

Ludwik Kotecki
Marek Skawiński
Paweł Wojciechowski

ZAGROŻENIA nadmiernego długu publicznego

EDYCJA 2026



Instytut
Odpowiedzialnych
Finansów



Fundacja Przyjazny Kraj
The Friendly State Foundation



instytut
finansów
publicznych

SPIS TREŚCI

1.	WSTĘP	4
2.	FINANSE PUBLICZNE W 2025 R. I PROGNOZY NA LATA KOLEJNE.....	7
2.1.	STAN FINANSÓW PUBLICZNYCH I PORÓWNIANIA MIĘDZYNARODOWE	7
2.2.	PROCEDURA NADMIERNEGO DEFICYTU - GDZIE JESTEŚMY I DLACZEGO TAK DALEKO DO FINAŁU.....	11
2.3.	REGUŁY FISKALNE NIE DZIAŁAJĄ	14
2.3.1.	REFORMA CZY ANTYREFORMA NADZORU BUDŻETOWEGO W UE?.....	14
2.3.2.	STABILIZUJĄCA REGUŁA BUDŻETOWA – WERSJA 2026	17
2.4.	STRUKTURA WYDATKÓW I DOCHODÓW PUBLICZNYCH W POLSCE I UNII	21
3.	DŁUG PUBLICZNY	27
3.1.	PROJEKCJE DŁUGU PUBLICZNEGO – PERSPEKTYWA.....	27
3.2.	KONSEKWENCJE PRZEKROCZENIA PROGU 55 I 60 PROC. PKB	33
3.3.	CZY MOŻNA WYROSNAĆ Z DŁUGU? O ZŁUDZENIACH, ARYTMETYCE I RELACJI R MINUS G	37
4.	KONSOLIDACJA FISKALNA	41
4.1.	DLACZEGO KONSOLIDACJA FISKALNA JEST KONIECZNA?	41
4.2.	SKALA WYZWANIA FISKALNEGO W POLSCE	43
4.3.	JAK KONSOLIDOWAĆ? STRONA WYDATKOWA CZY DOCHODOWA	44
4.4.	TEMPO KONSOLIDACJI: SZYBKIE DOSTOSOWANIE CZY ŚCIEŻKA STOPNIOWA?	48
4.5.	DOŚWIADCZENIA MIĘDZYNARODOWE I WNIOSKI DLA POLSKI.....	51
4.6.	RYZYKA ZANIECHANIA KONSOLIDACJI FISKALNEJ	53
4.7.	POLITYCZNA I SPOŁECZNA WYKONALNOŚĆ KONSOLIDACJI FISKALNEJ	54
4.8.	WNIOSKI I REKOMENDACJE DLA POLSKI.....	56
5.	RYNKOWE UWARUNKOWANIA ZARZĄDZANIA POLSKIM DŁUGIEM PUBLICZNYM	58
5.1.	KONTEKST: ŚWIAT I POLSKA NA RYNKACH FINANSOWYCH	58
5.2.	ZMIANY W OCENIE RATINGOWEJ POLSKI – WRZESIEŃ 2025 JAKO PUNKT ZWROTNY	60
5.3.	PODAŻ SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH – REKORD ZA REKORDEM	62
5.4.	STRUKTURA POPYTU – KRAJOWE INSTYTUCJE FINANSOWE RATUJĄ SYTUACJĘ.....	64
5.5.	OSIĄGANE RENTOWNOŚCI – HOSSA, KOREKTA I NOWA NIEPEWNOŚĆ.....	66
5.6.	RYZYKA DLA STABILNEGO ZARZĄDZANIA DŁUGIEM PUBLICZNYM.....	69
6.	PODSUMOWANIE	71
	SŁOWNICZEK.....	73

Autorzy

Ludwik Kotecki, Marek Skawiński, Paweł Wojciechowski

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 ośrodek analityczny. Reprezentuje interes społeczeństwa i obywateli oraz aktywnie uczestniczy w debacie publicznej. Jest niezależną i apartyjną organizacją pozarządową, która stawia sobie za główne cele m.in. monitoring stanu finansów publicznych, fact-checking i przeciwdziałanie populizmowi w życiu publicznym oraz wspieranie demokracji, praworządności i społeczeństwa obywatelskiego. Więcej na stronie ifp.org.pl.

Sugerowane cytowanie raportu:

Kotecki L., Skawiński M., Wojciechowski P. (2026). Zagrożenia nadmiernego długu publicznego. Edycja 2026. 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 21 maja 2026 r.

1. WSTĘP

Oddajemy w Państwa ręce kolejną edycję raportu poświęconego stanowi finansów publicznych w Polsce, przygotowaną w momencie, który można nazwać fiskalnym punktem zwrotnym. Rok 2025 i początek 2026 r. przyniosły kumulację zjawisk, które fundamentalnie zmieniają perspektywę polskiej polityki budżetowej i stawiają przed nami krytyczne pytania o granice bezpiecznego zadłużania się państwa.

Głównym uzasadnieniem dla publikacji niniejszego opracowania jest gwałtowna i bezprecedensowa w ostatnich trzech latach skala pogorszenia wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych. W 2025 r. łączny deficyt sektora (według metodologii unijnej) osiągnął poziom 7,3 proc. PKB. Jest to wartość, która plasuje Polskę na drugim miejscu w całej Unii Europejskiej pod względem wysokości niedoboru finansowego, ustępując jedynie będącej w kryzysie makroekonomicznym Rumunii.

Fakt, że Polska stała się krajem o deficycie ponad dwukrotnie wyższym niż średnia unijna, nie jest jedynie problemem statystycznym. Wskazuje on na narastającą rozbieżność między zakresem zobowiązań wydatkowych państwa a jego trwałą bazą dochodową. Polska próbuje finansować zakres wydatków charakterystyczny dla państw o wysokich dochodach publicznych, utrzymując jednocześnie relatywnie niski poziom dochodów sektora publicznego, co doprowadziło do obecnej nierównowagi fiskalnej. Szczególnie istotne jest to, że pogorszenie finansów publicznych nie jest skutkiem spowolnienia gospodarczego, co oznacza, że znaczna część tej nierównowagi ma charakter strukturalny.

Kolejnym krytycznym powodem jest dynamika narastania długu publicznego. Na koniec 2025 r. osiągnął on poziom 59,7 proc. PKB (według metodologii unijnej, EDP), co jest najwyższym odczytem w historii dostępnych danych od 1995 r. Jesteśmy w momencie, w którym Polska staje przed barierami konstytucyjnymi i ustawowymi (progi długu 55 proc. i 60 proc. PKB liczone według metodologii krajowej - PDP), których przekroczenie uruchamia rygorystyczne procedury sanacyjne, niosące za sobą poważne konsekwencje dla sfery budżetowej, emerytów oraz samorządów, a w końcowym rachunku dla wzrostu gospodarczego i stabilności społecznej. Problemem nie jest sam poziom długu publicznego, który wciąż pozostaje niższy niż w wielu państwach Europy Zachodniej, lecz tempo jego narastania, strukturalny charakter deficytu oraz fakt, że wzrost zadłużenia następuje w warunkach relatywnie dobrej koniunktury gospodarczej.

Misją raportu jest przede wszystkim diagnoza ponad podziałami, a na bardziej szczegółowym poziomie raport ma pięć celów:

1. Diagnostyka przyczyn: analizujemy, dlaczego mimo relatywnie dobrej koniunktury gospodarczej (wzrost PKB o 3,2–3,6 proc. w latach 2024–2025), finanse publiczne znalazły się w tak złej kondycji.
2. Weryfikacja mitów: rozprawiamy się z iluzją „wyrastania z długu”. Wykazujemy za pomocą arytmetyki długu publicznego oraz relacji r-g, że przy obecnych parametrach deficytu pierwotnego, rosnących kosztach finansowania oraz wysokim strukturalnym deficycie pierwotnym sam wzrost gospodarczy nie wystarczy do ustabilizowania zadłużenia.

3. Ocena skuteczności reguł: badamy, dlaczego zarówno zreformowane ramy nadzoru budżetowego UE, jak i krajowa Stabilizująca Reguła Wydatkowa (SRW) przestały pełnić funkcję skutecznego hamulca dla wzrostu wydatków i deficytu.
4. Przedstawienie wyzwań konsolidacji finansów publicznych: wskazujemy na doświadczenia międzynarodowe, przedstawiamy uwarunkowania konsolidacji, jeżeli chodzi o jej strukturę, tempo, ryzyka, przedstawiamy rekomendacje.
5. Analiza ryzyk rynkowych: wskazujemy na sygnały ostrzegawcze płynące z rynków finansowych, w tym na negatywne perspektywy ratingowe agencji Moody's i Fitch, które we wrześniu 2025 r. zapaliły żółte światło w kontekście postrzegania wiarygodności kredytowej Polski.

Raport został podzielony na cztery kluczowe części, z których każda dotyka innego aspektu aktualnego stanu finansów publicznych. Od analizy rekordowego deficytu (część 2), przez projekcje długu (część 3), uwarunkowania konsolidacji fiskalnej (część 4), aż po rynkowe uwarunkowania zarządzania finansami publicznymi (część 5). Szczególną wagę przykładamy do rozdziału o konsolidacji fiskalnej (część 4). Wychodzimy z założenia, że konsolidacja nie jest jedynie zadaniem księgowym, lecz procesem politycznym i społecznym, który musi zostać zaplanowany z wyprzedzeniem, aby uniknąć scenariusza „wymuszonej” i bolesnej korekty, która może zakończyć trwający od początku transformacji polski „cud gospodarczy”. Konsolidacja jest konieczna nie tylko ze względu na bieżący deficyt i koszty obsługi długu. W kolejnych dekadach finanse publiczne będą dodatkowo obciążane przez proces starzenia się społeczeństwa, wzrost wydatków zdrowotnych i spadek podaży pracy. Oznacza to dalsze kurczenie się przestrzeni fiskalnej potrzebnej do finansowania obronności i transformacji energetycznej.

Uzasadnieniem dla obecnej edycji raportu, oprócz już wieloletniej tradycji (szósta edycja), jest również nowa sytuacja geopolityczna. Polska mierzy się z „podwójnym wyzwaniem”: koniecznością sfinansowania rekordowych wydatków na modernizację armii (ok. 5 proc. PKB) przy jednoczesnym wysokim poziomie transferów socjalnych i koniecznych do poniesienia kosztów transformacji energetycznej, bez której możemy nie utrzymać konkurencyjności gospodarki. Dlatego analizujemy, jak te priorytety konkurują o ograniczone zasoby i dlaczego brak jasnej hierarchii celów prowadzi do erozji buforów bezpieczeństwa finansowego i wystawia na ryzyko cały sektor finansów publicznych.

Raport nie stawia tezy o nieuchronnym ani natychmiastowym kryzysie zadłużeniowym. Polska nadal posiada pewne bufony bezpieczeństwa: własną walutę, relatywnie głęboki krajowy rynek długu, kumulację napływu środków z UE, potencjał relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego, w końcu własną walutę i politykę pieniężną. Problem polega jednak na szybkim pogarszaniu się trajektorii fiskalnej i stopniowym wyczerpywaniu tych buforów. Główną tezę raportu jest to, że Polska weszła na ścieżkę trwałej nierównowagi fiskalnej, która - jeśli nie zostanie skorygowana odpowiednio wcześniej - wymusi w przyszłości bardziej gwałtowną, kosztowną i społecznie trudniejszą konsolidację. Publikując ten raport w czerwcu 2026 r., stawiamy diagnozę bez ogródek. Tylko rzetelna, oparta na danych analiza da podstawy do wypracowania wiarygodnej ścieżki powrotu do równowagi – takiej, która zagwarantuje bezpieczeństwo Polski zarówno militarne, jak i finansowe.

Edycja 2026 naszego raportu została przygotowana ponownie w zmienionym składzie redakcyjnym, jeszcze raz dziękujemy zeszłorocznym współautorom: Piotrowi Kaliszowi oraz Sławomirowi Dudkowi, który został powołany na Przewodniczącego Rady Fiskalnej, i

jednocześnie witamy w zespole autorskim Marka Skawińskiego oraz Pawła Wojciechowskiego, który był już w gronie autorów w pierwszej edycji w 2021 r.

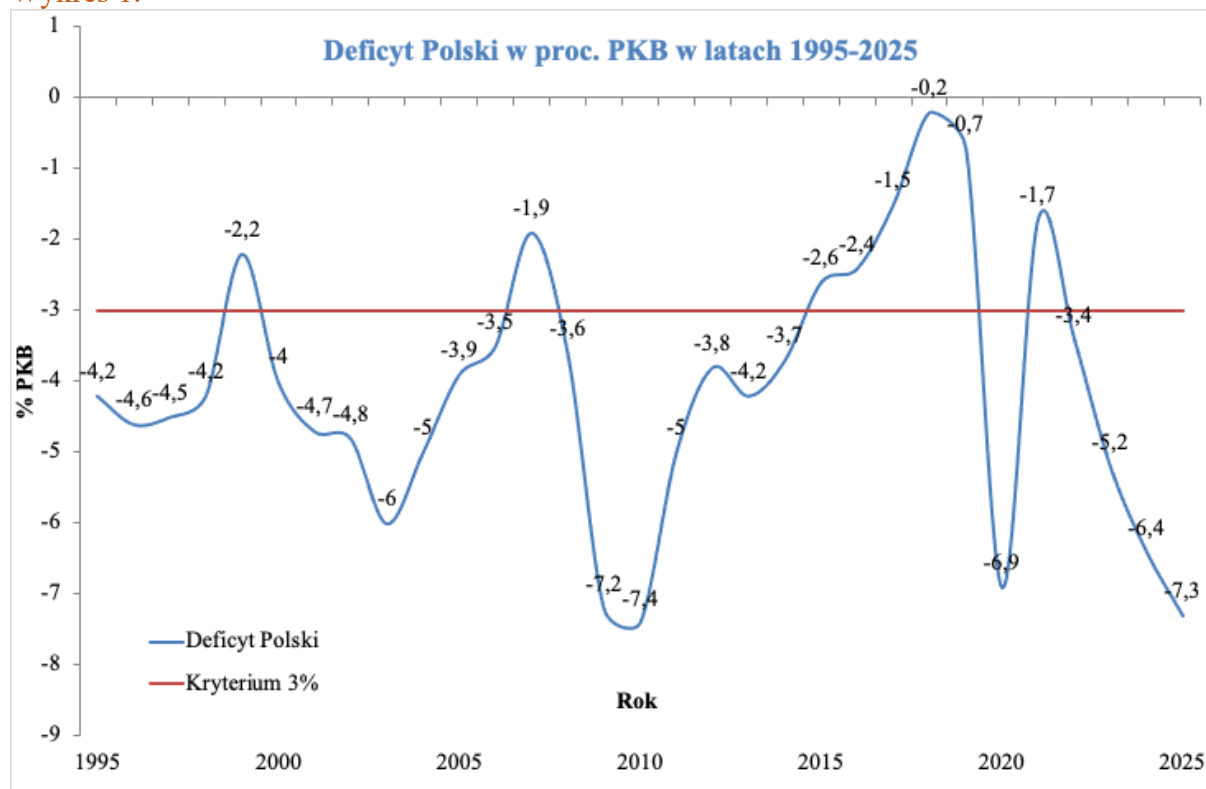
2. FINANSE PUBLICZNE W 2025 R. I PROGNOZY NA LATA KOLEJNE

Niniejsza część raportu ma charakter diagnostyczny i koncentruje się na przedstawieniu aktualnego stanu finansów publicznych w Polsce oraz prognoz na nadchodzące lata. **Rok 2025 przyniósł pogorszenie sytuacji fiskalnej kraju: łączny deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (według metodologii ESA) osiągnął poziom 7,3 proc. PKB. Obecny stan finansów publicznych charakteryzuje się strukturalną nierównowagą. Z porównań międzynarodowych nie wynika, że to pogorszenie ma wymiar uniwersalny – pozycja Polski w „rankingu” deficytów i długu publicznego niestety mocno rośnie. Teoretycznie objęcie kraju członkowskiego UE procedurą nadmiernego deficytu (EDP) powinno ograniczać możliwość dalszego pogarszania salda fiskalnego. Wytłumaczeniem jest erozja reguł fiskalnych, która po okresie covidowym przybrała na sile. Szybki wzrost wydatków (szczególnie socjalnych i obronnych) przy relatywnie niskim poziomie dochodów publicznych (poniżej średniej UE) oraz aktualnym, miejmy nadzieję, że czasowym stopieniu działania unijnych i krajowych reguł fiskalnych stwarza ryzyko konieczności gwałtownej i bolesnej konsolidacji w najbliższych latach.**

2.1. Stan finansów publicznych i porównania międzynarodowe

W 2025 r. łączny deficyt sektora finansów publicznych według metodologii ESA (unijnej) wyniósł ok. 284 mld zł, tj. 7,3 proc. PKB, wobec 6,4 proc. w 2024 r., 5,2 proc. PKB w 2023 r. oraz 3,4 proc. PKB w 2022 r. **W ciągu trzech lat stan finansów publicznych uległ zatem istotnemu pogorszeniu, relacja deficytu została zwiększona o 3,9 pkt proc. PKB. Miniony rok okazał się także czwartym rokiem z rzędu, w którym wzrastał deficyt względem PKB.**

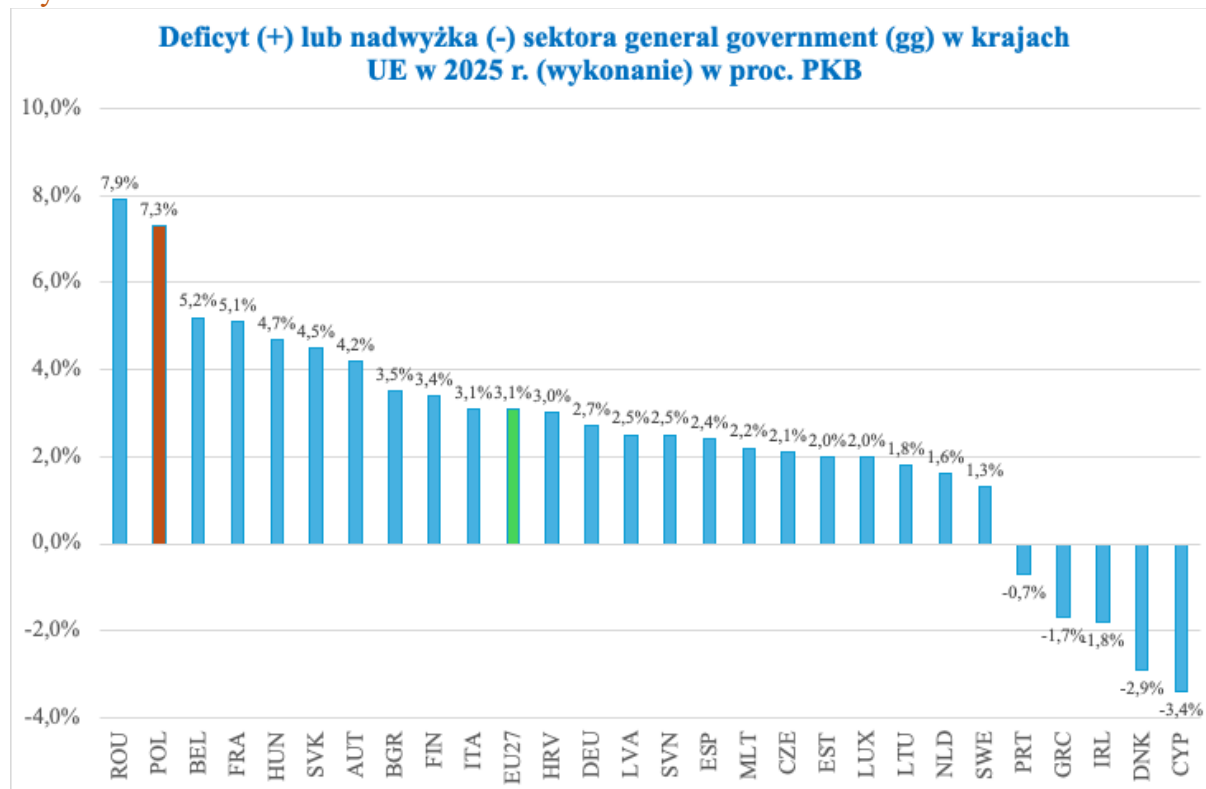
Wykres 1.



Źródło: Eurostat

W ciągu ostatnich 30 lat tylko raz deficyt w Polsce był wyższy. I to zaledwie o 0,1 pkt proc., gdy wyniósł 7,4 proc. PKB w 2010 r. Wówczas jednak zmagaliśmy się z skutkami największego kryzysu finansowego w XXI wieku, po którym nastąpił kryzys zadłużeniowy w strefie euro.

Wykres 2.

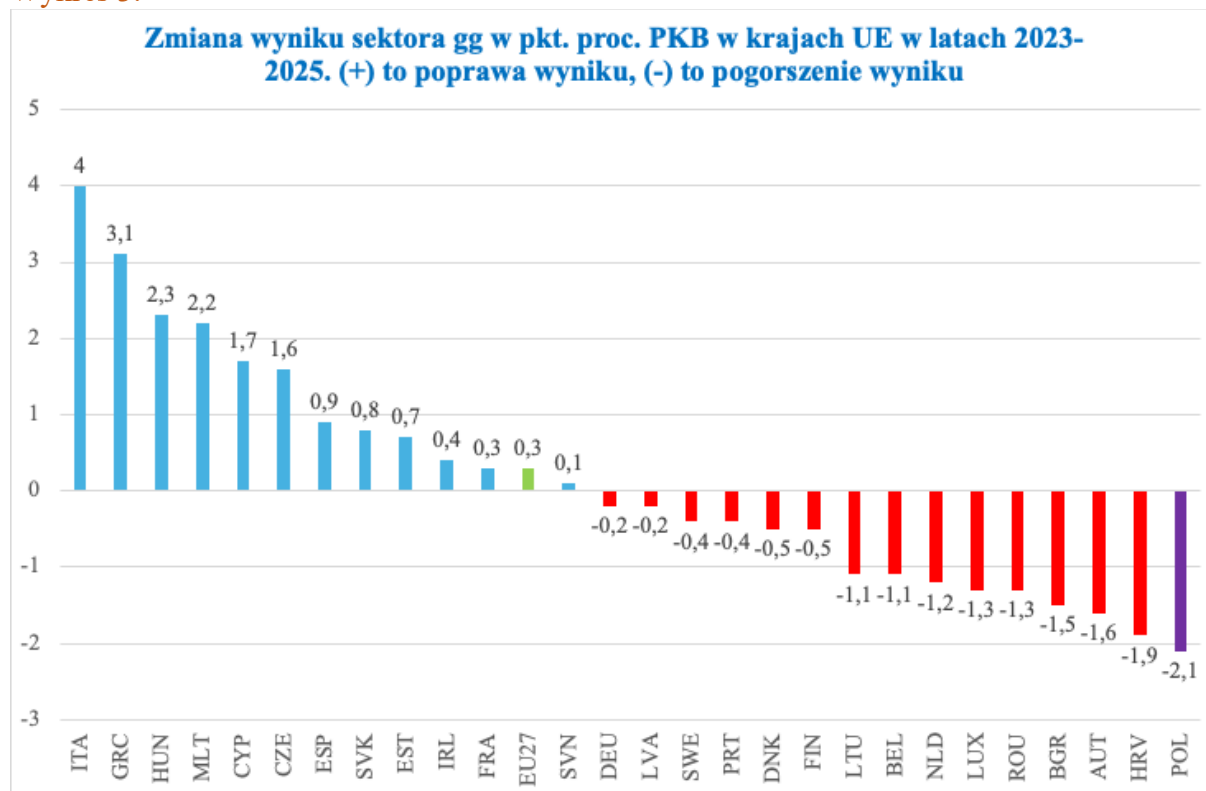


Źródło: Eurostat

W 2025 r. mieliśmy drugi najwyższy deficyt w całej UE, przed nami była tylko Rumunia, gdzie deficyt wyniósł 7,9 proc. PKB. Taka sama kolejność była także w 2024 r. Deficyt w Polsce w 2025 r. był ponad dwukrotnie większy niż średnia w UE (3,1 proc. PKB) czy strefie euro jako całości (2,9 proc. PKB). W 2023 r. z deficytem na poziomie 5,2 proc. PKB plasowaliśmy się na 6. miejscu w UE. Jednak w ciągu dwóch lat Polska pod względem wysokości deficytu przeskoczyła cztery kraje, w tym Francję oraz Węgry i obecnie zajmuje drugie miejsce, za Rumunią.

Polska w największym stopniu zwiększyła deficyt fiskalny ze wszystkich krajów UE w ciągu ostatnich dwóch lat. Obrazuje to poniższy wykres, który wskazuje na zmianę wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych od 2023 r. **Deficyt w Polsce wzrósł o 2,1 pkt proc. W tym czasie średnio w UE zmniejszono deficyt o 0,3 pkt proc.** (Wykres 3.). Warto zaznaczyć, że w projekcie ustawy budżetowej, przygotowanym przez rząd jesienią 2024 r., założono deficyt finansów publicznych w 2025 r. na poziomie 5,5 proc. PKB. Po skorzystaniu z tymczasowego odejścia od ścieżki wydatków wcześniej rekomendowanej przez Radę do Spraw Gospodarczych i Finansowych (ECOFIN) w kwietniu 2025 r. Ministerstwo Finansów podwyższyło prognozę deficytu na 6,3 proc. PKB. Przy okazji projektu ustawy budżetowej na 2026 r. ponownie zrewidowano prognozowany deficyt. na 6,9 proc. PKB. Nawet ta – już duża i kolejna – rewizja okazała się ostatecznie zaniżona.

Wykres 3.



Źródło: Eurostat

Skala błędu osiągniętego wyniku w 2025 względem pierwotnej prognozy wyniosła aż 1,8 pkt proc. PKB a zatem ok. 70 mld zł. W ostatnich latach rządowe prognozy dotyczące deficytu istotnie niedoszacowują ostatecznych wyników.

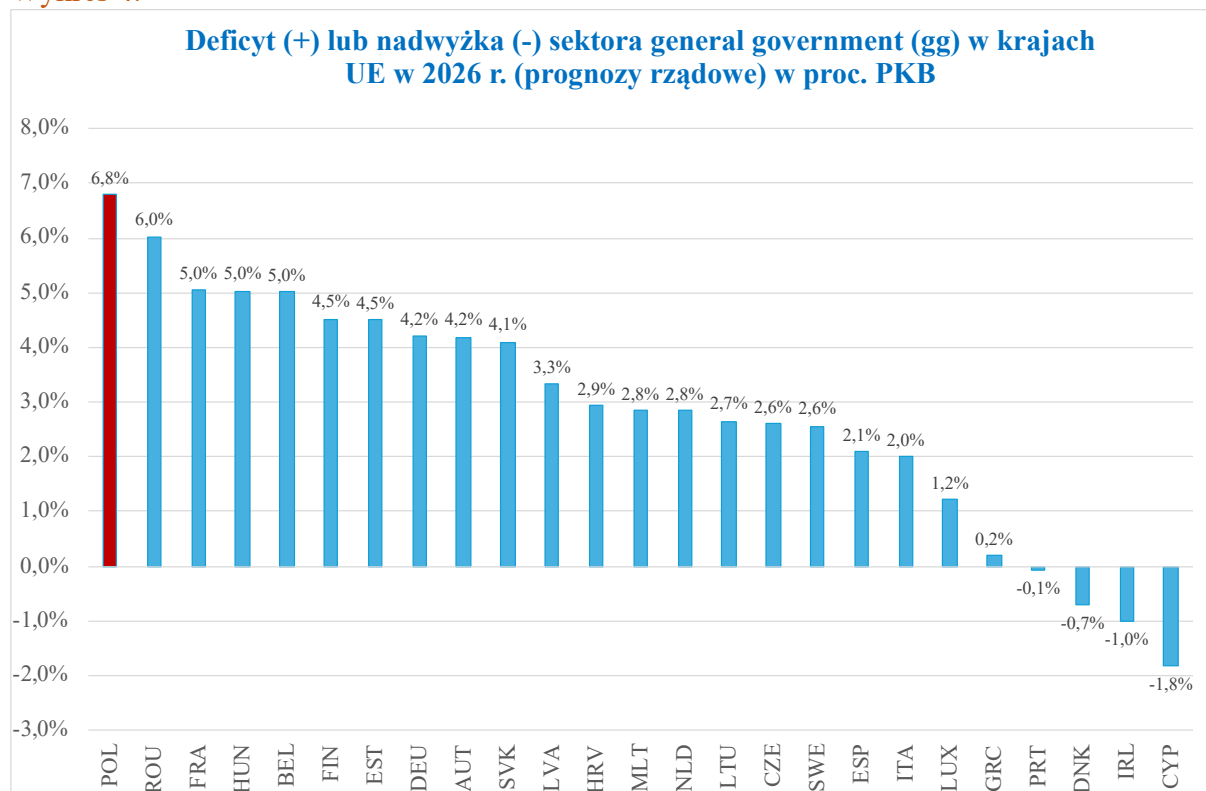
Duży wpływ na błąd prognozy miały niższe dochody niż przewidywano. Głównym czynnikiem kształtującym dochody z VAT jest nominalna dynamika spożycia prywatnego, czyli realny wzrost konsumpcji powiększony o inflację. Niższa inflacja (3,6 proc.) niż przewidywano (5 proc.) znalazła odzwierciedlenie w niższych dochodach z VAT. Wpływy budżetowe¹ z tego tytułu okazały się niższe o 28 mld zł. Mniejsze niż zakładano były także dochody z akcyzy, PIT oraz CIT, co trudniej złożyć na karb niższej inflacji.

Według prognoz rządowych przedstawionych w notyfikacji fiskalnej przez poszczególne kraje (kwiecień 2026 r.) Polska stanie się „liderem” w całej UE pod względem wysokości deficytu. W wiosennej notyfikacji fiskalnej Ministerstwo Finansów prognozuje deficyt na poziomie 6,8 proc. PKB w bieżącym roku, podczas gdy w projekcie ustawy budżetowej na 2026 r. zakładano ten deficyt na poziomie 6,5 proc. PKB. To czy będziemy rzeczywiście liderem wysokości deficytu UE okaże się w przyszłym roku, gdyż w Rumunii ze względu na trudność polityczną przeprowadzenia konsolidacji na początku maja upadł tamtejszy rząd.

W swej wiosennej prognozie opublikowanej 21 maja br. Komisja Europejska prognozuje nieco niższy deficyt fiskalny w Polsce na ten rok: 6,5 proc. PKB. Wciąż byłby jednak to najwyższy deficyt w UE przed Rumunią oraz Węgrami (po 6,2 proc. PKB). W 2027 r. sytuacja powtórzyłaby się. Polska ma mieć według KE deficyt w wysokości 6,3 proc. PKB, o 0,5 pkt proc. wyższy niż Rumunia i Węgry.

¹ Nie są one tożsame z wpływami VAT według metodologii unijnej.

Wykres 4.



Zródło: notyfikacje fiskalne krajów. Bułgaria i Słowenia nie podały oczekiwanego wyniku w 2026 r.

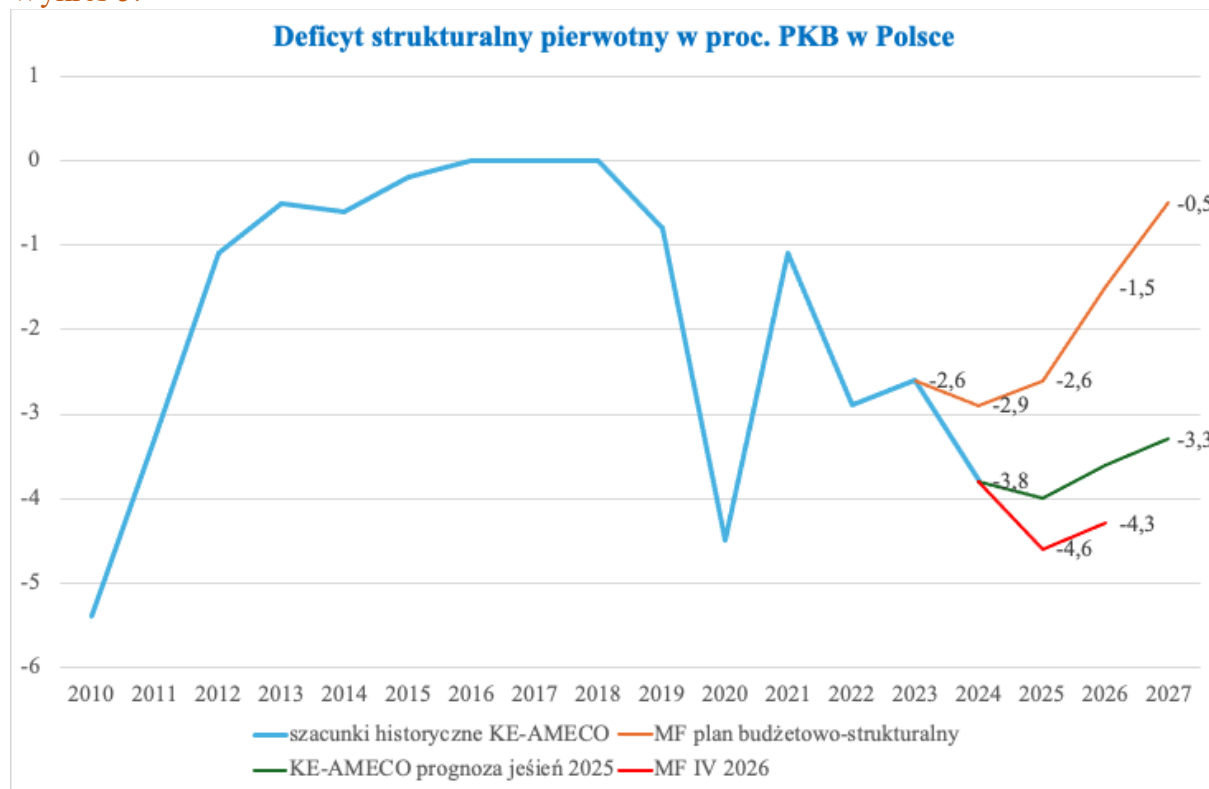
Pogorszenie sytuacji finansów publicznych w 2025 r. w Polsce nastąpiło przy zmniejszającej się, choć wciąż ujemnej, luce popytowej. Szacowana w listopadzie 2025 r. w „Raporcie o inflacji” wyniosła w 2024 r. -0,8 proc. PKB a w 2025 r. -0,4 proc. Zgodnie z raportem z marca 2026 r. szacunek luki za 2025 r. został zrewidowany do -0,3 proc. Oznacza to z definicji wyższy wzrost deficytu strukturalnego² (skorygowanego o cykl) niż nominalnego. W 2026 r. produkt faktyczny – zgodnie z szacunkami – ma już przekraczać produkt potencjalny o 0,4 proc.

Deficyt strukturalny pierwotny³ w 2025 r. wyniósł według szacunków Ministerstwa Finansów 4,6 proc. PKB. A zatem więcej niż podczas pandemii COVID-19. W ciągu ostatnich dwóch lat wzrósł o 2 pkt proc. Zgodnie z nowymi szacunkami rządu w 2026 r. ma on zostać ograniczony do 4,3 proc. To o 2,8 pkt proc. więcej niż w planie budżetowo-strukturalnym z października 2024 r. Obrazuje to poniższy wykres.

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 trwałe 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 Deficyt strukturalny pomniejszony o koszty obsługi długu.

Wykres 5.



Źródło: KE-AMECO, MF

2.2. Procedura nadmiernego deficytu - gdzie jesteśmy i dlaczego tak daleko do finału

Od lipca 2024 r. Polska jest objęta procedurą nadmiernego deficytu na podstawie decyzji Rady UE. Wynikała ona z przekroczenia przez Polskę wartości odniesienia w wysokości 3 proc. deficytu oraz jego trwałego charakteru – prognozy KE na lata 2024-2025 r. przewidywały utrzymanie deficytu na poziomie wyższym niż wspomniane 3 proc. PKB.

W październiku 2024 r. Polska przekazała KE „Średniookresowy plan budżetowo-strukturalny na lata 2025-2028” (dalej: Plan), określony i wymagany przez zreformowane ramy zarządzania gospodarczego Unii Europejskiej. Plan jest strategią fiskalną na lata 2025-2028, który zakłada 4-letnią ścieżkę wydatkową netto odpowiadającą wysiłkowi fiskalnemu (zacieśnieniu) średnio o 0,82 proc. PKB rocznie. Tyle musi poprawić się tzw. wynik pierwotny strukturalny netto. Deficyt nominalny przy założonych wskaźnikach makroekonomicznych miał spaść do 2,9 proc. PKB w 2028 r.

21 stycznia 2025 r. Rada UE przyjęła zalecenia dla Polski dotyczące zlikwidowania nadmiernego deficytu, w których wskazała, że niezbędne jest przestrzeganie tempa wzrostu wydatków przedstawionego w Planie. To właśnie ścieżka wzrostu wydatków netto jest obecnie jedynym operacyjnym punktem odniesienia stosowanym do monitorowania zgodności działań Polski z rekomendacjami Rady UE.

Tabela 1.

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

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

Zródło: Ministerstwo Finansów

19 marca 2025 r. Komisja Europejska zaproponowała wszystkim państwom członkowskim tymczasowe odejście od ścieżki wydatków wcześniej rekomendowanej przez Radę UE. W opinii Komisji pozwoliłoby to na osiągnięcie przez państwa UE trwale wyższych wydatków obronnych, niezbędnych ze względu na wyjątkowe okoliczności, jakimi są agresja Rosji na Ukrainę i związane z nią zagrożenie dla europejskiego bezpieczeństwa.

8 lipca 2025 r. Rada UE uruchomiła tzw. krajową klauzulę wyjścia (national escape clause – NEC) w Polsce (oraz wielu innym krajom). Aktywowanie tej klauzuli umożliwia odejście od rekomendowanej przez Radę UE ścieżki wydatków do wysokości przyrostu wydatków na obronność w stosunku do sytuacji przed wojną w Ukrainie (czyli w 2021 r), jednak nie więcej niż 1,5 proc. PKB rocznie. Zatem wydatki na obronność stanowią „dozwoloną” przez NEC część składową nadmiernego deficytu budżetowego i nie mogą być wytłumaczeniem całego przekroczenia referencyjnego progu 3 proc. PKB, wynikającego przede wszystkim z nadmiernych wydatków na inne cele związane m.in. z hojną polityką transferów socjalnych. Pogorszenie stanu finansów publicznych nie wynika – jak często przedstawiane jest w popularnych narracjach publicznych – tylko ze wzrostu wydatków na zbrojenia.

W ostatnim sprawozdaniu z wdrażania Planu (kwiecień 2026 r.) Ministerstwo Finansów przedstawiło wykonanie dotychczasowej ścieżki wzrostu wydatków netto oraz prognozę na 2026 r.

Tabela 2.

Prognoza Ministerstwa Finansów ścieżki wydatków netto w latach 2024-2026

	2024	2025	2026
Zalecenie Rady			
1a. Wydatki netto (roczne tempo wzrostu)	12,5	6,3	4,4
2a. Wydatki netto (skumulowane tempo wzrostu)	12,5	19,6	24,9
Wykonanie/Prognoza			
1b. Wydatki netto (roczne tempo wzrostu)	13,3	8,4	3,6
2b. Wydatki netto (skumulowane tempo wzrostu)	13,3	22,8	27,2

Zródło: Ministerstwo Finansów

Jak wynika z powyższej tabeli nawet jeśli w 2026 r. nasze tempo wydatków netto będzie niższe od zaleconego przez Radę UE, to i tak skumulowany wzrost wydatków netto względem roku bazowego (2023) będzie wyższy. Ministerstwo Finansów w sprawozdaniu pisze jednak, że: „zapewniona zostanie spójność z zaleceniami Rady - brak odchylenia od zaleconego tempa wzrostu wydatków na rachunku kontrolnym uwzględniającym elastyczność przyznaną w ramach NEC w latach 2024-2026.” Zdanie to wydaje się sugerować, że przekroczymy ścieżkę

wydatków netto uwzględniając nawet dodatkową elastyczność wynikającą z klauzuli wyjścia, ale nie o więcej niż 0,3 proc. PKB. Tyle bowiem ścieżka może odchylić się na tzw. rachunku kontrolnym w ciągu 1 roku. Limit w ciągu całego planu wynosi zaś 0,6 proc. PKB.

Wydaje się, że rząd wykorzystuje dodatkową przestrzeń fiskalną w maksymalnym wymiarze. Korzysta z możliwości, którą daje tzw. krajowa klauzula wyjścia z reguł unijnych. Klauzula nie zmniejsza jednak skali koniecznego dostosowania fiskalnego. Przesuwa je jedynie w czasie. Im większa część dodatkowej przestrzeni fiskalnej zostanie wykorzystana dziś, tym trudniejszy będzie punkt startowy kolejnego planu budżetowo-strukturalnego. Będzie on wymagał znacznie większej konsolidacji fiskalnej, a punkt startowy szczególnie w zakresie długu będzie gorszy.

Dość powiedzieć, że w strategii zarządzania długiem z jesieni 2025 r. rząd przewidywał w 2028 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie 6,1 proc. PKB (zob. tabelę 4 w rozdziale 3.1). Oznaczałoby to, że byłby on wyższy o 0,9 pkt proc. w porównaniu do 2023 r., na podstawie którego otwarto procedurę EDP.

Ale oznacza to konieczność wyższych wysiłków fiskalnych w przyszłości. Komisja Europejska w DSM2026 przedstawiła stylizowaną skalę koniecznego dostosowania fiskalnego, rozumianego jako redukcja deficytu strukturalnego pierwotnego, dla państw, które skorzystały z klauzuli wyjścia w kolejnym planie budżetowym. Wśród 16 państw Unii Europejskiej Polska miałaby drugie co do wysokości wymagane dostosowanie. Wynosiłby on ok. 0,9 proc. PKB rocznie.

Ale w rzeczywistości skala tego dostosowania może być jeszcze większa. Wynika to z tego, że KE założyła w swej uproszczonej analizie korzystanie z NEC w sposób liniowy, natomiast Polska już wcześniej w porównaniu do innych krajów zwiększyła wydatki obronne (nawet w metodologii unijnej). Ponadto, sytuacja pod względem wysokości deficytu w 2025 r. pogorszyła się w porównaniu z oczekiwaniami. Nie wszystkie wydatki obronne mają taki sam charakter fiskalny. Część z nich to nakłady inwestycyjne związane z zakupami sprzętu, ale część będzie generowała trwałe koszty: utrzymania sprzętu, infrastruktury, wynagrodzeń, szkolenia i serwisowania. Z punktu widzenia stabilności finansów publicznych kluczowe jest więc nie tylko sfinansowanie obecnej fali zakupów, lecz także określenie trwałego modelu finansowania podwyższonych wydatków obronnych.

Ministerstwo Finansów założyło w strategii zarządzania długiem deficyt nominalny w 2029 r. w wysokości 4,7 proc. PKB. Jako że ścieżka fiskalna w strategii jest spójna z regułami krajowymi i unijnymi pokazuje to możliwą skalę dostosowania w nowym planie. Spadek deficytu wynosi w strategii 1,4 pkt proc. między 2028 r. a 2029 r. Pytanie na ile realistyczne są tak duże dostosowania. Wątpliwości w tym względzie ma Europejska Rada Fiskalna, która oceniła, że dostosowania rzędu 1 proc. PKB (na strukturalnym deficycie pierwotnym) znacznie przekraczają poziom, który jest powszechnie uważany za możliwy do osiągnięcia dla danego kraju.

Większa niż zakładana konsolidacja do 2028 r. pozwoliłaby zmniejszyć skalę dostosowań po 2029 r. wygładzając ją w czasie. Szczególnie, że obecne warunki makroekonomiczne mogą okazać się znacznie korzystniejsze niż za kilka lat. Ministerstwo Finansów prognozuje wzrost realnego PKB w 2030 r. na 2,2 proc. a MFW na 2,5 proc. Na obecny rok zaś prognozy zakładają odpowiednio wzrost o 3,6 proc. (MF), 3,5 proc. (KE) i 3,3 proc. (MFW). Gospodarka Polski ma być wspierana dużym napływem inwestycji w ramach KPO.

Dodatkowym problemem w przyszłości może okazać się wyrównanie różnicy między wydatkami kasowymi na obronność a memoriałowymi (zgodnymi z metodologią unijną). Te pierwsze są obecnie o ok. 1 pkt proc. wyższe. Jeżeli wydatki zgodne z metodologią unijną „dobiją” do wydatków kasowych w momencie dostosowania będzie to oznaczało jeszcze wyższą konsolidację na wszelkich innych wydatkach dokładnie o taką wartość.

2.3. Reguły fiskalne nie działają

Celem reguł fiskalnych jest ograniczanie nadmiernego zadłużania się państwa i utrzymanie stabilności finansów publicznych. Mają one wymuszać prowadzenie odpowiedzialnej polityki budżetowej, ograniczać wzrost deficytu i długu publicznego oraz zwiększać wiarygodność państwa wobec inwestorów i instytucji międzynarodowych. W praktyce skuteczność tych mechanizmów uległa istotnej erozji. Przyjrzyjmy się dłużej, analizując aktualne działanie reguł na poziomie unijnym i krajowym.

2.3.1. Reforma czy antyreforma nadzoru budżetowego w UE?

Nowe ramy zarządzania gospodarczego weszły w życie 30 kwietnia 2024 r. Reklamowano je jako najbardziej ambitną i kompleksową reformę unijnych zasad budżetowych od czasu globalnego kryzysu finansowego. Jej głównymi celami miały być wzmocnienie zdolności państw członkowskich do obsługi zadłużenia oraz wspieranie zrównoważonego i sprzyjającego włączeniu społecznemu wzrostu gospodarczego poprzez reformy sprzyjające wzrostowi oraz priorytetowe inwestycje. Stary Pakt stabilności i wzrostu (PSW) – z jego sztywnymi, uniwersalnymi celami liczbowymi – został zastąpiony strukturą opartą na trzech filarach:

- Średniookresowe plany budżetowo-strukturalne (MTFSP) – fundament

Państwa członkowskie przedkładają krajowe średniookresowe plany budżetowo-strukturalne obejmujące okres od 4 do 7 lat. Plany te mają na celu zapewnienie, aby dług sektora instytucji rządowych i samorządowych znajdował się na wiarygodnej ścieżce spadkowej, a deficyt publiczny był utrzymywany poniżej wartości referencyjnej wynoszącej 3 proc. PKB w perspektywie średnioterminowej. Każdy plan zawiera zobowiązanie dotyczące **ścieżki wydatków netto**, która stanowi obecnie **jedyny wskaźnik operacyjny służący nadzorowi budżetowemu** na szczeblu UE. Stanowi to odejście od podejścia skupionego głównie na deficycie i długu na rzecz szerszej perspektywy obejmującej reformy gospodarcze i inwestycje – ma to być strategiczna zmiana w kierunku zrównoważonego i sprzyjającego włączeniu społecznemu wzrostu gospodarczego. Ścieżka wydatków netto jest oparta na wytycznych Komisji (prior guidance) wynikających z **analizy stabilności długu publicznego (DSA)**. Dla krajów z deficytem powyżej 3 proc. PKB lub długiem powyżej 60 proc. PKB, Komisja wydaje "ścieżkę referencyjną", mającą zapewnić spadek długu lub utrzymanie go na bezpiecznym poziomie. Krajowe średniookresowe plany budżetowo-strukturalne określają w jaki sposób państwa zamierzają ująć w jeden całościowy plan średniookresowy cele budżetowe oraz cele dotyczące reform i inwestycji, w tym – w razie potrzeby – służące wyeliminowaniu zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Powinny one w szczególności odnosić się do priorytetów UE w dziedzinie ochrony środowiska, cyfryzacji, bezpieczeństwa energetycznego, obronności, a także do celów odporności gospodarczej i społecznej. Zobowiązanie do dalszych inwestycji i reform umożliwiłoby również przedłużenie okresu korekty budżetowej do siedmiu lat.

- Nadzór zróżnicowany w oparciu o ryzyko – alternatywa dla uniwersalnego podejścia, które obowiązywało przed zmianami

W nowych ramach wprowadzono nadzór oparty na ryzyku, który uwzględnia zróżnicowanie między państwami członkowskimi w zależności od ich indywidualnej sytuacji budżetowej, oparty na dwóch mechanizmach zabezpieczających: mechanizmie zabezpieczającym dotyczącym zdolności obsługi zadłużenia (gwarantującym tendencję spadkową zadłużenia) oraz mechanizmie zabezpieczającym dotyczącym odporności deficytu (zapewniającym margines bezpieczeństwa poniżej progu 3 proc. PKB określonego w Traktacie⁴). Do celów oceny zgodności Komisja monitoruje jedynie wzrost wydatków publicznych po odliczeniu wydatków z tytułu odsetek (wydatki netto), działania dyskrecyjne po stronie dochodów, wydatki na programy unijne finansowane przez UE lub współfinansowane na szczeblu krajowym, a także cykliczne elementy wydatków na zasiłki dla bezrobotnych, środki jednorazowe i inne elementy tymczasowe. Ocenę tego jednolitego wskaźnika operacyjnego ułatwia wykorzystanie rachunku kontrolnego do rejestrowania odchyleń od ścieżki wydatków netto, a także publicznych sprawozdań rocznych państw członkowskich⁵.

- Procedura nadmiernego deficytu (EDP) – zreformowana korekcyjna „noga” Paktu

Dopóki kraje o wysokim zadłużeniu będą realizować wyznaczoną ścieżkę wydatków netto, kierując swój dług na realistyczną ścieżkę spadkową, nie będą podlegać procedurze EDP. Ale jeśli procedura zostanie uruchomiona, kary za nieprzestrzeganie przepisów wynoszą do 0,05 proc. PKB i są naliczane co sześć miesięcy, dopóki nie zostaną podjęte skuteczne działania.

Ogólna klauzula wyjścia – która zawiesiła stosowanie zasad budżetowych w czasie pandemii COVID-19 – przestała obowiązywać w 2024 r. UE wznowiła procedury nadmiernego deficytu (EDP) oparte na kryterium deficytu zgodnie z nowymi przepisami. **Nowa procedura nadmiernego deficytu została oficjalnie wszczęta wobec Polski w lipcu 2024 r. tak jak opisaliśmy w poprzednim podrozdziale. Rada zaleciła Polsce likwidację nadmiernego deficytu do 2028 r., przy czym wzrost wydatków netto nie powinien przekraczać 6,3 proc. w 2025 r., 4,4 proc. w 2026 r., 4,0 proc. w 2027 r. i 3,5 proc. w 2028 r.**

Reforma ta, oparta przede wszystkim na krajowych średniookresowych planach fiskalno-strukturalnych (MTFSP), miała na celu zwiększenie odpowiedzialności państw członkowskich oraz uproszczenie nadzoru poprzez wprowadzenie jednej zmiennej operacyjnej – ścieżki wydatków netto. Jednak proces wdrażania tych przepisów w 2024 r., ujawnił szereg problemów dotyczących przejrzystości i wiarygodności nowego systemu.

Analiza corocznego raportu Europejskiej Rady Fiskalnej (ang. European Fiscal Council, EFC), która oceniła proces przechodzenia Unii Europejskiej na nowe ramy nadzoru fiskalnego, pozwala sformułować kilka wniosków z wprowadzenia narodowych średnioterminowych planów fiskalno-strukturalnych (MTFSP), opartych na ścieżkach wydatków netto:

- „Skompresowany” harmonogram rzutujący na wiarygodność procesu

Decyzja o natychmiastowym wdrożeniu nowych zasad w 2024 r. doprowadziła do znacznego skrócenia czasu na przygotowanie planów, co skutkowało masowymi opóźnieniami – tylko dwa państwa (Dania i Malta) dotrzymały pierwotnego terminu. Większość państw otrzymała przedłużenia, a w przypadku Niemiec opóźnienie

⁴ Najbardziej znane z unijnych reguł pozostały bez zmian: próg 3 proc. PKB dla deficytu oraz 60 proc. PKB dla długu sektora instytucji rządowych i samorządowych.

⁵ Sprawozdania z wdrażania „Średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego na lata 2025–2028” przyjmowane co roku w kwietniu przez Radę Ministrów, przedstawiane KE.

wyniosło ponad 10 miesięcy z powodu upadku rządu koalicyjnego, co stworzyło, zdaniem EFC, „próżnię nadzorczą”. Wiarygodność nowych ram została wystawiona na próbę przez ten bardzo napięty harmonogram oraz liczne opóźnienia.

- Ryzyko "nacjonalizacji" nadzoru budżetowego

Komisja przyjęła podejście oparte na akceptacji założeń makroekonomicznych państw członkowskich, nawet jeśli były one znacznie bardziej optymistyczne niż prognozy samej Komisji. Z 27 planów aż 12 opierało się na znacznie korzystniejszych scenariuszach wzrostu PKB niż wytyczne Komisji, co rodzi ryzyko niedotrzymania celów dotyczących deficytu i długu, nawet przy zachowaniu limitów wydatków (ścieżki wydatków netto). Jednocześnie 8 państw przyjęło skumulowany wzrost wydatków netto wyższy o co najmniej 2 punkty procentowe od ścieżki referencyjnej Komisji na koniec okresu objętego planem. Realnym zagrożeniem jest procykliczność średnioterminowych planów budżetowo-strukturalnych (MTFSP), czyli włączanie do planów chwilowych wzrostów dochodów, co może prowadzić do nadmiernych wydatków w okresach spowolnienia.

- Problemy z przejrzystością

Brak szczegółowych dokumentów analitycznych KE oraz poleganie na poufnych dialogach technicznych pomiędzy KE a krajami członkowskimi ograniczyło możliwość zewnętrznej oceny wiarygodności planów. Dialog techniczny de facto zastąpił formalną ocenę – plany były akceptowane, jeśli zostały wcześniej "uzgodnione" w zaciśniętym gabinecie.

Dodatkowo, w międzyczasie, sytuacja geopolityczna spowodowała uruchomienie Krajowej Klauzuli Wyjścia (ang. National Escape Clause, NEC)⁶. Po uruchomieniu NEC umożliwia państwom członkowskim tymczasowe odstępstwo od zasad budżetowych – w szczególności od ścieżek wydatków netto oraz ścieżek naprawczych w ramach procedury nadmiernego deficytu. Elastyczność ta będzie dostępna przez cztery lata, począwszy od 2025 r., przy czym roczne przekroczenie (odstępstwo) nie może przekroczyć 1,5 proc. PKB. W dniu 8 lipca 2025 r. Rada uruchomiła NEC dla 15 państw członkowskich: Belgii, Bułgarii, Chorwacji, Czech, Danii, Estonii, Finlandii, Grecji, Węgier, Łotwy, Litwy, Polski, Portugalii, Słowacji i Słowenii. W praktyce oznacza to, że Komisja i Rada mogą podjąć decyzję o nieotwieraniu nowej procedury nadmiernego deficytu (EDP) dla tych państw lub nie stosować sankcji w przypadku krajów, które taką procedurę mają otwartą, nawet jeśli przekroczą one zatwierdzoną ścieżkę wydatków netto, pod warunkiem, że przekroczenie to wynika ze zwiększonych wydatków na obronność.

Podsumowując, nowe ramy pod względem koncepcyjnym wydają się lepsze od starej wersji paktu stabilności i wzrostu – są lepiej dostosowane do różnych potrzeb budżetowych krajów członkowskich, bardziej sprzyjają wzrostowi gospodarczemu oraz łączą inwestycje z reformami. Jednak ich wdrożenie ujawnia powracający problem UE, mianowicie przepisy na papierze są rozsądne, ale ich egzekwowanie pozostawia na razie wiele do życzenia i jest, to nowość w tym wymiarze, mało przejrzyste, co rzutuje na wiarygodność nowych ram. Fala zbrojeń w sektorze obronnym (ReArm Europe / Readiness 2030) i NEC dodała obecnie nowy, istotny wymiar elastyczności budżetowej, który – jeśli także nie będzie starannie zarządzany –

⁶ Sama możliwość aktywacji National Escape Clause dla państw członkowskich została oparta na art. 26 „preventive arm” zreformowanego Paktu Stabilności i Wzrostu.

grozi zatarciem granicy między uzasadnionymi inwestycjami w bezpieczeństwo a rozrzutnością budżetową. Ostateczną ocenę nowych ram będzie można wystawić w momencie, gdy dobiegnie okres, na który zaprojektowano pierwsze średniookresowe plany budżetowo-strukturalne a także ocenić na ile realistyczne do spełnienia będą dostosowania w kolejnym, jednak wydaje się, patrząc choćby na prognozowaną trajektorię polskiego długu publicznego, nie spełniają one swojej roli. Stąd zastanawiające jest obecne stanowisko Komisji Europejskiej w tej sprawie⁷.

Polska nie jest jedynie biernym beneficjentem ogólnego poluzowania unijnych ram fiskalnych. Na tle UE wyróżnia się skalą pogorszenia salda, poziomem deficytu oraz tempem wzrostu wydatków netto. Oznacza to, że problem nie polega wyłącznie na większej elastyczności nowych reguł, ale także na sposobie jej wykorzystania przez krajową politykę fiskalną.

2.3.2. Stabilizująca reguła budżetowa – wersja 2026

Stabilizująca reguła wydatkowa (SRW) została wprowadzona do polskiego systemu finansów publicznych ustawą z 8 listopada 2013 r. i po raz pierwszy zastosowana przy konstrukcji ustawy budżetowej na 2015 r. Była odpowiedzią na doświadczenia globalnego kryzysu finansowego lat 2008–2010, gwałtowny wzrost deficytu i długu publicznego oraz słabości wcześniejszych unijnych i krajowych reguł fiskalnych. Ważnym impulsem do jej opracowania była również dyrektywa Rady 2011/85/UE w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich. SRW była polską odpowiedzią na ten obowiązek – próbą połączenia wymogów unijnych z krajowymi progami ostrożnościowymi długu publicznego oraz potrzebą bardziej antycyklicznej polityki fiskalnej. Reguła zastąpiła wcześniejszą tymczasową dyscyplinującą regułę wydatkową, opartą na prostym mechanizmie „CPI + 1”⁸. Poprzednia reguła miała wąski zakres wydatków, których dotyczyła, liczne wyłączenia i charakter jednoroczny, dlatego była oceniana jako rozwiązanie przejściowe i mało elastyczne. Wprowadzenie SRW było jednocześnie powiązane z likwidacją pierwszego progu ostrożnościowego państwowego długu publicznego (PDP) na poziomie 50 proc. PKB. SRW miała działać jako bieżąca instrukcja prowadzenia polityki fiskalnej, ograniczająca tempo wzrostu wydatków tak, aby do przekraczania progów i uruchamiania działań sanacyjnych nie dochodziło.

Z ekonomicznego punktu widzenia kluczowe było powiązanie dynamiki wydatków z dynamiką PKB. Średniookresowy wzrost PKB pełni w formule funkcję przybliżenia trwałego potencjału dochodowego finansów publicznych. Oparcie SRW na średniookresowej dynamice PKB miało zapewniać jej antycykliczny charakter. W czasie spowolnienia limit wydatków nie obniża się automatycznie wraz z bieżącym pogorszeniem koniunktury, ponieważ jest wyznaczany na podstawie uśrednionego tempa wzrostu z kilku lat. Z kolei w okresie boomu reguła nie pozwala w pełni przełożyć przejściowo wysokiego wzrostu dochodów na trwałe zwiększenie wydatków. W ten sposób SRW miała łagodzić spowolnienia i hamować nadmierną ekspansję w okresach dobrej koniunktury.

Ogólną logikę wzoru SRW można zapisać w sposób uproszczony następująco:

⁷ W listopadzie 2024 r. Komisja Europejska pozytywnie oceniła ścieżkę wydatków stanowiącą kluczowy element Planu. 21 stycznia 2025 r. zatwierdziła ją Rada UE, a w wydanych tego samego dnia zaleceniach dotyczących zlikwidowania nadmiernego deficytu wskazała, że dla zlikwidowania nadmiernego deficytu niezbędne jest przestrzeganie tempa wzrostu wydatków netto przedstawionego w Planie. Równocześnie, Rada zobowiązała Polskę do przedstawiania co pół roku (wiosną i jesienią), począwszy od 30 kwietnia 2025 r. aż do skorygowania nadmiernego deficytu, informacji z postępów we wdrażaniu zalecenia Rady.

⁸ Wydatki budżetu zgodnie z tą regułą miały rosnąć w tempie inflacji (CPI) powiększonej o 1 pkt proc.

$$W_n = W_{n-1} \times [(\dot{P} \times \dot{Y}) + K_n] + DD_n$$

gdzie:

W_n – kwota wydatków (mln zł)

\dot{Y} – 8-letnia dynamika realnego PKB (proc.)

\dot{P} – prognozowana dynamika cen (proc.)

K_n – korekta konsolidacyjna (w pkt proc. dynamiki do 2023 r., od 2023 r. w mln zł)

DD_n – działania dyskrejonalne w zakresie składek i podatków (mln zł)

n – rok budżetowy

Reguła ma charakter rekurencyjny: kwota wydatków na rok budżetowy zależy od kwoty z roku poprzedniego, komponentu wzrostu realnego, komponentu cenowego, działań dyskrejonalnych po stronie dochodów oraz ewentualnej korekty konsolidacyjnej. Istotne jest jednak, że w tej rekurencji punktem odniesienia nie jest faktyczne wykonanie wydatków w poprzednim roku, lecz kwota limitu wyznaczona wzorem i zapisana na etapie planowania budżetowego. Polska SRW jest więc regułą opartą na planowanych kwotach wydatków, a nie na ich rzeczywistym wykonaniu. Kwota wydatków wynikająca z SRW wyznacza górny pułap planistyczny, ale nie oznacza, że taka sama kwota zostanie faktycznie wydana. Ten element odróżnia polską SRW od unijnych reguł wydatkowych.

W kolejnych wersjach SRW szczegółowy zapis wzoru i definicja elementów wzoru ulegały zmianom, ale podstawowa architektura pozostała taka sama. Trzon reguły tworzą: średniokresowa dynamika PKB, komponent cenowy, kwotowe ujęcie działań dyskrejonalnych po stronie dochodów oraz korekta konsolidacyjna. Od początku dynamika PKB była liczona jako średnia ośmioletnia, obejmująca dane historyczne oraz prognozy dla roku bieżącego i roku budżetowego. Konstrukcja ta miała wygładzać wpływ cyklu koniunkturalnego i lepiej oddawać średniokresowe możliwości gospodarki niż jednoroczna prognoza wzrostu. Dużym zmianom w formule SRW podlegał komponent cenowy. W pierwotnej konstrukcji reguły był on oparty na prognozowanej inflacji CPI, następnie został zastąpiony średniokresowym celem inflacyjnym NBP, a od 2023 r. ponownie powiązано go z prognozowanym średniorocznym CPI na rok budżetowy. W ostatnich zmianach CPI zastąpiono deflatorem PKB. Zmieniały się także rozwiązania dotyczące korekty błędów prognoz użytych w formule. Pierwotnie szczególną rolę odgrywała korekta *ex post* błędów prognozy inflacji, która miała zapobiegać trwałemu podwyższaniu lub zaniżaniu bazy wydatkowej wskutek nietrafionych prognoz. Dyskrejonalne działania dochodowe były od początku kwotowym elementem formuły SRW i miały zapewniać symetrię między decyzjami podatkowymi a limitem wydatków. Konstrukcja ta była jednak wadliwa w zakresie, w jakim pozwalała uwzględniać skutki dochodowe dotyczące podmiotów nieobjętych samą regułą. Późniejsze zawężenie tego parametru do jednostek objętych SRW należy ocenić jako uszczelnienie reguły. Nie eliminuje ono jednak problemu uznaniowości w szacowaniu skutków działań dyskrejonalnych. Zmianom podlegał również mechanizm korekty konsolidacyjnej. Pierwotna korekta była prostym i automatycznym mechanizmem bezpieczeństwa: przy narastaniu nierównowagi fiskalnej ograniczała dynamikę wydatków o 1,5 lub 2 pkt proc. i była bezpośrednio powiązana z krajowymi progami długu oraz deficytu. Obecnie korekta została przesunięta w stronę mechanizmu opartego na zaleceniach unijnych i ścieżce wydatków netto. Oznacza to większą zgodność formalną z ramami UE, ale zarazem mniejszą przejrzystość operacyjną oraz zanik bezpośredniego zabezpieczenia przed przekroczeniem krajowych progów ostrożnościowych długu.

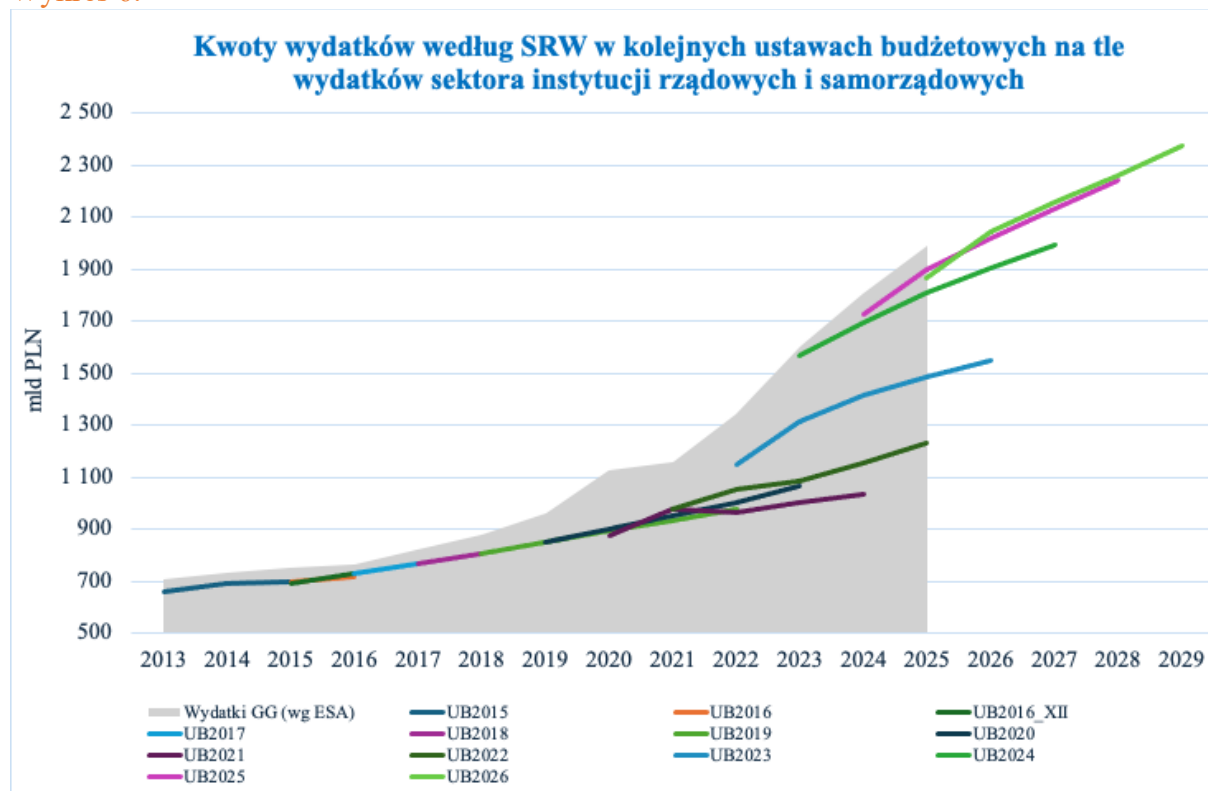
Skuteczność SRW zależy nie tylko od jej formuły, lecz także od jej zakresu podmiotowego i przedmiotowego. Reguła od początku miała obejmować możliwie dużą (racjonalnie określoną) część sektora finansów publicznych; według szacunków Ministerstwa Finansów w momencie wprowadzenia obejmowała 90 proc. wszystkich wydatków krajowych. Zakres SRW był następnie stopniowo rozszerzany: w 2015 r. o Bankowy Fundusz Gwarancyjny, w 2021 r. o wszystkie państwowe fundusze celowe, w 2022 r. o NFOŚiGW, a w 2024 r. o ok. 90 dodatkowych jednostek sektora finansów publicznych oraz nieodpłatne przekazywanie skarbowych papierów wartościowych jednostkom sektora instytucji rządowych i samorządowych. Oznacza to jej uszczelnianie. Obecnie zakres podmiotowy pokrywa ponad 94 proc. wydatków całego sektora finansów publicznych.

Od powstania do chwili obecnej reguła była zmieniana ponad 10-krotnie. Do 2019 r. zmiany nie powodowały jednak istotnej zmiany w tendencji SRW i nie spowodowały wzrostu deficytu. Eksperti MFW oceniają, że od momentu zastosowania w 2015 r. SRW była „podstawowym elementem ram budżetowych”⁹, wzmacniała dyscyplinę budżetową i ułatwiała obniżanie długu przed pandemią, mimo, że już przed pandemią stosowane były różnego rodzaju triki służące omijaniu SRW, w tym finansowanie 13. emerytury przez Fundusz Solidarnościowy czy przekazywanie obligacji zamiast dotacji. O ile zmiany formuły SRW wpływały przede wszystkim na przyszłą dynamikę limitu, o tyle szczególnie dyskusyjne były zmiany tzw. punktu startowego. Ponieważ SRW ma charakter rekurencyjny, podwyższenie bazy w jednym roku nie działa jednorazowo, lecz podnosi całą ścieżkę limitów w kolejnych latach. Zmiana punktów startowych, odbywająca się pod różnymi pretekstami, stała się niebezpieczną furtką do rozluźniania reguły w oderwaniu od potencjału dochodowego finansów publicznych. Na wykresie 6 widać, że do 2019 r. ścieżki SRW z kolejnych ustaw budżetowych były relatywnie stabilne i pozostawały zbliżone do trendu wydatków sektora general government. W tym okresie nie zmieniano punktów startowych i zachowana była ciągłość ścieżki wydatkowej. Reguła pełniła funkcję kotwicy dla planowania wydatków publicznych, mimo że nie obejmowała całego sektora i była oparta na krajowych limitach planistycznych. Pandemia COVID-19 była pierwszym dużym testem SRW. Wprowadzono czasowe odejście od reguły, tzw. klauzulę wyjścia na okres 2020–2022, a następnie przedłużono ją na 2023 r. Uruchomienie tej klauzuli należy ocenić jako właściwe, ponieważ pozwoliło na wsparcie gospodarki w tym okresie. Problem pojawił się jednak na etapie powrotu do reguły. Kolejne szoki – wojna w Ukrainie i wzrost cen energii – doprowadziły do serii doraźnych zmian, wyłączeń i wyjątków, i w konsekwencji osłabiły wiarygodność reguły.

Szczególnie silne rozluźnienie SRW nastąpiło przez zmiany punktu startowego reguły, choć w pewnym stopniu nieuniknione, ponieważ gdyby nie miały miejsca wymuszałyby silne i kosztowne dostosowania wydatków w bardzo krótkim okresie. Jest to jednak po części konsekwencja wcześniejszego braku zdyscyplinowanej polityki budżetowej. W ustawie budżetowej na 2024 r., przygotowanej jeszcze w 2023 r., punkt startowy został skokowo podniesiony – według szacunków o blisko 6 proc. PKB – co trwale przesunęło w górę całą przyszłą ścieżkę limitów. Był to w dużej mierze efekt utrwalenia w bazie reguły rozwiązań przedstawianych wcześniej jako jednorazowe, w tym wyłączenia wydatków inwestycyjnych z SRW w 2023 r.

⁹ Lam W. R., Adan H., Ismail K., Ljungman G., Sheik Rahim F., Tim T. June 2024. Republic of Poland: Aligning the Stabilizing Expenditure Rule to the European Union Fiscal Framework, IMF Technical Assistance Report No. 24/49, International Monetary Fund, Washington.

Wykres 6.



Źródło: opracowanie własne

Podobny mechanizm pojawił się przy budżecie na 2025 r., gdy punkt startowy ponownie zwiększono, tym razem m.in. o wartość obligacji przekazywanych wcześniej zamiast dotacji¹⁰. Oznaczało to faktyczne zalegalizowanie wcześniejszego „triku” budżetowego („obligacje zamiast wydatków”) i trwale wpisanie go do bazy SRW.

W rezultacie kwota SRW w ciągu trzech lat wzrosła z poziomu 38,4 proc. PKB (szacowanego na rok 2026 w uzasadnieniu do ustawy budżetowej na rok 2023) do 49,2 proc. PKB w 2026 r. (uzasadnienie do ustawy budżetowej na rok 2026). To przyrost o blisko 11 pkt proc. PKB. Ten przyrost SRW nie znajduje odzwierciedlenia w poziomie łącznych dochodów całego sektora finansów publicznych.

W efekcie powyższych „udoskonalień” SRW stopniowo traciła swój pierwotny charakter. Z reguły, która miała ograniczać narastanie nierównowagi fiskalnej, zaczęła przekształcać się w system wyjątków, klauzul i korekt punktu startowego. Najważniejszą słabością okazało się podnoszenie bazy, od której liczony jest limit wydatków wyznaczany SRW. W efekcie, mimo formalnie obowiązującej wciąż SRW, Polska zakończyła 2025 r. z jednym z najwyższych deficytów sektora finansów publicznych w UE – 7,3 proc. PKB, ustępując jedynie Rumunii. To nie wygląda na drobną niedoskonałość techniczną reguły, lecz na poważny problem strukturalny jej skuteczności. Reguła nadal istnieje w przepisach, ale coraz słabiej pełni funkcję hamulca bezpieczeństwa.

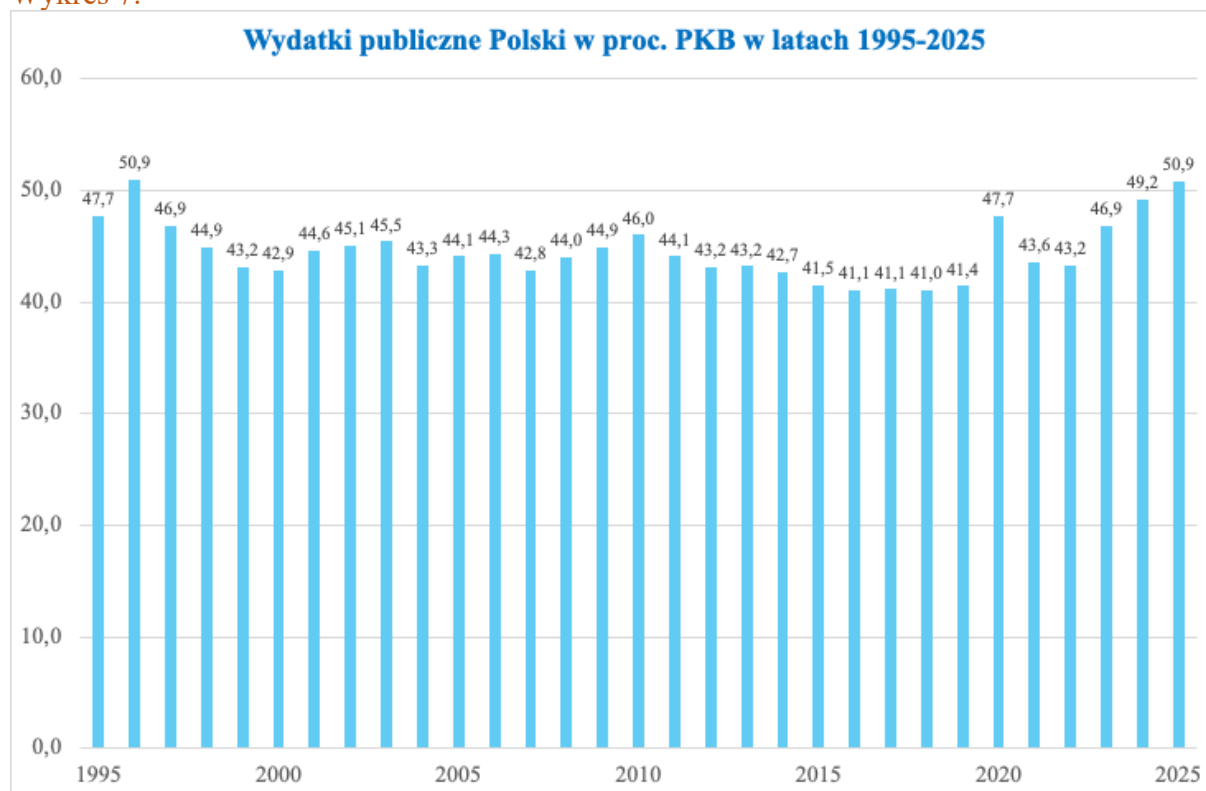
¹⁰ Zastępowanie wydatków budżetowych emisją obligacji to mechanizm finansowania celów publicznych poprzez pożyczkę, a nie bezpośrednie finansowanie z podatków. Zamiast przeznaczać środki z budżetu, państwo emituje obligacje i je przekazuje beneficjentom, którzy normalnie powinni dostać dotację czy limit wydatków, co jednak zwiększałoby deficyt (a emisja obligacji nie jest wydatkiem a sposobem jego finansowania poprzez pożyczanie na rynku finansowym). Finansowanie jednostek (np. uczelni czy spółek celowych) obligacjami zamiast dotacjami zaburzało rzeczywisty obraz finansów publicznych i ukrywało realny deficyt budżetowy.

Oslabienie SRW ma nie tylko znaczenie prawne i techniczne. Reguła fiskalna ma zwiększać wiarygodność polityki budżetowej państwa wobec inwestorów i instytucji. Jeżeli kolejne zmiany punktu startowego, wyłączenia i korekty sprawiają, że limit wydatkowy przestaje ograniczać rzeczywistą politykę fiskalną, rośnie niepewność co do przyszłej ścieżki deficytu i długu. To może przekładać się na wyższą premię za ryzyko w rentownościach obligacji skarbowych. SRW pozostaje potrzebnym elementem krajowych ram fiskalnych, ale jej skuteczność zależy od przejrzystości, stabilności parametrów, szerokiego zakresu podmiotowego i przedmiotowego oraz niezależnej oceny zgodności z regułą. **W tym kontekście pozytywnie należy ocenić powstanie Rady Fiskalnej, która powinna być strażnikiem i recenzentem kolejnych zmian SRW.** Także MFW rekomenduje ograniczenie doraźnych zmian, rozszerzenie zakresu SRW, wzmocnienie monitoringu oraz większą rolę niezależnej rady fiskalnej w ocenie prognoz i przestrzegania reguły. Bez tego reguła może formalnie istnieć, ale faktycznie przestać pełnić funkcję kotwicy fiskalnej.

2.4. Struktura wydatków i dochodów publicznych w Polsce i Unii

Wzrost deficytu finansów publicznych wynika z bardzo szybkiego wzrostu wydatków całego sektora finansów publicznych, za którym nie nadąża wzrost dochodów. Przed kryzysem COVID-19 wydatki publiczne wynosiły 41,4 proc PKB (w 2019 r.). 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. 43-44 proc. PKB w latach 2021-2022 i od tego momentu rosną w bardzo szybkim tempie. **Łączne wydatki od 2022 r., przez trzy lata, wzrosły o 7,6 pkt proc. PKB – do najwyższego poziomu w ciągu ostatnich 30 lat tj. 50,9 proc. PKB.** Od 2019 r. relacja wydatków do PKB wzrosła aż o 9,4 pkt proc. PKB.

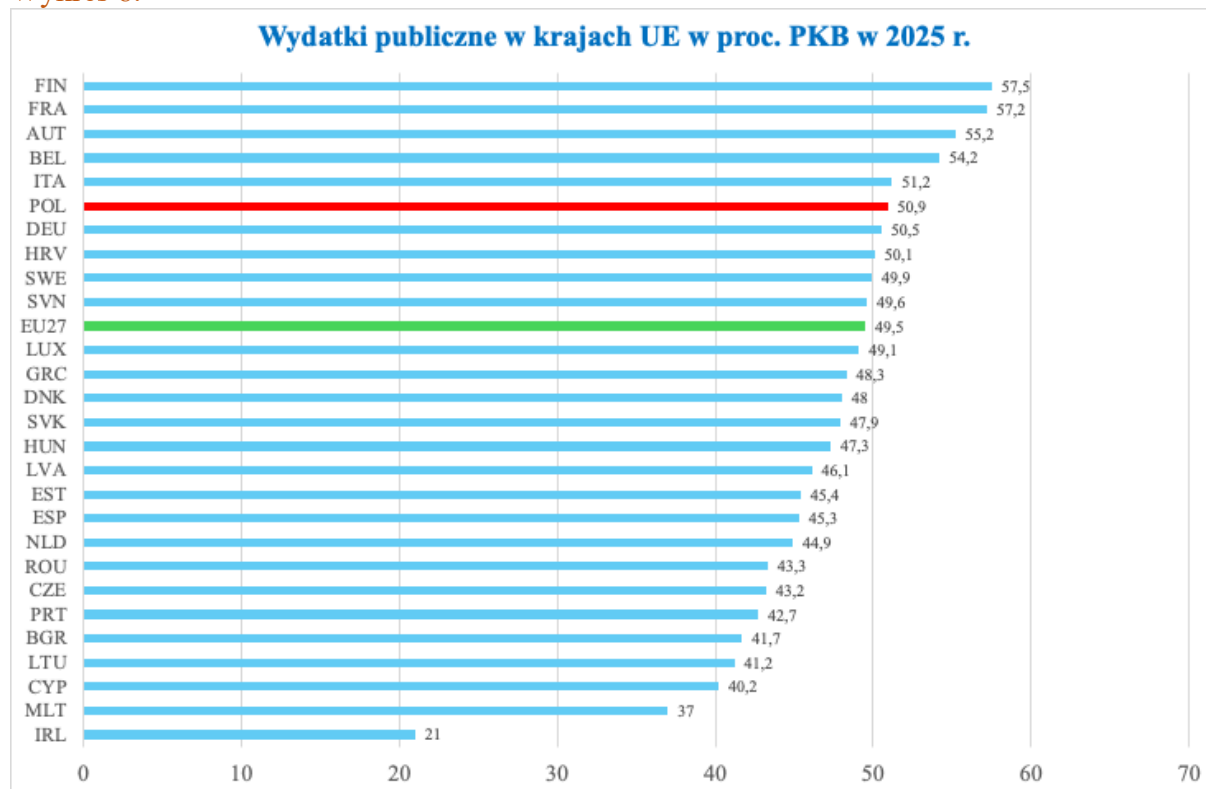
Wykres 7.



Źródło: Eurostat

W zakresie poziomu wydatków publicznych w relacji do PKB w 2024 r. pierwszy raz w historii przegoniliśmy średnią unijną a w 2025 r. ta luka jeszcze się zwiększyła. A jeszcze w 2022 r. byliśmy aż o 6 pkt proc. PKB poniżej przeciętnej dla UE. Łącznie w całej UE na koniec 2025 r. relacja wydatków publicznych do PKB wyniosła 49,5 proc. **Należymy do grupy krajów o najwyższym poziomie wydatków, jesteśmy na 6 miejscu w całej UE pod tym względem. Przegoniliśmy zatem w tym roku Szwecję oraz Niemcy. Czołowa trójka w UE (Finlandia, Francja i Austria) ma wydatki na poziomie ok. 55-58 proc PKB.** Warto zwrócić uwagę, że mierząca się obecnie z dużymi wyzwaniem fiskalnymi Rumunia ma umiarkowaną relację wydatków do PKB (43,3 proc.), który jest niższy niż średnia UE aż o ok. 6 pkt proc.

Wykres 8.

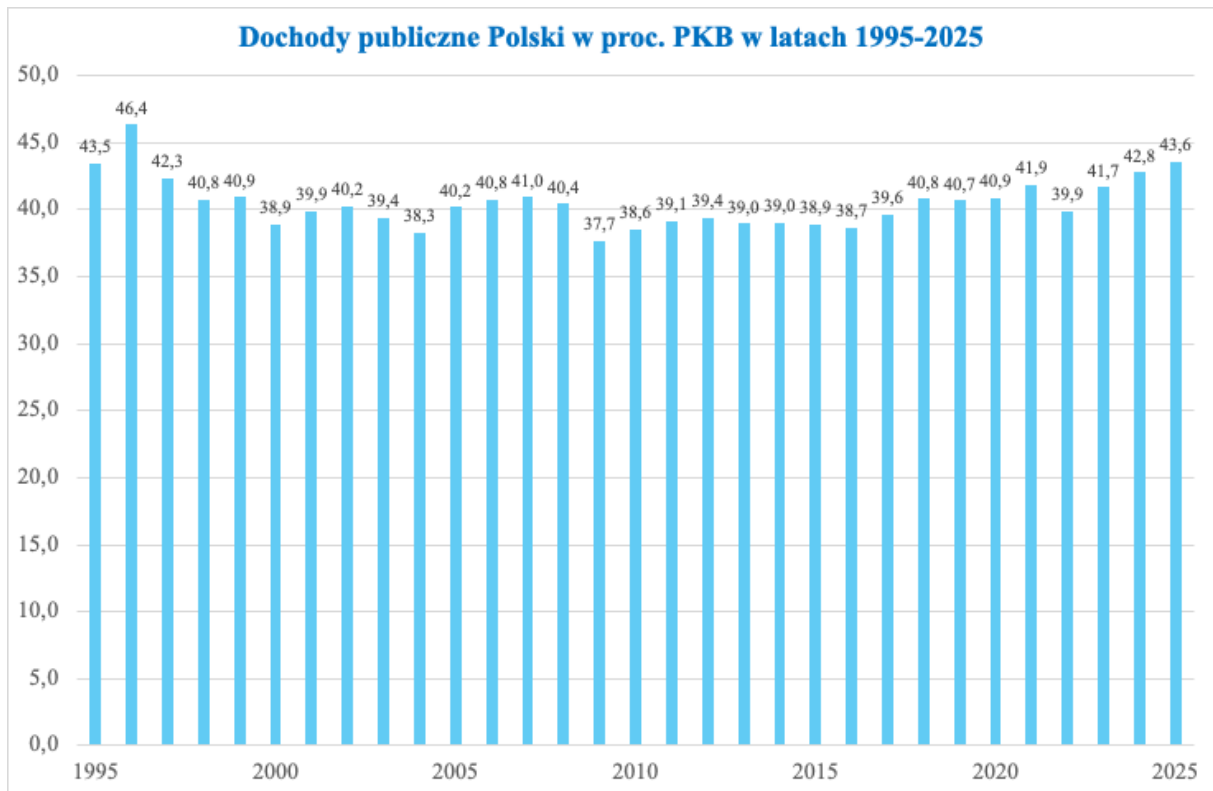


Źródło: Eurostat

Łączne dochody sektora finansów publicznych w Polsce sięgnęły w 2025 r. 43,6 proc. PKB. W ciągu ostatnich dwóch lat zwiększyły się o odpowiednio o 1,1 pkt proc. oraz 0,9 pkt proc. A zatem znacznie wolniej niż wydatki (łącznie 4 pkt proc.). Jeszcze wyraźniejszy kontrast jest widoczny w dłuższym okresie. **Od 2019 r. wydatki publiczne Polski wzrosły o 9,5 pkt proc. PKB. Natomiast dochody w tym samym okresie zaledwie o 2,7 pkt proc.** Ta wyrwa między wydatkami a dochodami siłą rzeczy musiała doprowadzić do tak wysokich deficytów jak obserwujemy obecnie. Sytuacja ta musi zostać uzdrowiona.

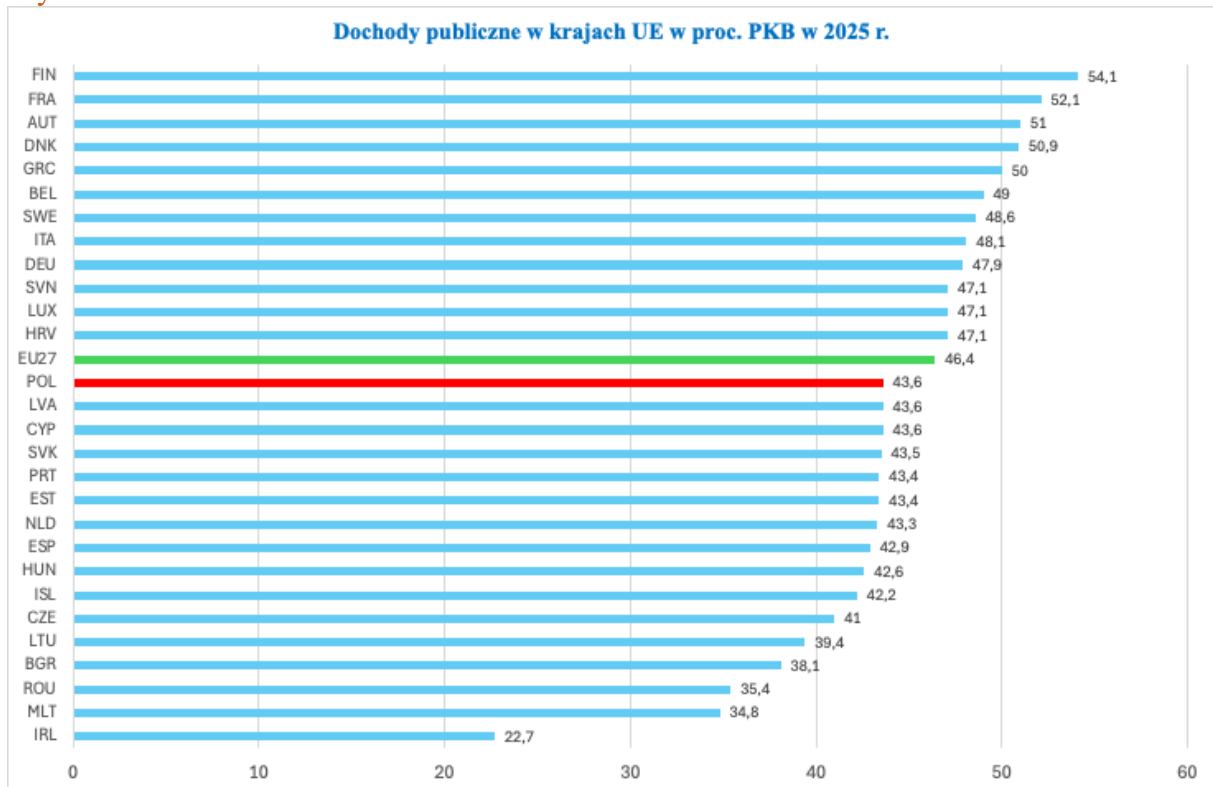
Ciekawe jest porównanie Polski z Chorwacją. Poziom wydatków w obu krajach jest zbliżony (w Chorwacji 50,1 proc. PKB). Zasadnicza różnica dotyczy właśnie dochodów: bałkański kraj ma je o 3,5 pkt proc. wyższe (47,1 proc. PKB) niż Polska. Chorwacja mimo to pozostała jedną z najszybciej rozwijających się gospodarek w regionie.

Wykres 9.



Źródło: Eurostat

Wykres 10.



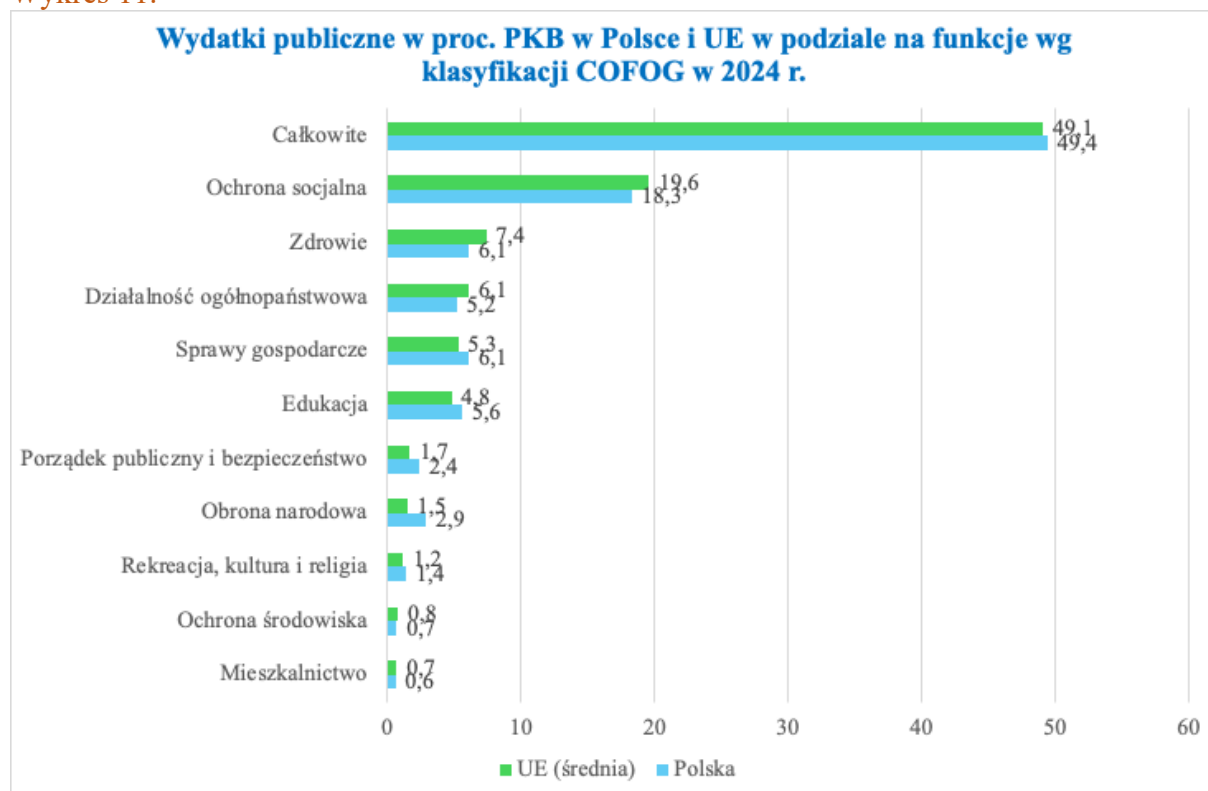
Źródło: Eurostat

Dochody w Polsce są niższe od średniej unijnej o 2,8 pkt proc. (46,4 proc. PKB). Różnica względem pięciu krajów (Finlandia, Francja, Austria, Belgia, Włochy) o wyższych wydatkach niż Polska wynosi zaś aż 7,3 pkt proc. Pierwsze trzy kraje w rankingu wydatków publicznych w relacji do PKB są także pierwszymi trzema w rankingu dochodów publicznych w relacji do PKB. W przypadku Polski te relacje sytuują nas w bardzo różnych miejscach tych rankingów. Podobny charakter niespójności występuje w Rumunii: o ile wydatki publiczne do PKB są niższe od średniej unijnej o 6,2 pkt proc., to różnica w zakresie dochodów względem przeciętnej dla UE wynosi aż 11 pkt proc.

Jeżeli chodzi o funkcjonalną strukturę wydatków, to dane są opracowywane przez Eurostat z opóźnieniem i ostatnie dotyczą 2024 r. Poniższy wykres zestawia poziom wydatków według głównych kategorii w porównaniu do średniej dla UE.

W 2024 r. Polska przeznaczala więcej niż średnio kraje UE na obronę narodową (o 1,4 pkt proc.), edukację oraz kwestie gospodarcze (po 0,8 pkt proc.) a także na porządek publiczny i bezpieczeństwo (o 0,7 pkt proc.). Mniej zaś na ochronę socjalną oraz zdrowia (o 1,3 pkt proc) a także na działalność ogólnopañstwową (o 0,9 pkt proc.). Dużą część tej ostatniej kategorii stanowią koszty obsługi długu, które w Polsce były wyższe o 0,5 pkt proc. niż średnio w UE. Oznacza to, że na pozostałe komponenty w tej kategorii wydawaliśmy o 1,4 pkt proc. mniej.

Wykres 11.



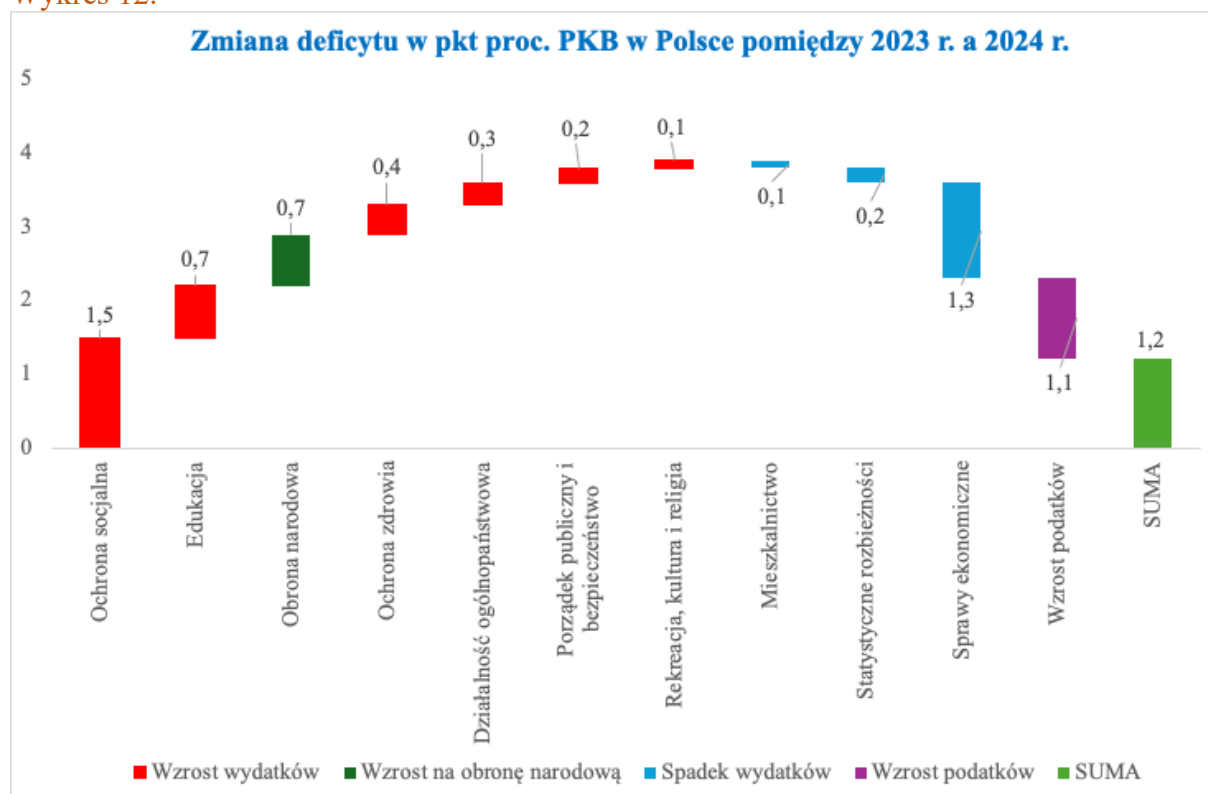
Źródło: Eurostat

W 2024 r. w wydatkach publicznych najsilniej wzrosła kategoria wydatki socjalne (o 1,5 pkt proc.) ze względu na podniesienie kwoty świadczenia wychowawczego z 500 zł do 800 zł, wysoką waloryzację emerytur i rent wynikającą z wysokiej inflacji w 2023 r., a także wprowadzenie nowego programu Aktywny Rodzic, który funkcjonował od października 2024 r.

Zwiększenie wydatków na edukację (o 0,7 pkt proc.) jest głównie efektem wysokich podwyżek dla nauczycieli (rzędu ok. 30 proc.), które zostały przewidziane w ustawie budżetowej.

Podobna była skala wzrostu wydatków militarnych (0,7 pkt proc.). Pamiętać należy, że z punktu widzenia metodologii unijnej istotny jest moment dostawy sprzętu wojskowego, a nie sama płatność za tę niego. Transakcja rejestrowana jest dopiero w momencie dostawy sprzętu. Z tego względu występuje duża różnica między wydatkami kasowymi (jak w budżecie państwa) a tymi, które są uwzględniane w deficycie według reguł unijnych.

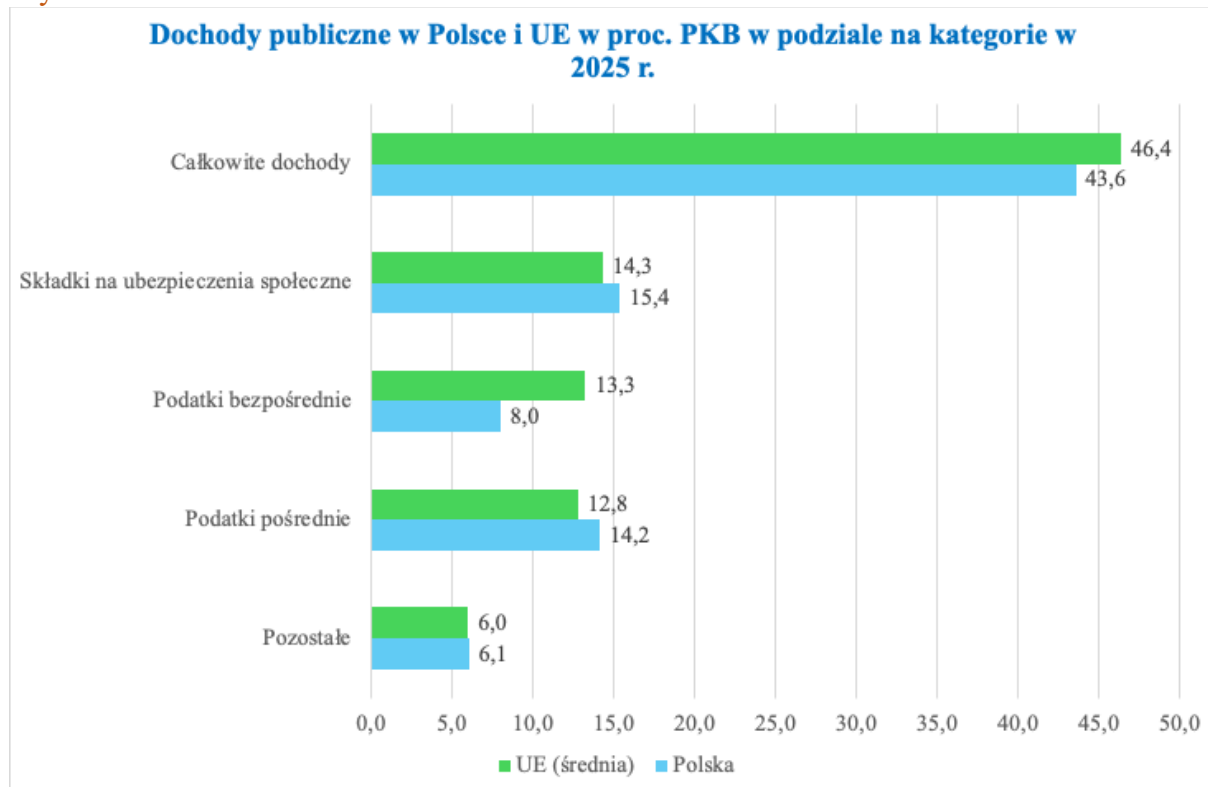
Wykres 12.



Źródło: Eurostat

W zakresie opodatkowania Polska w 2025 r. relatywnie więcej (14,2 proc. PKB) niż kraje UE (12,8 proc.) miała dochodów z podatków pośrednich (w tym z VAT) oraz składek na ubezpieczenia społeczne (15,4 proc. vs. 14,3 proc.). Oznacza to kluczowe znaczenie wpływów z podatku VAT i mocne ograniczenie luki VAT dla stanu finansów publicznych oraz wagę zwiększania liczby osób płacących na ubezpieczenie społeczne, głównie pracujących w Polsce Ukraińców. Z kolei odstawaliśmy znacząco w zakresie podatków bezpośrednich – różnica wynosiła aż 5,3 pkt proc. PKB. Wpływy z nich wyniosły w Polsce 8 proc. PKB a średnia unijna to 13,3 proc. PKB. Bardziej zdezagregowane dane dotyczą 2024 r. Wówczas PIT w Polsce wyniósł 5 proc. PKB a w UE 9,6 proc. PKB. Mniejsza różnica dotyczyła CIT (2,4 proc. PKB vs 3,1 proc. PKB).

Wykres 13.



3. DŁUG PUBLICZNY

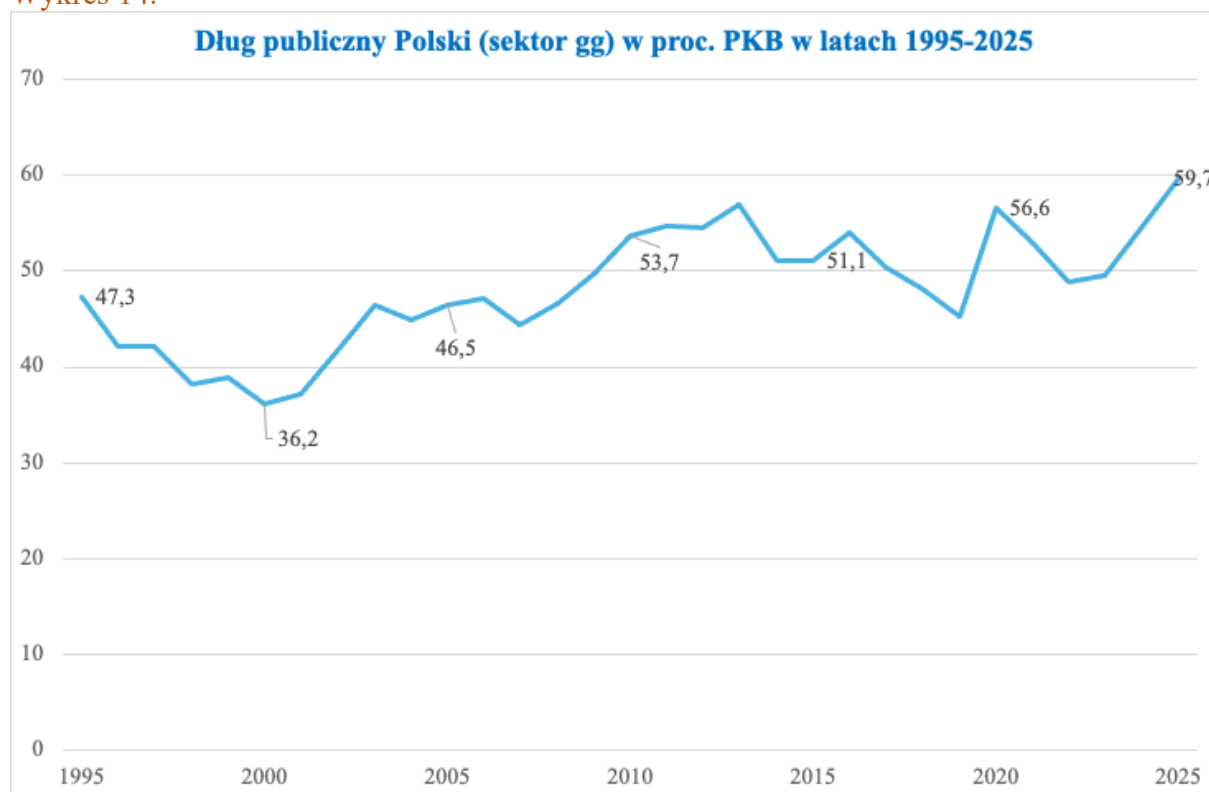
Trzecia część raportu stanowi rozwinięcie analizy diagnostycznej, przenosząc punkt ciężkości z deficytu budżetowego na narastający problem długu publicznego Polski. Podczas gdy poprzedni rozdział naświetlił przyczyny fiskalnej „wyrwy”, ta część koncentruje się na długofalowych konsekwencjach utrzymywania wysokich niedoborów oraz dynamice zadłużenia, które na koniec 2025 r. osiągnęło poziom 59,7 proc. PKB – najwyższy w historii dostępnych danych od 1995 r.

Kluczowym pytaniem kolejnych lat nie będzie wyłącznie poziom długu publicznego, lecz zdolność do jego stabilizacji w warunkach wysokiego deficytu pierwotnego oraz rosnących kosztów finansowania.

3.1. Projekcje długu publicznego – perspektywa

Dług publiczny na koniec 2025 r. w relacji do PKB był największy w dostępnym szeregu danych datujących się od 1995 r. Osiągnął on 59,7 proc. PKB. Można być niemal pewnym, że w momencie publikacji raportu przekroczyliśmy już zapisane w traktacie z Maastricht 60 proc. (oficjalne dane za pierwszy kwartał pojawiają się dopiero w lipcu).

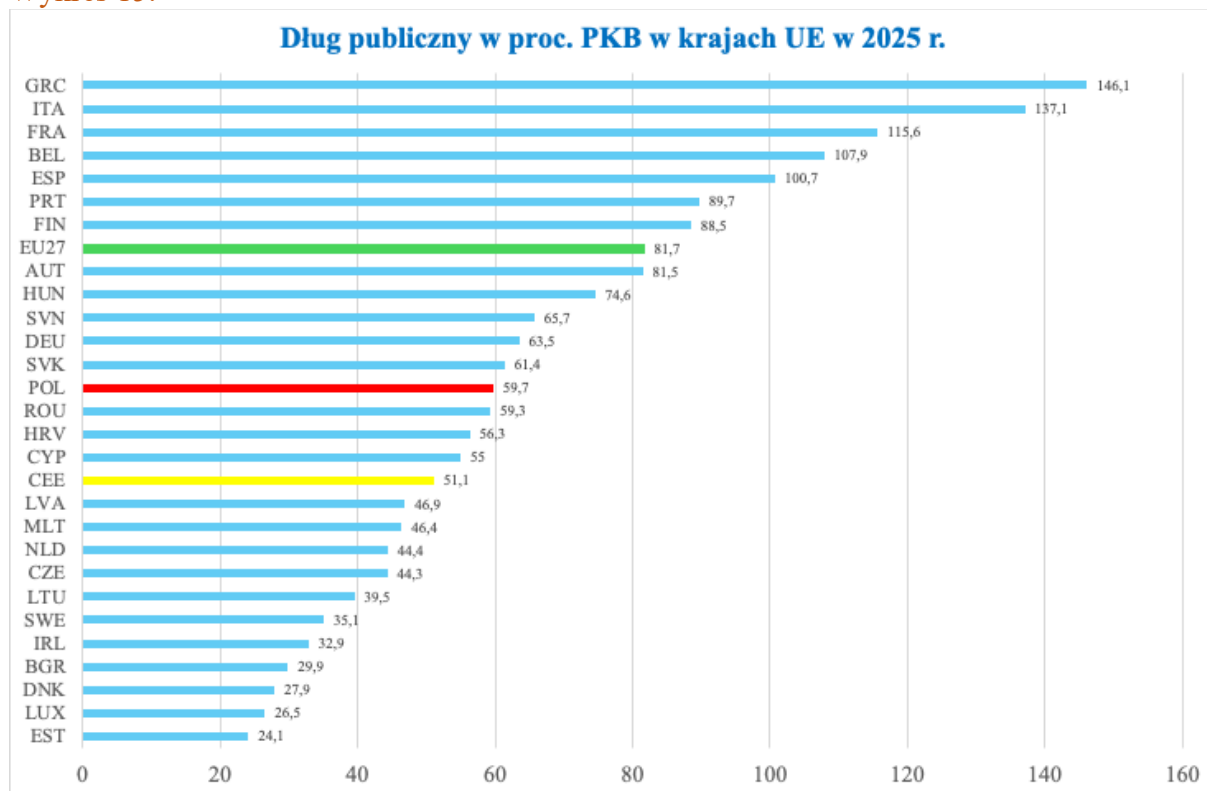
Wykres 14.



Źródło: Eurostat

W okresie pandemii COVID-19 dług publiczny w Polsce zwiększył się do poziomu 57,9 proc. PKB (szczyt na koniec I kw. 2021 r.). Potem obserwowaliśmy spadek relacji długu do PKB. Lokalne minimum zostało osiągnięte w I kw. 2023 r. w wysokości 47,9 proc. PKB. Od tego momentu relacja długu systematycznie rośnie. Dynamika tego przyrostu znacząco przyspieszyła w ciągu ostatnich dwóch lat. W 2024 r. relacja zwiększyła się o 5,3 pkt proc. a w 2025 r. o 4,9 pkt proc. po wzroście o zaledwie 0,7 pkt proc. w 2023 r.

Wykres 15.



Źródło: Eurostat

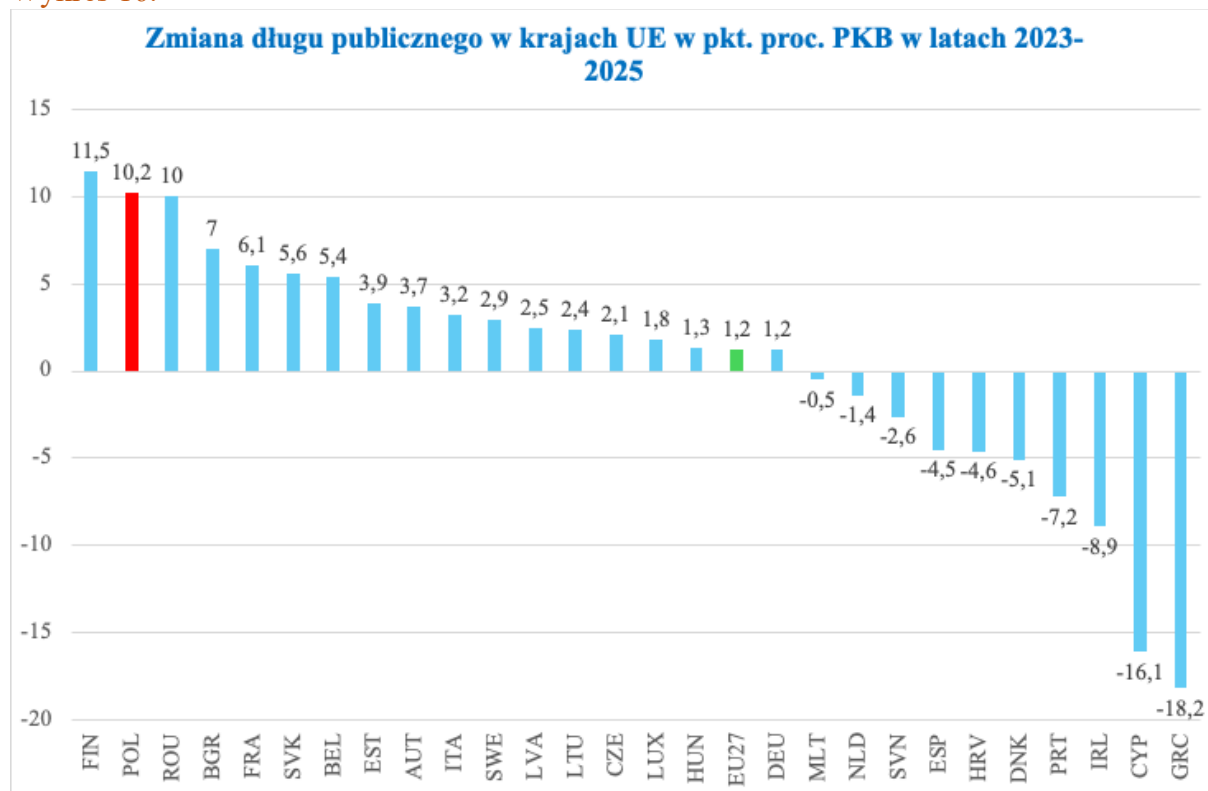
Poziom długu Polski wciąż jest jednak dość umiarkowany na tle UE. We wspólnocie na koniec 2025 r. wynosił on 81,7 proc. PKB. Największy był w Grecji (146 proc. PKB), we Włoszech (137 proc. PKB) oraz Francji (116 proc. PKB). Średnia (nieważona) dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej to 51,1 proc. PKB, a więc jest niższa niż w Polsce o 8,6 pkt proc. Wyższy dług w relacji do PKB mają od nas Węgry (75 proc. PKB), Słowenia (66 proc. PKB) oraz Słowacja (61 proc. PKB).

Bardziej od samego poziomu długu martwi wysoka dynamika jego przyrostu w ostatnich dwóch latach. Wyniosła ona w przypadku Polski 10,2 pkt proc. PKB, co stawia nas na drugim miejscu pod tym względem w UE za Finlandią (11,5 pkt proc.). Dług w UE wzrósł od 2023 r. jedynie o 1,2 pkt proc., czyli statystycznie biorąc 8,5 raza wolniej niż w Polsce. Wpływ na umiarkowany przyrost długu w tym czasie miał proces zmniejszania się długu publicznego w szeregu krajów południa Europy (Hiszpania, Portugalia, Grecja).

Relacja długu do PKB zmienia się pod wpływem różnych czynników. Zgodnie z podejściem stosowanym przez Komisję Europejską 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).

Wykres 16.



Źródło: Eurostat

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 pomagają zarówno realny wzrost PKB, jak i inflacja, ponieważ mianownik tej relacji to nominalny PKB.

Tabela 3.

Dekompozycja zmiany relacji długu publicznego

Kategoria	Miara	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Dług brutto	% PKB	45,2	56,6	53	48,8	49,5	54,8	59,7	65,1
Zmiana relacji długu	% PKB	-3	11,4	-3,6	-4,2	0,7	5,3	4,8	5,4
Efekt kuli śnieżnej	% PKB	-2	0,4	-5,3	-6	-2,4	-1,2	-0,9	-0,7
odsetki	% PKB	1,4	1,3	1,1	1,5	2,1	2,2	2,5	2,7
efekt inflacji	% PKB	-1,4	-1,8	-2,9	-5,1	-4,4	-2	-1,5	-1,4
efekt realnego wzrostu PKB	% PKB	-2	0,9	-3,5	-2,4	-0,1	-1,4	-1,9	-2

Deficyt pierwotny	% PKB	-0,7	5,6	0,6	1,9	3,2	4,3	4,7	4,1
Dostosowania stanu przepływów	% PKB	-0,2	5,4	1,1	-0,1	-0,1	2,3	0,9	2
Implikowane odsetki	% długu (t-1)	3	2,9	2,2	3,4	4,7	4,8	4,9	4,8

Źródło: Ministerstwo Finansów

Istnieje kilka projekcji długu publicznego Polski na najbliższe lata. Co roku, wiosną, **Komisja Europejska publikuje prognozy średnio- i długoterminowe w zakresie finansów publicznych dla poszczególnych krajów UE (DSM2026 – Debt Sustainability Monitor – luty 2026).**

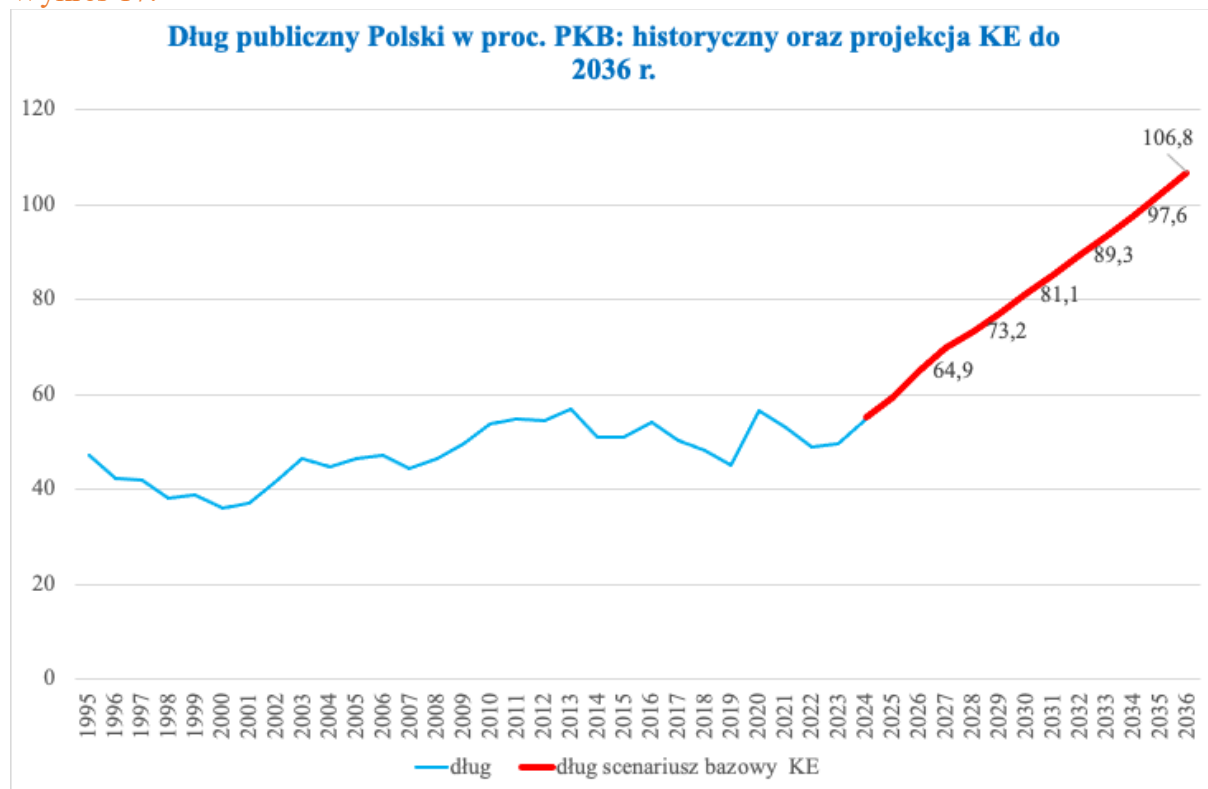
W tym raporcie w tzw. scenariuszu bazowym dług w Polsce na koniec 2035 r. wzrasta do poziomu niemal 107 proc. PKB w 2036 r., co z grubsza średnio przez dekadę oznaczałoby roczny przyrost o blisko 5 pkt proc. W takim scenariuszu przesunęlibyśmy się na siódmą pozycję pod względem wysokości długu w całej UE i z kraju o umiarkowanym zadłużeniu, stalibyśmy się jednym z bardziej zadłużonych krajów UE.

Warto jednak poczynić szereg zastrzeżeń wobec założeń przyjętych w tej symulacji. Przede wszystkim w całym horyzoncie projekcji utrzymuje się wysokość strukturalnego deficytu pierwotnego na poziomie prognozowanym jesienią przez KE tzn. 3,6 proc. PKB z 2026 r. Założenie to oznacza brak jakiegokolwiek konsolidacji fiskalnej po tym roku. Dodatkowo uwzględnione są koszty starzenia się ludności, zaczerpnięte z innej publikacji KE – „Ageing Report 2024”.

Scenariusz bazowy opiera się na założeniu „braku zmiany polityki” (*no policy change*). Sama KE zaznacza, że „nie należy go postrzegać jako najbardziej prawdopodobny scenariusz” i podkreśla jego czysto techniczny charakter. Warto podkreślić, że w Polsce funkcjonują mechanizmy, które ograniczają deficyt nawet przy braku nowych decyzji politycznych. Są to mrożenie parametrów skali podatkowej czy brak automatycznej waloryzacji wysokości niektórych świadczeń (np. wychowawcze 800+ lub programu Aktywny Rodzic). A zatem nawet przy „braku zmiany polityki” deficyt może być ograniczany. Natomiast podejście KE do założenia *no policy change* polega wyłącznie na zamrożeniu deficytu strukturalnego pierwotnego na poziomie z 2026 r. dla wszystkich krajów UE.

Konsekwencją przyjęcia powyższych założeń są bardzo wysokie deficyty w scenariuszu bazowym KE. Wzrastają one z 6,6 proc. wartości PKB w 2027 r. do 9,9 proc. PKB w 2036 r., a średni deficyt w tym okresie wynosi 8,3 proc. PKB. Koszty obsługi długu sięgają aż 6 proc. PKB na koniec projekcji. Z powyższych względów należy postrzegać scenariusz bazowy KE jako – zakładając brak szoków makroekonomicznych – bardzo zależny od punktu startowego i z tego względu dość pesymistyczny w przypadku Polski. To raczej jeden z najczarniejszych scenariuszy pokazujący skutki braku jakiegokolwiek konsolidacji w następnej dekadzie. Należy zatem traktować scenariusz 107 proc. PKB jako ostrzegawczy.

Wykres 17.

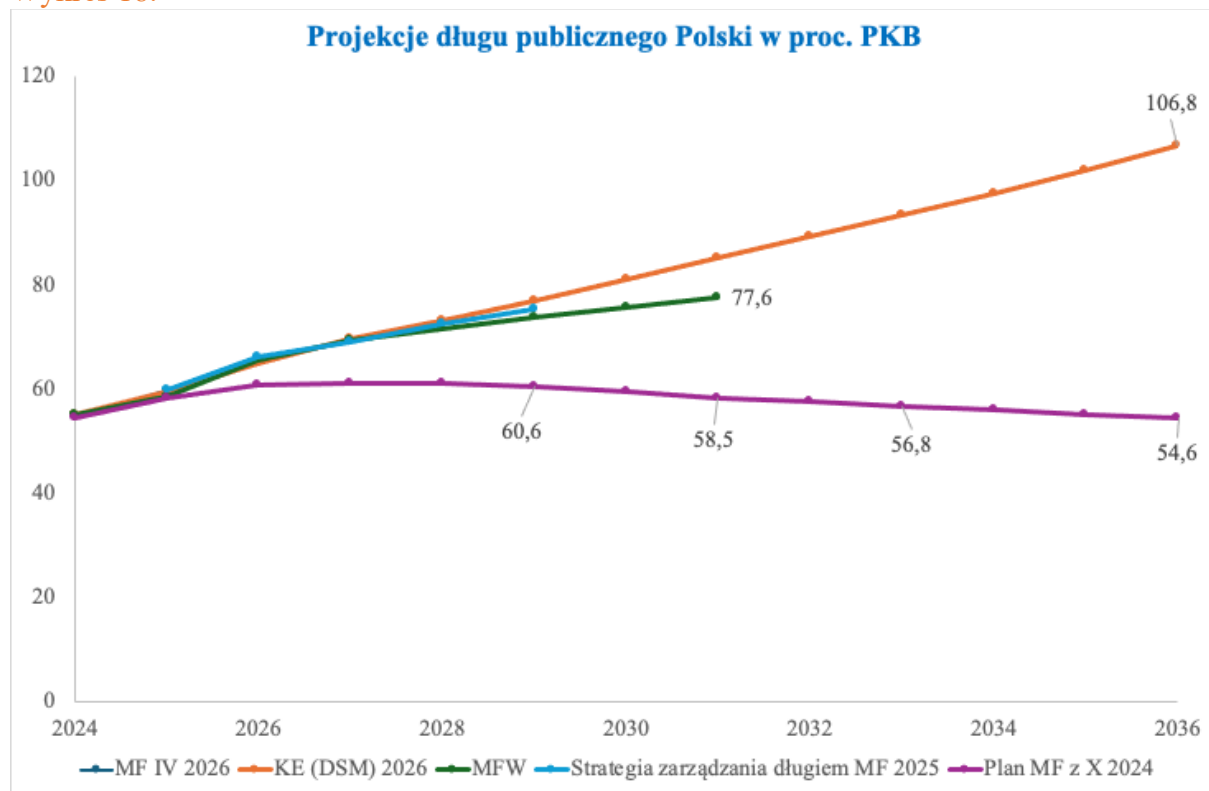


Źródło: Komisja Europejska, DSM 2026

Bardziej prawdopodobną ścieżką długu wydaje się ta zaprezentowana przez Ministerstwo Finansów lub Międzynarodowy Fundusz Walutowy. W pierwszym przypadku projekcja sięga 2029 r., a drugim 2031 r. „Strategia zarządzania długiem w latach 2026-2029” została przygotowana w reżimie zarówno krajowych (stabilizującej reguły wydatkowej, procedur ostrożnościowych i sanacyjnych powiązanych z poziomem państwowego długu publicznego), jak i unijnych ram budżetowych, w tym przy przestrzeganiu zaleconej, w ramach procedury nadmiernego deficytu, ścieżki wydatków netto, uwzględniając dodatkową elastyczność wynikającą z uruchomienia przez Radę UE krajowej klauzuli wyjścia m.in. dla Polski. Dodatkowo, uwzględnia także prognozowaną różnicę pomiędzy odpowiednio wydatkami lub kosztami planowanymi wg limitów uwzględnianych w planach finansowych jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych a ich rzeczywistą realizacją. **W horyzoncie prognozy Ministerstwa dług wzrasta do poziomu 75,3 proc. PKB w 2029 r.**

Jest to zbliżona wartość do tej, którą prognozuje zarówno MFW w 2029 r. (73,9 proc. PKB), jak i KE (77 proc.). Ale po tym czasie obie ostatnie projekcje „rozjeżdżają się”, co skutkuje różnicą w prognozowanym długu w 2031 r. aż o 7,5 pkt proc. PKB. Wynika to z opisanych wcześniej bardzo wysokich założonych deficytów przez KE w latach 30-tych XXI wieku.

Wykres 18.



Źródło: KE (DSM2026), MFW, MF

Tabela 4.

Założony deficyt Polski w proc. PKB od 2025 r. do projekcji długu publicznego według różnych instytucji (KE, MFW, MF)

Deficyt w % PKB	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
strategia 2025	6,9	6,5	5,7	6,1	4,7							
KE (DSM 2026)	6,8	6,3	6,8	7,2	7,5	7,9	8,1	8,6	8,7	9,1	9,5	9,9
MFW X 2025	7,0	6,7	6,4	5,7	5,4	5,0	4,8					

Źródło: MF, KE, MFW.

„Strategia zarządzania długiem w latach 2026-2029” zawiera również prognozy kształtowania się państwowego długu publicznego. Obejmuje on 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. konsolidacji). **PDP jest polską koncepcją, wyliczaną zgodnie z polską metodologią, w szczególności kasowym ujęciem operacji budżetowych. Fakt istnienia krajowej definicji długu publicznego wynika z unikatowego w Polsce rozwiązania w postaci konstytucyjnego limitu 3/5 relacji długu publicznego do PKB, wprowadzonego Konstytucją RP z 1997 r.**

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

Tabela 5.

Projekcja kształtowania się kategorii związanych z państwowym długiem publicznym

Kategoria	2024	2025	2026 według limitów *	2026	2027	2028	2029
państwowy dług publiczny	44,3%	48,9%	53,8%	53,0%	55,6%	58,3%	59,5%
kwota, o której mowa w art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych	40,1%	44,9%	52,6%	51,8%	54,4%	57,2%	58,4%

*) Według limitów uwzględnianych w planach finansowych jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych. Na prawo od tej kolumny uwzględnia się prognozowane niewykonanie w 100 proc. planowanych wydatków i kosztów (różnicę pomiędzy odpowiednio wydatkami lub kosztami planowanymi wg limitów uwzględnianych w planach finansowych jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych a ich prognozowaną realizacją).

Źródło: „Strategia zarządzania długiem w latach 2026-2029” Ministerstwo Finansów

3.2. Konsekwencje przekroczenia progu 55 i 60 proc. PKB

Ustawa o finansach publicznych w rozdziale 3 (art. 86) zawiera dwa progi ostrożnościowe: 55 proc. i 60 proc. oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne. Przekroczenie progu 55 proc. przez relację państwowego długu publicznego (PDP) do PKB¹¹ wymaga od Rady Ministrów szeregu działań. Na kolejny rok, po stwierdzeniu przekroczenia¹², Rada Ministrów uchwala 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 obniżała,
- nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej,
- waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć poziomu odpowiadającego wzrostowi cen towarów i usług konsumpcyjnych (inflacji konsumenckiej),

¹¹ De facto chodzi o wartość relacji kwoty państwowego długu publicznego do produktu krajowego brutto, o której mowa w art. 38a pkt 4. Jest to państwowy dług publiczny przeliczony na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych z wszystkich dni roku pomniejszony o kwotę wolnych środków służących finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnym roku budżetowym.

¹² Oznacza to, że chodzi o budżet na drugi roku po przekroczeniu. W pierwszym roku po przekroczeniu, w maju dochodzi jedynie do stwierdzenia przekroczenia (po opublikowaniu relacji PDP do PKB przez GUS).

- wprowadza się zakaz udzielania pożyczek i kredytów z budżetu państwa z wyjątkiem rat kredytów i pożyczek udzielonych w latach poprzednich,
- 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.

Dodatkowo procedury ostrożnościowe wymagają szeregu działań od samorządów (limitowanie wydatków), organów administracji rządowej czy PFRON.

W tym miejscu warto wspomnieć, że oprócz *Strategii zarządzania długiem w latach 2026-2029*, która już w końcu września ub.r. pokazała prognozę przekroczenia 55 proc. w 2028 r. wskazując, że oznaczałoby uruchomienie procedur ostrożnościowych wynikających z ustawy w 2030 r., w kwietniu rząd przyjął *Wieloletnie założenia makroekonomiczne na lata 2026-2030*, w których w przypisie wskazał, że prezentowany scenariusz makroekonomiczny zakłada konsolidację fiskalną zgodną z wymogami reguł UE i krajowych, w szczególności w latach 2029-2030. Chodzi w szczególności właśnie o art. 86 ustawy o finansach publicznych, czyli konieczność wdrożenia procedur sanacyjnych. W dokumencie brakuje jednak jednoznacznego wskazania kalendarza wprowadzenia działań sanacyjnych oraz ich zakresu. W rządowym scenariuszu makroekonomicznym PKB w 2030 r. rzeczywiście spowalnia do 2,2 proc., choć biorąc pod uwagę powyżej wskazanie działania sanacyjne i ostrożnościowe wydaje się ta prognoza dosyć optymistyczna. **Wymuszona przepisami ustawy konsolidacja w 2030 r. będzie miała istotny i złożony wpływ na podstawowe wskaźniki makroekonomiczne i fiskalne, w tym na tempo wzrostu PKB, strukturę popytu krajowego, spożycie publiczne, wynagrodzenia, waloryzację rent i emerytur, wydatki samorządów oraz inflację. Biorąc pod uwagę kalendarz polityczny i wybory parlamentarne w 2027 r. ciężar przeprowadzenia bolesnych społecznie i gospodarczo działań spadnie na rząd wyłoniony po nowych wyborach.**

Przekroczenie 60 proc. dodatkowo, czyli oprócz działań przewidzianych dla przekroczenia progu 55 proc. opisanego powyżej, wymaga od jednostek samorządu terytorialnego równoważenia budżetu (zakaz uchwalania budżetu z deficytem, nawet jeśli byłby on pokrywany wolnymi środkami), a ponadto jednostki sektora finansów publicznych nie mogą udzielać nowych poręczeń i gwarancji. Rada Ministrów, najpóźniej w terminie miesiąca od dnia ogłoszenia relacji PDP do PKB, przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu ograniczenie tej relacji do poziomu poniżej 60 proc. Przekroczenie 60 proc. PKB uruchamia więc znacznie ostrzejsze rygory. Mechanizm ten ma też wymiar konstytucyjny – art. 216 ust. 5 Konstytucji RP zakazuje zaciągania pożyczek i udzielania gwarancji finansowych, gdy państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 (60 proc.) wartości rocznego PKB.

Program sanacyjny musi obejmować: wskazanie przyczyn kształtowania się relacji państwowego długu publicznego, program przedsięwzięć mających na celu jej ograniczenie – uwzględniający propozycje rozwiązań prawnych wpływających na poziom wydatków i rozchodów – oraz trzyletnią prognozę relacji długu publicznego do PKB wraz z przewidywanym rozwojem sytuacji makroekonomicznej.

Na koniec należy wspomnieć, dla porządku, że przepisów art. 86 i art. 87 nie stosuje się w przypadku wprowadzenia stanu wojennego, stanu wyjątkowego na całym terytorium RP lub stanu klęski żywiołowej na całym terytorium RP.

Tabela 6.

Procedury uruchamiane po przekroczeniu limitów określone w ustawie o finansach publicznych dotyczących zaciągania długu publicznego.

Próg ostrożnościowy	relacja > 55% PKB, a mniejsza od 60%
<p>a) Rada Ministrów przyjmuje projekt ustawy budżetowej, w której nie planuje się deficytu lub przyjmuje się poziom różnicy dochodów i wydatków budżetu państwa zapewniający, że relacja długu do PKB będzie niższa od ogłoszonej na dany rok.</p> <p>b) Deficyt budżetowy JST pomniejszy o nadwyżkę z ubiegłych lat może wynikać jedynie z wydatków współfinansowanych ze środków UE i EFTA.</p> <p>c) W projekcie ustawy budżetowej na rok x+2 nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników sfery budżetowej, waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (rok x+1), a ponadto:</p> <ul style="list-style-type: none"> - wprowadzony jest zakaz udzielania nowych pożyczek i kredytów z budżetu państwa - wzrost wydatków Kancelarii Sejmu, Senatu, Prezydenta RP, Trybunału Konstytucyjnego, Najwyższej Izby Kontroli, Sądu Najwyższego, NSA, Krajowej Rady Sądownictwa, sądów powszechnych i administracyjnych, Rzecznika Praw Obywatelskich, Rzecznika Praw Dziecka, KRRiT, Prezesa UOKiK, Urzędu Ochrony Danych Osobowych, Instytutu Pamięci Narodowej – Komisji Ścigania Zbrodni przeciwko Narodowi Polskiemu, Krajowego Biura Wyborczego, PIP i Biura Rady Fiskalnej nie może być wyższy niż w administracji rządowej <p>d) Rada Ministrów przeprowadza przegląd:</p> <ul style="list-style-type: none"> - wydatków budżetu państwa finansowanych ze środków pochodzących z kredytów zagranicznych - programów wieloletnich <p>e) Rada Ministrów przedstawia program sanacyjny mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB.</p>	<p>f) Rada Ministrów dokonuje przeglądu obowiązujących przepisów w celu propozycji rozwiązań prawnych mających wpływ na poziom dochodów budżetu państwa, w tym dotyczących stosowania stawek podatku od towarów i usług.</p> <p>g) Państwowy Fundusz Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych otrzymuje dotację celową z budżetu państwa na wynagrodzenia pracowników niepełnosprawnych w wysokości do 30% środków zaplanowanych na realizację tych zadań na dany rok.</p> <p>h) Organy administracji rządowej mogą zaciągać nowe zobowiązania na przygotowanie inwestycji ze środków UE i EFTA na maksymalnym dopuszczalnym poziomie, nie niższym niż 50% całości kosztów, z tym że ograniczenie to nie dotyczy m.in. odbudowy lub przebudowy dróg krajowych w celu usunięcia zagrożenia bezpieczeństwa w ruchu drogowym, inwestycji infrastrukturalnych i poboru opłat za korzystanie z dróg publicznych oraz odszkodowań za nieruchomości w związku z przygotowaniem i realizacją inwestycji w zakresie dróg publicznych.</p>
Próg konstytucyjny	relacja \geq 60% PKB
	<p>a) Obowiązują procedury przewidziane w pkt 1 lit. a, c, d, f, g, h dla relacji większej od 55%, a mniejszej od 60% PKB.</p> <p>b) Uchwalana na x+2 budżety JST muszą być przynajmniej zrównoważone.</p> <p>c) Wprowadzony jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych.</p> <p>d) Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu ograniczenie relacji państwowego długu publicznego do PKB do poziomu poniżej 60%.</p>

Źródło: Ustawa o finansach publicznych.

Tabela 7.

Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST po przekroczeniu limitów określone w ustawie o finansach publicznych dotyczących zaciągania długu publicznego

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych	
Zasady i limity zaciągania zobowiązań przez JST	
a)	<p>planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące powiększone o przychody wynikające ze:</p> <ul style="list-style-type: none"> splaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych lub środków z lokat dokonanych w latach ubiegłych, nadwyżki budżetu jednostki samorządu terytorialnego z lat ubiegłych, pomniejszonej o środki wskazane w bulecie poniżej, niewykorzystanych środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu, wynikających z rozliczenia dochodów i wydatków nimi finansowanych związanych ze szczególnymi zasadami wykonywania budżetu określonymi w odrębnych ustawach oraz wynikających z rozliczenia środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi środków z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA i dotacji na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem tych środków;
b)	<p>wykonane wydatki bieżące mogą być wyższe niż wykonane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych jedynie o kwotę związaną z realizacją wydatków bieżących z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA w przypadku, gdy środki te nie zostały przekazane w danym roku budżetowym;</p>
c)	<p>JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:</p> <ul style="list-style-type: none"> splatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów, pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST, finansowanie planowanego deficytu budżetu JST, wyprzedzające finansowanie zadań finansowych ze środków pochodzących z budżetu UE;
d)	<p>zaciągnięte kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe na pokrycie deficytu przejściowego budżetu JST podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane;</p>
e)	<p>JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym:</p> <ul style="list-style-type: none"> dyskonto od emitowanych przez JST papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej; kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna;
f)	<p>relacja łącznych kwot z tytułu:</p> <ul style="list-style-type: none"> splat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek; wykupów papierów wartościowych emitowanych przez JST wraz z należnymi odsetkami i dyskontem; splat rat zobowiązań, które wywołują skutki ekonomiczne podobne do umowy pożyczki lub kredytu wraz z należnymi w danym roku odsetkami; potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez JST poręczeń oraz gwarancji, <p>do planowanych dochodów bieżących budżetu JST nie może przekroczyć w danym roku budżetowym oraz w jakimkolwiek roku następującym po roku budżetowym średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich siedmiu lat relacji jej dochodów bieżących pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów ogółem budżetu JST (ograniczenia dotyczące spłat długu JST);</p> <p>Ustawa z 8 listopada 2024 wprowadziła przepisy epizodyczne na lata 2026 -2029, którymi przedłużyła stosowanie „elastycznych” reguł. Zmiany w stosunku do obecnie obowiązującej reguły i przepisy przejściowe zostały opisane w rozdziale 7.1.</p>
g)	<p>ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się do:</p> <ul style="list-style-type: none"> splat rat kredytów i pożyczek zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami; wykupów papierów wartościowych emitowanych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków UE, wraz z należnymi odsetkami i dyskontem; poręczeń i gwarancji udzielonych samorządowym osobom prawnym realizującym zadania jednostki samorządu terytorialnego w ramach programów finansowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu UE oraz niepodlegających zwrotowi z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie EFTA – w terminie nie dłuższym niż 90 dni po zakończeniu programu, projektu lub zadania i otrzymaniu refundacji z tych środków; termin ten nie ma zastosowania do odsetek i dyskonta od zobowiązań zaciągniętych na wkład krajowy; wykupów papierów wartościowych, spłat rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami i dyskontem, odpowiednio emitowanych lub zaciągniętych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego w co najmniej 50% ze środków UE, w części odpowiadającej wydatkom na wkład krajowy finansowanych tymi zobowiązaniami;
h)	<p>ograniczeń dotyczących spłat długu JST nie stosuje się także do następującej wyłącznie w roku budżetowym, na który uchwalono budżet, wcześniejszej spłaty zobowiązań, która przypadałaby po roku budżetowym, na który uchwalono budżet:</p> <ul style="list-style-type: none"> środkami pochodzącymi z nowego zobowiązania, jeżeli obniża to łączny koszt obsługi długu w całym okresie spłaty; wynikających z posiadania wolnych środków jako nadwyżki środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu jednostki samorządu terytorialnego, wynikających z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek z lat ubiegłych, środkami z tego tytułu; środkami z tytułu innego niż wymieniony powyżej, w szczególności z posiadanych przychodów z prywatyzacji majątku JST i splaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych, jeżeli jednostka nie zaciąga zobowiązań na finansowanie planowanego deficytu budżetu.

Źródło: Strategia zarządzania długiem w latach 2026-2029, Ministerstwo Finansów 2025 r.

3.3. Czy można wyrosnąć z długu? O złudzeniach, arytmetyce i relacji r minus g

Scenariusz „wyrośnięcia” z nadmiernego deficytu i ustabilizowania poziomu długu w relacji do PKB nawet na obecnym poziomie około 60 proc. wydaje się mało realistyczny. A z pewnością nie może być jakkolwiek strategią budżetową. Wzrost PKB nie może być instrumentem polityki fiskalnej i nie może poprawić trwale sytuacji fiskalnej bez nadwyżek lub bardzo niskich deficytów pierwotnych, kontroli wydatków, pewnie też nieco wyższych dochodów, w końcu co najmniej stabilnej relacji $r-g$, a najlepiej, gdyby ta różnica była ujemna. Ale pokusa jest zrozumiała. Przecież Polska gospodarka rośnie obecnie realnie o 3–4 procent rocznie, inflacja dorzuca kolejne 2–3 punkty, nominalny PKB przyspiesza więc o 5–7 procent rocznie. Deficyt wynosi co prawda 6–7 procent PKB, ale może wzrost sam to załatwi? **Może wystarczy poczekać, aż gospodarka "wyrośnie" z zadłużenia, tak jak dziecko wyrasta z za małych butów? Odpowiedź jest jedna: nie, nie wyrośnie. I nie jest to kwestia przekonania politycznych ani jakichś błędnych ideologii fiskalnych czy ekonomicznych. To czysta arytmetyka.** Dynamikę długu publicznego opisuje jedno równanie. Zmiana relacji dług do PKB w kolejnym roku równa się deficytowi pierwotnemu plus efekt tak zwanej śniegowej kuli:

$$\Delta d = \text{deficyt pierwotny} + (r - g) \times d$$

Deficyt pierwotny to saldo budżetu skorygowane o koszty obsługi długu, r to średnia stopa oprocentowania całego portfela obligacji – koszt, który państwo ponosi płacąc wierzycielom, zaś g to nominalny wzrost PKB – tempo, w jakim rośnie baza podatkowa i mianownik relacji dług/PKB, d to aktualny poziom zadłużenia.

Z tego równania wynikają trzy rzeczy, które warto zapamiętać.

- dług może rosnąć sam z siebie, bez żadnych nowych decyzji wydatkowych. Wystarczy, że r jest większe od g – wtedy człon $(r - g) \times d$ generuje automatyczny przyrost zadłużenia każdego roku, nawet przy zrównoważonym budżecie pierwotnym. To właśnie śniegowa kula,
- żeby tę śniegową kulę zatrzymać, nadwyżka pierwotna musi być co najmniej równa $(r - g) \times d$. Im wyższy dług wyjściowy, tym wyższa wymagana nadwyżka. Przy długu 30 procent PKB i różnicy r minus g równej 2 punkty procentowe, efekt śniegowej kuli to zaledwie 0,6 punktu rocznie – prawie niezauważalny. Przy długu 60 procent PKB ten sam mechanizm generuje już 1,2 punktu procentowego rocznie. Przy 100 procentach – pełne 2 punkty procentowe, które trzeba jakoś pokryć.
- gdy g jest większe niż r , mechanizm działa odwrotnie. Czas pracuje dla rządu, gospodarka rośnie szybciej niż narastają odsetki. Mianownik relacji dług/PKB powiększa się szybciej niż licznik. Dług jako procent PKB maleje nawet bez spłaty ani grosza kapitału.

I właśnie tutaj zaczyna się sedno problemu, albo jak kto woli sedno złudzeń. Przez prawie dekadę po globalnym kryzysie finansowym ($r - g$) było w większości krajów rozwiniętych ujemne albo nawet głęboko ujemne. Europejski Bank Centralny utrzymywał stopy procentowe bliskie zera, a potem poniżej zera. Rentowności 10-letnich obligacji Niemiec przez kilka lat były ujemne nominalnie. Polskie 10-letnie obligacje w 2021 r. kosztowały podatników poniżej 2 procent (rentowności w tym roku nieznacznie przekraczały 1 proc.).

W tym środowisku monetarno-fiskalnym (niska inflacja, niskie stopy procentowe, niskie rentowności) pojawiła się intelektualnie uczciwa, ale co ważniejsze politycznie bardzo wygodna teza, niestety dziś nieaktualna. Olivier Blanchard¹³, były główny ekonomista MFW, w głośnym wykładzie dla American Economic Association w 2019 r. wprost napisał, że przy trwale ujemnym ($r - g$) dług publiczny "nie ma fiskalnych kosztów". Że w takich warunkach rząd może pożyczać i wydawać bez ryzyka spirali zadłużenia, bo wzrost sam wszystko posprząta. Dla porządku jednak trzeba zauważyć, że Blanchard mimo niskich rentowności, niższych niż wzrost gospodarczy, przestrzegał przed zadłużaniem się z powodów ewentualnych kosztów społecznych i kapryśności rynków finansowych, które mogą, przy wysokim poziomie długu publicznego żądać dodatkowej premii. Celem jego wykładu wbrew pozorom nie było opowiedzenie się za większym długiem publicznym, chodziło raczej o bogatszą dyskusję na temat kosztów długu publicznego i polityki fiskalnej. Brak kosztów fiskalnych zadłużania był faktem w warunkach, które wówczas, w 2019 r., wydawały się trwałe. Okazało się to jednak niestety efemeryczne, szczególnie gdy wybuchł kryzys inflacyjny będący następstwem polityki makroekonomicznej w okresie pandemii COVID-19.

W 2022 r. inflacja wróciła i zaskoczyła banki centralne i rządy. Banki centralne zareagowały najszybszym cyklem podwyżek od czterech dekad. Stopy w strefie euro zmieniły się z minus 0,5 do 4 proc. w ciągu 14 miesięcy. W Polsce RPP podniosła stopę referencyjną z 0,1 do 6,75 proc. Rentowności polskich 10-latek skoczyły z 2 do ponad 8 proc. w ciągu roku. Cały urok i komfort ujemnego ($r - g$) i „świat niskich stóp procentowych”, w których mieliśmy żyć następnych kilkanaście co najmniej lat, zniknęły w półtora roku. Kraje, które w "dobrych" latach nie konsolidowały finansów – bo po co, skoro mechanizm rynkowy sam miał zmniejszać dług – obudziły się z tym samym zadłużeniem, ale radykalnie droższym do obsługi. Polska jest tego niestety przykładem podręcznikowym.

Średnia stopa oprocentowania istniejącego portfela długu sektora instytucji rządowych i samorządowych wynosi dziś około 4,5 proc.¹⁴ – to średnia na całym portfelu, bo część obligacji pochodzi jeszcze z czasów niskich stóp. Ale nowe emisje dziś mają rentowności znacznie wyższe, na poziomie 5 – 6 proc. W miarę refinansowania starych papierów nowym długiem, średnia stopa procentowa obsługi długu będzie w kolejnych latach mechanicznie rosła. I będzie zwiększała koszty obsługi długu publicznego, do około 3 proc. PKB w 2029 r. Polska ma jeden z najniższych średnich wskaźników zapadalności długu, czyli szybciej od innych państw jest zmuszona zamieniać „stare” obligacje na „nowe”. Jeśli „stare” były niżej oprocentowane od „nowych”, to rodzi dodatkowe koszty dla budżetu, ponieważ tańszy dług jest zastępowany droższym – taki scenariusz mamy obecnie, ponieważ rentowności obligacji 10-letnich oscylują wokół poziomu aż 5,5-6 proc.

Nawet zakładając optymistycznie nominalny wzrost PKB na poziomie około 5,5 proc., różnica ($r - g$) wynosi zatem dziś między minus 1 proc. a 0 proc. Ale po pierwsze nominalny wzrost PKB raczej będzie spadał, a po drugie jak już pokazano powyżej, średnia stopa procentowa obsługi długu będzie w kolejnych latach rosła. Zatem można się zasadnie spodziewać, że ($r - g$) stanie się dodatnie. I zacznie „dodawać długu”, zgodnie z wzorem pokazanym na początku tego podrozdziału.

¹³ Blanchard, Olivier. 2019. *Public Debt and Low Interest Rates*. American Economic Review 109 (4): 1197–1229. doi: 10.1257/aer.109.4.1197

¹⁴ Wyliczona jako koszt obsługi długu publicznego (sektora instytucji rządowych i samorządowych) w roku 2025 (2,5 proc. PKB) do poziomu długu w roku poprzednim (2024 r.), czyli 54,8 proc. PKB.

Jest jednak jeszcze drugi składnik sumy we wzorze: deficyt pierwotny. Jednak on też nie pomoże w poskromieniu rosnącego długu. Skoro deficyt ogółem to 7,3 proc. PKB w 2025 r., a koszty obsługi długu to około 2,5 proc. PKB, to deficyt pierwotny wynosi około 4,8 proc. PKB. Ile wynosi maksymalny deficyt pierwotny, który pozwala ustabilizować dług na poziomie 60 procent PKB (co i tak jest zbyt wysokim poziomem w świetle zapisów polskiej konstytucji)?¹⁵ Podstawiając do wzoru dzisiejsze uwarunkowania: 60 procent \times (5,5 – 4,5) procent daje około 0,6 proc. PKB. Polska ma zatem deficyt pierwotny osiem razy większy. **Luka do domknięcia to ponad 4 punkty procentowe PKB – w dzisiejszych cenach około 166 miliardów złotych rocznie, które muszą skądś pochodzić. I to wersja relatywnie optymistyczna, zakładająca, że rentowności nie wzrosną i że wzrost nominalny PKB utrzyma się na poziomie około 5,5 proc.** W mniej korzystnym scenariuszu luka jest większa. Arytmetyka budżetowa jest bezlitosna. Mechanizm "wzrost wyręczy konsolidację" i wyrastanie z długu działa, ale przy zupełnie innych parametrach. Historycznie sprawdzał się przy deficytach rządu 1–2 proc. PKB i wzroście nominalnym 7–8 proc. lub wyższym. W obecnej sytuacji Polski, w horyzoncie 4-5 lat – bez żadnej zmiany polityki – relacja długu sektora general government do PKB przebiłaby 70 proc. I to nie jest prognoza pesymistyczna. Dokładnie to wynika z projekcji MFW czy agencji Moody's¹⁶.

Czy są jakieś "bezbolesne" sposoby na tę „bolesną” arytmetykę? Gwałtowny wzrost nominalny PKB powyżej oczekiwań powiększyłby mianownik szybciej niż licznik. Ale przy takim scenariuszu wysoka inflacja prawdopodobnie oznaczałaby podwyżki stóp procentowych, podnosząc koszty obsługi długu. Środki unijne (KPO i perspektywa 2021–2027) częściowo ograniczają potrzeby pożyczkowe brutto – ale to efekt, który Ministerstwo Finansów już uwzględnia. Umocnienie złotego zmniejsza wartość długu zagranicznego w złotych, w 2025 r. efekt wyceny obniżył dług o prawie 16 miliardów złotych. To jednak zmienna, której nie da się zaplanować, i działa jednorazowo. Żaden z tych kanałów nie jest w stanie trwale domknąć luki 4 pkt proc. PKB. Niezbędnej poprawy salda pierwotnego nie da się tego osiągnąć bez konsolidacji po stronie wydatków (ponad 51 proc. PKB), dochodów (43–44 proc. PKB), na tak naprawdę obu jednocześnie. Agencje Moody's i Fitch obniżyły perspektywę ratingu Polski do negatywnej we wrześniu 2025 r. właśnie dlatego, że nie widzą niestety wiarygodnego planu zamknięcia tej luki. Nie kwestionują siły wzrostu PKB, wiedzą o kumulacji napływających środków unijnych, ale wzrost i polityka fiskalna to dwie oddzielne zmienne i jak pokazano powyżej można rosnać szybko i jednocześnie mieć niezrównoważone finanse publiczne. A w scenariuszu spowolnienia, problem finansów publicznych może stać się problemem, który będzie dodatkowo hamował gospodarkę.

Na koniec, przy okazji, warto wspomnieć o jeszcze jednym, głębszym wymiarze relacji ($r - g$), rzadziej dyskutowanym w debacie publicznej. W teorii wzrostu ($r - g$) sygnalizuje coś ważniejszego niż tylko arytmetykę przyrostu długu. Gdy r jest trwale większe od g , gospodarka jest "dynamicznie efektywna": kapitał jest rzadki i drogi, inwestycje przynoszą wysokie stopy zwrotu, a każda złotówka długu publicznego wypycha prywatne inwestycje, które byłyby bardziej produktywne. To klasyczny ekonomiczny argument za konsolidacją. Każdy nowy złoty deficytu ma teraz realny koszt ekonomiczny w postaci wypartych prywatnych inwestycji lub przyszłych podatków. Natomiast gdy r jest trwale mniejsze od g , dzieje się coś odmiennego: kapitału jest w nadmiarze, prywatne oszczędności i tak nie znajdują dostatecznie

¹⁵ Relację między kosztem finansowania długu, tempem wzrostu gospodarki oraz saldem pierwotnym stabilizującym dług publiczny można zapisać następującym wzorem: $PB^* = ((r - g) / (1 + g)) \times d$, gdzie PB^* - saldo pierwotne stabilizujące relację długu publicznego do PKB, r - średni koszt finansowania długu publicznego, g - nominalne tempo wzrostu PKB, d - relacja długu publicznego do PKB.

¹⁶ Prognozy długu publicznego w Polsce przedstawiono w części 3.1. Projekcje długu publicznego – perspektywa

produktywnych zastosowań, a rząd pożyczając i wydając pieniądze nie wypycha nikogo, lecz wręcz może poprawiać alokację zasobów. To była właśnie głębsza ekonomiczna treść tezy Blancharda – nie tylko "dług jest tani", ale "dług publiczny zastępuje prywatne inwestycje, których i tak by nie było".

Podsumowując, wzrost nominalny PKB na poziomie 5–6 proc. przy deficycie 6–7 proc. PKB i kosztach obsługi długu publicznego na poziomie 2,5-3 proc. PKB oznacza narastający dług w relacji do PKB. "Wyrośnięcie" z deficytu i długu to nie strategia, to życzenie. Zarysem strategii zajmiemy się w następnym rozdziale.

4. KONSOLIDACJA FISKALNA

Co to jest konsolidacja fiskalna? Konsolidacja fiskalna to proces ograniczania deficytu budżetowego i długu publicznego poprzez trwale dostosowania po stronie dochodów (wzrost podatków) i/lub wydatków (cięcia wydatków publicznych), mające na celu poprawę długookresowej stabilności finansów publicznych.

4.1. Dlaczego konsolidacja fiskalna jest konieczna?

Polska nie znajduje się w klasycznym kryzysie zadłużeniowym ani nie utraciła dostępu do finansowania. Głównym problemem jest jednak utrwalony wysoki deficyt strukturalny, który, odpowiadając za rosnące koszty obsługi długu publicznego, stopniowo ogranicza przestrzeń fiskalną państwa oraz jego zdolność do finansowania strategicznych priorytetów rozwojowych i reagowania na przyszłe kryzysy.

Po okresie silnej ekspansji fiskalnej związanej z pandemią COVID-19, kryzysem energetycznym oraz wzrostem wydatków obronnych Polska weszła w lata 2024–2026 z jednym z najwyższych deficytów w Unii Europejskiej. Do wzrostu nierównowagi fiskalnej przyczyniły się m.in. programy osłonowe z lat 2020–2022, czasowe tarcze energetyczne, dodatkowe świadczenia emerytalne oraz zwiększenie wydatków obronnych po 2022 r.

Według danych EUROSTAT-u z kwietnia br. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł 7,3 proc. PKB w 2025 r. wobec 6,4 proc. PKB rok wcześniej. Jednocześnie relacja długu publicznego według unijnej definicji do PKB wzrosła z 54,8 proc. do 59,7 proc., a w 2026 r. ma osiągnąć 65,1 proc. PKB, według wiosennej notyfikacji fiskalnej przekazanej przez Ministerstwo Finansów do Komisji Europejskiej w kwietniu br. Pogorszenie sytuacji fiskalnej nie miało więc charakteru jednorazowego, lecz utrwalilo się, a nawet powiększyło, mimo poprawy koniunktury gospodarczej. Szczególnie istotne jest, że **tak wysoki deficyt występuje mimo utrzymywania się dodatniego wzrostu gospodarczego. Realny PKB zwiększył się o 3,2 proc. w 2024 r. oraz o 3,6 proc. w 2025 r.** (wzrost powyżej szacunków wzrostu potencjalnego), co oznacza, że **nierównowaga fiskalna nie wynika z osłabienia cyklicznego gospodarki, a relatywnie wysoki wzrost gospodarczy nie został wykorzystany do rozpoczęcia konsolidacji fiskalnej w Polsce i ograniczenia deficytu.**

Tabela 8.

Główne przesłanki rozpoczęcia konsolidacji fiskalnej w Polsce

Obszar	Aktualna sytuacja	Znaczenie dla polityki fiskalnej
Deficyt sektora GG	7,3 proc. PKB (2025)	potrzeba trwałej redukcji deficytu
Dług publiczny	65,1 proc. PKB (prognoza 2026)	ryzyko dalszego wzrostu zadłużenia
Saldo strukturalne	wyraźnie ujemne	trwała nierównowaga fiskalna
Koszty obsługi długu	rosnące	rosnąca presja na wydatki budżetowe
Presja wydatkowa	obronność, zdrowie, transfery socjalne	ograniczona elastyczność wydatkowa
Przestrzeń fiskalna	mniejsza niż przed pandemią	ograniczona zdolność reagowania kryzysowego
Otoczenie UE	procedura nadmiernego deficytu	konieczność ścieżki dostosowawczej

Źródło: Komisja Europejska, Annual Progress Report Poland 2026; Ministerstwo Finansów; opracowanie własne.

Skalę problemu najlepiej pokazuje wynik strukturalny pierwotny¹⁷, czyli saldo sektora finansów publicznych oczyszczone z wpływu cyklu koniunkturalnego oraz kosztów obsługi długu. W 2025 r. wyniosło ono -4,6 proc. PKB wobec -3,8 proc. PKB rok wcześniej, a w 2026 r. ma pozostać głęboko ujemne. Znaczna część deficytu ma charakter trwały (strukturalny) i nie zniknie samoistnie mimo utrzymywania się dodatniego wzrostu gospodarczego, który w dodatku w najbliższych kilku latach, według prognoz rynkowych, będzie nieco zwalniał.

Znaczenie ma również relacja między średnim kosztem finansowania długu publicznego (r) a nominalnym tempem wzrostu gospodarki (g). Gdy koszt finansowania zbliża się do tempa wzrostu gospodarczego lub zaczyna je przewyższać, stabilizacja długu wymaga osiągnięcia lepszego (wyższego) salda pierwotnego. Szerzej temat różnicy ($r-g$) omówiono w części 3.3.

W ocenie ryzyka fiskalnego znaczenie ma nie tylko poziom długu, lecz także jego struktura: średnia zapadalność zobowiązań, udział finansowania krajowego, wrażliwość na stopy procentowe oraz możliwość refinansowania potrzeb pożyczkowych. Stabilność fiskalna zależy więc zarówno od długookresowej wypłacalności państwa, jak i jego bieżącej płynności finansowej.

Dodatkowym argumentem przemawiającym za konsolidacją jest również odbudowa przestrzeni fiskalnej, czyli zdolności państwa do reagowania na przyszłe kryzysy bez ryzyka zagrożenia stabilności finansów publicznych. Państwo utrzymujące wysoki deficyt w okresie dobrej koniunktury stopniowo tę przestrzeń traci, tak bardzo potrzebną w „złych” makroekonomicznie czasach.

Ale nie chodzi wyłącznie o stabilność makroekonomiczną, lecz także zdolność państwa do finansowania strategicznych funkcji w długim okresie. W przypadku Polski szczególne znaczenie ma konieczność jednoczesnego finansowania modernizacji sił zbrojnych, transformacji energetycznej, rosnących kosztów ochrony zdrowia oraz skutków starzenia się społeczeństwa. Prowadzi to do trwałego wzrostu potrzeb wydatkowych państwa oraz rosnącej konkurencji o ograniczone zasoby budżetowe. Odkładanie działań zmniejsza swobodę prowadzenia przyszłej polityki gospodarczej.

Istotne są także uwarunkowania instytucjonalne wynikające z członkostwa w Unii Europejskiej. Polska pozostaje objęta procedurą nadmiernego deficytu, co oznacza konieczność przedstawienia wiarygodnej ścieżki ograniczania nierównowagi budżetowej zgodnej z nowymi regułami fiskalnymi UE.

Podsumowując tę część, problemem Polski nie jest dziś sam poziom długu publicznego, lecz utrwalony wysoki deficyt strukturalny, wysoki deficyt pierwotny oraz stopniowa utrata przestrzeni fiskalnej państwa. Konsolidacja fiskalna staje się więc warunkiem nie tylko stabilizacji finansów publicznych, lecz także utrzymania zdolności państwa do finansowania bezpieczeństwa, transformacji energetycznej oraz reagowania na przyszłe kryzysy, których nie jesteśmy w stanie przewidzieć, ani ich skali ani momentu pojawienia się.

¹⁷Szacunki salda strukturalnego opierają się na metodologii Komisji Europejskiej (European Commission, 2026) i mogą różnić się od wyników innych instytucji ze względu m.in. na odmienne założenia dotyczące luki produktowej.

4.2. Skala wyzwania fiskalnego w Polsce

Ocena skali wyzwania fiskalnego w Polsce wymaga rozróżnienia między problemem nominalnym a strukturalnym. Pierwszy dotyczy konieczności ograniczenia wysokiego deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych zgodnie z regułami fiskalnymi Unii Europejskiej, drugi odnosi się do trwałej zdolności państwa do stabilizacji długu publicznego w średnim okresie. Oba problemy są dziś ze sobą silnie powiązane.

Punktem wyjścia pozostaje utrzymujący się bardzo wysoki deficyt nominalny. Samo **obniżenie deficytu poniżej unijnego limitu 3 proc. PKB wymagałoby poprawy salda fiskalnego o ponad 4 pkt proc. PKB. Skala ta pokazuje, że problemu nie można rozwiązać za pomocą pojedynczych działań o charakterze punktowym lub jednorazowym. Konieczny byłby wieloletni program dostosowawczy obejmujący zarówno stronę wydatkową, jak i dochodową finansów publicznych. Co gorsza, samo ograniczenie deficytu poniżej 3 proc. PKB nie gwarantuje jeszcze trwałej stabilizacji fiskalnej, szczególnie przy zwalnającym w perspektywie średniookresowej tempie wzrostu gospodarczego.** Kluczowa jest również zdolność państwa do zatrzymania wzrostu relacji długu publicznego do PKB w dłuższym okresie. W tym kontekście szczególnie ważne jest saldo pierwotne sektora finansów publicznych, czyli saldo budżetowe po wyłączeniu kosztów obsługi długu. Pokazuje ono, czy państwo jest w stanie finansować bieżące wydatki bez dalszego narastania zadłużenia wynikającego z kosztów odsetkowych (więcej o tym problemie w podrozdziale 3.3). Ocena sytuacji fiskalnej wymaga również uwzględnienia wpływu cyklu koniunkturalnego. W okresach silnego wzrostu gospodarczego dochody podatkowe rosną szybciej, a część wydatków automatycznie maleje, przejściowo poprawiając nominalne saldo budżetowe. Z tego względu szczególne znaczenie ma pierwotne saldo strukturalne, oczyszczone zarówno z kosztów obsługi długu, jak i wpływu bieżącej koniunktury. W Polsce wskaźnik ten pozostaje wyraźnie ujemny. Według szacunków Komisji Europejskiej pierwotne saldo strukturalne wyniosło około -4,6 proc. PKB w 2025 roku wobec -3,8 proc. PKB rok wcześniej i również w 2026 r. ma pozostać głęboko ujemne. Wskazuje to na utrzymywanie się trwałej nierównowagi niezależnie od dodatniego wzrostu gospodarczego. Problem Polski nie sprowadza się zatem wyłącznie do wysokiego bieżącego deficytu, lecz dotyczy również trwałego pogorszenia średniookresowej równowagi fiskalnej.

Poprawa salda fiskalnego potrzebna do spełnienia reguł fiskalnych Unii Europejskiej oraz poprawa konieczna do stabilizacji relacji długu publicznego do PKB nie są ekonomicznie tożsame. Pierwsze kryterium ma charakter instytucjonalny i odnosi się przede wszystkim do ograniczenia nominalnego deficytu sektora GG poniżej progu 3 proc. PKB¹⁸. Drugie dotyczy trwałej zdolności państwa do zatrzymania wzrostu relacji długu publicznego do PKB w średnim okresie. W polskich warunkach oba cele są dziś silnie powiązane, ponieważ zarówno wysoki deficyt nominalny, jak i głęboko ujemne saldo strukturalne wskazują na utrwaloną nierównowagę fiskalną. Nie oznacza to jednak, że samo formalne spełnienie reguł fiskalnych UE (słabo obecnie działających, o czym piszemy w części 2.3.1) automatycznie gwarantuje trwałą stabilizację długu publicznego w długim okresie.

Skala dostosowania w wysokości około 160 mld (obliczona w części 3.3) odpowiada około dwuipółletnim kosztom programu 800+ lub około trzem czwartym dochodów z podatku PIT trafiających do budżetu państwa i jednostek samorządu terytorialnego. Skala potrzebnego dostosowania wyklucza możliwość przeprowadzenia konsolidacji wyłącznie

¹⁸ Choć trzeba zauważyć, że Pakt Stabilności i Wzrostu wskazuje także próg 60 proc. PKB dla długu to jednak kryterium deficytu jest decydujące przy procedurze nadmiernego deficytu.

poprzez działania punktowe lub jednorazowe. Proces dostosowawczy musiałby zostać rozłożony na kilka lat. Dłuższy horyzont konsolidacji ogranicza krótkookresowe koszty dostosowania, ale zwiększa znaczenie wiarygodności całego programu fiskalnego. Dodatkowym wyzwaniem pozostaje trwały wzrost potrzeb wydatkowych związanych z obronnością, ochroną zdrowia, starzeniem się społeczeństwa oraz transformacją energetyczną.

Wnioski te są zbieżne z oceną Komisji Europejskiej przedstawioną w raporcie *Debt Sustainability Monitor 2025*. Komisja ocenia krótkookresowe ryzyko fiskalne Polski jako ograniczone, wskazując na utrzymujący się dostęp do finansowania oraz relatywnie stabilną strukturę długu. Jednak ryzyka średnio- i długookresowe pozostają podwyższone ze względu na utrzymujący się wysoki deficyt strukturalny, rosnące koszty obsługi długu oraz trwałą presję wydatkową. Te oceny abstrahują od polskich uwarunkowań prawnych (progi ostrożnościowe 55 proc. i 60 proc. PKB), instytucjonalnych i politycznych (możliwości zmiany czy zawieszenia tych progów są bardzo ograniczone).

Podsumowując tę część, skala potrzebnego dostosowania pokazuje, że problem Polski nie ma charakteru krótkookresowego ani technicznego. **Konsolidacja fiskalna oznacza konieczność wieloletniej przebudowy finansów publicznych przy jednoczesnym utrzymaniu zdolności państwa do finansowania bezpieczeństwa, transformacji energetycznej oraz wydatków społecznych. Kluczowym wyzwaniem pozostaje więc wybór realistycznej, politycznie wykonalnej i gospodarczo trwałej ścieżki dostosowania.**

4.3. Jak konsolidować? Strona wydatkowa czy dochodowa

Skala potrzebnego dostosowania fiskalnego sprawia, że kluczowym problemem staje się nie tylko tempo konsolidacji, lecz także wybór jej struktury. Debata dotycząca stabilizacji finansów publicznych bywa często sprowadzana do wyboru między ograniczaniem wydatków publicznych a podwyższaniem podatków. W praktyce współczesne procesy konsolidacyjne niemal zawsze opierają się na połączeniu obu instrumentów, a kluczowe znaczenie ma nie tylko skala dostosowania, lecz również jego wpływ na wzrost gospodarczy, stabilność społeczną oraz zdolność państwa do realizacji funkcji strategicznych. Państwa rzadko stosują strategie skrajne. Konsolidacja fiskalna najczęściej przyjmuje formę mieszaną, łącząc działania po stronie wydatkowej i dochodowej, przy czym proporcje między nimi zależą od sytuacji gospodarczej oraz uwarunkowań politycznych.

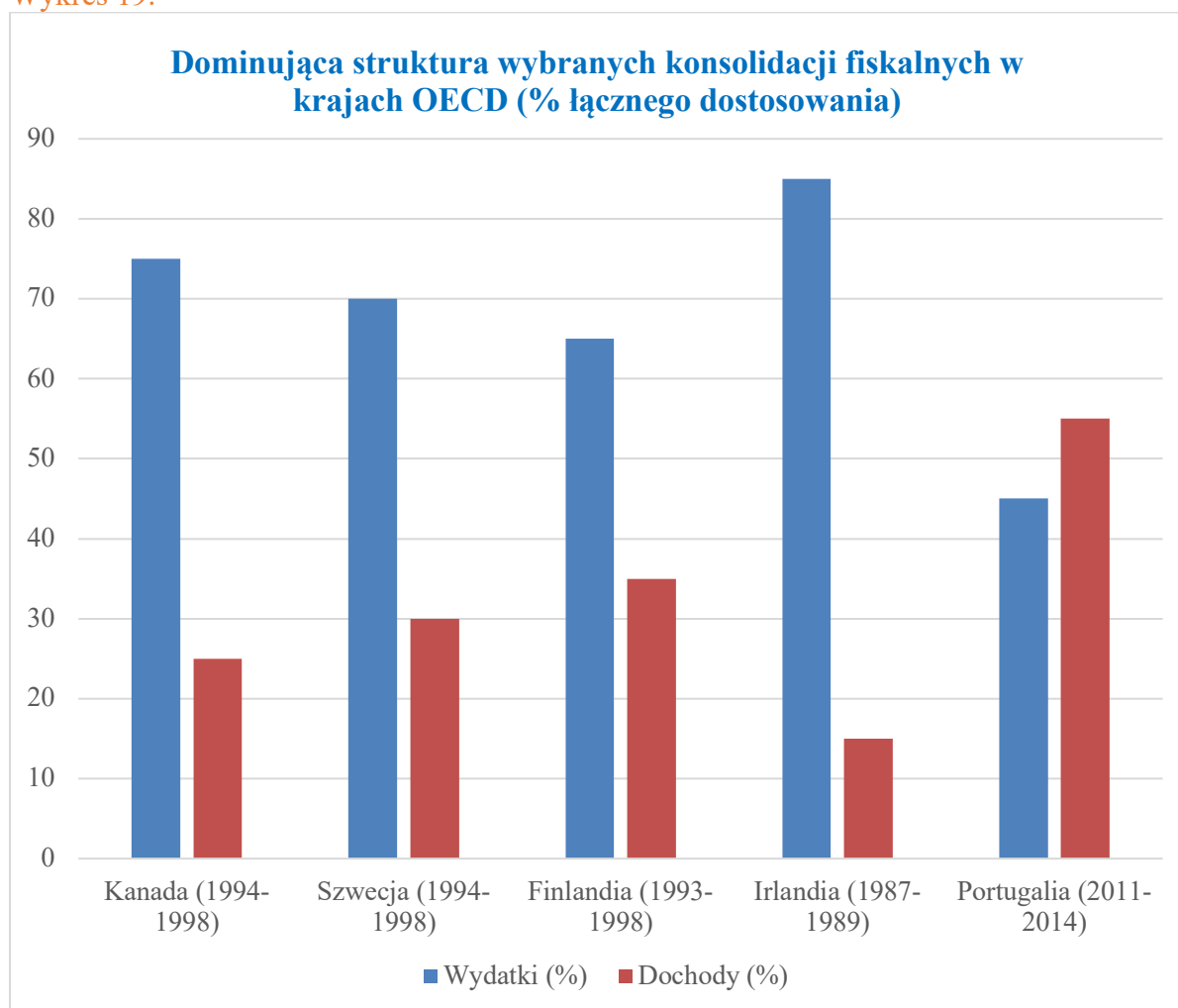
Literatura ekonomiczna często wskazuje, że konsolidacje opierające się w większym stopniu na stronie wydatkowej bywają trwalsze i mniej kosztowne dla wzrostu gospodarczego niż konsolidacje oparte głównie na podwyżkach podatków. Współczesne warunki gospodarcze i geopolityczne ograniczają jednak możliwość prowadzenia szerokiej konsolidacji wyłącznie poprzez redukcję wydatków publicznych. Te same 2 pkt proc. PKB poprawy salda fiskalnego mogą wywoływać odmienne skutki gospodarcze w zależności od rodzaju i struktury zastosowanych działań, fazy cyklu koniunkturalnego oraz ewentualnej na nie reakcji polityki pieniężnej. Oznacza to, że o efektach konsolidacji decyduje zarówno jej skala, jak i struktura zastosowanych instrumentów.

Pierwszym podejściem jest konsolidacja oparta na stronie wydatkowej. Polega ona na ograniczeniu dynamiki wydatków publicznych, redukcji mniej efektywnych transferów, przeglądzie programów socjalnych, racjonalizacji kosztów administracji oraz poprawie efektywności usług publicznych. Rozwiązanie to bywa uznawane za trwalsze, ponieważ ogranicza strukturalną presję wydatkową i nie zwiększa bezpośrednio obciążeń podatkowych. Działania po stronie wydatkowej mogłyby obejmować m.in. przegląd

świadczeń powszechnych, większe ukierunkowanie transferów rodzinnych, ograniczenie przywilejów sektorowych oraz zwiększenie efektywności administracji publicznej. W przypadku Polski szczególne znaczenie ma fakt, że znaczna część presji wydatkowej ma charakter trwały i strukturalny. Dotyczy to przede wszystkim wydatków obronnych, kosztów starzenia się społeczeństwa, ochrony zdrowia, transformacji energetycznej oraz współfinansowania inwestycji infrastrukturalnych. Potencjalna przestrzeń dla klasycznej konsolidacji wydatkowej jest wyraźnie mniejsza niż w części historycznych epizodów dostosowawczych analizowanych w literaturze ekonomicznej.

W literaturze ekonomicznej szeroko cytowane są badania Alberto Alesiny i współautorów, zgodnie z którymi programy konsolidacyjne oparte głównie na ograniczaniu wydatków częściej prowadziły do trwałej poprawy salda fiskalnego niż dostosowania bazujące przede wszystkim na podwyżkach podatków. Wyniki te interpretowano jako efekt mniejszego negatywnego wpływu na inwestycje prywatne oraz większej wiarygodności reform¹⁹.

Wykres 19.



Źródło: Alesina, Perotti (1995); Alesina, Ardagna (2010); OECD; IMF; opracowanie własne.

Wybrane historyczne epizody konsolidacji fiskalnej w krajach OECD pokazują, że trwałe programy dostosowawcze często opierały się w większym stopniu na ograniczaniu

¹⁹ A. Alesina, C. Favero, F. Giavazzi, *Austerity: When It Works and When It Doesn't*, Princeton University Press, Princeton 2019, s. 23-41

wydatków bieżących niż na wzroście obciążeń podatkowych, choć struktura reform zależała od uwarunkowań krajowych.

Za udaną konsolidację uznaje się trwałą poprawę salda budżetowego utrzymującą się przez kilka lat, zwykle oznaczającą poprawę salda o co najmniej 2–3 pkt proc. PKB. Podejście wydatkowe ma jednak istotne ograniczenia. Znaczna część budżetu państwa obejmuje pozycje sztywne lub społecznie wrażliwe, takie jak emerytury, ochrona zdrowia, edukacja, obronność czy świadczenia rodzinne. Głębokie cięcia mogą osłabiać jakość usług publicznych, zwiększać napięcia społeczne oraz ograniczać potencjał wzrostowy gospodarki, w szczególności jeżeli obejmują inwestycje publiczne. Co więcej, problem polskich finansów publicznych wynika nie tylko z poziomu wydatków publicznych, lecz także z ich struktury, efektywności oraz rosnącej fragmentacji systemu fiskalnego. W ostatnich latach istotna część aktywności fiskalnej została przeniesiona poza centralny budżet państwa do funduszy pozabudżetowych i mechanizmów finansowania o ograniczonej przejrzystości fiskalnej.

Tabela 9.

Możliwość krótkookresowej redukcji wydatków sektora publicznego w Polsce (udział w całości wydatków, proc.)

Kategoria wydatków	Udział w całości	Możliwość redukcji
Obsługa długu	3,6	bardzo niska
Ochrona zdrowia	14,1	niska
Obronność	7,1	niska
Bezpieczeństwo publiczne	4,0	niska
Ubezpieczenia społeczne	28,5	niska
Inne transfery społeczne	11,3	umiarkowana
Edukacja	10,4	umiarkowana
Infrastruktura/ inwestycje/ transport	10,2	umiarkowana
Administracja publiczna	6,1	umiarkowana
Pozostałe	4,7	umiarkowana

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat COFOG (Classification of the Functions of Government) 2024 oraz Ministerstwa Finansów. Kategorie wydatków²⁰ zostały częściowo zagregowane i dostosowane przez autorów na potrzeby analizy możliwości krótkookresowej redukcji wydatków.

Łączny udział kategorii wydatków o niskiej lub bardzo niskiej możliwości redukcji - obejmujących przede wszystkim emerytury i renty w ramach systemu ubezpieczeń społecznych, ochronę zdrowia, wydatki obronne oraz obsługę długu - przekracza połowę całości wydatków publicznych. Są to obszary charakteryzujące się wysoką sztywnością instytucjonalną, społeczną i polityczną. Dodatkowo około 36 proc. wydatków publicznych znajduje się w kategoriach o umiarkowanej elastyczności redukcji. Formalnie dają one większą możliwość dostosowania niż klasyczne wydatki sztywne, jednak w praktyce również podlegają istotnym ograniczeniom. Część z nich - zwłaszcza transfery społeczne obejmujące m.in. program 800+, tzw. 13. i 14. emeryturę oraz świadczenia rodzinne - pozostaje trudna do ograniczenia ze względu na wysokie koszty polityczne. Inne, w szczególności wydatki na duże projekty infrastrukturalne i energetyczne, są ograniczone przez wieloletni charakter zobowiązań inwestycyjnych w ramach przyjętych programów wieloletnich państwa. Dotyczy to m.in. budowy Portu Polska, programu polskiej energetyki jądrowej oraz innych strategicznych inwestycji infrastrukturalnych realizowanych w horyzoncie wieloletnim.

²⁰ Klasyfikacja możliwości redukcji wydatków stanowi ocenę autorską i nie wynika bezpośrednio z metodologii COFOG.

Ważna pozostaje również ekonomiczna struktura poszczególnych kategorii wydatków. Różne typy wydatków publicznych generują bowiem odmienne efekty dla aktywności gospodarczej i długookresowego potencjału wzrostowego. Najczęściej stosowanym miernikiem pozostaje mnożnik fiskalny określający wpływ zmian wydatków publicznych na poziom PKB. Badania Międzynarodowego Funduszu Walutowego (IMF) oraz Komisji Europejskiej wskazują, że najwyższymi mnożnikami fiskalnymi charakteryzują się inwestycje publiczne, dla których średnie wartości w państwach UE wynoszą zwykle około 1,0–1,5. Znacznie niższe mnożniki dotyczą natomiast transferów społecznych o charakterze powszechnym, gdzie typowe szacunki mieszczą się w przedziale około 0,2–0,6. Oznacza to, że ograniczenie wydatków inwestycyjnych może silniej osłabiać długookresowy potencjał wzrostowy gospodarki niż redukcja części transferów bieżących lub wydatków administracyjnych. O efektach konsolidacji decyduje nie tylko jej skala, lecz również jakość. **Dostosowanie oparte na ograniczaniu wydatków prorozwojowych lub inwestycyjnych mogłoby prowadzić do osłabienia długookresowego potencjału wzrostowego gospodarki i paradoksalnie utrudniać stabilizację długu publicznego w przyszłości.** Przestrzeń dla prostych i szybkich cięć budżetowych okazuje się wyraźnie mniejsza, niż sugerowałaby nominalna skala wydatków państwa. Skuteczna konsolidacja fiskalna wymagałaby nie tylko ograniczania wybranych wydatków, lecz także poprawy ich efektywności, przeglądu priorytetów budżetowych oraz odpowiedniego rozłożenia procesu dostosowawczego w czasie.

Drugim podejściem jest konsolidacja po stronie dochodowej. Dochody publiczne w relacji do PKB są w Polsce na poziomie niższym niż średnia w UE. W zbiorze potencjalnych kandydatów do szukania dodatkowych dochodów publicznych znajduje się podwyższanie wybranych podatków, ograniczanie preferencji podatkowych, dalsze uszczelnianie systemu oraz poszerzanie bazy opodatkowania. Nie wszystkie działania tego typu mają więc charakter klasycznej podwyżki obciążeń fiskalnych. Część z nich może polegać na eliminowaniu nieefektywnych ulg, ograniczaniu arbitrażu podatkowego lub poprawie ściągальności istniejących podatków. Zaletą tego rozwiązania jest możliwość relatywnie szybkiej poprawy salda fiskalnego bez konieczności natychmiastowego ograniczania wydatków publicznych. W warunkach Polski potencjalne znaczenie mogłyby mieć dalsze uszczelnianie VAT (choć pole uzyskania dodatkowych dochodów jest tu już bardzo ograniczone²¹), rewizja części zwolnień i preferencji podatkowych, np. w zakresie ryczałtu dla osób prowadzących działalność gospodarczą, które nie zatrudniają pracowników, oraz większe wykorzystanie podatków środowiskowych i majątkowych. W tym kontekście potrzebna jest debata publiczna na temat wprowadzenia wzorem innych państw rozwiniętych z Grupy G-20 czy OECD jakiejś formy podatku majątkowego.

Poszczególne źródła potencjalnego wzrostu dochodów publicznych oddziałują na gospodarkę w odmienny sposób. Podatki silniej obciążające pracę, inwestycje lub przedsiębiorczość mogą ograniczać aktywność gospodarczą i potencjał wzrostowy. Mniejsze koszty makroekonomiczne zwykle wiążą się natomiast z podatkami majątkowymi, środowiskowymi lub likwidacją nieefektywnych preferencji podatkowych. Oznacza to, że znaczenie ma nie tylko skala zwiększania dochodów publicznych, lecz także struktura zastosowanych instrumentów.

Tabela 10. Główne warianty konsolidacji fiskalnej

²¹ Zobacz: Dudek S., Kotecki L., Walczyk K. (2026). Luka VAT w Polsce 2000-2025: przyczyny, działania, efekty. Warszawa, Instytut Finansów Publicznych (<https://www.ifp.org.pl/luka-vat-w-polsce-2000-2025-przyczyny-dzialania-efekty-czy-ograniczenie-luki-vat-jest-trwale/>).

Podejście	Główne instrumenty	Zalety	Ryzyka
Strona wydatkowa	ograniczenie dynamiki wydatków, przeglądy programów, transferów, reforma	większa trwałość efektów fiskalnych	opór społeczny, ryzyko cięć inwestycji
Strona dochodowa	podatki, likwidacja ulg, uszczelnienie systemu	szybka poprawa salda fiskalnego	słabsza aktywność gospodarcza
Model mieszany	umiarkowane działania po obu stronach	bardziej równomierne rozłożenie kosztów dostosowania	wymaga koordynacji wysokiej

Zródło: opracowanie własne na podstawie OECD, IMF oraz literatury przedmiotu.

Wiele państw wybiera model mieszany, łączący umiarkowane ograniczenie dynamiki wydatków z działaniami po stronie dochodowej. Pozwala to rozłożyć koszty dostosowania i ograniczyć ryzyko nadmiernego obciążenia jednego segmentu gospodarki. Polska miałaby trudności z pełną konsolidacją wyłącznie po stronie wydatkowej ze względu na rosnące potrzeby obronne, demograficzne i inwestycyjne oraz wysoki udział wydatków społecznie wrażliwych. Z kolei strategia oparta wyłącznie na zwiększaniu dochodów mogłaby osłabić aktywność gospodarczą i konkurencyjność sektora prywatnego. Najbardziej realistycznym rozwiązaniem, biorąc pod uwagę skalę potrzeb, wydaje się więc model mieszany, oparty na poprawie jakości wydatków publicznych, ograniczaniu nieefektywnych transferów, dalszym uszczelnianiu systemu podatkowego oraz selektywnym zwiększaniu dochodów publicznych w obszarach o relatywnie niskim koszcie makroekonomicznym.

Kluczowa jest wiarygodność całego programu konsolidacyjnego. Rynki finansowe oceniają nie tylko pojedyncze decyzje fiskalne, lecz także trwałość i przewidywalność średniookresowej strategii fiskalnej. Dzisiejsza konsolidacja fiskalna oznacza nie tylko konieczność ograniczania wydatków lub podwyższania podatków, lecz także wybór strategicznych priorytetów państwa. Zasadniczym wyzwaniem pozostaje pogodzenie odbudowy przestrzeni fiskalnej z utrzymaniem zdolności państwa do finansowania bezpieczeństwa, transformacji energetycznej oraz długookresowego wzrostu gospodarczego. Nie jest to więc zadanie łatwe.

4.4. Tempo konsolidacji: szybkie dostosowanie czy ścieżka stopniowa?

Oprócz skali i struktury konsolidacji fiskalnej kluczowe znaczenie ma również tempo dostosowania. Szybka konsolidacja wiąże się z istotnymi kosztami makroekonomicznymi, zwłaszcza w warunkach słabszej lub słabnącej koniunktury. Dlatego **konsolidację najlepiej przeprowadzać w warunkach silnego wzrostu gospodarczego, takiego z jakim mieliśmy do czynienia w 2025 roku i mamy do czynienia w tym roku. Z kolei nadmierne odwołanie działań zwiększa ryzyko utraty wiarygodności fiskalnej, wzrostu kosztów obsługi długu oraz dalszego ograniczania przestrzeni fiskalnej państwa.** Najtrudniejszym zadaniem pozostaje więc wybór ścieżki pośredniej.

Pierwszym wariantem jest szybka konsolidacja, polegająca na zdecydowanej poprawie salda sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG) w krótkim czasie. Rozwiązanie to może wzmacniać zaufanie inwestorów, ograniczać koszty obsługi długu oraz szybciej odbudowywać przestrzeń fiskalną państwa. Bywa szczególnie uzasadnione wtedy, gdy państwo znajduje się pod presją rynków finansowych lub doświadcza gwałtownego wzrostu rentowności obligacji. Takie dostosowanie wiąże się jednak ze spodziewanymi

kosztami makroekonomicznymi. Ograniczenie wydatków publicznych lub podwyższenie podatków osłabia popyt krajowy. W warunkach słabej koniunktury może to prowadzić do spadku inwestycji prywatnych, wzrostu bezrobocia oraz niższych wpływów podatkowych, co częściowo ogranicza efekt samej konsolidacji fiskalnej. W literaturze ekonomicznej nie istnieje jednoznaczny konsensus dotyczący optymalnego tempa konsolidacji fiskalnej. Skutki dostosowania zależą od warunków makroekonomicznych, polityki pieniężnej, struktury gospodarki, poziomu zadłużenia oraz wiarygodności instytucjonalnej państwa.

Do debaty tej istotnie przyczyniły się badania Oliviera Blancharda i współautorów²², którzy po globalnym kryzysie finansowym wskazywali, że krótkookresowe skutki konsolidacji fiskalnej mogły być silniejsze niż wcześniej zakładano, ponieważ mnożniki fiskalne w warunkach słabego popytu oraz ograniczonej polityki pieniężnej okazały się relatywnie wysokie. Wzmacnia to argument przemawiający za dostosowaniem stopniowym i odpowiednio dopasowanym do fazy cyklu koniunkturalnego.

Drugim wariantem jest konsolidacja stopniowa, rozłożona na kilka lat. Pozwala ona ograniczyć krótkookresowe koszty gospodarcze, daje czas na reformy instytucjonalne oraz zmniejsza ryzyko gwałtownego pogorszenia nastrojów społecznych. Ułatwia także ochronę wydatków prorozwojowych, takich jak inwestycje infrastrukturalne, edukacja czy transformacja energetyczna. Strategia stopniowa również nie jest wolna od ryzyk. Jeżeli tempo dostosowania okaże się zbyt niskie, rynki finansowe mogą zakwestionować determinację władz publicznych. W takiej sytuacji spada wiarygodność programu, rośnie premia za ryzyko, a koszt obsługi długu zwiększa się mimo formalnego rozpoczęcia konsolidacji. Rozciąganie reform w czasie może również sprzyjać ich politycznemu rozmyciu.

Tabela 11.

Porównanie wariantów tempa konsolidacji fiskalnej

Wariant	Główne zalety	Główne ryzyka	Kiedy bywa uzasadniony
Szybka konsolidacja	szybka poprawa salda fiskalnego, wzrost wiarygodności, niższa presja wzrostu długu	osłabienie wzrostu, wzrost bezrobocia, napięcia społeczne	presja rynków, kryzys fiskalny
Stopniowa konsolidacja	mniejszy koszt makroekonomiczny, większa akceptacja społeczna	ryzyko opóźnień i utraty wiarygodności	utrzymujący się dostęp do finansowania, umiarkowany poziom ryzyka

Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF, OECD oraz literatury przedmiotu.

Polska nie znajduje się obecnie w sytuacji klasycznego kryzysu zadłużeniowego wymagającego gwałtownej stabilizacji fiskalnej pod presją utraty dostępu do finansowania. Kraj utrzymuje dodatni wzrost gospodarczy, relatywnie stabilny sektor bankowy oraz dostęp do finansowania, co pozwala rozłożyć proces dostosowawczy w czasie. Jednak utrzymywanie wysokiego deficytu strukturalnego w warunkach wysokiego wzrostu gospodarczego oznacza

²² O. Blanchard, D. Leigh. 2013. Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, American Economic Review, vol. 103(3), s. 117-120.

dalsze ograniczanie przestrzeni fiskalnej państwa oraz zwiększanie wrażliwości finansów publicznych na przyszłe szoki gospodarcze i wzrost kosztów finansowania długu.

Najbardziej racjonalnym rozwiązaniem wydaje się stopniowa konsolidacja fiskalna, pod warunkiem relatywnie szybkiego rozpoczęcia działań dostosowawczych oraz rozłożenia głównych działań na kilka lat. Wcześniejsze rozpoczęcie konsolidacji ograniczałoby skalę przyszłych dostosowań oraz zmniejszałoby ryzyko dalszego narastania nierównowagi strukturalnej i kosztów obsługi długu publicznego. Stopniowa konsolidacja rozłożona na kilka lat pozwala połączyć poprawę wiarygodności fiskalnej z ograniczeniem kosztów dla wzrostu gospodarczego. Może to oznaczać potrzebę trwałej poprawy salda sektora rządu 0,5-1,0 pkt proc. PKB rocznie w latach 2027 – 2030, przy czym górna granica tego przedziału byłaby historycznie ambitna. Więcej niż 1,0 pkt proc. PKB mogłoby mieć istotny wpływ na wzrost gospodarczy. Warunkiem powodzenia jest przedstawienie wiarygodnego planu wieloletniego, a nie jedynie jednorazowych decyzji budżetowych. Zasadniczym problemem nie jest przy tym wyłącznie szybkość konsolidacji, lecz relacja między tempem dostosowania a jego jakością. Zbyt szybkie działania oparte na ograniczaniu wydatków inwestycyjnych lub prorozwojowych mogłyby osłabić potencjał wzrostowy gospodarki i paradoksalnie utrudnić stabilizację długu publicznego w średnim okresie. Z drugiej strony nadmiernie powolna konsolidacja zwiększa ryzyko utrwalenia wysokiego deficytu strukturalnego.

Odkładanie konsolidacji fiskalnej zazwyczaj prowadzi do konieczności przeprowadzenia bardziej bolesnych działań w przyszłości - zwłaszcza gdy zostaną one wymuszone przez reguły ostrożnościowe, omówione w podrozdziale 3.2. Skuteczność tych sanacyjno-ostrożnościowych mechanizmów może być przy tym częściowo ograniczana przez rosnącą rolę funduszy pozabudżetowych oraz innych form aktywności fiskalnej realizowanych poza centralnym budżetem państwa, choć w ostatnich latach mieliśmy poprawę przejrzystości wydawania pieniędzy publicznych. W praktyce oznacza to, że formalne uruchomienie progów ostrożnościowych nie zawsze przekłada się automatycznie na pełną i natychmiastową konsolidację całego sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Biorąc pod uwagę obecne prognozy Ministerstwa Finansów, wskazujące na utrzymywanie się wysokiego deficytu sektora general government w tym i w najbliższych latach oraz dalszy wzrost relacji długu publicznego w ujęciu unijnym powyżej 60 proc. PKB, a także przy założeniu ograniczonego wysiłku fiskalnego w kierunku konsolidacji, należy oczekiwać, że w próg 55 proc. PKB, stanowiący kluczowy próg ostrożnościowy w krajowej metodologii fiskalnej, zostanie naruszony. Ministerstwo Finansów de facto prognozuje to w roku 2028, choć nie można wykluczyć, że stanie się to już w 2027 r. Oznacza to, że skutki wynikające z ustawy o finansów publicznych dla projektu budżetu pojawią się w 2029 r. lub w wersji optymistycznej w 2030 r. To zaledwie kilka lat, przy czym dziś konsolidacja byłaby działaniem antycyklicznym, może jednak w warunkach spowolnienia gospodarczego stać się działaniem silnie procyklicznym. W efekcie przekroczenie progów ostrożnościowych oznacza przejście od konsolidacji prowadzonej w sposób planowy i strategiczny do dostosowania wymuszanego przez ograniczenia instytucjonalne oraz presję fiskalną. Tego typu konsolidacja bywa zazwyczaj bardziej gwałtowna, mniej selektywna i bardziej kosztowna gospodarczo. Ogranicza również możliwość ochrony wydatków prorozwojowych, takich jak inwestycje publiczne, transformacja energetyczna czy nakłady na kapitał ludzki, oraz utrudnia racjonalne rozłożenie kosztów dostosowania w czasie. Z tego względu szczególnie istotne staje się odpowiednio wczesne rozpoczęcie procesu konsolidacji, które pozwala zachować kontrolę nad jego tempem, strukturą oraz rozkładem kosztów. Działania podjęte z wyprzedzeniem umożliwiają wybór bardziej pożądaney kombinacji instrumentów fiskalnych, lepsze dostosowanie do warunków

makroekonomicznych oraz ograniczenie ryzyka wymuszonej, kosztownej korekty w przyszłości.

Tempo konsolidacji można i należy analizować również w powiązaniu z polityką pieniężną. Jeżeli ograniczenie deficytu sprzyja spadkowi inflacji, może tworzyć przestrzeń do łagodniejszej polityki stóp procentowych. Część kosztów fiskalnych może zostać wówczas częściowo zneutralizowana przez poprawę warunków monetarnych i inwestycyjnych.

Na koniec warto podkreślić (last but not least), że tempo konsolidacji ma również istotny wymiar polityczny. Rozłożenie dostosowania w czasie zmniejsza krótkookresowe koszty społeczne i gospodarcze, lecz równocześnie zwiększa ryzyko politycznego rozmycia reform oraz odkładania części działań na kolejne lata. Wiarygodność średniookresowej strategii fiskalnej staje się więc równie istotna jak sama skala dostosowania.

Współczesne wyzwanie fiskalne Polski nie polega wyłącznie na ograniczeniu deficytu publicznego, lecz na znalezieniu takiej ścieżki dostosowania, która pozwoli zarazem odbudować przestrzeń fiskalną państwa i utrzymać jego zdolność do finansowania bezpieczeństwa, transformacji energetycznej oraz długookresowego wzrostu gospodarczego. Tempo konsolidacji staje się więc problemem strategicznego zarządzania zdolnością państwa do realizowania w sposób niezakłócony jego głównych zadań i obowiązków, a nie jedynie technicznym parametrem polityki budżetowej.

4.5. Doświadczenia międzynarodowe i wnioski dla Polski

Doświadczenia międzynarodowe pokazują, że skuteczna konsolidacja fiskalna jest możliwa, lecz jej efekty zależą od warunków makroekonomicznych, struktury gospodarki, jakości instytucji publicznych oraz sytuacji politycznej. Nie istnieje jeden uniwersalny model dostosowania fiskalnego możliwy do mechanicznego przeniesienia między państwami. Istotnych wskazówek dostarczają doświadczenia innych państw, które w różnych warunkach przeprowadzały proces ograniczania deficytu i stabilizacji długu publicznego. Wspólny wniosek jest jednak stosunkowo prosty: **koszt konsolidacji zależy nie tylko od jej skali, lecz także od momentu rozpoczęcia, struktury działań oraz wiarygodności całego programu.**

Pierwszą grupę porównawczą mogą stanowić kraje, które rozpoczęły dostosowanie relatywnie wcześniej, zanim utraciły zaufanie rynków finansowych. Przykładami często wskazywanymi w literaturze są Kanada i Szwecja w latach 90. XX wieku. Konsolidacja opierała się tam na wieloletnim planie reform, ograniczaniu dynamiki wydatków oraz zmianach instytucjonalnych wzmacniających dyscyplinę budżetową. Dzięki temu udało się trwale poprawić saldo finansów publicznych przy relatywnie ograniczonych kosztach społecznych. W przypadku Kanady istotne znaczenie miało połączenie redukcji wydatków z reformą administracji publicznej oraz poprawą przejrzystości budżetowej. W Szwecji, po kryzysie bankowym, doszło do wzmocnienia reguł fiskalnych, wprowadzenia średniookresowych ram budżetowych oraz zwiększenia kontroli nad wydatkami publicznymi. Doświadczenia te pokazują, że wcześniejsze działania dają większą swobodę wyboru instrumentów.

Drugą grupę stanowią państwa, które podejmowały konsolidację dopiero pod presją kryzysu zadłużeniowego. Dotyczyło to przede wszystkim Grecji, Portugalii oraz częściowo Hiszpanii po 2010 r. W tych przypadkach gwałtowny wzrost rentowności obligacji ograniczył pole manewru rządów. Dostosowanie musiało mieć szybszy i bardziej restrykcyjny charakter, co wiązało się z recesją, wzrostem bezrobocia oraz silnymi

napięciami społecznymi. Na podobne uwarunkowania „spóźnionej” konsolidacji wskazywały również badania Carmen Reinhart i Kennetha Rogoffa, którzy na podstawie danych historycznych z wielu państw zauważyli, że okresom wysokiego zadłużenia publicznego często towarzyszyło wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego oraz większa podatność na kryzysy finansowe. Choć skala i kierunek tej zależności pozostają przedmiotem dyskusji, literatura potwierdza, że narastający dług zmniejsza elastyczność polityki gospodarczej i zwiększa wrażliwość państwa na szoki zewnętrzne²³. W późniejszej literaturze²⁴ podkreślano jednak, że zależność między poziomem długu publicznego a tempem wzrostu gospodarczego nie ma charakteru uniwersalnego ani mechanicznego. Znaczenie mają m.in. poziom rozwoju gospodarczego, wiarygodność instytucji, struktura długu, waluta finansowania oraz zdolność państwa do utrzymywania stabilnego dostępu do rynku. W gospodarkach rozwiniętych posiadających własną walutę i głęboki rynek finansowy relacja długu publicznego do PKB może przez dłuższy czas utrzymywać się na poziomie przekraczającym 90–100 proc. PKB bez wystąpienia kryzysu fiskalnego. Przykładami są Japonia, Stany Zjednoczone czy część państw Europy Zachodniej. W gospodarkach wschodzących poziom nieprzekraczalnego ryzyka fiskalnego pojawia się zazwyczaj wcześniej, często już przy długu rzędu 60–80 proc. PKB, ze względu na większą wrażliwość na odpływ kapitału, słabszą wiarygodność instytucjonalną i wyższe koszty finansowania. Wnioski te potwierdzają nowsze badania Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz Komisji Europejskiej, zgodnie z którymi ocena stabilności długu powinna uwzględniać nie tylko jego poziom, lecz także strukturę finansowania, tempo wzrostu gospodarczego, relację kosztu długu do wzrostu PKB oraz zdolność państwa do prowadzenia wiarygodnej polityki fiskalnej. **Doświadczenia części państw europejskich po kryzysie zadłużeniowym po 2010 r. pokazują z kolei, że zbyt szybka i głęboka konsolidacja prowadzona w warunkach słabego wzrostu gospodarczego może prowadzić do wysokich kosztów społecznych, osłabienia inwestycji oraz napięć politycznych.**

Tabela 12.

Wybrane doświadczenia międzynarodowe w zakresie konsolidacji fiskalnej

Państwo	Sytuacja wyjściowa	Charakter działań	Główny wniosek
Kanada	wysoki deficyt przy zachowanym dostępie do rynku	wieloletnie ograniczanie wydatków, reforma państwa	wcześniejsze działania zwiększają skuteczność
Szwecja	kryzys bankowy i fiskalny	reguły fiskalne, ramy budżetowe, kontrola wydatków	znaczenie silnych instytucji
Grecja	utrata dostępu do rynku	szybkie, wymuszone cięcia	opóźnienie zwiększa koszt społeczny
Portugalia	presja rynków finansowych	program dostosowawczy	ograniczona swoboda wyboru polityki gospodarczej
Hiszpania	kryzys finansowy i nieruchomościowy	korekta fiskalna i reformy sektora bankowego	znaczenie sytuacji makroekonomicznej

Źródło: opracowanie własne na podstawie OECD, IMF, Komisji Europejskiej oraz literatury przedmiotu.

Wnioski dla Polski są relatywnie jednoznaczne. Polska znajduje się dziś w znacznie lepszej sytuacji niż kraje objęte kryzysem zadłużeniowym po 2010 r. W przeciwieństwie do Grecji czy Portugalii Polska posiada własną walutę, relatywnie głęboki rynek krajowego długu oraz znaczący udział inwestorów krajowych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych. Polska

²³ C. Reinhart, K. Rogoff. 2010. Growth in a Time of Debt, American Economic Review, vol. 100(2), s. 573-578

²⁴ <https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2025/10/31/maximum-sustainable-debt-across-countries-an-assessment-using-p-theory-571478>

utrzymuje dostęp do finansowania, dodatni wzrost gospodarczy oraz relatywnie stabilne koszty obsługi długu. Daje to możliwość przeprowadzenia konsolidacji w sposób uporządkowany.

Punkt wyjścia pogarsza utrzymujący się wysoki deficyt strukturalny, wysoki deficyt pierwotny oraz rosnąca presja wydatkowa. Dodatkowym utrudnieniem pozostaje brak politycznej możliwości racjonalnego działania oraz zbliżające się wybory parlamentarne w 2027 r. Polska znajduje się dziś wciąż raczej w sytuacji państwa, które nadal może wybrać moment i tempo dostosowania fiskalnego. Obecna sytuacja wyraźnie różni się jednak od większości klasycznych epizodów konsolidacyjnych analizowanych w literaturze ekonomicznej. Polska prowadzi obecnie politykę budżetową w warunkach trwałej presji wydatkowej związanej z bezpieczeństwem militarnym, transformacją energetyczną, starzeniem się społeczeństwa oraz rosnącymi oczekiwaniami wobec funkcji stabilizacyjnej państwa. Oznacza to, że przestrzeń dla klasycznej konsolidacji opartej na głębokim ograniczaniu roli państwa pozostaje istotnie ograniczona, nie ma też na to zgody politycznej niezależnie od opcji partyjnej.

4.6. Ryzyka zaniechania konsolidacji fiskalnej

Ocena ryzyk związanych z brakiem konsolidacji fiskalnej wymaga odejścia od utożsamiania problemów fiskalnych wyłącznie z natychmiastowym kryzysem zadłużeniowym. Jak już wskazano kilkakrotnie, Polska nie znajduje się obecnie w sytuacji utraty dostępu do finansowania ani gwałtownej destabilizacji finansów publicznych. Nie oznacza to jednak, że utrzymywanie wysokiego deficytu strukturalnego pozostaje neutralne dla długookresowej stabilności gospodarczej i zdolności państwa do realizacji funkcji strategicznych. W debacie publicznej uwaga często koncentruje się na krótkookresowych skutkach konsolidacji: wolniejszym wzroście, napięciach społecznych czy ograniczeniu części wydatków. Znacznie rzadziej analizowane są konsekwencje utrzymywania wysokiego deficytu przez dłuższy czas. Tymczasem zaniechanie działań generuje koszty, które z reguły narastają stopniowo.

Najważniejszym skutkiem utrzymywania wysokiego deficytu strukturalnego pozostaje stopniowe ograniczanie przestrzeni fiskalnej państwa. W praktyce oznacza to zmniejszenie zdolności do reagowania na przyszłe kryzysy gospodarcze, energetyczne lub geopolityczne bez dalszego wzrostu zadłużenia publicznego. W obecnej sytuacji dalszy wzrost długu publicznego wydaje się w krótkim okresie nieunikniony. Polska – jak pokazuje doświadczenie poprzednich kryzysów w XXI wieku – przechodziła je relatywnie łagodniej niż kraje UE. Także dzięki antycyklicznej polityce fiskalnej. Brak możliwości wykorzystania w pełni tego narzędzia w przypadku przyszłego kryzysu ze względu na już istniejący wysoki deficyt strukturalny może doprowadzić do niewystarczającej odpowiedzi na ewentualny kryzys i cięższy przebieg.

Drugim zagrożeniem jest wzrost kosztów obsługi długu. Wzrost poziomu zadłużenia zwiększa koszty jego obsługi, co w długim okresie może prowadzić do wypierania części wydatków inwestycyjnych, prorozwojowych lub związanych z bezpieczeństwem państwa, generalnie tych mniej sztywnych.

Istotnym ryzykiem pozostaje możliwość wymuszonej konsolidacji fiskalnej w przyszłości. Odkładanie działań dostosowawczych zwiększa prawdopodobieństwo, że reformy będą musiały zostać przeprowadzone pod presją rynku i w mniej korzystnych warunkach makroekonomicznych. Tego typu dostosowanie bywa zazwyczaj szybsze, bardziej

restrykcyjne i społecznie kosztowniejsze niż konsolidacja rozpoczęta odpowiednio wcześniej²⁵.

Tabela 13.

Główne ryzyka zaniechania konsolidacji fiskalnej

Obszar ryzyka	Mechanizm	Możliwe konsekwencje
Dług publiczny	utrzymywanie wysokiego deficytu strukturalnego	wzrost relacji długu do PKB
Obsługa długu	rosnące potrzeby pożyczkowe	wyższe wydatki odsetkowe
Przestrzeń fiskalna	brak odbudowy buforów	słabsza reakcja kryzysowa
Wiarygodność	pogorszenie oceny wiarygodności fiskalnej	wzrost rentowności obligacji
Korekta wymuszona	opóźnienie działań	gwałtowniejsze i bardziej kosztowne dostosowanie
Zobowiązania ukryte	materializacja ryzyk warunkowych	nagle pogorszenie salda fiskalnego

Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF, OECD oraz Komisji Europejskiej.

4.7. Polityczna i społeczna wykonalność konsolidacji fiskalnej

Problem konsolidacji fiskalnej ma charakter nie tylko ekonomiczny, lecz również polityczny i społeczny. Nawet dobrze zaprojektowany program dostosowawczy może zakończyć się niepowodzeniem, jeżeli nie będzie politycznie wykonalny oraz społecznie akceptowalny. W praktyce o sukcesie reform decyduje nie tylko ich treść, lecz także zdolność państwa do ich konsekwentnego wdrożenia i utrzymania. W dodatku, w przypadku Polski mamy obecnie do czynienia z podręcznikowym przykładem szorstkiej kohabitacji. Jest to walka dwóch ośrodków władzy, prezydenta z większością parlamentarną i rządem, wywodzących się z przeciwnych obozów politycznych. Taki stan rzeczy prowadzi do paraliżu decyzyjnego w niektórych kluczowych obszarach, włączając politykę fiskalną. Można z dużym prawdopodobieństwem oczekiwać, że ten spór będzie się nasilał w okresie przed wyborami parlamentarnymi w 2027 r.

Abstrahując od bieżących problemów politycznych, podstawowym problemem konsolidacji pozostaje asymetria kosztów i korzyści. Korzyści z konsolidacji fiskalnej mają zazwyczaj charakter rozproszony i długookresowy, natomiast jej koszty są skoncentrowane i odczuwalne natychmiast przez konkretne grupy społeczne. **Ograniczenie transferów, wolniejszy wzrost wydatków publicznych czy podwyżki części podatków są politycznie bardziej widoczne niż stopniowa poprawa stabilności fiskalnej państwa.**

Badania z zakresu ekonomii politycznej wskazują, że **społeczne poparcie dla dyscypliny fiskalnej ma często charakter deklaracyjny i abstrakcyjny, natomiast wyraźnie słabnie w momencie pojawienia się konkretnych kosztów dostosowania, takich jak ograniczenie transferów społecznych, wzrost podatków czy redukcja wydatków publicznych**²⁶. Literatura ekonomii politycznej wskazuje, że reformy fiskalne są łatwiejsze do przeprowadzenia w początkowej fazie kadencji rządu, w okresie relatywnie dobrej koniunktury oraz przy wysokim poziomie zaufania społecznego. W takich warunkach rząd dysponuje większym kapitałem politycznym, a społeczeństwo łatwiej akceptuje działania przedstawiane jako zapobiegające przyszłym problemom. Znaczenie ma również sposób komunikacji reform. Program przedstawiany wyłącznie jako seria cięć budżetowych zwykle spotyka się z silnym

²⁵ Zobacz podrozdział 4.4. Tempo konsolidacji: szybkie dostosowanie czy ścieżka stopniowa?

²⁶ B. Bremer et al., 2025. The Limits of Public Support for Fiscal Consolidation: Survey Evidence From Great Britain, Comparative Political Studies.

oporem społecznym. Większą akceptację mogą uzyskiwać działania prezentowane jako element odbudowy stabilności państwa oraz warunek utrzymania zdolności do finansowania bezpieczeństwa i rozwoju.

W ostatnich latach w wielu państwach rozwiniętych osłabieniu uległ tradycyjny paradygmat stabilnych finansów, zgodnie z którym ograniczanie deficytu i długu publicznego stanowiło nadrzędny cel polityki fiskalnej. Zmiana ta widoczna jest również w Polsce. Doświadczenia pandemii COVID-19, kryzysu energetycznego oraz wzrostu napięć geopolitycznych zwiększyły społeczną akceptację dla aktywnej polityki fiskalnej i rozszerzenia funkcji stabilizacyjnych państwa. Wydatki publiczne coraz częściej postrzegano nie tylko jako koszt fiskalny, lecz także jako instrument zapewniania bezpieczeństwa społecznego, energetycznego i militarnego. Działania osłonowe związane ze wzrostem cen energii czy zwiększenie wydatków obronnych po rosyjskiej agresji na Ukrainę były odbierane nie jako przejaw fiskalnej nieodpowiedzialności, lecz jako element zapewniania bezpieczeństwa państwa. W rezultacie osłabieniu uległo społeczne przekonanie, że wysoki deficyt automatycznie prowadzi do szybkiego kryzysu fiskalnego. Nie oznacza to zaniku ograniczeń fiskalnych ani trwałej akceptacji dla niekontrolowanego wzrostu długu publicznego. Oznacza jednak zmianę politycznych warunków prowadzenia konsolidacji fiskalnej. Preferencje fiskalne obywateli nie mają charakteru stałego ani egzogenicznego, lecz pozostają silnie zależne od doświadczeń polityki gospodarczej oraz dominujących narracji ekonomicznych. **Akceptacja dla wyższego poziomu deficytu i zadłużenia publicznego rośnie szczególnie wtedy, gdy ekspansja fiskalna postrzegana jest jako instrument ochrony dochodów, stabilizacji gospodarki lub bezpieczeństwa państwa. Powstaje w ten sposób istotne napięcie między ekonomiczną potrzebą odbudowy przestrzeni fiskalnej a społecznymi oczekiwaniami wobec państwa. Konsolidacja fiskalna staje się politycznie trudniejsza nie dlatego, że społeczeństwo całkowicie odrzuca ideę stabilności finansów publicznych, lecz dlatego, że rośnie skala oczekiwań wobec funkcji stabilizacyjnej, socjalnej i bezpieczeństwa państwa.** Wnioski te znajdują potwierdzenie w badaniach z zakresu ekonomii politycznej. Björn Bremer i współautorzy pokazują, że społeczne poparcie dla konsolidacji fiskalnej ma często charakter deklaracyjny i abstrakcyjny. Wyborcy mogą popierać ideę „odpowiedzialności fiskalnej” oraz ograniczania deficytu publicznego, jednak poparcie to wyraźnie słabnie w momencie pojawienia się konkretnych kosztów dostosowania, takich jak ograniczenie wydatków publicznych, redukcja transferów społecznych lub wzrost obciążeń podatkowych.

Oczywiście znaczenie ma struktura samego programu. Reformy postrzegane jako bardziej sprawiedliwe społecznie są łatwiejsze do utrzymania niż działania obciążające wąskie grupy społeczne lub gospodarstwa o niższych dochodach. Z tego względu większą trwałość mają zwykle programy oparte na poprawie efektywności wydatków, ograniczaniu przywilejów oraz szerokim rozłożeniu kosztów dostosowania. W przypadku Polski dodatkowym utrudnieniem pozostaje fakt, że potencjalna konsolidacja fiskalna musiałaby być prowadzona równolegle z finansowaniem wysokich wydatków obronnych, transformacji energetycznej, ochrony zdrowia oraz skutków starzenia się społeczeństwa. Oznacza to, że proces dostosowawczy nie będzie przebiegał w warunkach ograniczania związanych z tymi wydatkami funkcji państwa, lecz przy utrzymującej się wysokiej presji wydatkowej na ich utrzymanie.

Znaczenie mają również instytucje. Skuteczność konsolidacji rośnie, gdy państwo dysponuje przejrzystym procesem budżetowym, realistycznymi prognozami makroekonomicznymi oraz wiarygodnymi regułami fiskalnymi. **Ograniczona przejrzystość części finansów publicznych i rosnąca rola funduszy pozabudżetowych mogą natomiast osłabiać społeczną i rynkową akceptację dla działań dostosowawczych. W praktyce najbardziej realistyczny wydaje się program stopniowy, oparty na kilkuletniej ścieżce dostosowania.**

Przykładem mogłoby być kilkuletnie zamrażanie progów części transferów, stopniowa reforma ulg podatkowych oraz wieloletni przegląd wydatków resortowych. Pozwala on ograniczyć jednorazowy koszt polityczny, daje czas na reformy strukturalne oraz zwiększa przewidywalność dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Jednorazowe działania o charakterze szokowym bywają politycznie efektowne, lecz rządziej okazują się trwałe.

Powyższe nie oznacza, że konsolidacja fiskalna staje się niemożliwa. Oznacza jednak, że klasyczny model restrykcyjnej polityki fiskalnej (ang. contractionary fiscal policy) oparty na szybkich i szerokich cięciach wydatków i podwyżki podatków może napotykać coraz silniejsze ograniczenia polityczne i społeczne. W takich warunkach większego znaczenia nabiera stopniowa konsolidacja oparta na poprawie jakości wydatków publicznych, wzmocnieniu instytucji fiskalnych oraz ochronie wydatków o charakterze strategicznym i prorozwojowym.

4.8. Wnioski i rekomendacje dla Polski

Polska stoi dziś przed koniecznością rozpoczęcia konsolidacji fiskalnej. Wydaje się, że byłoby nawet lepiej, gdyby stopniowa konsolidacja miała swój początek już w 2025 r., co pozwoliłoby ograniczyć ryzyko jej gwałtownego charakteru w przyszłości. Obecne wyzwanie fiskalne Polski wykracza poza tradycyjne rozumienie stabilizacji makroekonomicznej. Konsolidacja fiskalna staje się bowiem warunkiem utrzymania zdolności państwa do finansowania bezpieczeństwa militarnego, transformacji energetycznej, ochrony zdrowia oraz długookresowego rozwoju gospodarczego. Co więcej, sytuacja Polski pozostaje wciąż wyraźnie lepsza niż sytuacja państw rozpoczynających reformy fiskalne pod presją kryzysu zadłużeniowego. Gospodarka utrzymuje wysokie tempo wzrostu, państwo zachowuje dostęp do finansowania, a sektor finansowy pozostaje stabilny. Oznacza to, że konsolidacja może zostać przeprowadzona w sposób uporządkowany i zgodny z własnym harmonogramem. Nie oznacza to jednak, że dalsze utrzymywanie wysokiego deficytu strukturalnego pozostaje neutralne dla stabilności gospodarczej i zdolności państwa do reagowania na przyszłe kryzysy.

Pierwszą rekomendacją jest rozpoczęcie działań odpowiednio wcześniej. Odkładanie reform zwiększa skalę przyszłej korekty oraz ryzyko dostosowania prowadzonego w mniej korzystnych warunkach gospodarczych. Im dłużej utrzymuje się wysoki deficyt, tym większa część przyszłych decyzji będzie wymuszana przez sytuację fiskalną, a nie podejmowana w sposób strategiczny.

Drugą rekomendacją jest przyjęcie kilkuletniej, wiarygodnej ścieżki dostosowania zamiast jednorazowej terapii szokowej. Zbyt szybka konsolidacja mogłaby osłabić wzrost gospodarczy i zwiększyć napięcia społeczne, natomiast zbyt wolna podważałaby wiarygodność całego programu. Najbardziej racjonalnym rozwiązaniem wydaje się stopniowa poprawa salda rozłożona na kilka lat, wsparta jasnym harmonogramem działań.

Trzecią rekomendacją jest oparcie programu przede wszystkim na poprawie jakości wydatków publicznych. Oznacza to przegląd efektywności programów transferowych, ograniczanie marnotrawstwa, lepsze kierowanie świadczeń, racjonalizację administracji oraz ochronę wydatków prorozwojowych. W praktyce mogłoby to oznaczać audyt efektywności programów socjalnych, racjonalizację wydatków administracyjnych oraz lepszą selekcję inwestycji publicznych. Redukcja wydatków inwestycyjnych mogłaby krótkookresowo poprawić saldo fiskalne, ale osłabiałaby potencjał wzrostowy gospodarki.

Czwartą rekomendacją jest uzupełnienie działań wydatkowych wybranymi zmianami po stronie dochodowej. W obliczu narastającej presji wydatkowej związanej z obronnością, transformacją energetyczną oraz starzeniem się społeczeństwa nie wydaje się, aby możliwe było utrzymanie poziomu dochodów na tak niskim poziomie. Działania mogą dotyczyć przede wszystkim dalszego uszczelniania systemu podatkowego, ograniczania nieefektywnych ulg oraz ewentualnych zmian w tych obszarach systemu podatkowego, które w najmniejszym stopniu obciążają wzrost gospodarczy. Oparcie całej konsolidacji wyłącznie na podatkach lub wyłącznie na cięciach wydatków byłoby mniej efektywne. Po stronie dochodowej szczególne znaczenie może mieć dalsze ograniczanie luki VAT, przegląd preferencji w PIT i CIT oraz większe wykorzystanie podatków proekologicznych i majątkowych do zwiększania dochodów.

Piątą rekomendacją jest wzmocnienie instytucjonalnych podstaw polityki fiskalnej. Kluczowe znaczenie mają większa przejrzystość finansów publicznych, realistyczne prognozy makroekonomiczne, średniookresowe planowanie budżetowe oraz spójne stosowanie reguł fiskalnych. Wiarygodne instytucje obniżają koszt dostosowania i zwiększają zaufanie inwestorów. Istotne znaczenie ma również odbudowa przejrzystości i wiarygodności polityki fiskalnej, w tym ograniczenie fragmentacji systemu finansów publicznych oraz stopniowe zmniejszanie skali finansowania realizowanego poza centralnym budżetem państwa.

Szóstą rekomendacją jest odbudowa znaczenia stabilizującej reguły wydatkowej jako kotwicy polityki fiskalnej. Przewidywalne i konsekwentnie stosowane reguły ograniczają skłonność do procyklicznego wzrostu wydatków, wzmacniają wiarygodność polityki budżetowej oraz ułatwiają prowadzenie konsolidacji w horyzoncie wieloletnim.

Ważnym elementem pozostaje także koordynacja z polityką pieniężną. Jeżeli konsolidacja będzie wspierać dezinflację i stabilność makroekonomiczną, może tworzyć przestrzeń do łagodzenia warunków monetarnych. Oznacza to, że część kosztów fiskalnych może zostać ograniczona dzięki poprawie otoczenia makroekonomicznego.

Podsumowując, **Polska mierzy się dziś z dwoma równoległymi wyzwaniami: z jednej strony koniecznością przeprowadzenia konsolidacji fiskalnej w sposób pozwalający uniknąć scenariusza wymuszonej, gwałtownej i społecznie kosztownej korekty w przyszłości, z drugiej - potrzebą przebudowy struktury wydatków publicznych w celu sprostania nowym wyzwaniom rozwojowym, energetycznym oraz związanym z bezpieczeństwem państwa.** W praktyce oznacza to, że obecna konsolidacja fiskalna nie może sprowadzać się wyłącznie do technicznego ograniczania deficytu publicznego. Staje się ona elementem szerszego problemu dotyczącego przyszłego modelu państwa, zakresu jego funkcji oraz sposobu finansowania rosnących potrzeb publicznych związanych z bezpieczeństwem militarnym, transformacją energetyczną, ochroną zdrowia i rozwojem gospodarczym.

5. RYNKOWE UWARUNKOWANIA ZARZĄDZANIA POLSKIM DŁUGIEM PUBLICZNYM

Piąta część raportu przenosi punkt ciężkości na rynkowe uwarunkowania zarządzania polskim długiem publicznym, analizując sytuację w kluczowym okresie lat 2025–2026. Podczas gdy poprzednie rozdziały skupiały się na samej dynamice zadłużenia, niniejsza sekcja bada, w jaki sposób państwo finansuje te potrzeby w warunkach zmieniającej się polityki monetarnej oraz rosnącej niepewności geopolitycznej. Celem tej części jest wykazanie, że choć narzędzia zarządzania długiem stosowane przez Ministerstwo Finansów są skuteczne, nie mogą one w nieskończoność zastępować niezbędnej reformy polityki fiskalnej w obliczu rosnących kosztów obsługi zadłużenia.

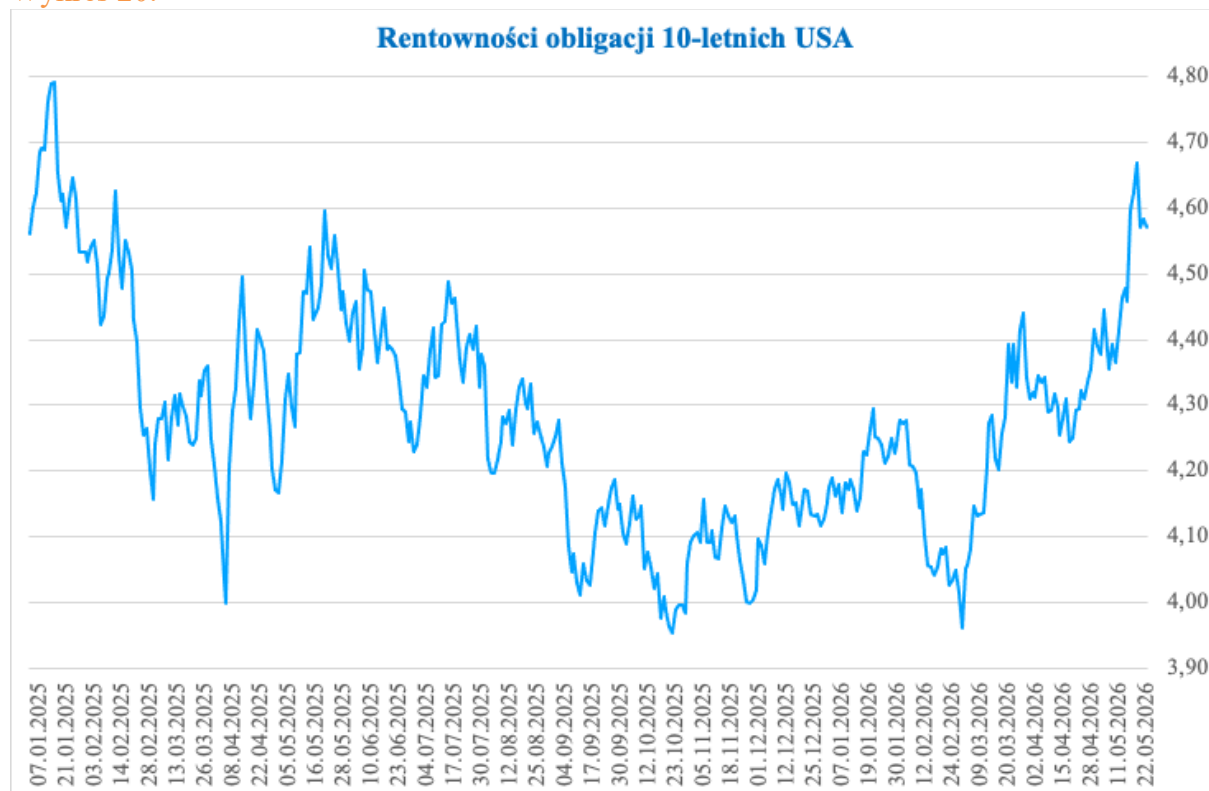
5.1. Kontekst: świat i Polska na rynkach finansowych

Lata 2025–2026 to okres, w którym zarządzanie polskim długiem publicznym odbywa się w środowisku innym od tego sprzed 2025 r. Na rynkach globalnych po epizodzie gwałtownych podwyżek stóp procentowych 2022–2023 nastąpił czas ostrożnego luzowania monetarnej. Rynek instrumentów pochodnych przez znaczną część 2025 r. wyceniał obniżki sięgające łącznie ponad 100 pkt bazowych. Europejski Bank Centralny kolejno obniżał koszt pieniądza, a w jego ślad poszły banki centralne większości krajów regionu. Polska Rada Polityki Pieniężnej także dokonała wyraźnego zwrotu w kierunku łagodzenia polityki, szczególnie w drugiej połowie 2025 r. W okresie od maja 2025 r. do marca 2026 r. stopy procentowe zostały obniżone o 175 pkt bazowych. W tym kontekście rentowności polskich obligacji wyraźnie spadały do lutego 2026 r.

Obraz nie był jednak jednolity dla całego omawianego okresu. W marcu 2026 r. wznowiony konflikt na Bliskim Wschodzie ponownie wstrząsnął rynkami długu (i nie tylko) po obu stronach Atlantyku. Stany Zjednoczone pod przewodnictwem Prezydenta Trumpa pozostają źródłem chronicznej zmienności na rynkach finansowych: cła, wojny handlowe, konflikty zbrojne, wypowiedzi eskalujące różne konflikty polityczne, itd. Rentowności 10-letnich Treasuries, kształtujące się obecnie w okolicach 4,5 proc., stanowią punkt odniesienia dla globalnego kosztu pieniądza i bezpośrednio wpływają na warunki, na jakich Polska może pożyczać za granicą. Trudna do utrzymania sytuacja, w której rentowności obligacji skarbowych utrzymują się na niskim poziomie przy bardzo szybko rosnącym zadłużeniu i przy bardzo rosnących kosztach obsługi w relacji do PKB czy w relacji do dochodów publicznych, prowadzi stopniowo do przeceny długu skarbowego i wzrostu rentowności. Skutki konfliktu w Iranie prowadzą do podwyższenia inflacji i możliwych (wycenianych przez rynki finansowe) podwyżek stóp procentowych, które wpływają na rentowności obligacji skarbowych. Wybór Kevina Warsha na szefa Fed został przez część rynku zinterpretowany jako jednak sygnał podtrzymania niezależności banku centralnego, co nieco uspokoiło nastroje na długim końcu krzywej rentowności.

Koszty obsługi polskiego długu publicznego determinowane są przez splot czynników o różnym horyzoncie oddziaływania. W perspektywie krótkoterminowej najistotniejszą rolę odgrywają zmiany stóp procentowych i kurs walutowy. W perspektywie średnioterminowej dominuje dynamika długu, profil zapadalności portfela oraz ocena wiarygodności kredytowej Polski przez rynki. Długoterminowo kluczowe pozostaje trwałe ograniczenie deficytu strukturalnego, które pozwoliłoby spowolnić akumulację długu i złagodzić presję na przyszłe koszty odsetkowe.

Wykres 20.



Ramka: Czynniki wpływające na koszty obsługi polskiego długu publicznego

I. Czynniki strukturalne

Poziom i dynamika zadłużenia: najważniejszym długoterminowym determinantem kosztów obsługi jest bezwzględna wysokość długu, od której naliczane są odsetki.

Struktura instrumentów dłużnych: dominującym instrumentem finansowania są skarbowe papiery wartościowe (SPW), emitowane na rynku krajowym (obligacje i bony skarbowe) oraz na rynkach zagranicznych. Koszt obsługi zależy bezpośrednio od terminu zapadalności (im krótszy profil zapadalności portfela, tym szybciej refinansowanie podlega nowym warunkom rynkowym), rodzaju oprocentowania (dług o zmiennej stopie procentowej (np. oparty na WIBOR) reaguje natychmiast na zmiany polityki pieniężnej, podczas gdy dług o stałym kuponie jest na nie uodporniony do momentu refinansowania), udziału indeksowanych instrumentów detalicznych (np. obligacji oszczędnościowych powiązanych z inflacją).

II. Czynniki makrofinansowe

Poziom stóp procentowych: NBP wyznacza kotwicę dla całej krzywej dochodowości w złotym. Obniżki RPP w 2025 r. bezpośrednio zmniejszyły koszt emisji papierów krótkoterminowych i wywierały presję w dół na cały rynek. Koszty obsługi długu Skarbu Państwa w 2025 r. wyniosły 72,8 mld zł – o ok. 2,7 mld zł poniżej planu, co było bezpośrednim efektem korzystniejszego otoczenia stóp. Jednak wzrost poziomu zadłużenia spowoduje, że w tym roku koszt obsługi długu przekroczy 90 mld zł. Efekt zmiany stóp procentowych dla całego portfela długu jest rozłożony w czasie, zależnie od harmonogramu refinansowania zapadających serii.

Kurs walutowy i struktura walutowa długu: zmienia w złotych wartość długu zagranicznego, nominowanego w euro i dolarach. Umocnienie złotego w 2025 r. zmniejszyło wartość portfela zagranicznego o szacowane 15,9 mld zł.

Inflacja: działa dwojako, wyższe ceny zwiększają nominalne dochody podatkowe (tymczasowo poprawiając relację długu do PKB), ale jednocześnie utrudniają obniżki stóp i podnoszą koszty emisji papierów indeksowanych inflacją.

III. Czynniki rynkowe i reputacyjne

Ratingi kredytowe i premia za ryzyko (spread): inwestorzy wymagają wyższego kuponu za wyższe ryzyko.

Głębokość i płynność rynku SPW: Polska jest jednym z większych rynków obligacji skarbowych w regionie CEE. Ministerstwo Finansów aktywnie dba o płynność i przejrzystość rynku wtórnego (regularne przetargi, operacje zamiany, odkupu), co ogranicza premię płynnościową w rentownościach i tym samym obniża koszty nowych emisji. Zmniejszenie aktywności inwestorów zagranicznych (np. w wyniku globalnej awersji do ryzyka, konfliktu geopolitycznego, zmian regulacyjnych) może jednak przejściowo podnosić rentowności.

Otoczenie globalne: stopy EBC i Fed wpływają na apetyt globalnych inwestorów na obligacje rynków wschodzących, do których zalicza się Polskę.

IV. Czynniki fiskalne i zarządcze

Skala deficytu i potrzeby pożyczkowe: im wyższy deficyt, tym większe wolumeny emisji na rynku i tym silniejsza presja na wzrost rentowności (efekt wypychania).

Zarządzanie profilem zapadalności: Ministerstwo Finansów aktywnie zarządza strukturą czasową portfela długu, dążąc do wydłużania średniej zapadalności (average time to maturity, ATM) poprzez preferencję dla instrumentów długoterminowych, operacje zamiany (switch auctions) w celu eliminowania koncentracji refinansowania oraz utrzymanie rezerwy płynności budżetowej (pre-funding) ograniczającej ryzyko rolowania w warunkach rynkowego stresu.

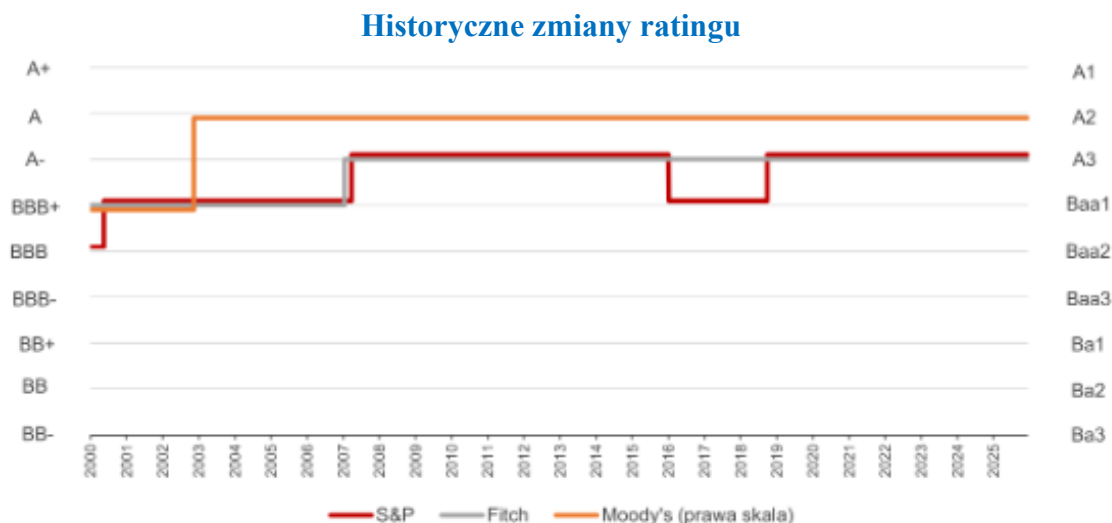
„Równoległy budżet” i fundusze pozabudżetowe: część zadłużenia zaciągniętego przez BGK i PFR (np. w związku z pandemią COVID-19, tarczą finansową, wydatkami obronnymi) pozostaje poza bezpośrednią ewidencją budżetową, ale wyższe niż w przypadku skarbowych papierów wartościowych koszty obsługi tych zobowiązań obciążają ostatecznie finanse publiczne.

5.2. Zmiany w ocenie ratingowej Polski – wrzesień 2025 jako punkt zwrotny

Wrzesień 2025 r. był dla polskich finansów publicznych i papierów skarbowych miesiącem szczególnym. Obie agencje – Moody's i Fitch – niemal jednocześnie obniżyły perspektywę ratingu Polski ze stabilnej na negatywną. Treść uzasadnień była w obu przypadkach zbieżna: deficyt sektora finansów publicznych wyniósł 6,6 proc. PKB – wyraźnie powyżej wszelkich prognoz – i żadna z agencji nie dopatrzyła się wiarygodnego planu jego ograniczenia. Nie obniżyły jednak samego ratingu. Perspektywa negatywna to ostrzeżenie,

nie wyrok – ale przy braku konsolidacji fiskalnej obniżka ratingu w perspektywie 12–18 miesięcy jest realnym scenariuszem. Polska, mówiąc wprost, pożyczka czas. Głównymi agencjami ratingowymi są: Fitch, Moody's i S&P.

Wykres 21.



Źródło: Ministerstwo Finansów

Moody's wprost wymienia czynniki ryzyka: impas między rządem a prezydentem, rosnące wydatki socjalne związane z demografią, wyższe płace w sferze budżetowej, koszty obsługi długu i wydatki obronne sięgające ok. 5 proc. PKB – wyższe od wcześniej zakładanych 4 proc.

Fitch jest również konkretny: „brak wiarygodnego planu konsolidacji fiskalnej w połączeniu z nasilonymi wyzwaniami politycznymi zmniejsza przekonanie co do zdolności rządu do wprowadzenia dodatkowych środków fiskalnych”. Milan Trajkovic, główny ekonomista Fitch na Polskę, komentując marcowy (2026 r.) przegląd ratingu stwierdził: „Nasza ocena nadal opiera się na tym samym kluczowym czynniku: pogarszającej się trajektorii finansów publicznych”.

Aktualny obraz ratingowy (maj 2026) wygląda następująco: Moody's utrzymuje A2 z perspektywą negatywną, Fitch – A- z perspektywą negatywną, S&P – A- ze stabilną perspektywą. S&P odróżnia się od pozostałych. Polskę wciąż ratuje relatywnie wysoki wzrost gospodarczy obecnie i w kolejnych kwartałach, napędzany m.in. środkami unijnymi (fundusze unijne, KPO, SAFE), z jednoczesnym brakiem innych niż budżetowa nierównowag makroekonomicznych.

Tabela 14.

Bieżący rating Polski

Agencja ratingowa	Waluta zagraniczna		Waluta krajowa		Perspektywa
	Długoterm.	Krótkoterm.	Długoterm.	Krótkoterm.	
Fitch	A-	F1	A-	F1	negatywna
Moody's	A2	P-1	A2	P-1	negatywna
S&P	A-	A-2	A	A-1	stabilna

Źródło: Ministerstwo Finansów

Ryzyko weta prezydenckiego wobec programu SAFE zostało przez Fitch odnotowane osobno. Komunikat „podkreśla ryzyko, że długotrwały okres politycznego impasu ograniczy zdolność do wdrażania polityk i reform”. Gdy instytucja ratingowa zaczyna cytować konkretne decyzje polityczne jako czynniki ryzyka kredytowego, to jest to silny sygnał, że granica między analizą ekonomiczną a oceną ryzyka politycznego przestaje istnieć.

5.3. Podaż skarbowych papierów wartościowych – rekord za rekordem

Tabela 15.

Emisje papierów wartościowych Skarbu Państwa (SP), w mld zł

	2025 Realizacja	2026 Plan
Emisje brutto SPW	443,9	505,8
Obligacje hurtowe	281,2	317,8
Bony skarbowe*	40	58,1
Obligacje detaliczne	74,8	81,2
Obligacje zagraniczne	47,8	48,6
Emisje netto SPW	289,5	269,6
Obligacje hurtowe	204,8	195,3
Bony skarbowe*	26,7	28,2
Obligacje detaliczne	33,4	18,2
Obligacje zagraniczne	24,6	27,9
Wykupy SPW	154,3	236,2**
Obligacje hurtowe	76,4	122,6
Bony skarbowe*	13,3	30
Obligacje detaliczne	41,4	63
Obligacje zagraniczne	23,2	20,7

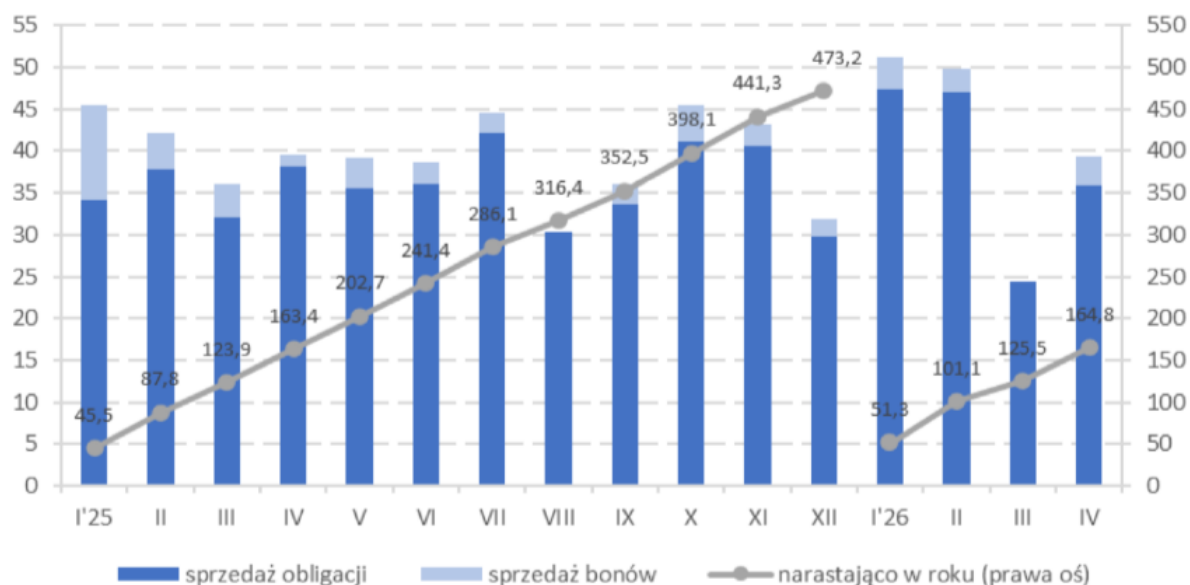
*) Bez bonów zapadających w roku emisji.

***) Założone w projekcie ustawy budżetowej kwoty obligacji zapadających w 2026 r. odbiegają od faktycznego stanu zadłużenia z tego tytułu na koniec 2025 r.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Narodowy Bank Polski

Wykres 22.

Sprzedż krajowych obligacji w 2025 i 2026 r. (mld zł)

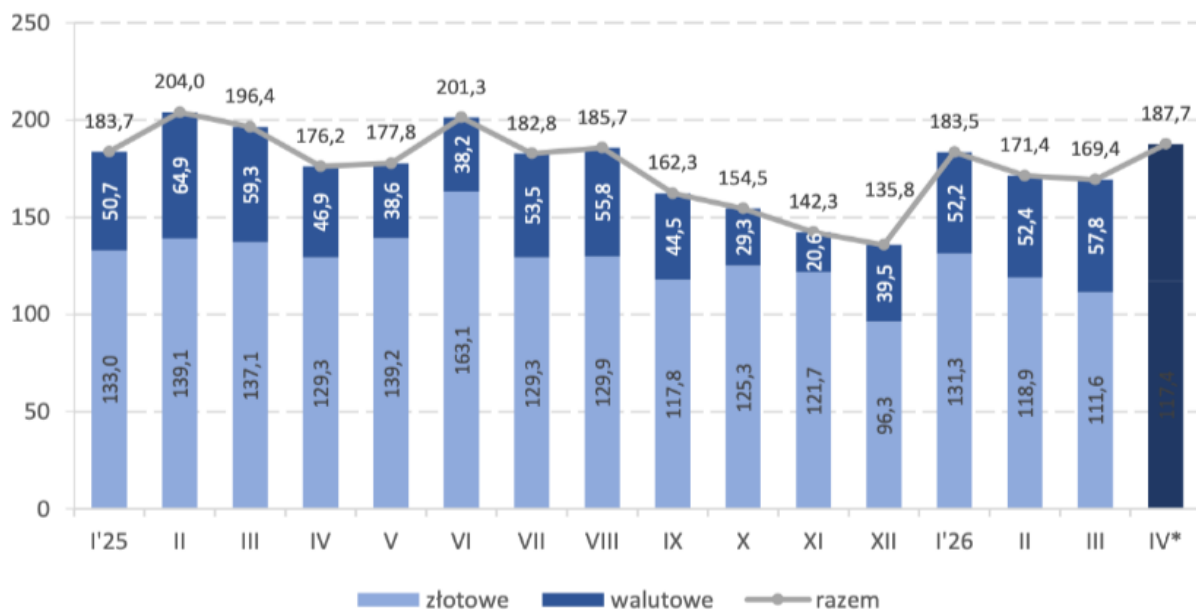


Źródło: Ministerstwo Finansów

Skala finansowania potrzeb budżetowych w 2025 r. była największa poza okresem globalnego kryzysu finansowego i pandemii. Ministerstwo Finansów stosowało strategię wzmoczonego prefinansowania już od przełomu 2024/2025. Prefinansowanie polega na wcześniejszym pozyskaniu środków finansowych – jeszcze przed faktycznym terminem ich wydatkowania lub przed zapadalnością refinansowanych instrumentów dłużnych. Ministerstwo Finansów emituje dług „z wyprzedzeniem” i lokuje pozyskane środki jako rezerwę płynności budżetowej, uruchamianą w momencie rzeczywistego zapotrzebowania. Pozyskane środki trafiają na rachunki budżetowe (w NBP lub w bankach komercyjnych) i są utrzymywane jako tzw. *poduszka płynnościowa* (ang. liquidity buffer). Oznacza to, że Minister Finansów emituje więcej obligacji niż wynikałoby z bieżącego deficytu i bieżących potrzeb, budując bufor płynnościowy na wypadek gorszej koniunktury rynkowej lub napięć politycznych. Dzięki takiej strategii eliminuje się ryzyko refinansowania, obniża koszty obsługi długu oraz buduje wiarygodność i stabilność rynkową. Ministerstwo Finansów co roku określa w Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych docelowy poziom *pre-fundingu*. Zwyczajowo dąży się do tego, by na koniec roku mieć sfinansowaną znaczącą część (często 30–50 proc.) potrzeb pożyczkowych następnego roku budżetowego.

Wykres 23.

Stan środków złotych i walutowych na rachunkach budżetowych na koniec miesiąca



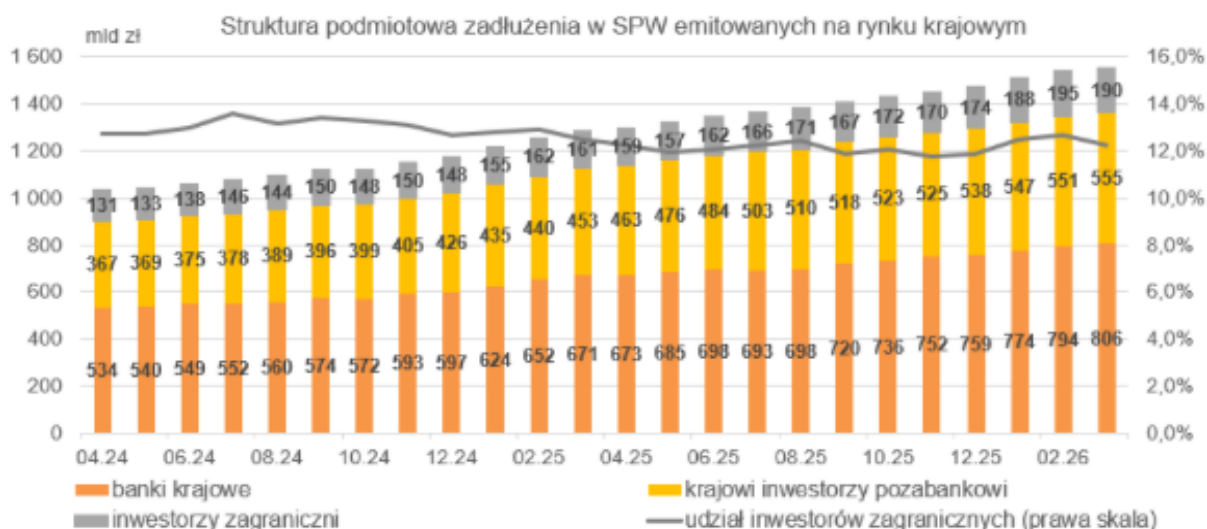
Źródło: Ministerstwo Finansów

Rok 2026 nie przynosi ulgi. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostanie z dużym prawdopodobieństwem na poziomie powyżej 6 proc. PKB aż do 2028 r. W efekcie relacja długu według metodologii unijnej do PKB już w I kwartale 2026 r. prawdopodobnie przebiła 60 proc. i w scenariuszu *no policy change* osiągnie 70 proc. w końcu dekady. Do tego od 2027 r. dodatkowo pojawią się duże emisje na potrzeby zrolowania długu funduszy okołobudżetowych (Fundusz COVID-19, PFR). Innymi słowy: wysoka podaż SPW to nie epizod, to nowa norma.

5.4. Struktura popytu – krajowe instytucje finansowe ratują sytuację

Kto kupował te papiery? Odpowiedź jest jednoznaczna i trochę niepokojąca jednocześnie: przede wszystkim krajowy sektor bankowy. **W 2025 r. polskie banki zwiększyły zaangażowanie w obligacje skarbowe o 161,4 mld zł, osiągając łączny portfel 758 mld zł. W I kwartale br. dołożyły do tego 47,4 mld zł, w efekcie czego portfel tej grupy inwestorów osiągnął poziom 806,0 mld zł.** To dominująca rola i strukturalna osobliwość polskiego rynku – sektor bankowy istotnie różni się od europejskich odpowiedników, gdzie zaangażowanie banków w papiery rządowe jest znacznie mniejsze. Udział banków (w tym NBP) w zadłużeniu w krajowych SPW na koniec marca zwiększył się do 52,0 proc. (udział inwestorów pozabankowych wyniósł 35,8 proc. a udział nierezydentów w zadłużeniu w krajowych SPW 12,2 proc.). Ta koncentracja nie jest pozbawiona ryzyka: w scenariuszu jednoczesnego wzrostu rentowności (czyli spadku cen obligacji) banki mogą znaleźć się pod presją.

Wykres 24.



Źródło: Ministerstwo Finansów

Krajowi inwestorzy pozabankowi także zwiększali swój portfel bonów i obligacji skarbowych. Strukturę tej grupy warto rozszyfrować: udział gospodarstw domowych (25 proc. portfela krajowych inwestorów pozabankowych) jest obecnie porównywalny do udziału inwestorów (25,5 proc.), instytucje rządowe i samorządowe mają 16,6 proc. (w tym FRD i BFG), fundusze inwestycyjne i emerytalne 19,8 proc. i zakłady ubezpieczeń 10 proc. **Rekordowe wyniki sprzedaży detalicznej oznaczają, że Ministerstwo Finansów skutecznie „spularyzowało” obligacje skarbowe – indywidualni Polacy stali się w 2025 r. istotnym źródłem finansowania budżetu²⁷.**

²⁷ Istotne znaczenie mogą w tym przypadku przepisy regulacji MiFID, które mogą „rekomendować” zakup obligacji SPW mniej wyrobionym rynkowo inwestorom.

Tabela 16.

		Struktura podmiotowa zadłużenia w obligacjach skarbowych wyemitowanych na rynku krajowym i bonach skarbowych na koniec marca 2026 r. (mln zł)		
		Obligacje skarbowe	Bony skarbowe	Razem
Banki	Razem	787 076,88	18 903,91	805 980,79
	W tym MF	11 500,00	0,00	11 500,00
Inwestorzy zagraniczni*		189 703,18	249,95	189 953,13
Zakłady ubezpieczeniowe		74 735,12	35,85	74 770,97
Fundusze emerytalne		34 287,70	0,00	34 287,70
Fundusze inwestycyjne		113 392,45	100,00	113 492,45
Gospodarstwa domowe**		185 944,46	0,00	185 944,46
Przedsiębiorstwa niefinansowe**		9 369,48	471,81	9 841,29
Instytucje rządowe i samorządowe**		124 609,77	209,26	124 819,03
Inne podmioty		10 973,82	956,09	11 929,91
Razem		1 530 092,86	20 926,87	1 551 019,73

* Wartość nominalna SPW znajdująca się na koniec miesiąca na „rachunkach zbiorczych” została uwzględniona w kategorii „Inwestorzy zagraniczni”, co wynika z założenia, że ta forma ewidencji przeznaczona jest dla nierezydentów.

** Od września 2020 roku kategoria „gospodarstwa domowe” zastąpiła dotychczasową kategorię „osoby fizyczne”, a kategoria „przedsiębiorstwa niefinansowe” zastąpiła kategorię „podmioty niefinansowe”. Podmioty krajowe zostały poszerzone o kategorię „Instytucje rządowe i samorządowe”. Zakres podmiotów wchodzących w skład tych kategorii został opisany w rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 8 czerwca 2020 r.

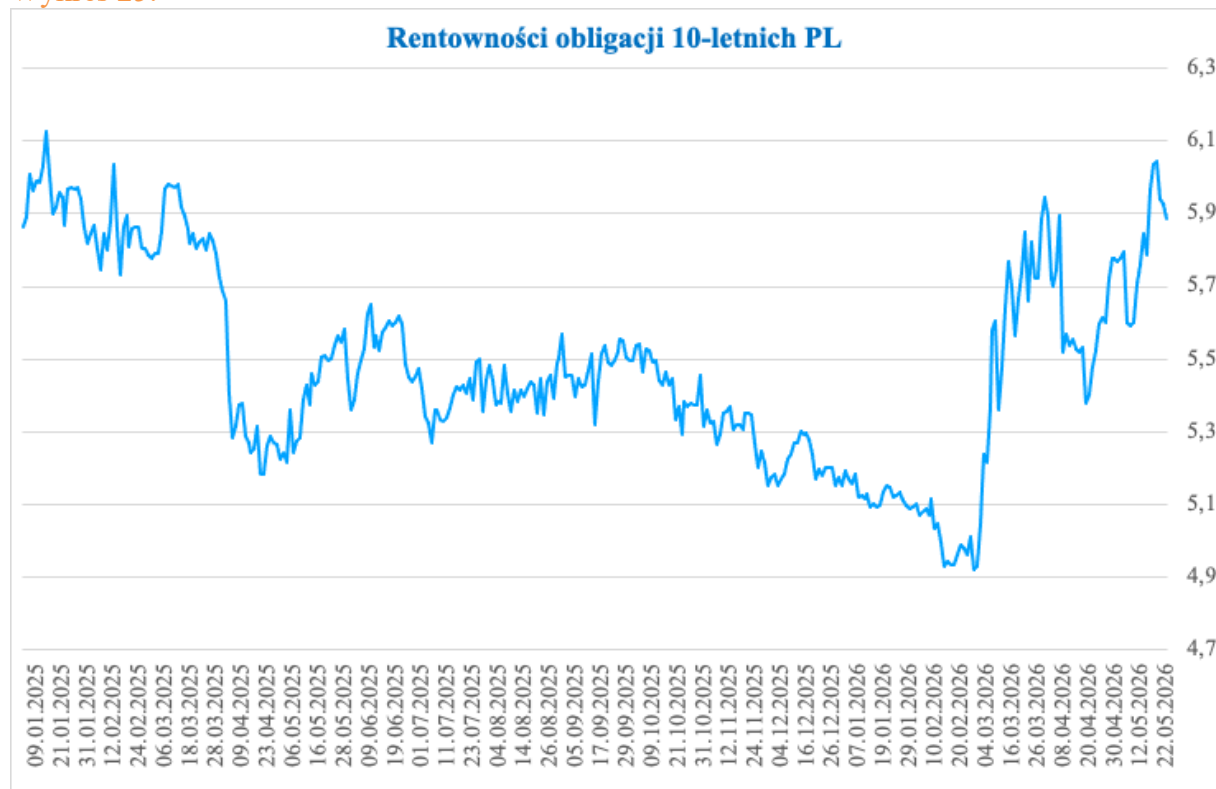
Źródło: Ministerstwo Finansów

Narodowy Bank Polski w 2025 r. zmniejszył stan posiadania obligacji skarbowych o 14,6 mld zł, co wynikało z naturalnego wygasania portfela skupionego w ramach programów interwencyjnych z lat pandemii. Ta zmiana ma znaczenie dla struktury krzywej rentowności, choć bez nowego QE jej wpływ pozostaje umiarkowany.

5.5. Osiągane rentowności – hossa, korekta i nowa niepewność

Zmiany dochodowości polskich obligacji skarbowych w latach 2025–2026 opisuje spora zmienność.

Wykres 25.



Źródło: Investing.com, <https://pl.investing.com/rates-bonds>

W ostatnich dwóch miesiącach na rynkach dominuje strach. Strach przed perspektywą wzrostu inflacji i stóp procentowych, ale także narastający strach przed kryzysem fiskalnym, wynikającym z wielu przyczyn, które się obecnie kumulują.

Ramka. Źródła narastającego strachu przed kryzysem fiskalnym

- Skumulowany efekt post-pandemicznego długu i trwałości deficytów: dług publiczny zaciągnięty w czasie i w efekcie kryzysu finansowego 2008–2009 oraz pandemii COVID-19 nie wrócił do poziomów sprzed kryzysów. Odpowiedzi na globalny kryzys finansowy i pandemię prowadziły do skokowego wzrostu długu suwerennego, który nie cofnął się po ustąpieniu kryzysów, tworząc bezprecedensową w czasach pokoju trwałą sytuację wysokiego i rosnącego zadłużenia.
- Oczekiwany wzrost nominalnych i realnych stóp procentowych: realne rentowności (tj. rentowności obligacji indeksowanych inflacją) w krajach OECD pozostają na podwyższonych poziomach – mediana 10-letniej realnej rentowności wynosiła ok. 1,5 proc. na koniec 2025 r., po tym jak przez lata 2015–2021 oscylowała wokół 0 proc. Wyższe realne rentowności przy danych tempach wzrostu gospodarczego ograniczają przestrzeń fiskalną i zwiększają ciężar długu publicznego, pogarszając jego stabilność.
- Rekordowa podaż obligacji przy słabnącej bazie inwestorów: emisje obligacji suwerennych krajów OECD osiągną rekordowy poziom 18 bln USD w 2026 r. Łączny

dług wzrósł z 55 bln USD w 2024 r. do 61 bln USD w 2025 r., a jego relacja do PKB ma wzrosnąć do 85 proc. w 2026 r. W efekcie przy historycznie najwyższej podaży - malejący popyt na długim końcu krzywej powoduje, że premia terminowa (ang. term premium) rośnie, by przyciągnąć nabywców.

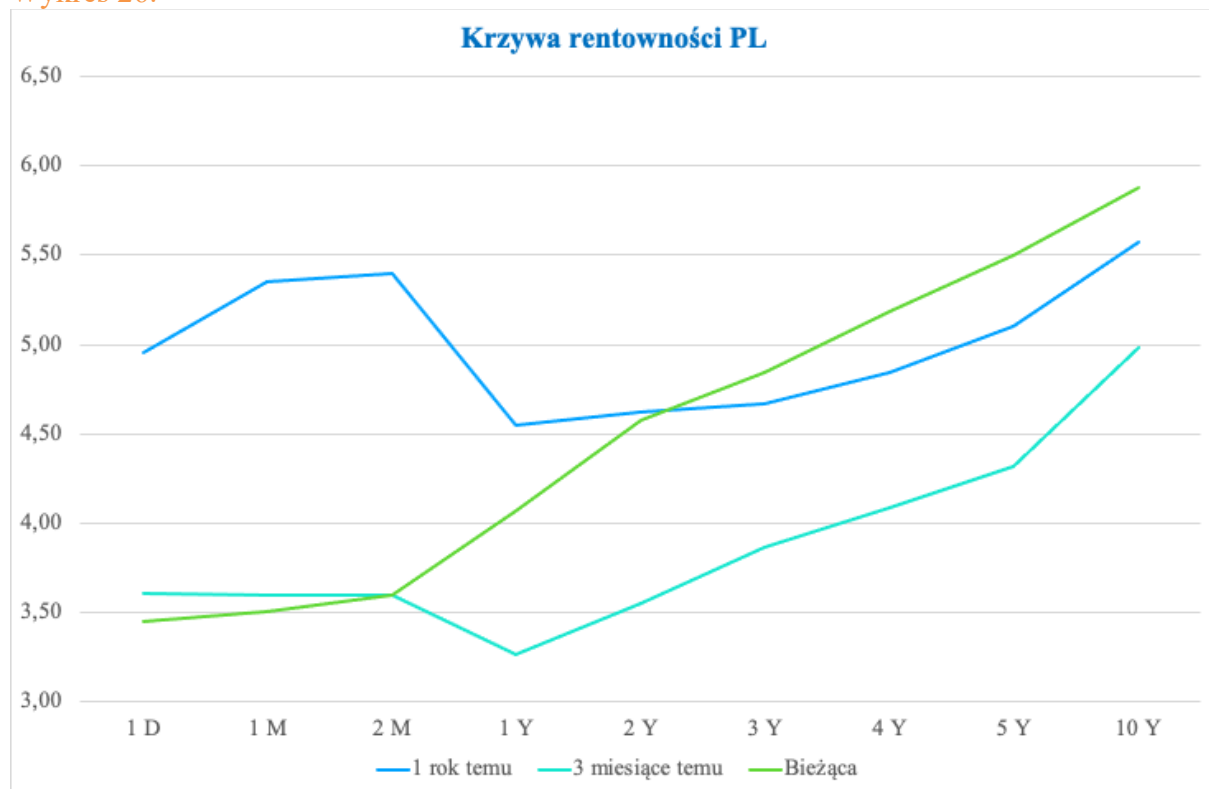
- Dominacja fiskalna – fiskalna polityka „zagłusza” banki centralne: polityka wydatkowa i podatkowa rządów odgrywa większą rolę w determinowaniu rentowności obligacji niż działania banku centralnego. Rynki coraz bardziej wyceniają ryzyko, że ekspansja fiskalna uniemożliwi bankom centralnym utrzymanie inflacji pod kontrolą.
- Ryzyko spirali zadłużenia – mechanizm samowzmacniający: Wyższe rentowności zwiększają koszty obsługi długu, co może zmuszać rząd do zaciągania dodatkowych pożyczek i dalszego podnoszenia rentowności.
- Rosnące potrzeby refinansowania w niesprzyjającym otoczeniu: prefinansowanie i zarządzanie profilem zapadalności łagodzą ten problem na poziomie pojedynczego emitenta, ale skala globalnego „ścisku refinansowego” sama w sobie staje się czynnikiem systemowego ryzyka.
- Polityczna niemożność konsolidacji: rynki finansowe obserwują nie tylko liczby, lecz także (nie)polityczną zdolność do naprawy finansów publicznych.
- Powrót „strażników obligacji” (ang. bond vigilantes): rozejście się krótkiego i długiego końca krzywej rentowności (tzw. bear steepening) jest bezpośrednim sygnałem rynkowym, że inwestorzy nie wierzą w fiskalną wiarygodność emitentów w długim horyzoncie.

Nie omija to naszego kraju. Polska nie jest odizolowana od tych globalnych tendencji – nawet jeśli jej własna sytuacja fiskalna nie jest jeszcze krytyczna (choć poważna), wzrost globalnych premii terminowych podnosi koszt nowych emisji, a zwiększona awersja do ryzyka na rynkach emerging markets (EM) może podnosić spread niezależnie od krajowych fundamentów. To jeden z ważniejszych argumentów za tym, by okno konsolidacji fiskalnej – dopóki warunki rynkowe jeszcze pozwalają – nie zostało zmarnowane.

W marcu 2026 r. wznowiony konflikt na Bliskim Wschodzie wywołał globalną przecenę na rynkach długu. Także rentowności polskich papierów znacznie odbiły. Wybuch wojny doprowadził do wyraźnego wzrostu rentowności polskich 10-latek (o ok. 100 pb). Doszło do tego mimo spadku stopy referencyjnej NBP o 25 pb w pierwszych dniach konfliktu. W efekcie rentowność 10-letnich obligacji skarbowych – przy stopie NBP na poziomie 3,75 proc. – jest dziś podobna jak półtora roku temu, kiedy to stopy NBP były wyższe o 200 pb. Generalnie, rynkowe stopy procentowe w PLN wzrosły od wybuchu wojny w Iranie o 86-140 pb, przy czym najsilniej wzrosły stawki na krótkim końcu.

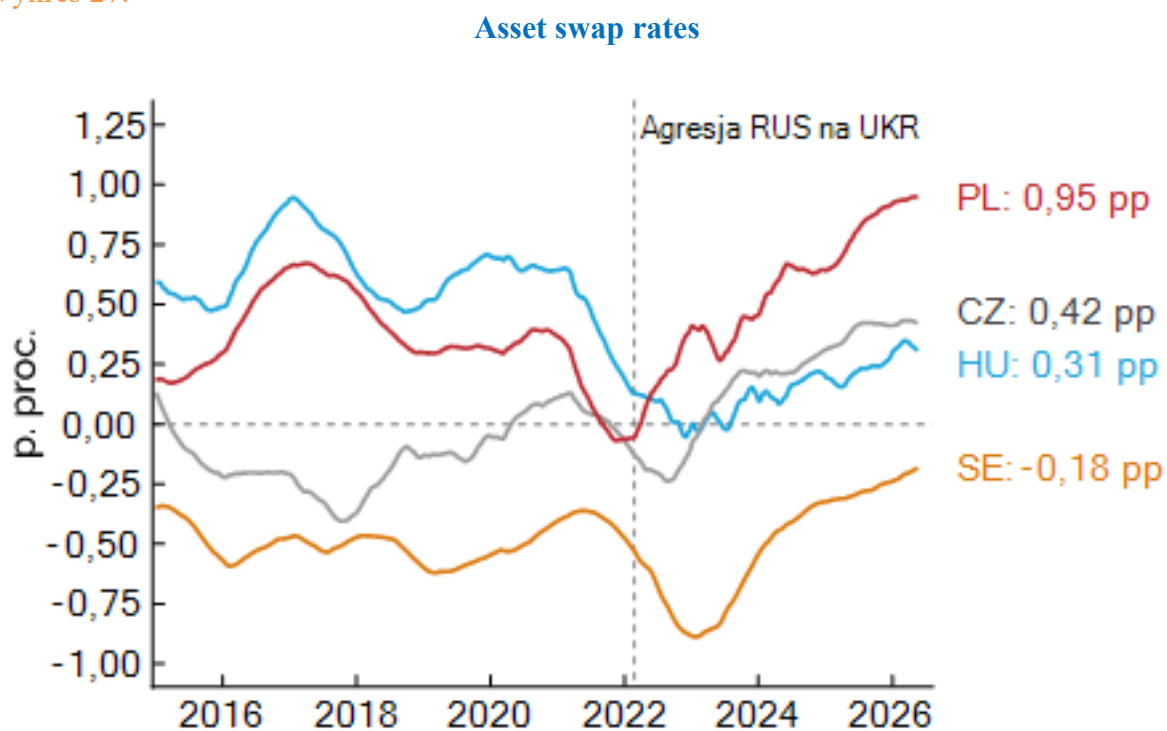
Stromienie obecnej krzywej to logiczna konsekwencja kombinacji: RPP łagodząca na krótkim końcu, ale inwestorzy żądający wyższej premii za ryzyko, w tym za długoterminowe ryzyko fiskalnej nierównowagi. Premię za ryzyko standardowo mierzy się za pomocą tzw. asset swapów, czyli różnicy między oprocentowaniem SPW a stawką IRS o odpowiednim tenorze.

Wykres 26.



Źródło: Investing.com, <https://pl.investing.com/rates-bonds>

Wykres 27.



Źródło: Analizy Pekao

Na powyższym wykresie wyraźnie widać, że od wybuchu wojny za naszą wschodnią granicą premia za ryzyko wzrosła w Polsce z okolic zera o niemal 100 pb, w tym o ok. 25 pb od rozpoczęcia działań zbrojnych w Iranie. Wyższa premia za ryzyko wymagana obecnie przez inwestorów wynika przede wszystkim z globalnej awersji do ryzyka (rosnące napięcia geopolityczne), jastrzębia komunikacja EBC i oczekiwane podwyższanie stóp procentowych przez inne banki centralne w reakcji na zagrożenie inflacyjne wynikające z efektów drugiej rundy wzrostu cen nośników energii, a także brak przekonującej ścieżki konsolidacji fiskalnej.

5.6. Ryzyka dla stabilnego zarządzania długiem publicznym

Pierwsze i największe ryzyko to strukturalny brak konsolidacji fiskalnej. Polska ma wydatki na poziomie krajów skandynawskich przy dochodach podatkowych zbliżonych do średniej środkowoeuropejskiej. Ta luka nie zamknie się sama. Przy jednoczesnym wzroście wydatków na obronę (5 proc. PKB), kosztach starzenia demograficznego i rosnących kosztach obsługi długu każdy rok bez dostosowania fiskalnego pogłębia dług strukturalnie. Moody's i Fitch mają rację: to nie jest kryzys płynności, ale ryzyko powolnej erozji kondycji fiskalnej. W sytuacji zewnętrznych wzrostów rentowności na świecie możemy mieć do czynienia ze samospełniającą się przepowiednią: wyższe rentowności SPW przekładają się bowiem na wyższe koszty obsługi zadłużenia, a inwestorzy dostrzegając to ryzyko domagają się jeszcze wyższych odsetek od skarbowych papierów dłużnych.

Drugie ryzyko to uzależnienie od krajowego sektora bankowego. Banki trzymają ponad 800 mld zł obligacji skarbowych – dominującą część rynku. Taka strukturalna koncentracja oznacza, że obecny skok podaży jest absorbowany przez wąską grupę podmiotów. Gdy one – z regulacyjnych, bilansowych lub rynkowych powodów – zmniejszą apetyt, nie będzie za bardzo do kogo się zwrócić.

Trzecie ryzyko jest polityczne i trudno je bagatelizować. Impas rząd – prezydent i jego kancelaria powoduje blokowanie kluczowych ustaw podatkowych i wydatkowych. Wybory parlamentarne w 2027 r. będą zachętą do poluzowania polityki fiskalnej, nie jej zaostrzania. Historia polskich finansów publicznych przed wyborami nie jest optymistyczną lekturą. Agencje ratingowe i rynki finansowe wiedzą o tym doskonale.

I właśnie czwartym ryzykiem jest możliwa obniżka ratingu. Zejście Moody's do A3 lub Fitch do BBB+ oznaczałoby, że Polska wypadnie z indeksów obligacji inwestycyjnych kategorii A – a to automatycznie zmusiłoby część funduszy do sprzedaży polskich papierów z powodów regulacyjnych. Efekt popytowy byłby natychmiastowy i bolesny.

Piąte ryzyko to geopolityka i premia za ryzyko. Polska jest krajem frontowym NATO. Konflikt na Bliskim Wschodzie, niepewność co do Ukrainy, transatlantyckie napięcia handlowe i polityczne - każdy z tych czynników może w ciągu kilku sesji podnieść spread polskich obligacji nawet o dziesiątki pkt bazowych. **Koszty obsługi długu, przy rosnącym długu i wyższych rentownościach w 2026 r. będą rosły mechanicznie (przekroczą prawdopodobnie 90 mld zł w tym roku).** Wzrost rentowności o 100 pkt bazowych na całej krzywej przy portfelu długu powyżej 1,9 bln zł to potencjalnie kilkanaście miliardów złotych dodatkowych rocznych kosztów w przeszłości.

Jedynym poważnym buforem jest właśnie poduszka płynnościowa i dyskrejonalna elastyczność zarządzania długiem, którą Ministerstwo Finansów demonstrowało w 2025 r. i

kontynuuje w roku bieżącym. Strategia prefinansowania, aktywne zarządzanie krzywą przez przetargi zamiany, dywersyfikacja walutowa emisji zagranicznych – to są narzędzia, które działają. Ale narzędzia zarządzania długiem nie zastąpią polityki fiskalnej. Na tym polega fundamentalne ograniczenie każdego zarządzającego długiem, który działa w granicach uchwalonego budżetu.

6. PODSUMOWANIE

Analiza przedstawiona w niniejszym raporcie prowadzi do jednoznacznego wniosku: Polska znalazła się w fiskalnym punkcie zwrotnym, w którym dotychczasowy model finansowania potrzeb państwa przy wysokim deficycie strukturalnym wyczerpuje swoje możliwości. Rok 2025, z deficytem na poziomie 7,3 proc. PKB, potwierdził, że polskie finanse publiczne borykają się z głęboką, strukturalną „wyrwą” między zakresem wydatków a trwałą bazą dochodową.

Czysta arytmetyka budżetowa (relacja r-g) wskazuje, że przy obecnych parametrach fiskalnych sam wzrost gospodarczy nie ustabilizuje zadłużenia. Zarówno zreformowane ramy unijne, jak i krajowa Stabilizująca Reguła Wydatkowa (SRW) przestały pełnić funkcję skutecznych kotwic. System wyjątków, klauzul wyjścia oraz podnoszenie bazy wydatkowej doprowadziły do sytuacji, w której reguły formalnie istnieją, ale nie ograniczają realnej ekspansji wydatków. Negatywne perspektywy ratingowe agencji Moody's i Fitch z września 2025 r. to „żółte światło” dla wiarygodności kredytowej Polski. Kolejnym krokiem może być zmiana ratingu, czego powinniśmy uniknąć, pokazując wiarygodny plan konsolidacji. Każdy dalszy wzrost rentowności obligacji będzie ograniczał przestrzeń na wydatki pierwotne, czyli te które zostają po odjęciu kosztów obsługi długu publicznego (które w tym roku przekroczą 90 mld zł). A przecież Polska musi sfinansować modernizację armii oraz transformację energetyczną w warunkach starzejącego się społeczeństwa. Utrzymanie przy tym szerokich transferów socjalnych bez zwiększenia dochodów publicznych lub bolesnej redefinicji priorytetów jest niemożliwe. Arytmetyka finansowa długu publicznego wskazuje, że by przestał on rosnąć konieczne jest wygospodarowanie w dochodach i wydatkach publicznych około 160 mld zł, co pokazuje skalę wyzwania. Wydatki zbrojeniowe, które zresztą nie mają charakteru jednorazowego, nie wyjaśniają rozmiary luki między dochodami i wydatkami.

Konsolidacja fiskalna nie jest wyłącznie zadaniem księgowym, lecz procesem politycznym i społecznym. Jej powodzenie zależy od wiarygodności państwa, sprawiedliwego rozłożenia kosztów oraz zdolności do utrzymania wieloletniego programu dostosowawczego. Kluczowe znaczenie ma budowa społecznej i politycznej akceptacji dla działań stabilizacyjnych oraz przekonanie, że służą one nie tylko ograniczeniu deficytu, lecz także utrzymaniu długookresowej zdolności państwa do finansowania bezpieczeństwa, rozwoju gospodarczego i funkcji społecznych.

W Polsce problemem nie jest brak deklaratywnego poparcia dla dyscypliny fiskalnej, lecz rosnąca rozbieżność między poparciem dla stabilności finansów publicznych a społeczną niechęcią do ponoszenia konkretnych kosztów konsolidacji w warunkach rosnących oczekiwań wobec państwa. Oznacza to, że współczesne ograniczenia konsolidacji fiskalnej mają charakter nie tylko makroekonomiczny, lecz także społeczny i instytucjonalny. Problemem staje się dziś nie tyle identyfikacja potrzeby stabilizacji fiskalnej, ile utrzymanie trwałej społecznej i politycznej akceptacji dla kosztów wieloletniego dostosowania. Odkładanie decyzji o naprawie budżetu zwiększa ryzyko, że w przyszłości o tempie i strukturze reform nie będą decydować polscy obywatele, lecz presja rynków finansowych i rygory procedur sanacyjnych. Krytyczne dla finansów publicznych mogą okazać się już lata 2029-2030 z powodu przekroczenia progów ostrożnościowych i skutków dla budżetu państwa i dla gospodarki.

Najbardziej realistyczny wydaje się model stopniowej i selektywnej konsolidacji fiskalnej. Powinien on łączyć poprawę jakości wydatków publicznych, zwiększanie przejrzystości finansów państwa, ograniczanie części wydatków bieżących oraz ochronę wydatków o

charakterze strategicznym i prorozwojowym. Szczególnie ważne pozostaje odpowiednio wczesne rozpoczęcie procesu konsolidacji, pozwalające stopniowo odbudować przestrzeń fiskalną państwa bez istotnego ograniczania zdolności państwa do realizacji kluczowych funkcji publicznych. W warunkach rosnących kosztów obronności, transformacji energetycznej i starzenia się społeczeństwa częściowe zwiększenie obciążeń fiskalnych może okazać się trudne do uniknięcia. Bez odbudowy przestrzeni fiskalnej trwałe finansowanie bezpieczeństwa militarnego, transformacji energetycznej i starzenia się społeczeństwa może okazać się niemożliwe. Najbliższe lata będą wymagały nie tylko konsolidacji fiskalnej, ale również bardziej jednoznacznego określenia priorytetów fiskalnych państwa. W warunkach ograniczonej przestrzeni fiskalnej niemożliwe staje się jednoczesne trwałe finansowanie szybko rosnących wydatków obronnych, rozbudowanych transferów społecznych i kosztownej transformacji energetycznej bez zwiększenia dochodów publicznych lub redefinicji części zobowiązań państwa.

SŁOWNICZEK

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

back-loaded adjustment – strategia konsolidacji fiskalnej polegająca na przesuwaniu głównego wysiłku dostosowawczego na późniejsze lata programu fiskalnego.

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 za dłużenia, przy wykorzystaniu wyłącznie polityki fiskalnej.

bufor fiskalny – zasoby finansowe i zdolność państwa do absorpcji negatywnych szoków gospodarczych bez gwałtownego wzrostu zadłużenia lub konieczności nagłych działań oszczędnościowych.

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

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

deficyt nominalny – dodatnia 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 samo rządowych (*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 S0, S1, S2.

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

konsolidacja fiskalna – działania prowadzące do ograniczenia deficytu i stabilizacji długu publicznego poprzez zmniejszanie wydatków, zwiększanie dochodów publicznych lub połączenie obu tych działań.

krajowa klauzula korekcyjna (*national escape clause, NEC*) – mechanizm unijnych reguł fiskalnych, umożliwiający czasowe odejście od ścieżki dostosowania fiskalnego w przypadku wystąpienia „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”.

FRA (*Forward Rate Agreement*) – kontrakt w którym strony ustala ją 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 do tyczące tego, na jakim poziomie za sześć miesięcy będzie kształtowała się trzymiesięczna stopa WIBOR. Z kolei kontrakt 9x12 pokazuje oczekiwania do tyczące 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.

National Escape Clause - w kontekście unijnego Paktu Stabilności i Wzrostu klauzula ta umożliwia krajom przekroczenie limitów deficytu budżetowego (3 proc. PKB) bez sankcji, gdy gospodarka doświadcza wyjątkowego pogorszenia koniunktury lub sytuacja geopolityczna wymaga podjęcia nadzwyczajnych działań (w aktualnej sytuacji wzmożonych wydatków na obronność). Jej uruchomienie wymaga formalnej decyzji Komisji lub Rady UE. Jest to mechanizm *tymczasowy i warunkowo* — państwo musi powrócić do reguł, gdy ustąpią okoliczności nadzwyczajne.

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

premia terminowa (ang. term premium) – to dodatkowa rentowność, której inwestorzy żądają za utrzymywanie obligacji długoterminowej zamiast rolowania szeregu krótkoterminowych papierów wartościowych przez ten sam okres. Innymi słowy, jest to wynagrodzenie za ryzyko związane z czasem — im dłuższy termin wykupu, tym większa niepewność co do przyszłej inflacji, stóp procentowych i kondycji fiskalnej emitenta. W typowej sytuacji jest ona dodatnia ale bywa także ujemna lub zerowa.

przestrzeń fiskalna – zdolność państwa do zwiększania wydatków lub zadłużenia bez utraty stabilności finansów publicznych i wiarygodności fiskalnej.

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

Relacja r-g - różnica pomiędzy średnim kosztem finansowania długu publicznego (r) a nominalnym tempem wzrostu gospodarki (g). Relacja ta jest jednym z kluczowych czynników wpływających na dynamikę długu publicznego.

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 płacenie 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.

snowball effect (efekt kuli śnieżnej długu) – mechanizm wzrostu długu publicznego, w którym koszty obsługi istniejącego zadłużenia powodują dalszy wzrost relacji długu do PKB. Występuje szczególnie wtedy, gdy średnie oprocentowanie długu przewyższa tempo wzrostu nominalnego PKB ($r > g$), co sprawia, że zadłużenie może narastać nawet przy niewielkim deficycie pierwotnym.

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.

Stabilność fiskalna – zdolność państwa do trwałego finansowania swoich zobowiązań bez utraty dostępu do rynku finansowego oraz bez niekontrolowanego wzrostu długu publicznego.

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

ścieżka długu – prognozowany przebieg relacji długu publicznego do PKB w kolejnych latach.

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

trajektoria długu – przewidywana ścieżka zmian relacji długu publicznego do PKB w kolejnych latach, wynikająca z założeń dotyczących deficytu, wzrostu gospodarczego, inflacji, kosztów finansowania długu oraz polityki fiskalnej państwa.

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

wiarygodność fiskalna – przekonanie inwestorów i instytucji publicznych, że państwo jest zdolne do trwałego utrzymania stabilnych finansów publicznych oraz realizacji deklarowanej polityki fiskalnej.

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 dyskrecjonalne 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 tym czasowe (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