowych



Polska
– Spready Asset Swap



Źródło: Bloomberg

Stabilizacji na krajowym rynku długu sprzyjały decyzje agencji ratingowych. Pomimo znacznego wzrostu potrzeb pożyczkowych i wyższego od oczekiwań deficytu fiskalnego agencje ratingowe utrzymały ocenę polskiej wiarygodności kredytowej na dotychczasowym poziomie (S&P oraz

Fitch na poziomie A-, Moody's A2). Agencje doceniały między innymi relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego, zdywersyfikowaną strukturę gospodarki oraz dostęp Polski do funduszy z Unii Europejskiej. Jednocześnie w ich ocenie do ewentualnego obniżenia ratingu mogłoby dojść w przypadku szybszego od przewidywanego wzrostu zadłużenia lub istotnego pogorszenia się bezpieczeństwa w regionie. W sumie pomimo zmian w sytuacji gospodarczej w kraju i na świecie długoterminowy rating Polski dla zadłużenia w walucie obcej pozostał w przypadku agencji S&P bez zmian od 2018 r., a w przypadku ratingu agencji Moody's od 2002 r.

4.3. CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA KOSZTY OBSŁUGI DŁUGU PUBLICZNEGO

Koszty obsługi długu to wydatki, które budżet musi ponosić np. w postaci wypłacanych odsetek i kuponów od wyemitowanych obligacji. Zależą one zarówno od oprocentowania samego zadłużenia, jak i od wielkości długu. Zazwyczaj rząd ma bezpośredni wpływ na to, jak duży dług chce zaciągnąć i przez to ma częściową kontrolę nad tym, jak kształtują się koszty obsługi długu. Jednocześnie jego wpływ na wysokość oprocentowania długu, a więc na poziom rentowności obligacji, jest już bardziej ograniczony. Do głównych czynników wpływających na rentowność obligacji, a przez to na koszty obsługi długu należą:

– **Stopa procentowa banku centralnego** – Dla uczestników rynku stopa banku centralnego stanowi istotny punkt odniesienia, który definiuje koszt alternatywny dla inwestora. Dlatego wynagrodzenie, którego inwestorzy oczekują za zakup obligacji jest powiązane z bieżącym oraz oczekiwanym poziomem stóp procentowych w danym kraju. W rezultacie kraje o przeciętnie niższych stopach banku centralnego mają zazwyczaj niższy poziom rentowności emitowanych obligacji. Ponieważ stopy procentowe mogą być utrzymywane na niższym poziomie, gdy inflacja jest pod kontrolą, sposobem na ograniczenie kosztów obsługi długu jest między innymi wiarygodne ustabilizowanie inflacji.

– **Wielkość potrzeb pożyczkowych** – Kraje, które potrzebują w krótkim czasie istotnie zwiększyć swoje zadłużenie muszą zaoferować inwestorom odpowiednio wyższą stopę zwrotu, aby zachęcić ich do zakupu większej ilości obligacji. Oznacza to, że nawet przy stabilnych stopach banku centralnego inwestorzy mogą żądać dodatkowej premii w postaci wyższych rentowności.

W praktyce tego typu sytuacje mogą się przejawiać wzrostem spreadów *asset swap*, a więc wzrostem różnicy między rentownością obligacji (instrument uzależniony od wielkości potrzeb pożyczkowych budżetu) a stawkami swapów (instrument niezależny od potrzeb pożyczkowych).

– **Wiarygodność i przewidywalność polityki gospodarczej** – Niemierzalnym, ale mimo to istotnym czynnikiem wpływającym na koszty obsługi długu jest sposób w jaki inwestorzy postrzegają politykę fiskalną lub monetarną danego kraju. Niepewność związana z nieprzewidywalną polityką gospodarczą zazwyczaj skłania inwestorów do żądania dodatkowej premii za ryzyko. Ponadto w sytuacjach kryzysowych rządowi lub bankom centralnym o mniej wiarygodnej polityce gospodarczej trudno liczyć na kredyt zaufania ze strony inwestorów, co podnosi koszty prowadzenia polityki gospodarczej w tych warunkach.

– **Struktura finansowania** – Ogólna wielkość kosztów obsługi długu może być uzależniona również od rodzaju emitowanych instrumentów. Emitując głównie papiery skarbowe o bliskim terminie zapadalności rządu mogą zazwyczaj ograniczyć koszty obsługi długu w porównaniu z sytuacją, gdy emitowane są głównie dłuższe obligacje o wyższych rentownościach. W praktyce jednak zwiększanie emisji krótkoterminowych instrumentów zwiększa ryzyko refinansowania. Podobnie, emisje obligacji w walucie obcej mogą pomagać obniżyć efektywną stopę procentową, jednak za cenę zwiększonej ekspozycji na ryzyko kursowe.

– **Uwarunkowania zewnętrzne** – W niektórych sytuacjach wydarzenia na globalnych rynkach finansowych mogą mieć przeważający wpływ na możliwość i koszt finansowania potrzeb pożyczkowych. Na przykład w 2024 r.ienne zmiany rentowności polskich obligacji dziesięcioletnich miały 60 proc. korelację ze zmianami obligacji amerykańskich, mimo że polityki gospodarcze w obu krajach bardzo się różniły. W praktyce oznacza to, że wydarzenia prowadzące np. do wzrostu rentowności w Stanach Zjednoczonych mogłyby odbijać się negatywnie na kosztach obsługi długu w Polsce, niemal niezależnie od polityki prowadzonej przez Ministerstwo Finansów.

Wpływ poszczególnych czynników na koszty obsługi długu łatwo pokazać na przykładzie Czech i Polski. Koszty obsługi długu w Czechach wyniosły

w 2024 r. około 1,3 proc. PKB, a w Polsce osiągnęły 2,2 proc. PKB. Można szacować, że mniej więcej jedna trzecia tej różnicy wynikała przede wszystkim z faktu, że poziom długu sektora rządowego i samorządowego w Polsce jest wyraźnie wyższy niż w Czechach.

Gdyby spojrzeć na implikowaną stopę procentową – a więc koszt po jakim zadłużają się poszczególne kraje – to w Polsce wyniósł on około 4,7 proc. i był o około 140 punktów bazowych (pb) wyższy niż w Czechach.

Ten dodatkowy koszt ponoszony przez Polskę wynika z kilku czynników. W ciągu ostatnich dziesięciu lat stopa procentowa banku centralnego w Polsce była średnio o niemal 30 pb wyższa niż w Czechach, co przyczyniało się do podniesienia kosztów finansowania długu. Pozostałe 110 pb z różnicy w stopie procentowej trudniej przypisać jednemu czynnikowi, ale można przypuszczać, że był to efekt znacznie większego poziomu deficytu (potrzeb pożyczkowych) oraz większej niepewności dotyczącej kierunku polityki gospodarczej w Polsce. Do takich wniosków skłania porównanie wyników polityki fiskalnej z ostatnich lat. **Deficyt sektora rządowego i samorządowego w Czechach w ciągu poprzednich 15 lat (2009-2023) wynosił średnio 2,3 proc. PKB, podczas gdy w Polsce 3,7 proc., co mogło przekładać się na dodatkową premię wymaganą przez inwestorów na rynku obligacji.**

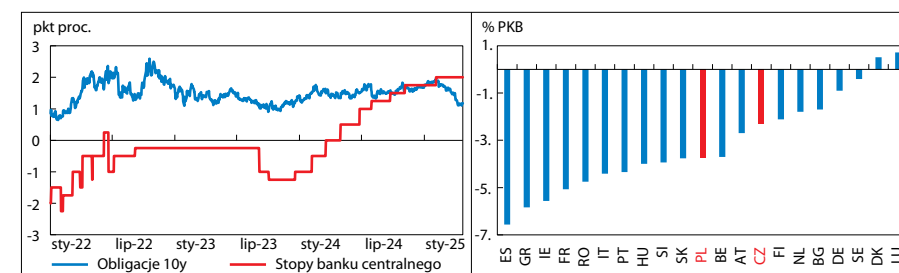
Różnice w poziomie ryzyka kraju, które wpływają na premię za ryzyko, były widoczne również w ocenach agencji ratingowych. Rating długoterminowego zadłużenia w walucie obcej wynosi według S&P w przypadku Czech AA-, a w przypadku Polski jest o trzy stopnie niższy i wynosi A-. Można szacować, że obniżenie implikowanej stopy procentowej do poziomu czeskiego (tj. o 140 pb) oznaczałoby ograniczenie rocznych kosztów obsługi długu całego sektora rządowego i samorządowego o niemal 30 mld zł.

W sumie powyższa analiza pozwala na identyfikację przynajmniej kilku działań, których podjęcie mogłoby pomóc w ograniczeniu kosztów obsługi długu w Polsce. Najbardziej oczywistym działaniem jest dążenie do ograniczenia potrzeb pożyczkowych, dzięki czemu poziom długu utrzymywałby się na relatywnie niższym poziomie, a wielkość emisji trafiających na rynek byłaby mniejsza. Niższy dług automatycznie oznacza odpowiednio niższe koszty ob-

sługi długu, a ograniczenie podaży obligacji pozwoliłoby na obniżenie premii za ryzyko, a co za tym idzie również efektywnej stopy oprocentowania długu. Drugim czynnikiem pomagającym obniżyć koszty obsługi długu byłoby przedstawienie odpowiedniej ścieżki przyszłej konsolidacji fiskalnej, co zwiększyłoby wiarygodność oraz przewidywalność polityki gospodarczej, przyczyniając się do obniżenia premii za ryzyko. Takie działanie wydaje się tym bardziej konieczne w związku z faktem, że jak pokazano w rozdziale 2 deficyt fiskalny w 2024 r. oraz planowany deficyt na 2025 r. są wyraźnie wyższe niż zakładały dotychczasowe plany.

Spread stóp procentowych
Polska vs. Czechy

Saldo sektora rządowego
i samorządowego
(średnia 2009-2023)



4.4. POLICY MIX – DLACZEGO NIEOPTYMALNE?

Osiągnięcie celu w postaci zrównoważonego i stabilnego wzrostu gospodarczego wymaga odpowiednio prowadzonej polityki gospodarczej. Jej głównymi filarami są pozostająca w gestii rządu polityka fiskalna, a także polityka monetarna, którą z kolei kontroluje bank centralny. Odpowiedni policy mix ułatwia realizację długoterminowych celów przy relatywnie niższym koszcie, ale ponieważ decyzje monetarne i fiskalne są podejmowane przez dwa różne ośrodki, automatycznie powoduje to konieczność koordynacji obydwu polityk. W rzeczywistości ze względu na odmienne cele lub uwarunkowania instytucjonalne i polityczne optymalna kombinacja polityki fiskalnej i monetarnej jest trudna do osiągnięcia. Dochodzą do tego komplikacje związane z kwestiami operacyjnymi. Zmiany w polityce fiskalnej zazwyczaj zajmują znacznie więcej czasu ze względu na proces legislacyjny oraz konieczność budowy poparcia

politycznego dla rozważanych działań. Niemniej gdy zmiany podatkowe lub wydatkowe zostaną już wprowadzone, to oddziałują na gospodarkę stosunkowo szybko. Z drugiej strony decyzje polityki pieniężnej mogą być podejmowane bardzo szybko, ale ich efekty w postaci pobudzenia wzrostu lub inflacji są obserwowane z długim opóźnieniem, sięgającym nawet około półtora roku.

Przyjmując osiągnięcie zrównoważonego wzrostu jako przewodni cel, można rozważyć cztery podstawowe przypadki nieoptymalnej polityki gospodarczej:

– **Zbyt łagodna polityka fiskalna, zbyt łagodna polityka pieniężna** – Taki policy mix przejawia się nadmiernie wysokim deficytem budżetowym oraz nadmiernie niskimi realnymi stopami procentowymi. Efektem jest wyższy wzrost gospodarczy, któremu jednak towarzyszy narastanie nierównowag w postaci rosnącej inflacji, rosnącego długu publicznego oraz wysokiego deficytu w rachunku obrotów bieżących. Taka trajektoria gospodarcza w dłuższym czasie jest nie do utrzymania i stwarza ryzyko silnego dostosowania w przyszłości.

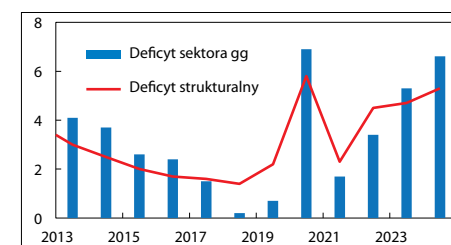
– Drugim potencjalnym przypadkiem jest sytuacja gdy **zarówno polityka fiskalna, jak i monetarna są zbyt restrykcyjne**. W takim przypadku ani inflacja ani dług publiczny nie mogą wymknąć się spod kontroli, jednak dzieje się to kosztem utraconego wzrostu gospodarczego, wyższego bezrobocia oraz niższego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych. W dłuższym horyzoncie taka polityka może prowadzić do wzrostu oporu społecznego, a w konsekwencji w pewnym momencie również do drastycznej zmiany kierunku polityki gospodarczej.

– **Zbyt łagodna polityka fiskalna, zbyt restrykcyjna polityka pieniężna** – Jest to przypadek, gdy inflacja może pozostawać w pobliżu wyznaczonego celu ponieważ proinflacyjne efekty polityki fiskalnej są kompensowane przez odpowiednio wyższe stopy procentowe. W rezultacie jednak wysokie realne stopy procentowe ograniczają popyt na kredyt, a sektor prywatny jest zmuszony realizować plany inwestycyjne głównie korzystając ze środków własnych. Sprzyja to utrzymaniu inwestycji prywatnych na niskim poziomie, przy jednoczesnym wzroście zadłużenia publicznego. W dłuższym horyzoncie rosnący dług publiczny powoduje wzrost kosztów obsługi długu w skali, która może utrudniać prowadzenie antycyklicznej polityki fiskalnej.

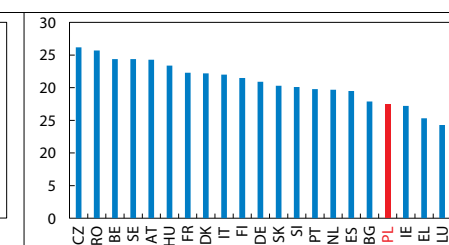
– **Przeciwieństwem** poprzedniego przypadku jest sytuacja, gdy **polityka budżetowa jest zbyt restrykcyjna, a polityka pieniężna zbyt łagodna**. Również w takim przypadku inflacja może pozostawać w pobliżu celu dzięki ostrożnej polityce budżetowej. Konsekwencją utrzymywania stóp procentowych na niskim poziomie może być zwiększanie zadłużenia sektora prywatnego, przy jednocześnie niskim poziomie długu publicznego.

Każdy z powyższych przypadków stanowi odchylenie od optymalnego *policy mix* i niesie z sobą pewne zagrożenia dla stabilności makroekonomicznej. Rozważając jednak bilans potencjalnych zagrożeń pierwsza kombinacja (polityka fiskalna i monetarna jednocześnie zbyt łagodne) jest najbardziej niebezpiecznym przypadkiem, gdyż powoduje wzrost nierównowagi jednocześnie w trzech aspektach (dług publiczny, inflacja oraz bilans płatniczy). Ponadto w takim przypadku trudno o naturalny mechanizm stabilizacyjny, a dostosowanie po stronie polityki gospodarczej może nastąpić zbyt późno. Na drugim końcu spektrum potencjalnych kombinacji znajduje się przypadek 4, gdzie restrykcyjna polityka fiskalna jest połączona z relatywnie łagodną polityką monetarną. Pozwala ona na utrzymanie długu na bezpiecznym poziomie oraz inflacji w pobliżu celu, o ile działaniom fiskalno-monetarnym towarzyszy wyważona polityka makro-ostrożnościowa, pomagająca kontrolować dynamikę kredytu dla sektora prywatnego.

Deficyt sektora rządowego i samorządowego



Stopa inwestycji



Źródło: Eurostat, AMECO

Ocena stopnia restrykcyjności polityki gospodarczej nie zawsze jest łatwa i jednoznaczna, chyba że dotyczy przypadków skrajnych. Spojrzenie na główne wskaźniki makroekonomiczne sugeruje jednak, że **w 2024 r. polityka gospodarcza w Polsce charakteryzowała się relatywnie restrykcyjną polityką monetarną i jednocześnie nadmiernie łagodną polityką fiskalną**. W ujęciu średniorocznym realna

stopa banku centralnego, obliczona jako stopa nominalna skorygowana o bieżącą inflację wyniosła 2 proc. i była znacznie wyższa od długoterminowej średniej 0,9 proc., nawet pomimo prognoz banku centralnego pokazujących spadek inflacji do końca horyzontu projekcji. Wysokie stopy procentowe były utrzymywane w sytuacji, gdy kurs złotego podlegał aprecjacji, a inne banki centralne obniżały stopy procentowe. Jednocześnie deficyt sektora rządowego i samorządowego utrzymywał się na poziomie 6,6 proc. PKB (vs. długoterminowa średnia 3,7 proc. dla okresu 2008-2023), a przygotowywane przez Komisję Europejską prognozy długu publicznego wskazywały na jego dalszy wzrost w kolejnych latach.

Zgodnie z zarysem przedstawionym w punkcie 3, **restrykcyjna polityka monetarna i zbyt łagodna polityka fiskalna sprzyjają utrzymaniu stopy inwestycji na niskim poziomie i jednocześnie prowadzą do wzrostu kosztów obsługi długu. Rzeczywiste dane z polskiej gospodarki wydają się potwierdzać tę diagnozę. Nakłady inwestycyjne w polskiej gospodarce w 2024 roku stanowiły 17,4 proc. PKB i był to czwarty najniższy odsetek w Unii Europejskiej, po Luksemburgu, Grecji oraz Irlandii. Jednocześnie dług publiczny pozostawał na ścieżce wzrostowej, a koszty obsługi długu w relacji do PKB stopniowo rosły.**

Można oczekiwać, że w dłuższym horyzoncie utrzymanie tej sytuacji odbijałoby się negatywnie na tempie akumulacji kapitału w Polsce, a przez to również na potencjale wzrostowym polskiej gospodarki. Z kolei rosnące koszty obsługi długu z czasem mogłyby stać się czynnikiem ograniczającym pole manewru polityki fiskalnej, utrudniając prowadzenie polityki antycyklicznej oraz stabilizacyjnej. W sumie oznaczałoby to zwiększenie podatności gospodarki na szoki zewnętrzne i obniżenie długoterminowego trendu wzrostowego. Biorąc pod uwagę wszystkie powyższe zagrożenia, zmniejszenie ekspansywności polityki fiskalnej wydaje się w obecnych warunkach działaniem, które pozwoliłoby na odpowiednie przesunięcie krajowej *policy mix* w kierunku bardziej zbliżonym do optymalnego. Jednocześnie biorąc pod uwagę skalę deficytu i trajektorię długu, trudno dostrzec makroekonomiczne korzyści wynikające z ewentualnego opóźniania takiego dostosowania.

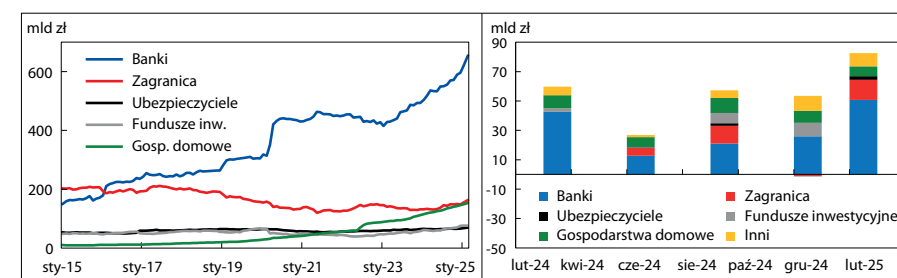
4.5. STRUKTURA POPYTU NA SPW

W 2024 r., podobnie jak w latach poprzednich, największymi nabywcami złotych Skarbowych Papierów Wartościowych (SPW) były krajowe banki.

W ciągu dwunastu miesięcy banki zwiększyły portfele obligacji oraz bonów skarbowych łącznie o 102,4 mld zł, więcej niż wszyscy pozostali inwestorzy łącznie. Sezonowo duże zakupy były skoncentrowane w pierwszym kwartale 2024 r., kiedy przyrost portfeli papierów skarbowych w bankach odpowiadał za ponad 70 proc. przyrostu całości portfela SPW.

Struktura podmiotowa zadłużenia w obligacjach skarbowych – rynek krajowy

Zmiana portfeli inwestorów na rynku krajowych obligacji i bonów skarbowych

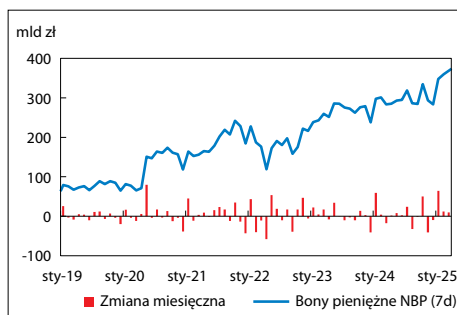


Źródło: Ministerstwo Finansów, Bloomberg

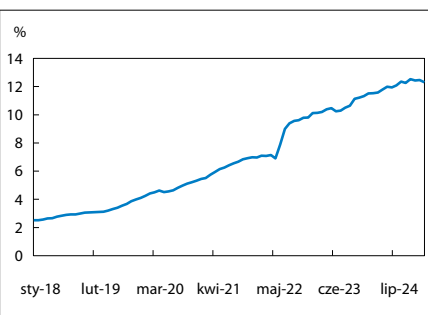
Wysokiemu popytowi na dług emitowany przez Skarb Państwa sprzyjała między innymi rosnąca nadpłynność sektora bankowego wynikająca z transakcji wymiany funduszy z Unii Europejskiej bezpośrednio w banku centralnym, przy jednocześnie wciąż umiarkowanej dynamice akcji kredytowej. Banki zwiększały zakupy głównie instrumentów stałoprocentowych, do czego przyczyniał się znaczny spadek inflacji i wzrost oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych. Taka sytuacja zwiększała relatywną atrakcyjność inwestycji w obligacje o stałym kuponie kosztem obligacji zmiennoprocentowych, których oprocentowanie spadłoby w reakcji na złagodzenie polityki pieniężnej.

W związku z rosnącymi potrzebami pożyczkowymi począwszy od 2025 r. Ministerstwo Finansów powróciło po raz pierwszy od kwietnia 2020 r. do sprzedaży bonów skarbowych. W trakcie pierwszego kwartału 2025 r. w sumie wyemitowano 19,7 mld zł bonów, które trafiły przede wszystkim do portfeli krajowych banków, podczas gdy popyt ze strony pozostałych grup inwestorów był zdecydowanie mniejszy. Rozszerzenie wachlarza instrumentów o bony skarbowe daje Ministerstwu Finansów większą elastyczność w polityce emisyjnej i pozwala rozwinąć rynek instrumentów o krótszym terminie zapadalności.

Nadpłynność sektora bankowego



Udział obligacji oszczędnościowych w krajowych SPW

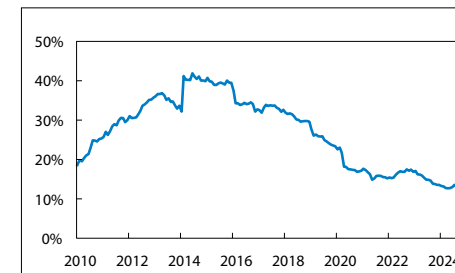


Źródło: NBP, Ministerstwo Finansów

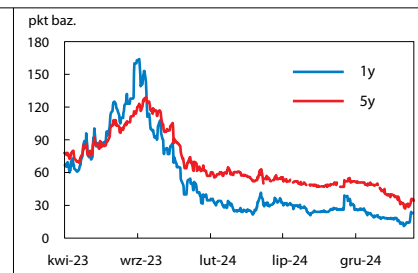
Drugim największym źródłem popytu na krajowe SPW były gospodarstwa domowe, które w 2024 r. zwiększyły portfele obligacji o 33,9 mld zł. Tym samym kontynuowany był zapoczątkowany w 2019 r. trend rosnącej popularności obligacji detalicznych. W sumie od końca 2019 r. do końca 2024 r. gospodarstwa domowe zwiększyły swoje portfele obligacji skarbowych o 118 mld zł, a dług z tytułu oszczędnościowych obligacji osiągnął prawie 12 proc. całości zadłużenia krajowego Skarbu Państwa. Popytowi na tego typu instrumenty sprzyjało oprocentowanie na poziomie konkurencyjnym wobec lokat bankowych. W przeciwieństwie do poprzedniego roku tym razem wzrost popytu dotyczył głównie obligacji stałoprocentowych.

W trakcie 2024 r. swój stan posiadania obligacji skarbowych zwiększali również inwestorzy zagraniczni. W tym okresie wartość krajowych obligacji w portfelach zagranicznych inwestorów zwiększyła się o ponad 16 mld zł, a w dwóch pierwszych miesiącach 2025 r. przyrosła o kolejne 13,7 mld zł. Podobnie jak w przypadku banków, popyt na krajowe obligacje ze strony zagranicznych inwestorów był związany z rosnącymi oczekiwaniami na obniżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Dodatkowo przyczyniał się do tego również spadek kosztu finansowania pozycji na rynku swapowym oraz umocnienie złotego. Pomimo wzrostu zakupów obligacji skarbowych przez zagranicznych inwestorów, ich udział w całości rynku wciąż się zmniejszał i w lutym 2025 r. wynosił zaledwie 12,9 proc., wobec 40 proc. udziału dziesięć lat wcześniej.

Udział inwestorów zagranicznych w krajowym rynku SPW (% zadłużenia)



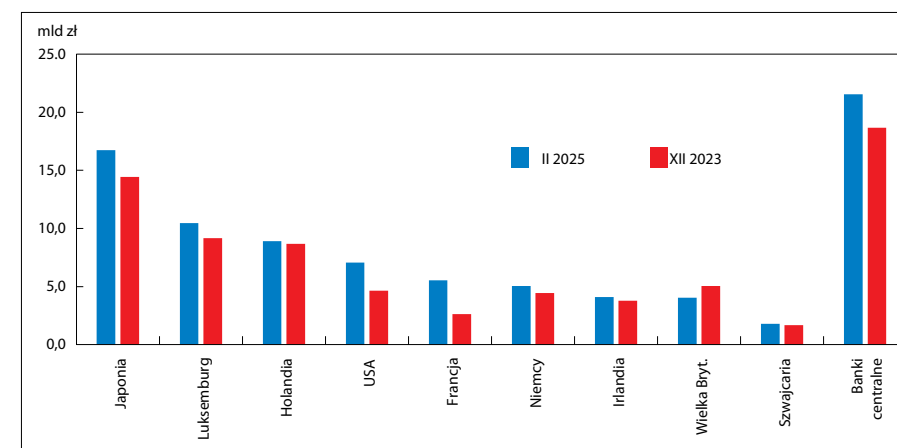
PLN-EUR basis swap



Źródło: Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Spośród zagranicznych inwestorów posiadających złotowe obligacje największy udział miały instytucje z Japonii (22,1 proc.). Kolejne pozycje zajmowali inwestorzy zarejestrowani w Luksemburgu, Holandii oraz Stanach Zjednoczonych. W trakcie 2024 roku zaangażowanie w polskich obligacjach zwiększyły również banki centralne, które w na koniec lutego 2025 r. posiadały 13 proc. wszystkich złotych SPW pozostających w posiadaniu nierezydentów.

Obligacje skarbowe w portfelach zagranicznych inwestorów



Źródło: Ministerstwo Finansów

Ministerstwo Finansów było aktywne również na rynku obligacji zagranicznych, denominowanych w obcych walutach. W całym 2024 r. Skarb Państwa wyemitował na rynkach zagranicznych obligacje hurtowe o łącznej wartości 65,3 mld zł, a w pierwszych trzech miesiącach 2025 roku obligacje o wartości 33,8 mld zł. Większa obecność na rynkach zagranicznych pozwoliła odciążyć rynek krajowych obligacji, przyczyniając się również do obniżenia średniego oprocentowania długu. Ponieważ instrumenty emitowane na rynkach zagranicznych charakteryzowały się dłuższym tenorem, umożliwiło to wydłużenie średniego okresu zapadalności oraz duration długu Skarbu Państwa.

W sumie realizacja wysokich potrzeb pożyczkowych w 2024 oraz na początku 2025 r. była możliwa przy wykorzystaniu różnych instrumentów i różnych rynków. Zwiększona podaż obligacji wywierała jednak presję na utrzymanie rentowności na relatywnie wysokim poziomie. Uwidoczniło się to przede wszystkim w rozszerzeniu spreadów asset swap, których wzrost odzwierciedlał dodatkową premię kredytową wymaganą przez inwestorów kupujących polski dług. Biorąc pod uwagę planowany poziom deficytu w najbliższych latach, można przypuszczać, że podobna strategia finansowania potrzeb pożyczkowych będzie musiała być utrzymywana również w przyszłości. Biorąc pod uwagę zmienność sytuacji na rynkach międzynarodowych oraz niepewność geopolityczną, duża elastyczność i dywersyfikacja źródeł finansowania wydaje się naturalną reakcją. W przeciwieństwie do 2024 roku, czynnikiem, który powinien ułatwiać realizację potrzeb pożyczkowych w przyszłości jest perspektywa łagodzenia polityki monetarnej przez największe banki centralne świata, co powinno sprzyjać wzrostowi zainteresowania inwestorów instrumentami o stałym oprocentowaniu.

5. Podsumowanie: zagrożenia w zakresie zarządzania długiem publicznym

Rosnąca niepewność na światowych rynkach i znaczące zmiany w geopolityce i polityce gospodarczej największych graczy zmieniają perspektywy gospodar-

cze i fiskalne na całym świecie. Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) skorygował w swojej prognozie wiosennej (Spring 2025) w górę prognozy dotyczące globalnego długu publicznego wskazując dodatkowo, że niewyjaśniona kwestia ceł, niepewność i zmienność rynku, zwiększone wydatki na obronę i na infrastrukturę zwiększają ryzyko. Prognozy fiskalne są obciążone znaczną niepewnością, biorąc pod uwagę szybką eskalację napięć handlowych i wysoki poziom niejednoznaczności kierunków polityki gospodarczej, ale także niezałożone konflikty zbrojne na świecie. Poziomy zadłużenia mogą nadal rosnąć, ponieważ przychody budżetowe i produkcja spadają z powodu wyższych taryf i rosnącej niepewności w największych gospodarkach. W skrajnie niekorzystnym scenariuszu, globalny dług publiczny może wzrosnąć do około 117 proc. PKB do 2027 r., około 20 pkt. proc. powyżej prognoz na bieżący rok, wyznaczając poziomy niespotykane od II wojny światowej.

W tym niepewnym i pełnym wyzwań otoczeniu, kraje będą musiały uporządkować swoje budżety. Dostosowania powinny równoważyć tempo redukcji zadłużenia ze wzrostem gospodarczym, być dopasowane do specyficznych okoliczności każdego kraju, przestrzeni fiskalnej i ogólnych warunków gospodarczych. Zgodnie z rekomendacjami MFW kraje muszą wdrażać stopniowe korekty fiskalne w ramach wiarygodnych ram średnioterminowych, aby zmniejszyć zadłużenie i zbudować buforę chroniącą przed zwiększoną niepewnością. W tę dyskusję i ostrzeżenia międzynarodowe wpisuje się nasz raport „Zagrożenia nadmiernego długu publicznego. Edycja 2025”. Przedstawia on sytuację finansów publicznych Polski w latach 2024-2025 oraz perspektywy i zagrożenia związane z polskim długiem publicznym w kolejnych latach.

Polska została objęta przez Radę UE procedurą nadmiernego deficytu (EDP) w lipcu 2024 r., w związku z przekroczeniem unijnego kryterium deficytu w 2023 r. Zalecono zlikwidowanie nadmiernego deficytu do 2028 r. i określono maksymalne stopy wzrostu wydatków netto.

Stan finansów publicznych uległ jednak pogorszeniu w ciągu ostatnich dwóch lat. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (według metodologii ESA) wyniósł 6,6 proc. PKB w 2024 r. (wobec 5,3 proc. w 2023 r. i 3,4 proc. w 2022 r.), co okazało się wynikiem istotnie gorszym od wcześniejszych prognoz. W 2024 r. Polska miała drugi najwyższy defi-

cyt w całej UE, a na 2025 r. prognozowany deficyt na poziomie 6,3 proc. PKB również plasuje Polskę na drugim miejscu w Unii (za Rumunią). Deficyt strukturalny (oczyszczony z wpływu koniunktury i jednorazowych zdarzeń) wyniósł w Polsce aż 6,2 proc. PKB w 2024 r. i utrzyma się na tym poziomie w 2025 r., przewyższając poziom z czasów pandemii. Wynik strukturalny pierwotny (bez odsetek) w 2024 r. był wyższy niż zakładano (4,0 proc. PKB wobec 2,9 proc.), co oznacza konieczność większego wysiłku fiskalnego.

Łączne wydatki publiczne w Polsce w relacji do PKB po raz pierwszy w historii przegoniły średnią unijną, osiągając 49,4 proc. PKB w 2024 r. Polska znajduje się wśród 8 krajów UE o najwyższym poziomie wydatków i według prognoz może awansować do pierwszej piątki w ciągu dwóch lat. Mimo wysokich wydatków, jakość usług publicznych pozostaje niska. **Wydatki na transfery socjalne w gotówce są wysokie (17,1% PKB w 2024 r.), plasując Polskę na siódmym miejscu w UE i przewyższając poziom w Szwecji i Niemczech. Wydatki na obronność, choć wzrosły (z 1,6 proc. do 2,7 proc. PKB w latach 2022-2024 według COFOG), odpowiadają za jedynie ok. 1/6 łącznego przyrostu wydatków w tym okresie; większy wpływ miały wydatki na wynagrodzenia w sferze publicznej oraz koszty obsługi długu.** Łączne dochody sektora finansów publicznych wyniosły w 2024 r. 42,8% PKB, pozostając ponad 3 pkt. proc. poniżej średniej UE i plasując Polskę na 17. miejscu pod tym względem. **Ta dysproporcja pokazuje trwały problem strukturalny w polskich finansach publicznych, z jednej strony „szwedzkie wydatki” z perspektywą nawet na dalsze wzrosty, nieefektywną strukturą nakierowaną na bezwarunkowe transfery gotówkowe i niską jakością usług publicznych, a z drugiej strony relatywnie niskie podatki, z tendencją do dalszego obniżania zgodnie z deklaracjami większości partii politycznych, czyli kurs na „irlandzkie podatki”. Nie da się mieć „szwedzkich wydatków” i podatków zmierzających do modelu irlandzkiego. Ostatnia kampania wyborcza i debaty przedwyborcze kandydatów na prezydenta RP potwierdzają jedynie brak świadomości i niefrasobliwość polskich polityków.**

Jesienią 2023 r. Polska przedstawiła „Średniookresowy plan budżetowo-strukturalny” na lata 2025-2028, zakładający sprowadzenie deficytu poniżej 3% PKB do 2028 r. Plan przewiduje średni roczny wysiłek fiskalny zgodny z rekomendacją KE, ale **główna część dostosowania została przesunięta na dalsze lata.**

Warunkiem akceptacji planowanej ścieżki redukcji deficytu było wykazanie w analizie stabilności długu (DSA), że relacja długu do PKB w horyzoncie 10 lat od 2028 r. (2038 r.) wejdzie na trwałą trajektorię spadkową i obniży się poniżej wartości referencyjnej 60 proc. PKB. Ten warunek wówczas był przez Polskę spełniony.

Jednak w kwietniu 2025 r. Polska złożyła wniosek o skorzystanie z krajowej klauzuli wyjścia (NEC) w związku ze zwiększonymi wydatkami obronnymi, co może pozwolić na odchylenie od rekomendowanej ścieżki wydatków o przyrost wydatków obronnych (do 1,5 proc. PKB). Jeśli NEC zostanie zaakceptowana (a tak się z bardzo dużym prawdopodobieństwem stanie), **deficyty i poziom długu publicznego będą kształtowały się na wyższym poziomie niż dotychczas przewidywano.** Może to oznaczać, że procedura EDP nie zostanie zamknięta w 2028 r., a deficyt w tym roku może wynieść 4,4 proc. PKB zamiast planowanych 2,9 proc.

W *Strategii Zarządzania Długiem Sektora Finansów Publicznych na lata 2025-2028* wśród głównych zagrożeń dla realizacji prezentowanej strategii wymienia się odmienny od zakładanego scenariusz rozwoju sytuacji makroekonomicznej i budżetowej w Polsce, uwarunkowania międzynarodowe, w tym wolniejsze od przewidywanego tempo wzrostu światowej gospodarki, w szczególności głównych partnerów handlowych Polski, ryzyko wzrostu relacji długu publicznego do PKB w związku z wyższym niż zakładany poziomem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, zależnym m.in. od koniunktury w polskiej gospodarce oraz realizowanej ścieżki dostosowania fiskalnego; większy niż zakładany przyrost zadłużenia innych niż Skarb Państwa podmiotów sektora instytucji rządowych i samorządowych, w szczególności funduszy w BGK. **Te zagrożenia i ryzyka się niestety realizują.**

Dług publiczny (EDP) wzrósł do 55,3 proc. PKB na koniec 2024 r. Prognozuje się, że w 2025 r. wyniesie około 58 proc. PKB, a **w 2026 r. z dużym prawdopodobieństwem przekroczy 60 proc. PKB.** W najnowszym raporcie KE *Debt Sustainability Monitor 2024* (marzec 2025) Komisja Europejska **przeklasyfikowała Polskę do grupy krajów o wysokim ryzyku utraty stabilności budżetowej w perspektywie średnioterminowej (do 2035 r.).** Ryzyko to wynika głównie z projekcji KE zakładającej brak zmian w polityce fiskalnej, w której dług może

przekroczyć 90 proc. PKB w ciągu 10 lat. Także analizy i symulacje w naszym raporcie, uwzględniające wyższy punkt startowy długu i wpływ NEC, wskazują, że dług EDP **trwale pozostanie powyżej 60 proc. PKB do końca przyszłej dekady**, właściwie w każdym ze scenariuszy zakładających odroczoną i powolną konsolidację finansów. To oznacza, że ścieżka konsolidacji powiększona o 1,5 pkt. proc. PKB na wydatki obronne może nie spełniać już unijnego warunku stabilizacji długu (DSA).

Koszty obsługi długu publicznego są wysokie i rosną. Implikowane koszty wyniosły 4,7 proc. w 2024 r. (trzecie najwyższe w UE) i mają wzrosnąć do 5 proc. w 2025 r. (drugie najwyższe w UE). Wyższe koszty w Polsce w porównaniu do innych krajów (np. Czech) wynikają z wyższego poziomu długu, wyższych stóp procentowych NBP oraz większego deficytu finansów publicznych i niepewności dotyczącej dalszej polityki gospodarczej, co przekłada się na wyższą premię za ryzyko wymaganą przez inwestorów.

Realizacja historycznie wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu (553 mld zł planowane na 2025 r.) odbywa się głównie dzięki popytowi krajowych banków i gospodarstw domowych. Udział inwestorów zagranicznych w polskim długu spadał w ostatnich latach. **Konstrukcja podatku bankowego wzmacnia efekt wypychania kredytu (crowding out), skłaniając banki do inwestowania w obligacje skarbowe zamiast w kredyty dla sektora prywatnego.**

Poważnym problemem strukturalnym stało się funkcjonowanie, stworzonego przez rządy Zjednoczonej Prawicy, „**równoległego budżetu**” w funduszach przy BGK, które zaciągają dług niewliczany do Państwowego Długu Publicznego (PDP). Oznacza to, że **niemal 1/5 prawdziwego długu publicznego (ESA) jest poza kontrolą konstytucyjnych i ustawowych limitów** dotyczących PDP. Choć ustawodawca posiada pewien zakres swobody w definiowaniu długu, nie oznacza to możliwości dowolnej manipulacji tą definicją w celu omijania konstytucyjnych ograniczeń. Każda redefinicja musi mieścić się w granicach prawa krajowego i unijnego oraz nie może sprzeciwiać się duchowi Konstytucji. Próba redefinicji długu publicznego jedynie w celu jego statystycznego „ukrycia” lub wyłączenia części zobowiązań z ewidencji, mogłaby zostać uznana za sprzeczną z celem przepisu konstytucyjnego. Do tej pory, mimo istnienia dwóch definicji długu (krajowej i unijnej), nie doszło do formalnego przekroczenia pro-

gu 60% PKB. Jednak w przypadku jego przekroczenia, co na tym etapie jest nieuniknione, kluczowe znaczenie będzie miała konstytucyjna wykładnia tego ograniczenia, uwzględniająca zarówno jego treść, jak i cel, jakiemu ma służyć.

Podsumowując, sytuacja finansów publicznych Polski jest trudna, charakteryzuje się wysokim deficytem oraz rosnącym długiem publicznym, co skutkuje wysokim ryzykiem fiskalnym w średnim terminie i wysokimi kosztami obsługi długu. Działania w ramach nowej procedury nadmiernego deficytu i prawdopodobne skorzystanie z klauzuli obronnej, choć dają pewną krótkoterminową elastyczność w zakresie kształtowania polityki budżetowej, nie rozwiązują problemu strukturalnie wyższych wydatków. A zwiększają natomiast ryzyko, że procedura EDP potrwa długo. Dodatkowym problemem strukturalnym jest brak przejrzystości finansów publicznych i ich dezintegracja, w tym naruszenie zasady „podstawowości” ustawy budżetowej oraz wpływ źle skonstruowanego podatku bankowego na rynek kredytowy.

Nasz raport wskazuje na konieczność podjęcia działań w celu naprawy finansów publicznych. Wśród **potencjalnych rekomendacji dla rządu**, wynikających z analizy i wcześniej przedstawianych propozycji, można wymienić:

- **Konieczność określenia celu** w zakresie poziomu długu publicznego w dłuższej perspektywie (np. powrót poniżej 60% PKB).
- **Ograniczenie potrzeb pożyczkowych budżetu** w celu ustabilizowania dalszego przyrostu długu oraz przedstawienie **wiarygodnej i szczegółowej ścieżki przyszłej średniookresowej konsolidacji fiskalnej**, zwiększającej przewidywalność polityki gospodarczej i obniżającej premię za ryzyko.
- Znalezienie **zgodnych z Konstytucją rozwiązań w zakresie finansowania zbrojeń**, które nie będą obchodzić ustawy budżetowej i reguł fiskalnych.
- **Wygaszenie funkcjonowania „równoległego budżetu”** w funduszach przy BGK i PFR. Zapewnienie zgodności budżetu państwa z zasadą jedności zarządzania finansami publicznymi w formie ustawy budżetowej chronionej w art. 219 Konstytucji. **Włączenie funduszy i programów przy BGK do budżetu państwa** lub przekształcenie ich w jednostki sektora finansów pu-

blicznych zgodnie z ustawą, tak aby ich finanse były w pełni transparentne i podlegały kontroli parlamentarnej, zgodnie z zasadą jedności budżetowej. Zaciągnięte już długi pozabudżetowe powinny być zarządzane biernie, a ich spłata powinna być stopniowo przenoszona na budżet państwa.

- Przyjęcie unijnej definicji długu publicznego (ESA) w krajowych regułach fiskalnych z okresem przejściowym dla dotychczas narosłego długu pozabudżetowego.
- **Zmiana konstrukcji podatku bankowego**, aby nie wzmacniał efektu wypychania kredytu w gospodarce.

Oprócz powyżej wskazanych rekomendacji wartymi realizacji są rekomendacje zawarte w raporcie „Stabilny i przejrzysty budżet pod kontrolą obywateli. Plan Naprawy Finansów Publicznych.”



SŁOWNICZEK

AMECO – baza danych Komisji Europejskiej (DG ECFIN) zawierająca dane makroekonomiczne i budżetowe dla krajów UE.

bezpieczny poziom długu publicznego – poziom długu publicznego jest bezpieczny, jeśli nie przekracza największego zasobu zobowiązań finansowych brutto (długu brutto), który rząd mógłby z bardzo dużym prawdopodobieństwem ustabilizować lub zmniejszyć (proporcjonalnie do PKB) w określonych ramach czasowych w warunkach utrzymującej się niekorzystnej dynamiki zadłużenia, przy wykorzystaniu wyłącznie polityki fiskalnej.

COFOG (Classification of the Functions of Government) – klasyfikacja funkcjonalna wydatków publicznych według przeznaczenia (np. zdrowie, obrona); stosowana przez Eurostat i KE.

deficyt nominalny – różnica między wydatkami a dochodami sektora finansów publicznych w danym okresie rozliczeniowym w cenach bieżących, bez żadnych korekt czy wyłączeń.

deficyt strukturalny – deficyt oczyszczony z efektów dobrej koniunktury gospodarczej, oczyszczony z dochodów jednorazowych, które nie powtórzą się w przyszłości, czyli deficyt pokazujący, na ile trwałe wydatki publiczne mają pokrycie w trwałych dochodach publicznych

definicja unijna długu publicznego – dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (*general government*), według europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych ESA 2010, liczony jednolicie we wszystkich państwach Unii Europejskiej (w tym w Polsce). Unijna, memoriałowa (nie kasowa jak w przypadku PDP) metodologia liczenia długu publicznego wynika m.in. z traktatu z Maastricht zawierającego m.in. kryterium (konwergencji długu i deficytu oraz przewidującego procedurę nadmiernego deficytu (*excessive deficit procedure* – *EDP*) w wypadku jego niespełnienia. Często ten dług nazywany jest w związku z tym długiem EDP. Podstawowe różnice pomiędzy kategoriami państwowy dług publiczny a dług sektora instytucji rządowych i samorządowych to aż pięć elementów: najbardziej istotny to zakres sektora finansów

publicznych (np. fundusze umiejscowione w Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK) nie są zaliczane do sektora finansów publicznych, są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych), pozostałe różnice dotyczą tytułów dłużnych, wyceny zobowiązań wyrażonych w walutach obcych, długu potencjalnego, klasyfikacji sektorowej przedsięwzięć infrastrukturalnych.

dominacja fiskalna – podporządkowanie polityki monetarnej polityce budżetowej

DSA (Debt Sustainability Analysis) – analiza trwałości zadłużenia stosowana przez KE do oceny stabilności fiskalnej państw członkowskich.

DSM (Debt Sustainability Monitor) – raport KE analizujący trwałość i stabilność finansów publicznych państw UE, oparty na analizie DSA (Debt Sustainability Analysis) i specjalnie zdefiniowanych przez KE wskaźnikach So, S1, S2.

EDP – unijna procedura nadmiernego deficytu, będąca częścią korekcyjną Paktu Stabilności i Wzrostu, mającego zapewnić stabilny i dobry stan finansów publicznych w celu poprawy warunków osiągnięcia wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego. Uruchamiana wobec krajów przekraczających dopuszczalne limity deficytu (3% PKB) lub długu (60% PKB).

EUROSTAT – europejski urząd statystyczny gromadzący i udostępniający dane z krajów członkowskich UE.

efekt kuli śnieżnej (snowball effect) – inaczej zwany też pułapką zadłużenia, pojawia się w sytuacji, w której tempo wzrostu PKB jest niższe niż oprocentowanie długu publicznego ($r > g$), w rezultacie czego wskaźnik zadłużenia (relacja długu publicznego do PKB) ma tendencję do dalszego wzrostu, prowadząc do niewypłacalności.

IIR (Implicit Interest Rate) – średnia ważona stopa procentowa od całości zadłużenia publicznego.

krajowa klauzula korekcyjna (national escape clause, NEC) – pozwala na odejście krajowi członkowskiemu od zatwierdzonej przez Radę UE jego ścieżki wydatków netto w przypadku „wyjątkowych okoliczności pozostających poza kontrolą

państwa członkowskiego i mających istotny wpływ na jego finanse publiczne, pod warunkiem że nie zagraża to stabilności budżetowej w średnim okresie”.

kontrakt FRA (Forward Rate Agreement) – kontrakt w którym strony ustalają wysokość stopy procentowej dla określonej kwoty i dla z góry ustalonego terminu. W praktyce kontrakty FRA pokazują jak zmieniają się oczekiwania rynkowe odnośnie do przyszłych stóp procentowych. Na przykład w warunkach polskich kontrakt FRA oznaczony 6x9 pokazuje oczekiwania rynkowe dotyczące tego, na jakim poziomie za sześć miesięcy będzie kształtowała się trzymiesięczna stopa WIBOR. Z kolei kontrakt 9x12 pokazuje oczekiwania dotyczące trzymiesięcznej stopy WIBOR za dziewięć miesięcy. Ponieważ poziom stawki WIBOR zależy przede wszystkim od poziomu stóp procentowych banku centralnego, zmiany notowań FRA są traktowane jako wskaźnik oczekiwań dotyczących przyszłych decyzji banku centralnego.

policy mix – kombinacja / zestaw instrumentów polityki fiskalnej i monetarnej; ich nieoptymalne zgranie może prowadzić do wzrostu kosztów obsługi długu i nierównowag w gospodarce

PDP – państwowy dług publiczny, zdefiniowany w ustawie o finansach publicznych; do niego odwołuje się konstytucyjny próg 60 proc.

ricardiańska ekwiwalentność (równoważność ricardiańska) – koncepcja sformułowana przez Davida Ricardo, sugerująca, że wysiłki rządu podjęte, żeby wpłynąć na popyt przy użyciu narzędzi polityki fiskalnej, mogą się okazać bezowocne, ponieważ podmioty funkcjonujące w gospodarce, odpowiednio antycypując przyszłe zmiany w podatkach i biorąc je pod uwagę w swoich decyzjach ekonomicznych, zwiększą swoje oszczędności i zmniejszą swoją krańcową skłonność do konsumpcji, aby być gotowymi na płaćenie wyższej stawki opodatkowania w przyszłości.

„równoległy budżet” – finansowanie wydatków poza klasycznym budżetem państwa (np. przez fundusze BGK), omijające konstytucyjne limity zadłużenia.

saldo pierwotne – różnica między wydatkami a dochodami bez uwzględniania w wydatkach (po wyłączeniu) kosztów obsługi długu, czyli wydatków na odsetki od długu publicznego.

spread – różnica pomiędzy rentownościami dwóch instrumentów

spread asset swap (ASW) – różnica między rentownością obligacji a oprocentowaniem instrumentów swap (IRS) o analogicznym terminie zapadalności. Rentowności obligacji są uzależnione zarówno od oczekiwań rynkowych dotyczących przyszłych stóp procentowych, jak i od ryzyka kredytowego emitenta, natomiast stawki swap uzależnione są głównie od oczekiwań przyszłych stóp procentowych. Z tego powodu spread asset swap może być traktowany jako miara ryzyka kredytowego emitenta.

Stabilizująca Reguła Wydatkowa (SRW) – ograniczenie określające nieprzekraczalny limit sumy wydatków organów i jednostek sektora finansów publicznych: zgodnie z regułą wielkość kwoty wydatków zależy od średniego wzrostu gospodarczego oraz celu inflacyjnego oraz korekty tak określonej kwoty wydatków, która zależy przede wszystkim od spełnienia w roku $n-2$ wyznaczonych wartości granicznych i progów w zakresie wartości relacji wyniku nominalnego sektora finansów publicznych do produktu krajowego brutto albo wartości relacji państwowego długu publicznego do PKB.

SFA (Stock-flow adjustment) – Różnice pomiędzy deficytem a zmianą poziomu długu, wynikające z operacji pozabudżetowych, zaliczek, kursów walut, itd.

ŚPBS (Średniookresowy Plan Budżetowo-Strukturalny) – dokument krajowy, określający politykę fiskalną na 4 lata, wymagany przez zreformowane ramy fiskalne UE.

trajektoria referencyjna – referencyjna ścieżka wydatków specyficzna dla każdego kraju członkowskiego UE. Wylicza się ją poprzez przeprowadzenie oceny zdolności obsługi zadłużenia dla każdego państwa członkowskiego i opiera się ona na szeregu zabezpieczeń mających na celu zapewnienie spójności z dostosowaniami w ramach części naprawczej, zadbanie o to, aby zadłużenie zmniejszało się o minimalną średnią roczną wynoszącą 1 punkt procentowy, jeżeli wynosi powyżej 90 proc. PKB, i 0,5 punktu procentowego, jeżeli mieści się w przedziale od 60 proc. do 90 proc. PKB; zadbanie o to, aby państwa członkowskie osiągnęły poziom deficytu zapewniający wspólny margines odpornościowy 1,5 proc. PKB poprzez minimalną roczną korektę wynoszącą 0,4

punktu procentowego PKB, przy czym możliwe jest obniżenie do 0,25 punktu procentowego w przypadku przedłużenia okresu dostosowania (jak w przypadku Polski). Trajektoria referencyjna służy wyłącznie państwom członkowskim i Komisji do ukierunkowania dyskusji zmierzających do określenia odpowiedniej ścieżki wydatków netto w okresie dostosowania.

ujęcie kasowe – sposób ewidencji dochodów i wydatków według momentu faktycznego przepływu środków pieniężnych (np. ustawa budżetowa).

ujęcie memoriałowe – sposób ewidencji według momentu powstania zobowiązania lub należności, niezależnie od płatności – stosowane m.in. w ESA 2010.

wydatki netto – wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych pomniejszone o: koszty obsługi zadłużenia, poziom wdrożonych przez rząd i mających wpływ w danym roku planu działań trwale zwiększających poziom dochodów sektora (tzw. działania dyskrecyjne w obszarze dochodów), wydatki na programy unijne w pełni finansowane dochodami z funduszy unijnych, krajowe wydatki na współfinansowanie programów finansowanych przez UE, wydatki cykliczne na bezrobocie oraz wydatki jednorazowe i tymczasowe (mające incydentalny i nietrwały wpływ na wydatki sektora, tzw. one-off).

zmęczenie fiskalne – pojawia się, gdy zadłużenie publiczne osiąga wysoki dla danej gospodarki poziom, a podejmowane działania władz budżetowych nie przynoszą oczekiwanych efektów w postaci zmniejszania się długu publicznego czy przynajmniej jego relacji do PKB. W efekcie „zmęczone” rządy przestają się dostosowywać, a ich „zmęczone” społeczeństwa przestają akceptować dalsze dostosowania.