

Rafał Benecki  
Sławomir Dudek  
Ludwik Kotecki

# ZAGROŻENIA nadmiernego długu publicznego

EDYCJA 2023



Instytut  
Odpowiedzialnych  
Finansów



Fundacja Przyjazny Kraj  
The Friendly State Foundation



instytut  
finansów  
publicznych

Rafał Benecki  
Sławomir Dudek  
Ludwik Kotecki

# ZAGROŻENIA nadmiernego długu publicznego

EDYCJA 2023

Instytut Odpowiedzialnych Finansów  
Warszawa 2023

Autorzy

**Rafał Benecki, Sławomir Dudek, Ludwik Kotecki**

Opracowanie graficzne i skład

**Andrzej Łubniewski**

© Centrum Myśli Strategicznych, 2023

ISBN 978-83-66843-27-1

**Instytut Odpowiedzialnych Finansów.** Misją i głównym celem Instytutu Odpowiedzialnych Finansów (IOF) jest dążenie do życia w świecie, w którym instytucje finansowe (prywatne i publiczne) służą podnoszeniu poziomu życia współczesnego społeczeństwa bez pomnażania zagrożeń dla przyszłych pokoleń. Naszym dążeniem jest informowanie, inspirowanie i promowanie standardów ograniczających nieodpowiedzialne zachowania oraz propagowanie zasad i reguł odpowiedzialnych finansów w sektorze bankowym, ubezpieczeniowym i inwestycyjnym oraz w sektorze publicznym. 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 i społecznej, wzrost efektywności działania instytucji państwowych i samorządowych. Raporty, analizy, publikacje oraz wydarzenia Fundacji znajdują się na stronie **www.przyjaznykraj.pl**

**Instytut Finansów Publicznych** to działający na rzecz pożytku publicznego think tank typu watch dog – ośrodek ekspercko-analityczny, który reprezentuje interes społeczeństwa i obywateli oraz aktywnie uczestniczy w debacie publicznej. Jest niezależną 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.

Sugerowane cytowanie raportu:

Benecki R., Dudek S., Kotecki L. (2023). *Zagrożenia nadmiernego długu publicznego. Edycja 2023*. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów.

**Opracowanie jest bezstronne i obiektywne, partner wydania, Fundacja Przyjazny Kraj, nie miał wpływu na jego tezy ani wymowę. Publikacja wyraża prywatne opinie autorów, a nie instytucji, w których pracują.**

## SPIS TREŚCI

1. Ludwik Kotecki WSTĘP	6
2. Sławomir Dudek FINANSE PUBLICZNE W 2022 ROKU I W LATACH 2023-2024	8
3. Rafał Benecki WARUNKI MAKROEKONOMICZNE I RYNKOWE W I POŁOWIE 2023	26
4. Ludwik Kotecki STRUKTURA DŁUGU PUBLICZNEGO W POLSCE	34
5. Rafał Benecki STABILNOŚĆ FINANSOWA: KONSEKWENCJE PRZECENY DŁUGU	47
6. Ludwik Kotecki REFORMA UNIJNYCH REGUŁ FISKALNYCH – PROMOWANIE STABILNOŚCI DŁUGU PUBLICZNEGO	54
7. Sławomir Dudek, Ludwik Kotecki DŁUG PUBLICZNY A PROCESY INFLACYJNE	64
8. Ludwik Kotecki PODSUMOWANIE	75
Spis tablic	79
Spis wykresów	79
Spis rysunków	80

# 1. Wstęp

W 2022 r., podobnie jak w roku poprzednim, wzrósł wskaźnik kosztów obsługi długu Skarbu Państwa, obliczany jako relacja kosztów obsługi długu, pomniejszonych o dochody ze sprzedaży skarbowych papierów wartościowych<sup>2</sup>, do średniego poziomu zadłużenia Skarbu Państwa w danym roku. W zeszłym roku wskaźnik ten osiągnął wartość 3,4% wobec 2,2% w 2021 r. Było to wynikiem przede wszystkim wzrostu stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego (NBP), co przełożyło się na wzrost oprocentowania obsługiwanych obligacji skarbowych oraz oprocentowania środków przyjętych w depozyt i zarządzanie przez Ministra Finansów (które jako zobowiązania zwiększają dług Skarbu Państwa). Stanowi to bezpośredni i zasadny powód, aby mówić i pisać o zagrożeniach nadmiernego długu publicznego także w 2023 r. Dodatkowo, dalej rośnie nieprzejrzystość finansów publicznych związana z narastającym długiem poza kontrolą parlamentarną oraz ryzyko stabilności średnio- i długookresowej długu publicznego. W kwietniu br. Komisja Europejska (KE) opublikowała w opracowaniu *Debt Sustainability Monitor 2022* wyniki analizy tej stabilności, która wnosi istotną jakościową zmianę. Zostały one potwierdzone w przygotowanym przez KE 2023 *Country Report – Poland*, uwzględniającym informacje zawarte w polskiej Aktualizacji Programu konwergencji 2023. Jeszcze dwa lata temu Polska mogła chwalić się zrównoważonymi finansami zarówno w krótkim, średnim jak i długim horyzoncie czasowym, o czym świadczyły świecące się na zielono znaki w raporcie KE. Już rok temu nastąpiło pogorszenie w wymiarze długookresowym. W najnowszym monitorze i raporcie KE zapala kolejny żółty ostrzegawczy znak, sygnalizując ryzyko nie tylko w długim, ale też średnim okresie.

To skłania nas w tym roku do podjęcia tematu kosztów i ryzyk związanych z rosnącym długiem publicznym już po raz trzeci z rzędu: w 2021 roku po raz pierwszy udało się zredagować i opublikować w partnerstwie i ze wsparciem Fundacji Przyjazny Kraj pierwszy raport na temat zagrożeń nadmiernego długu publicznego, do czego przyczynili się Sławomir Dudek, Ludwik Kotecki i Paweł Wojciechowski. Kolejna Edycja 2022 powstała dzięki Sławomirowi Dudkowi, Lu-

dwikowi Koteckiemu i Monice Kurtek. Tegoroczna Edycja 2023 w powstała ponownie w nieco zmienionym składzie redakcyjnym (dziękujemy Monice Kurtek i jednocześnie witamy Rafała Beneckiego w zespole autorskim).

W tym roku, oprócz aktualizacji oceny stanu finansów publicznych w okresie 2022-2023 i opisu warunków rynkowych oraz makroekonomicznych, opisujemy propozycję reformy unijnych ram fiskalnych, idących wyraźnie w stronę promowania stabilności długu publicznego, zajmujemy się stabilnością finansową w kontekście zmian wycen instrumentów dłużnych (wzrost rentowności obligacji), a także wskazujemy na interakcje pomiędzy długiem publicznym a inflacją. I znów ostrzegamy. W 2021 r. ostrzegaliśmy przed zbyt optymistycznym zakładaniem, że świat niskich stóp procentowych jest dany na zawsze i właściwie trzeba się zadłużać w takich warunkach, bo dług publiczny „będzie się sam spłacać”. W 2022 r. ostrzegaliśmy przed lekceważeniem średnio- i długookresowych wyzwań dla finansów publicznych, które trzeba nałożyć na wyzwania krótkookresowe (np. skokowy wzrost kosztów obsługi długu). Obecnie widzimy, że ostrzeżenia z poprzednich dwóch lat się nakładają na siebie: podwyższone stopy procentowe pozostaną z nami na dłużej, bo inflacja jest uporczywa i nie chce szybko powrócić do poziomu akceptowalnego przez społeczeństwo i wymaganego prawem od władz monetarnych, a analizy stabilności długu publicznego wskazują na coraz większe jej zagrożenie w średnim i długim okresie. Krótkoterminowo zaś, oprócz potrzeb infrastrukturalnych i niskiego poziomu inwestycji w gospodarce, trwająca wojna w Ukrainie wskazuje na konieczność skokowego zwiększenia kosztownych wydatków na modernizację sił zbrojnych. A do tego jesteśmy w trakcie roku wyborczego, który zapewne będzie owocował kolejnymi obietnicami i projektami o charakterze politycznym, na które także nie ma środków w budżecie i jeśli będą realizowane, będą implikować dalszy przyrost długu publicznego. Przykładem tego są złożone polityczne deklaracje zwiększenia świadczenia 500+ do 800 zł, wprowadzenia darmowych leków dla dzieci i młodzieży i osób powyżej 65. roku życia oraz bezpłatnych przejazdów przez autostrady, nie tylko pozostające pod kontrolą państwa, ale również inwestorów prywatnych. Niestety wydaje nam się, że konieczna będzie kontynuacja tego cyklu raportów o zagrożeniach długu publicznego także w przyszłym roku.

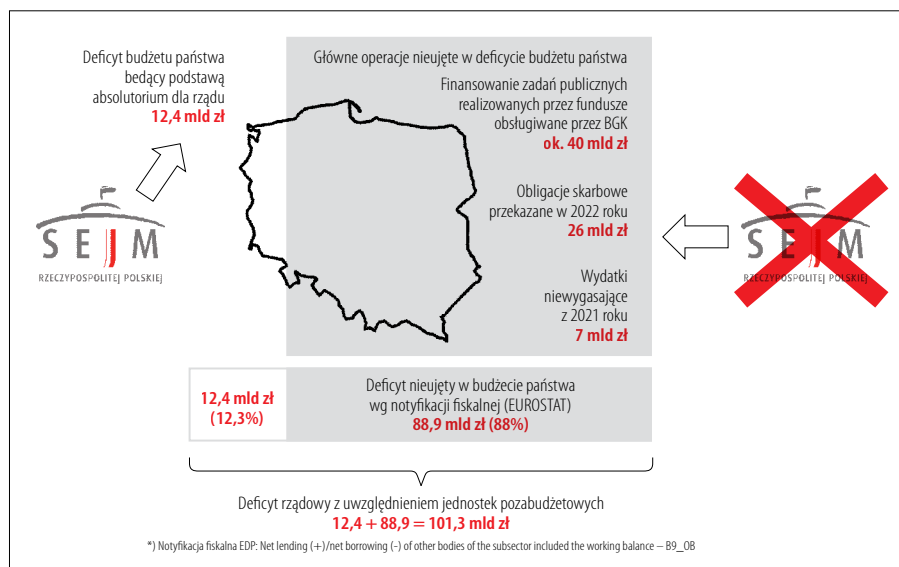
Życzymy wartościowej lektury!

<sup>1</sup> Premia i odsetki wykupione przez inwestorów.

## 2. Finanse publiczne w 2022 roku i w latach 2023-2024

Na finanse publiczne trzeba spoglądać z wielu perspektyw, trzeba je analizować w sposób dynamiczny, tj. w pewnym przedziale czasu. Nie wystarczy spojrzeć, zdjęcie tylko w jednym punkcie czasowym. W analizie finansów publicznych oprócz spojrzenia wstecz, na dane historyczne, należy również ocenić ewentualne scenariusze na przyszłość, to jest rokowania w zakresie zagrożeń dla finansów publicznych. Dlatego w analizie omówione są również prognozy finansów publicznych przygotowane przez Komisję Europejską dla wszystkich krajów Unii Europejskiej. Należy również prowadzić analizę porównawczą w odniesieniu do krajów Unii Europejskiej. Co czynimy w niniejszym rozdziale. W ocenie stanu finansów publicznych oprócz stabilności istotna jest również efektywność i struktura wydatków.

Rysunek 1. Szara strefa budżetu 2022 – 88%



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MF, EUROSTAT

Bo nawet w sytuacji, kiedy stabilność finansów nie jest zagrożona, to wydatki publiczne mogą być nieefektywne, mogą być skierowane na obszary, które nie są rozwojowe. Oprócz oceny stricte finansowej, należy również ocenić finanse publiczne jako system, czy są przejrzyste, kompletne, zgodne z procedurami.

Według danych Ministerstwa Finansów deficyt budżetu państwa w 2022 r. wyniósł 12,6 mld zł, tj. (0,4% PKB) wobec planowanych 29,9 mld zł w ustawie budżetowej na 2022 r. W 2021 r. deficyt budżetu państwa był ponad dwukrotnie wyższy i wynosił 26,4 mld zł (1% PKB). Zestawienie tych liczb sugerować może, że sytuacja finansów publicznych jest w doskonałym stanie. Niestety tak nie jest, bo prawdziwy deficyt budżetu państwa jest wielokrotnie wyższy co pokazują dane przesyłane do Eurostatu. W sprawozdaniu z ustawy budżetowej przesłanym do Sejmu rząd pokazał ok. 12% prawdziwego deficytu rządowego, bo prawdziwy wynosi ok. 101 mld zł (por. Rysunek 1).

Niestety przeciętny obywatel myśli, że deficyt budżetu państwa to są całe finanse państwa. Eksperti oczywiście wiedzą, że ten parametr obecnie nic nie znaczy, można go dowolnie kształtować poprzez różnego rodzaju zabiegi księgowo. To semantyczne zmylenie jest niestety wykorzystywane przez polityków. Liczbę 12,6 mld zł deficytu budżetowego ogłaszał sam premier na specjalnie zorganizowanej konferencji na Stadionie Narodowym.

Dlatego w niniejszym rozdziale będziemy się posługiwać deficytem i długiem według metodologii publikowanej przez Eurostat, znanej jako ESA 2010<sup>2</sup>. Mierniki według metodologii unijnej pokazują najszerzy, pełny i prawdziwy (niezmanipulowany) obraz finansów publicznych. Analiza dotyczy całego sektora finansów publicznych, a więc oprócz budżetu centralnego (rządowego), również budżet funduszy ubezpieczeń społecznych i finanse samorządów lokalnych. O różnych miarach długu publicznego piszemy więcej w rozdziale 4.

Jednak oceniając stan finansów publicznych nie możemy abstrahować od oceny finansów publicznych jako systemu. **Finanse publiczne jako system są obecnie w bardzo złym stanie.** Niestety od kilku lat plany budżetowe w rażąco

<sup>2</sup> Europejski system rachunków narodowych i regionalnych (ESA 2010) to najnowsze ramy rachunkowości UE, umożliwiające systematyczny i szczegółowy opis gospodarki. ESA 2010 został opublikowany w Dzienniku Urzędowym 26 czerwca 2013 r. i wdrożony we wrześniu 2014 r. Od tej daty przekazywanie danych z państw członkowskich do Eurostatu odbywa się zgodnie z zasadami ESA 2010.

sposób łamią zasady, ramy i granice, które organy publiczne powinny uwzględnić podczas planowania, a potem uchwalania i realizowania budżetu państwa. Utworzono poza budżetem fundusze przy Banku Gospodarstwa Krajowego i w Polskim Funduszu Rozwoju, które generują deficyt rządowy nie wliczany do deficytu budżetu państwa. Ponadto rząd stosuje szereg różnego rodzaju zabiegów księgowych, które częściowo opisujemy pod koniec tego rozdziału oraz w raporcie Dudka, Koteckiego, Majszczyk (2022)<sup>3</sup>. Skala nieprzejrzystości i zaniżenia deficytu budżetowego osiągnęła niebywałe rozmiary, absolutorium rządu będzie opierać się na 12% prawdziwego deficytu rządowego.

Znajdowało to odzwierciedlenie w analizach NIK: „Zasadne jest przywrócenie budżetowi państwa odpowiedniej rangi związanej z jego szczególnym charakterem oraz centralną pozycją w systemie finansów publicznych” oraz „Efektywna kontrola społeczna i prawo opinii publicznej do wiedzy na temat państwowej kasy są zakłócone, kiedy rząd osłabia przejrzystość finansów publicznych. Przeprowadzona przez NIK analiza wykonania budżetu państwa [2020] wykazała, że w zeszłym roku rząd zastosował bezprecedensowe mechanizmy służące wypychaniu wydatków poza budżet”.

Podobne zastrzeżenia zgłaszali konstytucjoniści: „Pominięcie w ustawie budżetowej planów finansowych państwowych jednostek organizacyjnych wykonujących zadania publiczne o znaczeniu podstawowym dla oceny wykonywania przez państwo swoich konstytucyjnych i ustawowych funkcji albo nadanie tym planom informacyjnego, niewiążącego znaczenia prowadzi wprost do naruszenia art. 219 ust. 3 Konstytucji RP.” (prof. T. Dębowska-Romanowska, 2016).

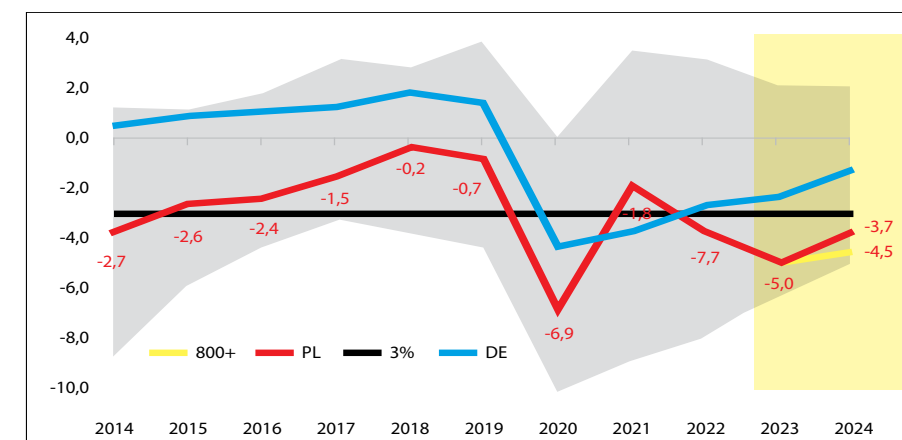
Zanim przystąpimy do analizy bieżącego stanu finansów publicznych trzeba przypomnieć, że w zasadzie od początku przystąpienia do Unii Europejskiej byliśmy objęci procedurą nadmiernego deficytu<sup>4</sup> (EDP), w latach 2004-2008 i 2009-2015.

<sup>3</sup> P. Dudek S., Kotecki L., Majszczyk H. (2023). Prawdziwy budżet 2023: Niezbędne zmiany zwiększające przejrzystość do projektu Ustawy Budżetowej 2023 - Podstawowe wielkości, Warszawa, styczeń 2023. [<https://for.org.pl/a/9276,komunikat-for-1/2023-prawdziwy-deficyt-jeszcze-wiekszy-az-345-tego-co-przedstawia-rzad>]

<sup>4</sup> Procedura nadmiernego deficytu, ang. excessive deficit procedure (EDP), to najważniejszy instrument koordynacji polityki budżetowej w UE w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu (w jej części korekcyjnej). Jest to procedura postępowania w przypadku przekroczenia przez państwo członkowskie Unii Europejskiej określonych kryteriów dyscypliny budżetowej. Procedura określona została w art. 126 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej i w Protokole nr 12 do tego Traktatu.

Od 2015 r. nominalny deficyt i dług malał w relacji do PKB (por. wykres 1 i 3), co był jednak w dużym stopniu efektem bardzo dobrej koniunktury gospodarczej.

Wykres 1.  
Deficyt nominalny sektora finansów publicznych wg metodologii ESA (% PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO; szare pole min-max w krajach UE, żółte pole prognoza KE, 800+ - prognoza KE skorygowana o koszty programu 800+

Deficyt strukturalny<sup>5</sup> utrzymywał się na relatywnie wysokim poziomie (por. Wykres 2). Gdyby nie kryzys COVID-19, wobec Polski wszczęto by procedurę SDP (ang. *significant deviation procedure*), tj. procedurę nadmiernych odchyień<sup>6</sup>.

W latach 2020-2021 polska gospodarka, a zatem również finanse publiczne były dotknięte pandemią COVID-19. W tych latach większość krajów wdrożyła nadzwyczajne instrumenty po stronie polityki fiskalnej i pieniężnej. W polityce fiskalnej masowe transfery nosiły znamiona tzw. „helikopter money” i były w dużym stopniu finansowane w ramach programów luzowania ilościowego. Komisja Europejska zastosowała „klauzule wyjścia” w regułach fiskalnych. Można powiedzieć, że patrzono na stan finansów publicznych w poszczególnych krajach przez „mgłę”.

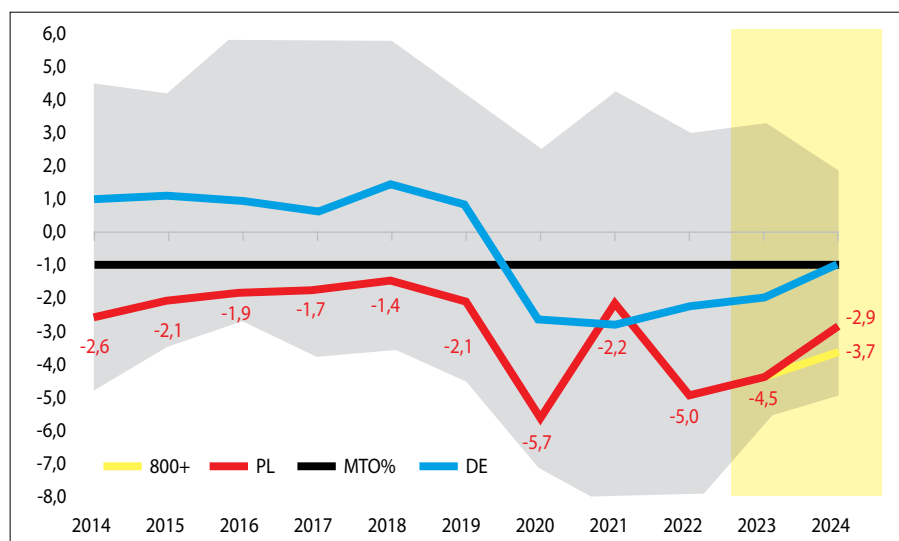
<sup>5</sup> Deficyt oczyszczony z efektów bardzo dobrej koniunktury gospodarczej, i dochodów jednorazowych, które nie powtórzą się w przyszłości, czyli deficyt pokazujący, na ile trwałe wydatki publiczne mają pokrycie w trwałych dochodach publicznych. Taki deficyt jest obliczany przez Komisję Europejską, nazywa się go „trwałym” deficytem lub bardziej formalnie „deficytem strukturalnym”.

<sup>6</sup> Okres 2008-2019 i ryzyko procedury SDP szerzej opisano w poprzednich edycjach raportu (2021 i 2022).

Z jednej strony te wydarzenia wpłynęły na stan finansów publicznych, ale z drugiej strony niestety mieliśmy do czynienia w Polsce z bezprecedensowym łamaniem zasad finansów publicznych, omijaniem reguł i procesu budżetowego pod pozorem „elastyczności” w walce z sytuacjami kryzysowymi. Pandemia i wojna zostały wykorzystane jako wygodny pretekst. Fundusz przeciwdziałania COVID-19 nadal istnieje, jego wydatki kompletnie nie dotyczą już pandemii.

W 2020 r. deficyt wyniósł ostatecznie 6,9% PKB, a dług w relacji do PKB 57,2%. Wyniki okazały się lepsze od prognoz. W porównaniu do innych krajów Unii Europejskiej nie zmieniliśmy swojej pozycji, byliśmy w środku stawki. Rok 2021 r. przyniósł silne odbicie pokryzysowe w gospodarce, ale w drugiej połowie roku rozpoczęło się już silne przyspieszenie inflacji. W 2021 r. deficyt wyniósł 1,8% PKB, a dług w relacji do PKB zmniejszył się do 53,6%. Poprawa stanu finansów publicznych w 2021 r. nie była trwała, wynikała w dużym stopniu z dużej i przeskalowanej stymulacji fiskalnej w roku 2020 r.

Wykres 2. Deficyt strukturalny (% PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO; szare pole min-max w karajach UE, żółte pole prognoza KE, 800+ - prognoza KE skorygowana o koszty programu 800+.

oraz z zaskoczenia inflacyjnego w drugiej połowie 2021 r. Impuls fiskalny z 2020 r. odłożył się na depozytach bankowych i ten nawis uwolnił się w 2021 r. w postaci silnego odbicia popytu krajowego (8,5 r/r realnie). W poprzednim raporcie sygnalizowaliśmy, że poprawa stanu finansów w 2021 r. nie jest trwała, i taka skala ożywienia nie jest możliwa do utrzymania w dłuższym horyzoncie.

Niestety w 2022 r. ujawniły się negatywne skutki uboczne błędów w polityce gospodarczej, efekty przeskalowanego impulsu fiskalnego w warunkach ograniczonej podaży w postaci bardzo wysokiej inflacji i w konsekwencji skokowego wzrostu rentowności polskich obligacji. Na to nałożył się wybuch wojny w Ukrainie. Przy czym należy zaznaczyć, że inflacja silnie rosła jeszcze przed wybuchem wojny, podobnie jak rentowności polskich obligacji (szerzej o tym w rozdziałach 3 i 7).

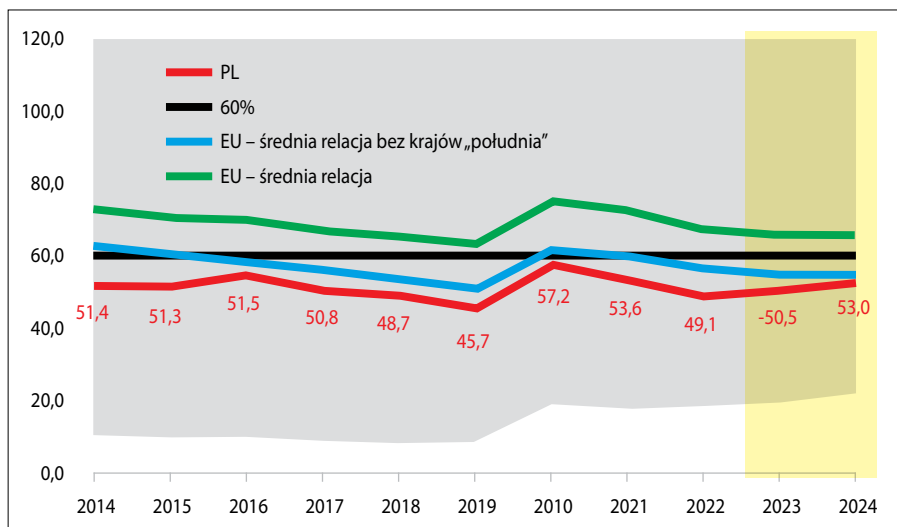
**W 2022 r. mimo bardzo dobrej koniunktury gospodarczej i inflacji, która w krótkim okresie pozytywnie wpływa na dochody budżetu państwa, deficyt sektora finansów publicznych zwiększył się ponad dwukrotnie, do 3,7% PKB (115,1 mld zł). Był to 9 najwyższy deficyt w całej UE (por. wykres 1 i 7). Prawdziwy stan finansów lepiej pokazuje deficyt strukturalny, który w 2022 roku wyniósł 5% PKB i był 6-ty najwyższy w całej UE.**

Na wielkość deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych składał się:

- deficyt podsektora instytucji rządowych na szczeblu centralnym, który wyniósł ok. 101,7 mld zł (3,3% PKB) i w stosunku do 2021 r. wzrósł o ok. 52,7 mld zł,
- deficyt podsektora instytucji samorządowych na szczeblu lokalnym w wysokości ok. 12,8 mld zł (0,4% PKB) i w stosunku do 2021 r. wynik pogorszył się o ok. 27,7 mld zł,
- deficyt podsektora funduszy ubezpieczeń społecznych w wysokości ok. 0,7 mld zł.

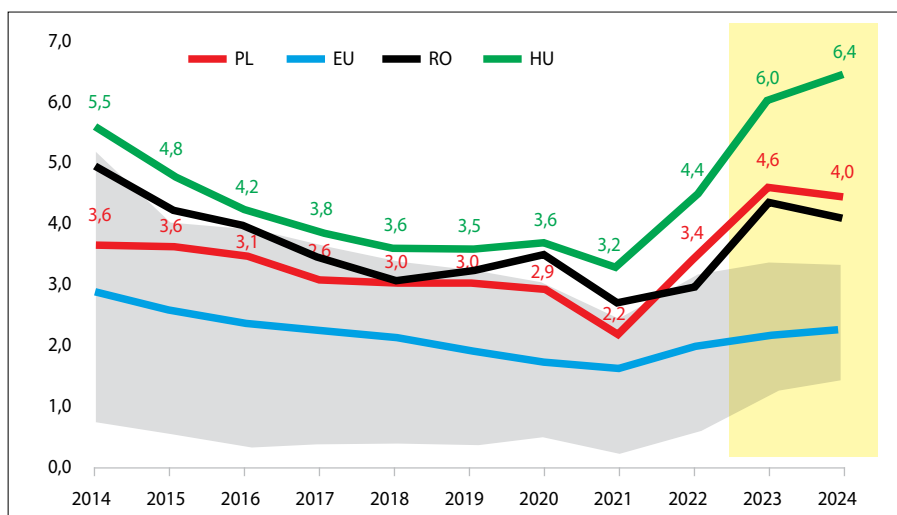
Deficyt strukturalny w 2022 r. zwiększył się aż do 5% i był szósty najwyższy w całej EU (por. Wykres 2 i 9).

Wykres 3. Relacja długu do PKB w wybranych krajach UE (% PKB)



Źródło: KE, AMECO; szare pole min-max w krajach UE, żółte pole prognoza KE, EU – Unia Europejska.

Wykres 4. Średnie (implikowane) koszty obsługi długu w UE



Źródło: KE, AMECO; szare pole min-max w krajach UE (bez HU, PL i RO), żółte pole prognoza KE, EU – Unia Europejska, PL – Polska, RO – Rumunia, HU – Węgry.

W 2022 r. mimo wzrostu deficytu relacja długu do PKB spadła do 49,1%, czyli o 4,5 pp. PKB. Przy czym spadek relacji wynika głównie z efektu mianownika, tj. galopującej inflacji. Gdyby nie inflacja relacja długu do PKB zwiększyła by się w 2022 r. nawet o 6 pp. (szerzej o wpływie inflacji na relacje długu do PKB w rozdziale 7). **Spadek relacji długu do PKB wynikający z wysokiej inflacji to nic innego jak finansowanie długu ukrytym podatkiem w postaci inflacji.** Jeżeli chodzi o naszą pozycję (ranking) w zakresie długu w Unii Europejskiej, nic się nie zmieniło, jesteśmy na 11 miejscu pod względem relacji długu do PKB. Jest 10 krajów, które są lepsze w tym zakresie od Polski. Jednak jeżeli spojrzymy na kraje niebędące w strefie euro, to nie wypadamy już tak dobrze: mamy drugi najwyższy dług publiczny w relacji do PKB, przed nami tylko Węgry, bo Chorwacja jest już od początku 2023 r. w strefie euro. Relacja polskiego długu do PKB nie odstaje od średniej unijnej, ale bez krajów „południa” które doświadczyły problemów w finansach publicznych (Grecja, Włochy, Hiszpania i Portugalia) tak policzona średnia relacja długu w 2022 r. wyniosła 56% PKB.

Zagrożenia dla finansów publicznych ujawniły się w 2022 r. w kosztach obsługi długu, co sygnalizowaliśmy jako poważne zagrożenie w poprzednim raporcie. W IV kw. 2022 r. rentowności polskich obligacji dziesięcioletnich przebiły 9%, byliśmy blisko „scenariusza rumuńskiego”, który także szczegółowo opisaliśmy w poprzednim raporcie. Sytuacja nieco unormowała się, choć rentowności pozostają na wysokim poziomie ok. 6%. Koszty obsługi długu w całym sektorze finansów publicznych wzrosły o 64% do 48 mld zł. Średnie odsetki od długu w 2022 r. wzrosły do 3,4% (wobec 2,2% w poprzednim roku). **W rankingu przesunęliśmy się niestety na drugie miejsce w całej Unii Europejskiej. Przed nami były tylko Węgry, gdzie średnie odsetki w 2022 r. to 4,4% (por. wykres 13).** W tym samym okresie średnie odsetki w strefie euro to 1,9%, a w Grecji nawet 1,4%. **Mimo średniego poziomu długu, nasze odsetki wraz z Węgrami są najwyższe w całej Unii Europejskiej.**

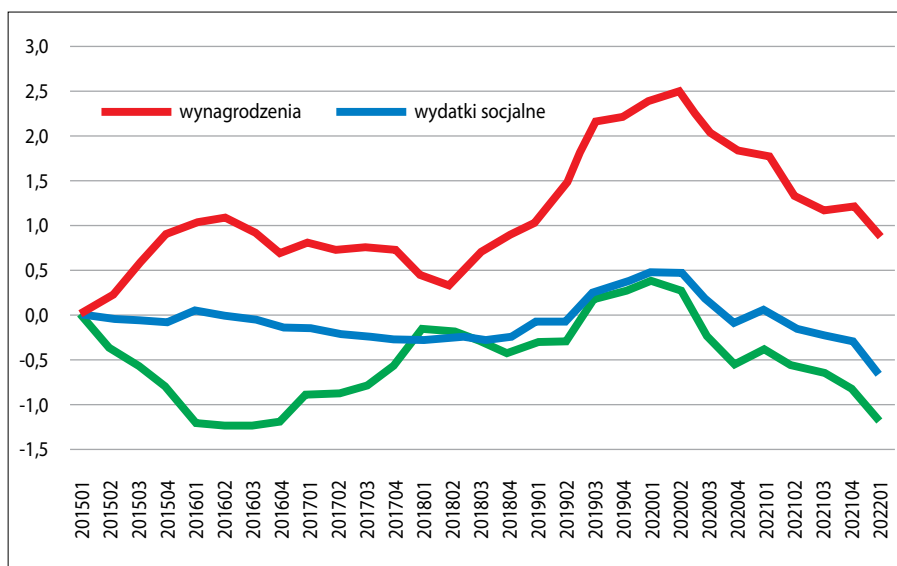
Poziom długu w Polsce w relacji do PKB nie jest obecnie istotnym problemem. Ogromnym zagrożeniem jest jednak deficyt strukturalny, który biorąc pod uwagę pułapkę populizmu i wyścig na obietnice na scenie politycznej będzie prawdopodobnie utrzymywał się na wysokim poziomie w kolejnych latach, o ile nie zostaną podjęte działania redukujące deficyt. Kolejnym zagrożeniem są wysokie rentowności obligacji. Polska nie może sobie pozwolić na dług w skali



krajów będących w strefie euro, ponieważ nasze rentowności są dużo wyższe, czyli więcej płacimy za obsługę zobowiązań. To oczywiście przede wszystkim kwestia niskiej wiarygodności polityki gospodarczej.

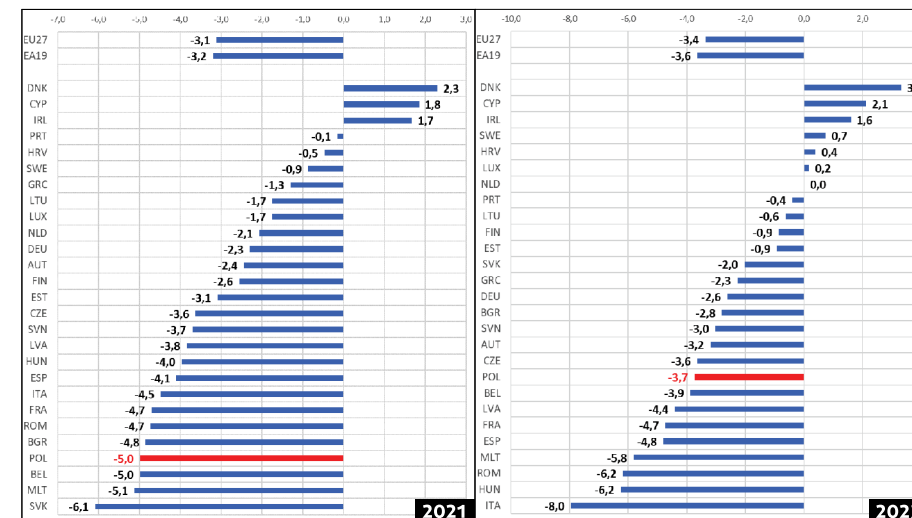
Ponadto bardzo niekorzystnie w kontekście rozwoju gospodarczego zmieniała się struktura wydatków publicznych. Na skutek nowych programów socjalnych (m.in. 500+, 300+, 13-, 14- istotnie wzrosły wydatki socjalne w relacji do PKB. W szczytowym momencie te wydatki były wyższe o 2,5 pkt. proc. niż na koniec 2015 r. Ale daje o sobie znać inflacja, która w galopującym tempie zdusiła relację wydatków socjalnych do PKB. Choć na koniec 2022 r. są one nadal wyższe o 0,8 pkt. proc. PKB. Wydatki socjalne wypierały inwestycje publiczne, w analogicznym okresie relacja inwestycji publicznych do PKB spadła o 1,2 pkt. proc. PKB. Wydatki na wynagrodzenia pracowników świadczących usługi publiczne spadły relatywnie o 0,7 pkt. proc. PKB (por. wykres. 5).

Wykres 5.  
Zmiana relacji wydatków do PKB  
(pkt. proc. PKB – zmiana narastająco od I kw. 2015 r.)



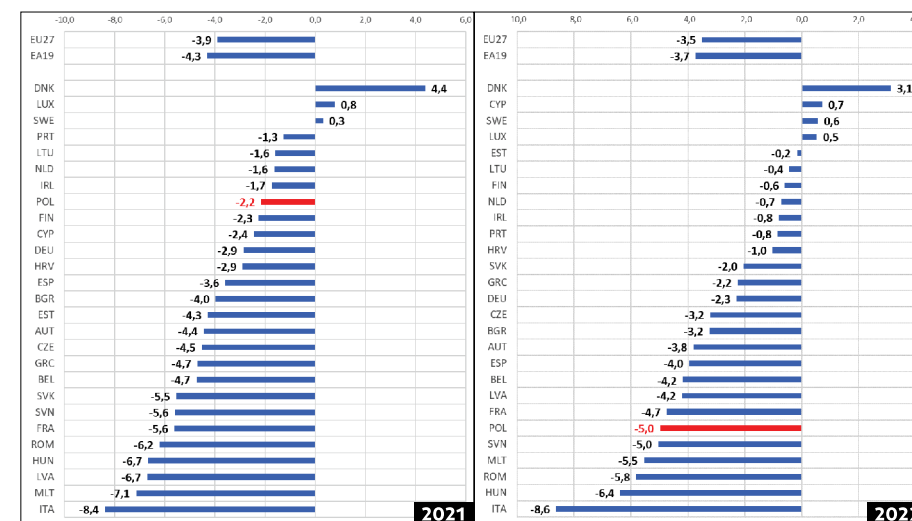
Źródło: Opracowanie własne na podstawie EUROSTAT

Wykres 6 i 7. Deficyt nominalny sektora finansów publicznych w UE w 2021-2022 r. (% PKB)



Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

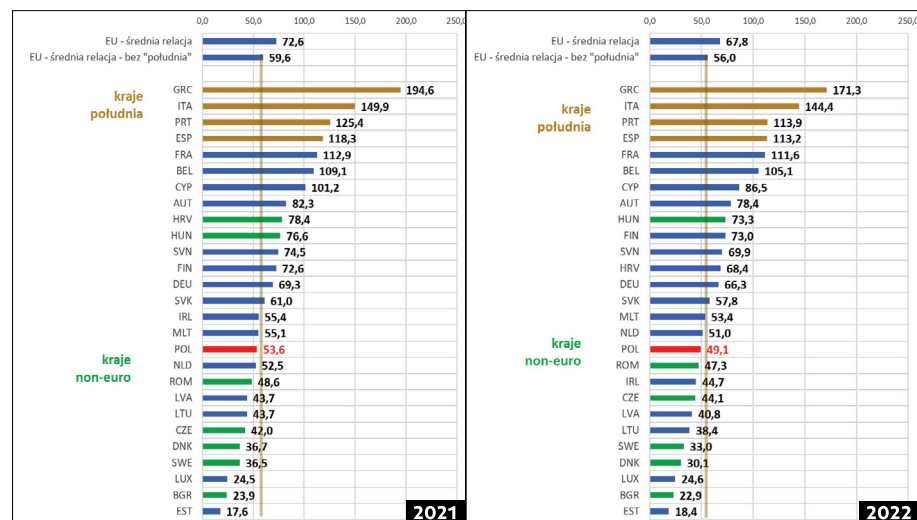
Wykres 8 i 9. Deficyt strukturalny sektora finansów publicznych w UE w 2021-2022 r. (% PKB)



Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

Wykres 10 i 11.

Dług sektora finansów publicznych w 2021-2022 r. (% PKB)



Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

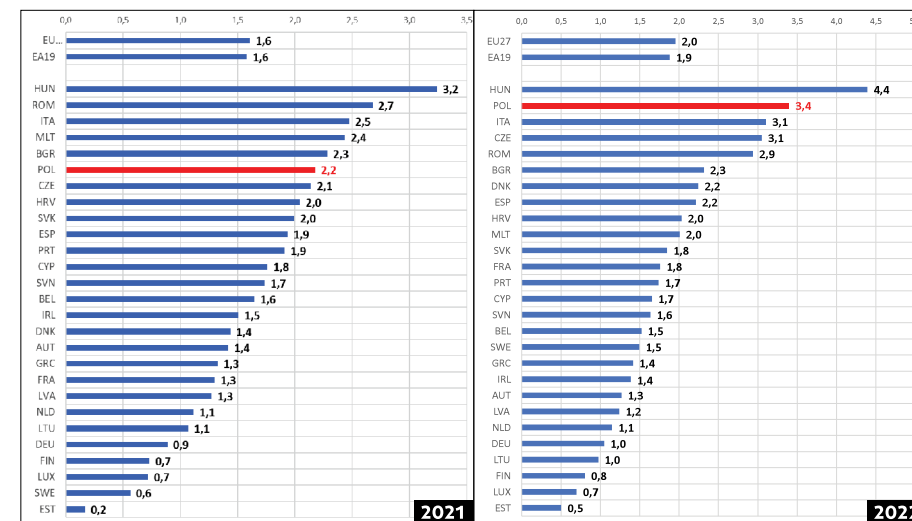
Najnowsze prognozy Komisji Europejskiej pokazują, że w latach 2023-24 deficyt nominalny utrzyma się na wysokim poziomie. W 2023 r. wzrośnie do 5% PKB, to będzie 4. najwyższym deficytem w całej EU. W 2024 r. według prognozy deficyt wyniesie 3,7% PKB, ale to nie uwzględnia ogłoszonego programu 800+. Przy uwzględnieniu tego wydatku deficyt wyniesie 4,5% i będzie 4. najwyższym w unii Europejskiej. A należy mieć na uwadze, że do wyborów parlamentarnych mogą się pojawić kolejne propozycje, a ponadto w zasadzie mamy 3-letni maraton wyborczy (wybory samorządowe, europejski i prezydenckie). **Pułapka populizmu przy silnym konflikcie politycznym jest ogromnym zagrożeniem dla finansów publicznych.**

Jeżeli chodzi o deficyt strukturalny to wyniesie on około 4,5% PKB w 2023 r., a po uwzględnieniu 800+ 3,7% PKB w 2024 r. Podczas gdy średniookresowy cel to 1% PKB. **W zasadzie jest pewne, że Polska zostanie objęta procedurą nadmiernego deficytu w 2024 r. Istotnie przekraczamy bowiem kryteria fiskalne.**

Wykres 12 i 13.

Średnie koszty obsługi długu w latach 2021-2022 r.

(% długu z końca poprzedniego roku)

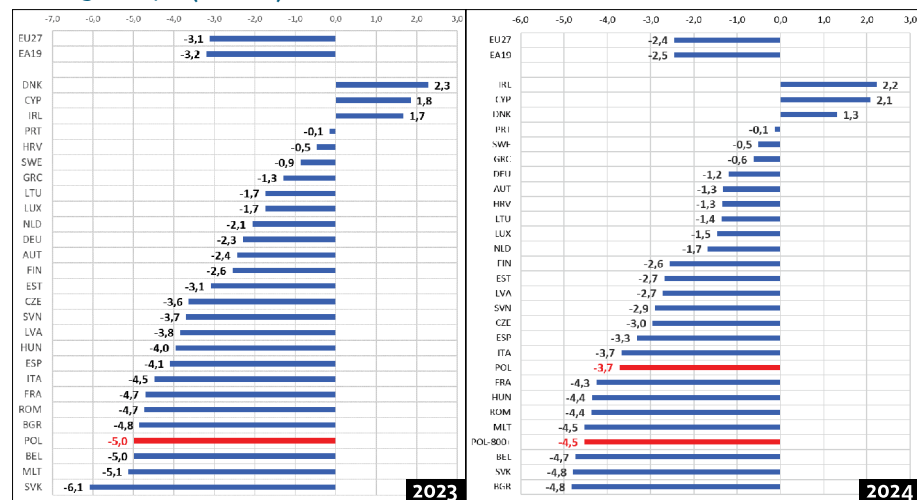


Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

**W latach 2023-2024 relacja długu do PKB wkroczy na ścieżkę wzrostową: dojdzie do 53% w 2024 r. Jeżeli chodzi o pozycję w rankingu to spadniemy prawdopodobnie na 12 miejsce w EU. W 2023 r. z pełną siłą ujawnią się skutki wysokich rentowności obligacji – średnie koszty obsługi długu wzrosną aż do 4,6%. Przed nami pod tym względem będą ponownie tylko Węgry. To jest istotne zagrożenie dla finansów publicznych, biorąc pod uwagę dużą zmienność i niepewność na rynku polskiego długu.**

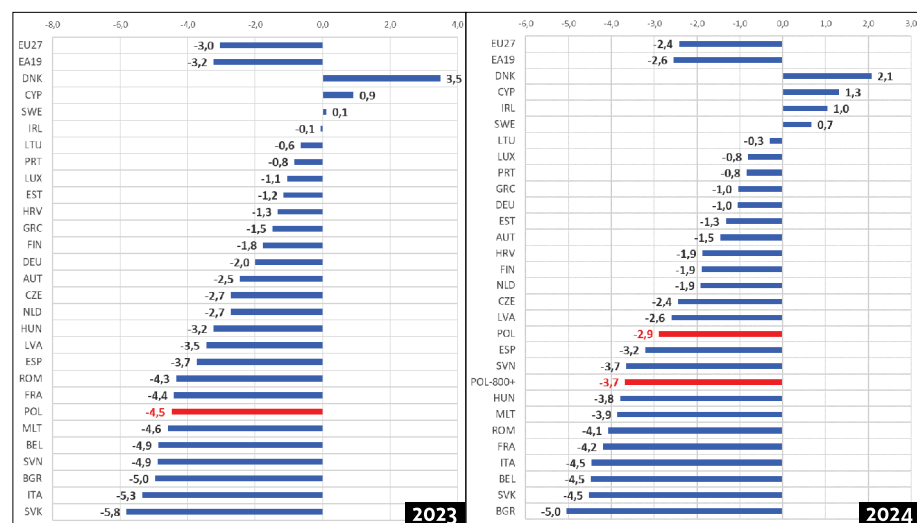
Podsumowując, stan finansów publicznych w 2022 r. uległ dalszemu pogorszeniu. **System finansów publicznych jest w bardzo złym stanie. Relacja długu do PKB zmniejszyła się jedynie na skutek podwyższonej inflacji. Koszty obsługi długu mimo umiarkowanej relacji długu do PKB są drugie najwyższe w całej UE. Od 2023 r. relacja długu do PKB weszła na ścieżkę wzrostową i utrzyma się, zgodnie z projekcją KE, w tej tendencji w całej dekadzie.**

Wykres 14 i 15. Deficyt nominalny sektora finansów publicznych w UE w 2023-2024 r. (% PKB)



Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska; 800+ – prognoza KE skorygowana o koszty programu 800+.

Wykres 16 i 17. Deficyt strukturalny sektora finansów publicznych w UE w 2021-2022 r. (% PKB)



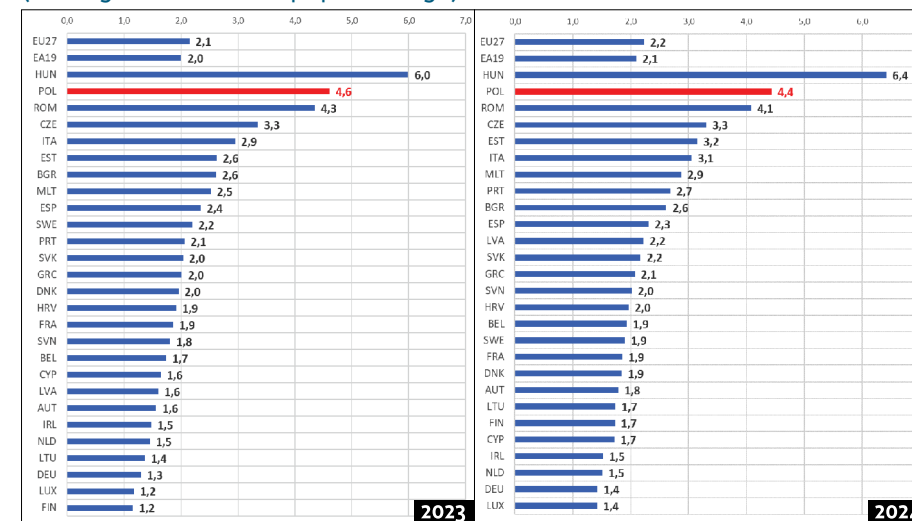
Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska; 800+ – prognoza KE skorygowana o koszty programu 800+.

Wykres 18 i 19. Dług sektora finansów publicznych w 2023-2024 r. (% PKB)



Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

Wykres 20 i 21. Średnie koszty obsługi długu w latach 2023-2024 r. (% długu z końca roku poprzedniego)

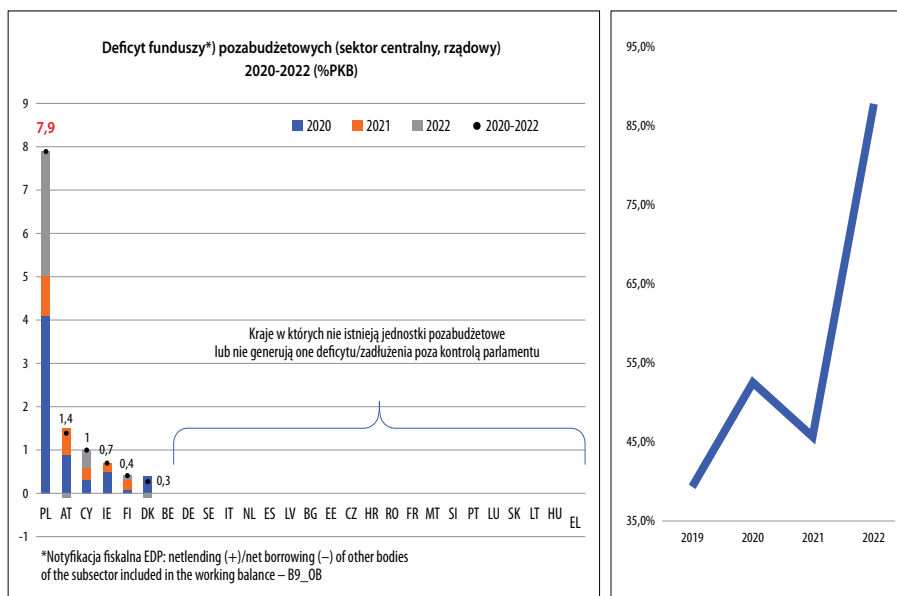


Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

**Średnioterminowe i długookresowe ryzyko fiskalne wzrosło do poziomu średniego z niskiego (o czym szerzej piszemy w rozdziale 6). Zagrożenia nadmiernego zadłużenia w 2022 r. wzrosły.**

Polska jest na pierwszym miejscu wśród wszystkich krajów Unii z najbardziej nieprzejrzystymi finansami, w kontekście kontroli parlamentarnej. Łącznie w latach 2020-22 prawie 8 pkt. proc. rocznego PKB, to deficyt nie ujęty w budżecie państwa, a wliczany do deficytu sektora centralnego, czyli będący pod kontrolą rządu. **Rząd w galopującym tempie generuje deficyt poza kontrolą procesu budżetowego, a więc poza kontrolą parlamentu i poza kontrolą demokratyczną. W 2022 r. deficyt centralny nie zaliczany do budżetu państwa będzie stanowił prawie 88% prawdziwego deficytu sektora centralnego. To oznacza, że rząd uzyska (prawdopodobnie) absolutorium za 12% faktycznego i prawdziwego deficytu rządowego!**

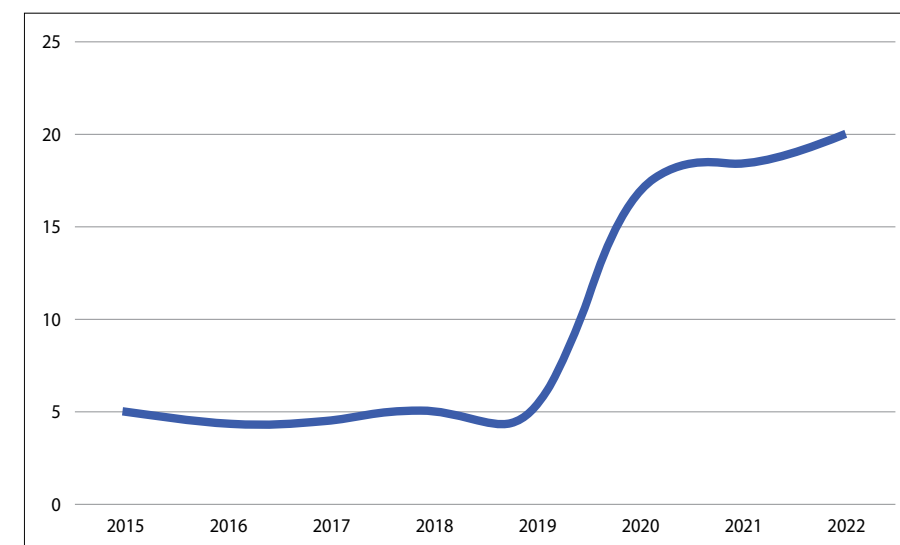
Wykres 22.  
Skala deficytu sektora centralnego poza definicją „budżet państwa”.



Źródło: notyfikacja fiskalna EU EDP (EUROSTAT)

Na koniec 2022 r. zadłużenie finansujące wydatki, które są poza kontrolą parlamentu w funduszach przy BGK i PFR wyniosło już ponad 300 mld zł, czyli 1/5 nominalnego długu publicznego. Rząd zakłada, że w tym roku wzrośnie do 422 mld zł, a na koniec 2026 r. do ponad 638 mld zł. Wtedy będzie to już 1/4 całego długu. Czyli co czwarta złotówka to będzie dług podmiotów wydatkujących poza procesem budżetowym.

Wykres 23.  
Różnice pomiędzy PDP a długiem EDP (ESA) – % długu

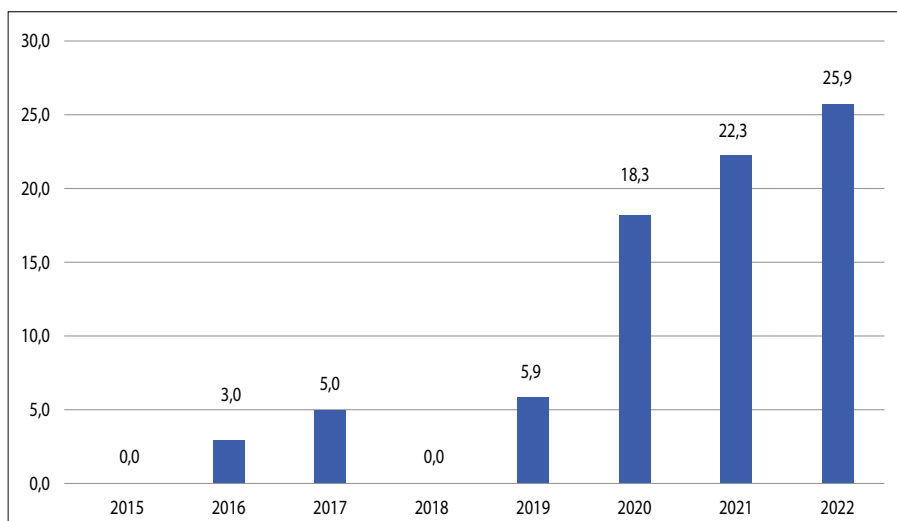


Uwaga: PDP – państwowy dług publiczny (metodologia krajów), EDP – dług obliczony według metodologii unijnej (ESA 2010), na potrzeby procedury nadmiernego deficytu (ang. excessive deficit procedure). Źródło: Ministerstwo Finansów

Oprócz wypychania zadłużenia do podmiotów nie zaliczanych do krajowej definicji długu stosowane są **kreatywne zabiegi księgowo w przypadku obligacji skarbowych. Proceder ten polega na masowym rozdawaniu tych obligacji różnego rodzaju podmiotom.** Dzięki temu te transakcje nie są ujmowane jako dotacja w budżecie państwa, czyli jako wydatek. Ta operacja zaniża więc wynik budżetu państwa oraz w przypadku, kiedy obligacje są przekazywane do podmiotów nie objętych regułą wydatko-

wą SRW pomaga w omijaniu reguły wydatkowej. Przykładem jest przekazywanie obligacji do mediów publicznych w ramach rzekomej rekompensaty niskich przychodów z abonamentu radiowo telewizyjnego. Instytucje dostają od Skarbu Państwa pewną pulę obligacji skarbowych: muszą założyć rachunki maklerskie do obsługi tych obligacji, ponosić dodatkowe koszty z tym związane, obligacje te są następnie spieniężane (sprzedawane), a środki z tej sprzedaży wydatkowane na cele statutowe tych podmiotów. W przeszłości te operacje dokonywane były za pomocą normalnej dotacji budżetowej. Liczba podmiotów otrzymujących ukrytą dotację w tej postaci rośnie w szybkim tempie. Obligacje zamiast dotacji dostają między innymi uczelnie wyższe, Polska Żegluga Bałtycka, Krajowy Instytut Mediów, Centralny Port Komunikacyjny, a ostatnio kopalnie.

**Wykres 24.**  
Kwota obligacji skarbowych przekazywanych z budżetu państwa zamiast dotacji (mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Najwyższa Izba Kontroli.

**Ten proceder kompletnie zniekształca obraz finansów publicznych, nawet w węższym ujęciu metodologii krajowej. Następuje dezintegracja wskaźni-**

**ka deficytu budżetowego i długu skarbu państwa. Ponadto takie postępowanie generuje dodatkowe koszty dla podmiotów otrzymujących obligacje, a także dodatkowe koszty zarządzania długiem po stronie Ministerstwa Finansów, gdyż ministerstwo musi te emisje rozkładać na różne rodzaje instrumentów, tak aby nie zakłócić funkcjonowania rynku, bo przecież te podmioty prawie od razu (często) pozbywają się tych obligacji.** Jest to niespotykane nigdzie na świecie. Skala tego procederu jest już ogromna i stale rośnie. W 2020 r. skala tych operacji wyniosła 18,3 mld zł, w 2021 r. było to już 22,3 mld zł, a w 2022 r. emisje wyniosły niemal 26 mld zł. W budżecie na 2023 r. te operacje mogą sięgnąć niemal 24 mld zł. **Łącznie w latach 2019-2022 dzięki temu zabiegowi zanizono deficyt na kwotę 100 mld zł.**

W maju 2023 r. rząd zaproponował, pod presją międzynarodowych instytucji, pewne zmiany w ustawie o finansach publicznych zwiększające przejrzystość finansów publicznych, określane mianem „konsolidacji finansów publicznych”. Na ten moment nie znane są szczegóły. Kierunek co do zasady jest dobry, ale proponowane zmiany są niewystraszające i nadal zostawiają możliwości stosowania opisanych powyżej zabiegów. Ponadto rząd planuje wdrożyć zmiany dopiero od 2024 r., czyli po wyborach. Z jednej strony rząd ogłasza, że nie będzie finansował nowych programów poprzez fundusz przeciwdziałania COVID 19, a z drugiej na wystąpieniach wyborczych obiecywana jest kontynuacja wydatków w ramach Rządowego Funduszu Inwestycji Lokalnych i Funduszu Polski Ład. To są zapowiedzi niespójne, rodzące podejrzenie o szczerą intencję poprawy wiarygodności i jakości finansów publicznych w Polsce. Istnieje ryzyko, że zmiany nie zostaną ostatecznie wdrożone. Tak było np. z poszerzeniem zakresu reguły wydatkowej o państwowe fundusze celowe. Najpierw rząd wprowadził ustawą tą zmianę, która zresztą jest jednym z kamieni milowych KPO, po czym kilka miesięcy później wrzutką w ustawie o dodatku węglowym wycofał te zmiany. Dopiero po negatywnej ocenie realizacji kamienia milowego rząd ponownie wprowadził zmianę uszczelniającą regułę.

**Ani pandemia, ani wojna nie usprawiedliwiają niszczenia konstytucyjnej rangi „budżetu państwa”, wyprowadzania spod kontroli społecznej ogromnych kwot wydatków publicznych oraz stosowania kreatywnych zabiegów księgowych w celu zanizania deficytu budżetowego i omijania reguł budżetowych.**

## 3. Warunki makroekonomiczne i rynkowe w I połowie 2023

### TŁO MIĘDZYNARODOWE

W latach 2021-2022 gospodarka światowa musiała mierzyć się z dwoma dużymi szokami, tj. pandemią oraz wybuchem wojny w Ukrainie. Ekspansywna polityka pieniężna i budżetowa w czasie pandemii oraz powyższe szoki były ważnymi powodami pojawienia się niespotykanej w tym wieku presji cenowej. Globalna inflacja zaczęła dynamicznie rosnąć już po otwarciu gospodarek w 2021 roku. Było to wynikiem szoku podażowego (zaburzenia w łańcuchach dostaw), popytowego (dynamiczne odbicie gospodarek w wyniku zniesienia ograniczeń covidowych) oraz skoku cen surowców. W lutym 2022 roku rozpoczęła się wojna Rosji z Ukrainą, która początkowo miała większy wpływ na inflację niż wzrost gospodarczy (PKB). Spowodowała kolejne pasmo szoków, szczególnie dotkliwy okazał się kryzys gazowy z powodu transformacji energetycznej i uzależnienia wielu krajów w Europie od dostaw gazu z Rosji, ale także wzrost cen ropy i żywności. Skutki wojny miały przy tym większy wpływ na Europę niż USA, podbijając szczególnie mocno ceny gazu.

W reakcji na przyspieszenie niepokojącej społeczeństwa inflacji konsumencje (CPI) banki centralne krajów rozwiniętych zareagowały spóźnionymi podwyżkami stóp procentowych. Dodatkowo, doświadczenia z szoku paliwowego lat 70-tych poprzedniego wieku skłoniły banki centralne do szybkiego działania, aby zapobiec tzw. efektom drugiej rundy. Z tego względu, skala podnoszenia stóp przez największe banki centralne, tj. amerykański Fed i Europejski Bank Centralny (EBC), były najszybsze od kilku dekad. W efekcie krzywe dochodowości na rynkach rozwiniętych zaczęły wyceniać potencjalnie duży wzrost stóp procentowych: w szczycie do 5,7% w USA i 5,1% w Eurolandzie.

### SYTUACJA NA GLOBALNYM I LOKALNYM RYNKU DŁUGU

Wzrost rentowności obligacji przebiegał w kilku etapach. Zarówno banki centralne jak i rynki finansowe stopniowo nabierały przekonania, że skok inflacji

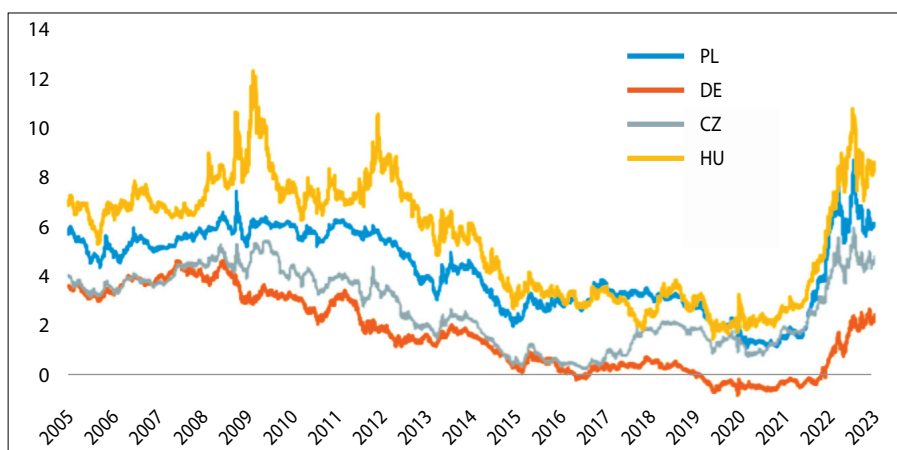
nie ma charakteru przejściowego. Na polskim rynku długu przecena obligacji rozpoczęła się już w drugiej połowie 2021 roku, a więc blisko trzy kwartały przed wybuchem wojny w Ukrainie. Rentowności niemieckich obligacji 10-letnich od wybuchu pandemii COVID-19 do końca 2021 roku były ujemne – wróciły do poziomów dodatnich tuż przed wybuchem wojny. To oznacza, że pierwsza faza wyprzedzaży polskiego długu – przed 24 lutym 2022 r. – odbywała się głównie pod wpływem dynamicznego ożywienia gospodarczego w Polsce, wzrostu krajowych oczekiwań inflacyjnych, a także skoku cen surowców zagranicą i przy pewnym udziale rosnących oczekiwań na podwyżki stóp w USA.

Przecena długu przyspieszyła po wybuchu wojny, zarówno na rynku europejskim, bezpośrednio dotkniętym szokiem energetycznym, ale także na rynku amerykańskim, który mniej odczuwał wpływ wysokich cen gazu. Powodem tego była wysoka nierównowaga na rynku pracy w USA, silny wzrost płac, niedobory towarów importowanych i skok cen surowców. Wszystkie te czynniki spowodowały „rozlewanie się” inflacji w USA, czyli występowanie tzw. efektów drugiej rundy, co obrazował wzrost inflacji bazowej w USA, ale także w Europie.

Warto zwrócić uwagę, że wzrost rentowności polskich obligacji przebiegał znacznie szybciej niż na rynkach bazowych (USA i Eurolandzie) oraz niektórych krajach regionu (np. w Czechach). W efekcie tzw. spread rentowności polskich obligacji rządowych do ich niemieckich odpowiedników się rozszerzył. Premia zawarta w rentownościach polskich obligacji rosła także szybciej niż miało to miejsce w relacji papierów czeskich wobec niemieckich. Taka wycena polskiego długu odzwierciedlała rosnące oczekiwania inflacyjne rynków finansowych w efekcie wcześniej prowadzonej bardzo łagodnej polityki gospodarczej w Polsce. Podwyżkom stóp procentowych NBP towarzyszyła ekspansja fiskalna oraz inne decyzje utrudniające walkę z inflacją, tj. duże podwyżki płacy minimalnej czy wakacje kredytowe, bezpośrednio hamujące wpływ podwyżek stóp na gospodarkę. W efekcie dane pokazywały duże ryzyko utrwalenia wysokiej inflacji w Polsce, znacznie przekraczające podobne obawy w Eurolandzie czy Czechach. Dodatkowym czynnikiem, który odpowiadał za wzrost spreadu polskich obligacji do niemieckich było ryzyko kredytowe kraju (sovereign risk), szczególnie widoczne po wybuchu wojny. Polska zadeklarowała także istotne

zwiększenie wydatków obronnych, co oznaczało wzrost potrzeb pożyczkowych i wymaganej premii za ryzyko. Na to wszystko nałożyły się trwające od wielu lat zmiany mikrostruktury rynku: spadek jego płynności, załamanie rynku odkupu warunkowego (tzw. repo) w wyniku objęcia tych operacji podatkiem bankowym i co najważniejsze: osłabienie roli dealerów skarbowych papierów, których niższa aktywność pogorszyła płynność i efektywność działania tego rynku. Gorzej niż w przypadku Polski rynki finansowe oceniały w UE wiarygodność polityki antyinflacyjnej i ryzyko kredytowe jedynie na Węgrzech.

Wykres 25.  
Rentowności obligacji 10-letnich wybranych państw

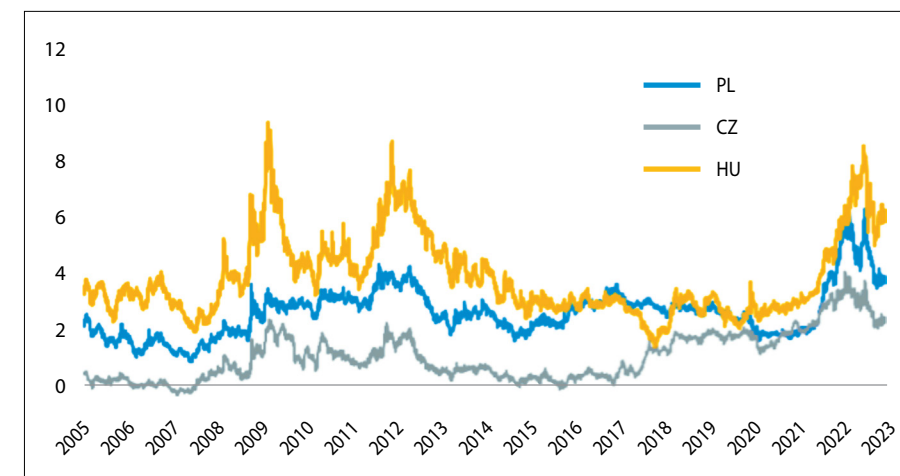


Źródło: Macrobond

Globalny i krajowy rynek obligacji osiągnęły szczyt rentowności w październiku 2022 roku. W przypadku polskich papierów rządowych praktycznie na całej krzywej dochodowości, na poziomie 9%, najwyższym od 20 lat. Od października 2022 roku rentowności polskich obligacji istotnie spadły, w przypadku papierów 10-letnich do około 6% obecnie. Jednak powody zmiany trendu leżały głównie poza Polską. W październiku, w USA pojawiły się pierwsze sygnały wolniejszego wzrostu inflacji bazowej, co rynki finansowe zinterpretowały jako zapowiedź zbliżającego się końca cyklu podwyżek Fed (tzw. Fed pivot). Od tego czasu – pomimo dalszych podwyżek stóp – rentowności amerykańskiego rynku długu

lekko spadły, a następnie przeszły w trend boczny. Dolar zaczął tracić na wartości, a na większości dużych rynków wschodzących pojawił się nowy kapitał.

Wykres 26.  
Spready obligacji 10-letnich wybranych państw do Niemiec



Źródło: Macrobond

Skok kursu EUR/USD pokazywał, że kapitał odpływa z USA. Jednocześnie w Polsce pojawiły się dane makroekonomiczne wskazujące na zbliżające się spowolnienie gospodarcze oraz wspierające zapowiedzi NBP o bliskim zakończeniu cyklu podwyżek stóp procentowych. W późniejszym okresie zmieniło się także podejście do polityki budżetowej w Polsce, zamiast zapowiedzi dużych i kosztownych programów wydatkowych, pojawiły się – przynajmniej przejściowo – mniej kosztowne. Ważnym elementem wpływającym na stabilizację złotego w czwartym kwartale 2022 roku (a pośrednio także polskiego rynku długu) były także zmiany na międzybankowym rynku pieniężnym, tj. ograniczenie dostępu banków do płynności w złotych, a także wzrost płynności w walutach. Powodem tych zmian były duże emisje obligacji detalicznych przez Ministerstwo Finansów, które zaabsorbowały oszczędności gospodarstw domowych i jednocześnie ograniczyły napływ nowych depozytów detalicznych do banków. Te środki są naturalnym i stabilnym (średnioterminowym) źródłem finansowania

działalności bankowej. Oszczędności gospodarstw domowych napłynęły do Ministerstwa Finansów, a następnie wróciły na rynek międzybankowy poprzez BGK (dysponenta nadwyżek płynnościowych budżetu państwa) w formie krótkoterminowego pieniądza. W efekcie banki miały mniej średnioterminowego finansowania z depozytów, a więcej krótkoterminowej płynności z rynku międzybankowego, co spowodowało, że koszt złotego na rynku międzybankowym wzrósł. Jednocześnie w systemie finansowym pojawiło się więcej walut, ponieważ wysoka inflacja i wybuch wojny skłoniły gospodarstwa domowe do lokowania części swoich oszczędności w depozytach walutowych. Powyższe zmiany spowodowały, że płynność w złotych podrożała, a w walutach potaniała, co zniechęciło inwestorów krótkoterminowych do spekulowania przeciw złotemu, umocniło polską walutę i pomogło ustabilizować rynek obligacji rządowych.

#### ODPŁYW KAPITAŁU ZAGRANICZNEGO Z POLSKIEGO RYNKU DŁUGU

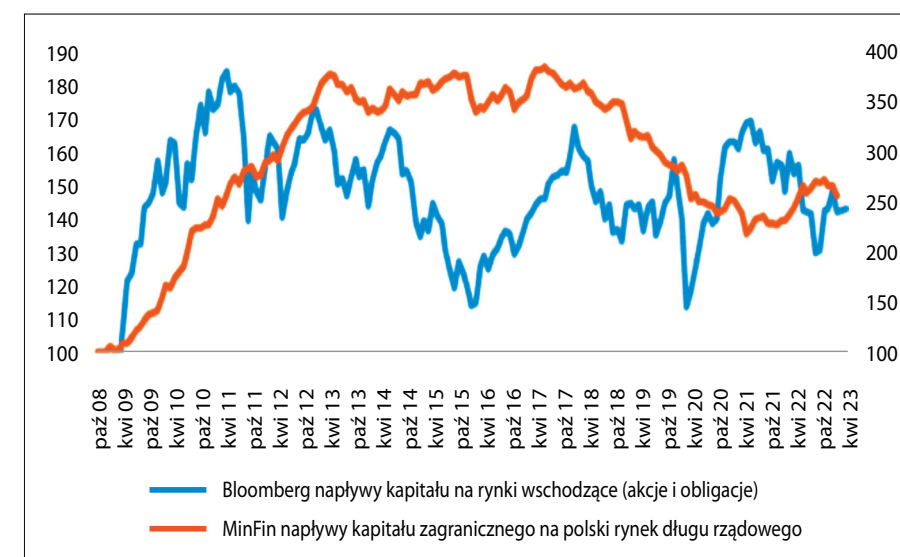
Od globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. rynki wschodzące cieszyły się zmiennym zainteresowaniem inwestorów zagranicznych, ale generalnie ich znaczenie jako klasy aktywów było raczej stałe (wykres X). W przypadku polskiego rynku długu, od 2017 roku nastąpił wieloletni odpływ kapitału zagranicznego. Powody były różne, głównie to niewystarczająca premia za ryzyko jaką dawała inwestycja w polskie obligacje skarbowe, ponieważ ich rentowności zbliżone były do rentowności obligacji krajów rozwiniętych. W tym czasie potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych były finansowane przez krajowe oszczędności, głównie zgromadzone w sektorze bankowym. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym zaangażowanie banków na rynku obligacji rządowych, był podatek bankowy, z którego wyłączone były papiery skarbowe. „Wypychał” on kredyt prywatny (niska kreacja kredytu wynikała również z obniżonej skłonności firm do inwestowania), a zachęcał sektor bankowy do lokowania środków w obligacje rządowe.

**Zwracamy uwagę, że pomimo wzrostu rentowności polskich obligacji do poziomu najwyższego od 20 lat, na przełomie 2021-22 roku pojawiło się w Polsce tylko około 30 mld złotych nowego kapitału zagranicznego. Portfel polskich obligacji w posiadaniu inwestorów zagranicznych nie po-**

**wrócił nawet do poziomu sprzed pandemii. W tym samym czasie inne tzw. rynki wschodzące doświadczały dużego napływu kapitału, szczególnie na przełomie 2020-21. „Omijanie” polskiego rynku długu przez inwestorów zagranicznych jest sygnałem wskazującym na podwyższone ryzyko kraju, które może odzwierciedlać niską wiarygodność polityki antyinflacyjnej albo obawy o wzrost wydatków budżetowych w okresie wyborczym.**

Wykres 27.

Zaangażowanie inwestorów na rynkach wschodzących i w Polsce (indeks październik 2008 =100)



Źródło: MinFin, Bloomberg

Warto zauważyć, że portfel polskich obligacji skarbowych w rękach inwestorów zagranicznych ponownie spadł na przełomie lat 2022-23, a więc kiedy polskie obligacje zyskiwały na wartości, a złoty umocnił i kurs EUR/PLN powrócił do poziomu sprzed wojny. Niskie zainteresowanie inwestorów zagranicznych polskim rynkiem długu wynikał także z opisanych wcześniej zmian na międzybankowym rynku pieniężnym, spowodowanych przez odpływ depozytów



z banków po wybuchu wojny, a także do konkurencyjnych obligacji detalicznych Skarbu Państwa. To spowodowała zmianę struktury płynności na rynku międzybankowym. Pogorszył się dostęp do długoterminowej płynności, tj. depozytów klientów detalicznych. Natomiast wzrosła ilość środków dostępnych z rynku międzybankowego, bo część oszczędności gospodarstw domowych trafiła do Ministerstwa Finansów (klienci kupowali dużo skarbowych obligacji detalicznych), a następnie przez BGK na rynek międzybankowy, ale w formie krótkoterminowej płynności. W wyniku tych zmian dostęp do złotego dla inwestorów zagranicznych także spadł. Z jednej strony to wsparło kurs złotego, bo utrudniło spekulowanie na osłabienie polskiej waluty, ale jednocześnie efektem ubocznym tych zmian był także wzrost kosztów finansowania inwestycji w polskiej obligacje, dla inwestorów zagranicznych. To obniżyło atrakcyjność inwestycji w polskie obligacje rządowe, pomimo wysokich rentowności jakie one oferowały.

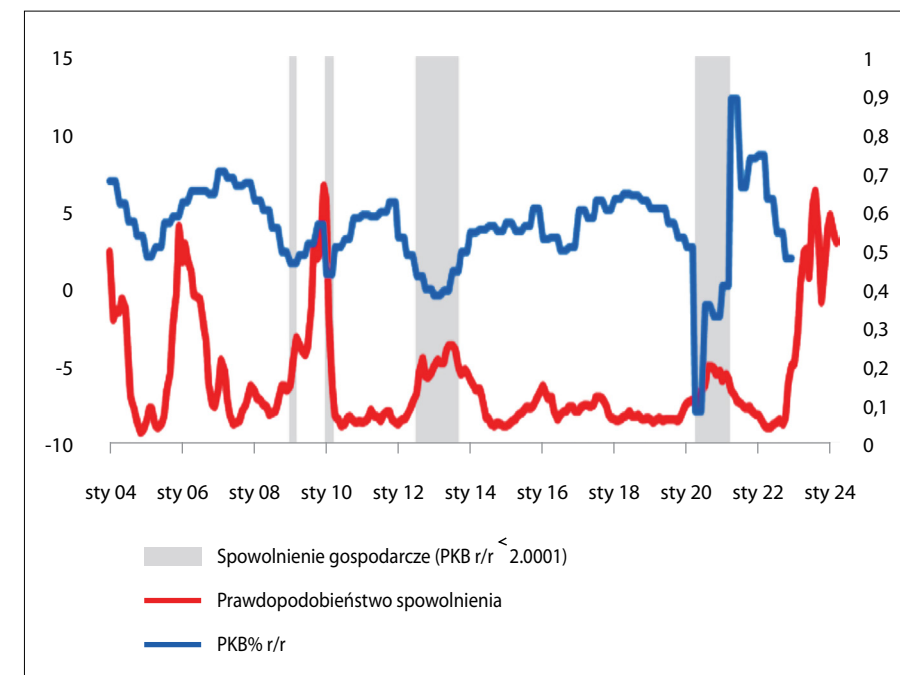
#### OCZEKIWANIA RYNKÓW FINANSOWYCH ZAWARTE W KRZYWEJ DOCHODOWOŚCI

Krzywa dochodowości jest użytecznym narzędziem wskazującym na oczekiwania rynków finansowych co do przyszłej koniunktury i inflacji. Na początku cyklu koniunkturalnego krzywa dochodowości ma nachylenie dodatnie (wyższe rentowność obligacji 10-letnich w porównaniu do 2-letnich, lub swapów procentowych). To sytuacja, kiedy stopy procentowe są niskie, a tempo wzrostu gospodarczego przyspiesza, rosną wtedy oczekiwana inflacyjne oraz przewidywania podwyżki stóp procentowych. Dzisiaj jednak krzywe dochodowości w Polsce, Środkowej Europie i rynkach rozwiniętych mają nachylenie ujemne (niższa rentowność obligacji 10-letnich w porównaniu do 2-letnich). Taki kształt oznacza oczekiwane spowolnienie gospodarcze, a z nim spadek inflacji i stóp procentowych.

Prosty model ekonometryczny z oszacowanymi na danych z Polski parametrami wskazuje, że dzisiaj obawy o spowolnienie gospodarcze i nadzieje na spadek inflacji są porównywalne do tych z czasu globalnego kryzysu finansowego w 2009 roku. Nie jest to wynik zaskakujący zważywszy na skalę dokonanych podwyżek stóp procentowych w Polsce i za granicą, pogorszenie realnych dochodów podkopujące wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych (recesja

konsumencka), a także trwający kryzys bankowy w USA, który w skrajnym scenariuszu może spowodować załamanie kredytowe w tym kraju.

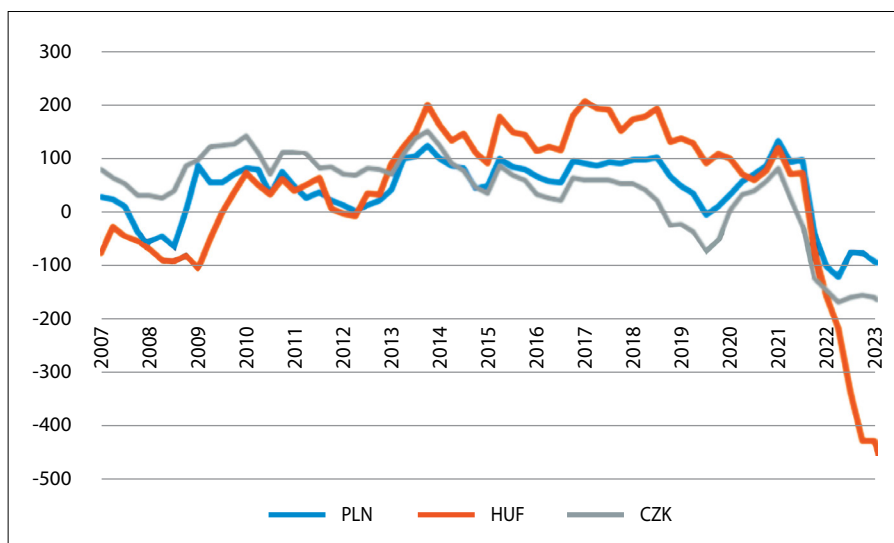
Wykres 28.  
Prawdopodobieństwo spowolnienia gospodarczego  
odczytane z krzywej dochodowości



Źródło: Macrobond

**Porównanie regionalne daje mało optymistyczne wnioski dla Polski. Negatywne nachylenie złotej krzywej dochodowości (różnica rentowności obligacji albo swapów procentowych o zapadalności 10 i 2 lata) jest mniejsze niż w Czechach, a także zdecydowanie mniejsze niż na krzywej węgierskiej. Naszym zdaniem jest to sygnał wskazujący na niższą wiarę inwestorów w trwałe obniżenie inflacji w Polsce niż ma to miejsce w przypadku rynku czeskiego albo węgierskiego. Wskazuje to na podwyższone oczekiwania inflacyjne inwestorów w Polsce na tle regionu (Czech i Węgier).**

Wykres 29.  
Nachylenie krzywej dochodowości w Polsce, Czechach i Węgrzech  
(różnica stawek swapów procentowych IRS o zapadalności 10 i 2 lata)



Źródło: Macrobond

## 4. Struktura długu publicznego w Polsce

Omawianie struktury (według różnych kryteriów), ale też poziomu czy dynamiki długu publicznego w Polsce należy zacząć od podstawowego uporządkowania pojęć i definicji, które są w mierzeniu tego długu stosowane i go opisują. Często bowiem nieświadomie lub świadomie (np. by poprzeć jakąś tezę o niskim lub przeciwnie wysokim długu publicznym w Polsce) stosowane jest po prostu pojęcie długu publicznego, choć pod nim mogą się kryć różne miary i w związku z tym dane statystyczne i finansowe. W ekstremalnym przypadku różnica pomiędzy poszczególnymi miarami długu publicznego w Polsce wyniosła na koniec 2022 r. prawie 14% PKB<sup>7</sup>, co w warunkach roku ubiegłego oznacza różnicę wynoszącą ponad 420 mld zł<sup>7</sup>. Trzeba zaznaczyć, że jest to sytuacja

<sup>7</sup> Do obliczeń przyjęto PKB nominalne w 2022 r. wynoszące 3 078 325 mln zł.

niespotykana w innych krajach. W UE najczęściej używa się jednej, zgodnej z metodologią i definicją EUROSTAT-u, miary długu publicznego.

### MIARY DŁUGU PUBLICZNEGO W POLSCE

Cztery najbardziej popularne miary długu publicznego w Polsce to:

- państwowy dług publiczny (na koniec 2022 r. wyniósł 1 209 594,1 mln zł)
- dług Skarbu Państwa (na koniec 2022 r. wyniósł 1 113 557,0 mln zł),
- kwota art. 38a ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (na koniec 2022 r. wyniosła około 1 089 727,1 mln zł<sup>8</sup>)
- dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (dług EDP) (na koniec 2022 r. wyniósł 1 512 226,8 mln zł)

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

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

Państwowy dług publiczny oblicza się jako wartość nominalną zobowiązań jednostek sektora finansów publicznych po wyeliminowaniu wzajemnych zobowiązań między jednostkami tego sektora (czyli po tzw. konsolidacji)<sup>9</sup>. PDP można podzielić na zadłużenie podsektora rządowego, zadłużenie podsektora

<sup>8</sup> Zgodnie z art. 38a ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych kwota ta musi zostać ogłoszona przez Ministra Finansów do 31 maja w drodze obwieszczenia, w Dzienniku Urzędowym Rzeczypospolitej Polskiej „Monitor Polski”.

<sup>9</sup> Zadłużenie sektora finansów publicznych przed konsolidacją (wg nominalu, w mln zł) jest kolejną miarą długu publicznego, mniej znaną, ale także publikowaną przez Ministerstwo Finansów.

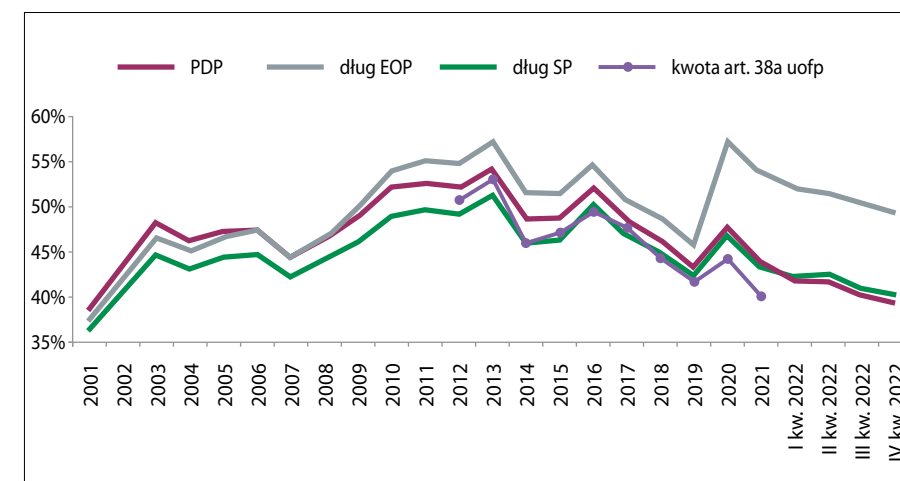
samorządowego oraz zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych. PDP jest polską koncepcją, wyliczany zgodnie z polską metodologią. Fakt istnienia krajowej definicji długu publicznego wynika z unikalnego w Polsce rozwiązania w postaci konstytucyjnego limitu 3/5 relacji długu publicznego do PKB, wprowadzonego Konstytucją RP z 1997 r. Obowiązująca w Polsce konstytucyjna reguła fiskalna oraz towarzyszące jej dodatkowe procedury ostrożnościowe i sanacyjne uruchamiane po przekroczeniu przez relację długu do PKB odpowiednio progów: 50%, 55% i 60% wymagały precyzyjnego ustawowego zdefiniowania sposobu liczenia państwowego długu publicznego oraz zakresu podmiotowego sektora finansów publicznych (zakres ten nie uległ zasadniczym zmianom od 1998 r., a więc od uchwalenia pierwszej ustawy o finansach publicznych).

**Dług Skarbu Państwa** jest główną częścią PDP (92,1% na koniec 2022 r.) i głównym elementem zadłużenie podsektora rządowego (99,8% na koniec 2022 r.).

**Kwota art. 38a** ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych ma zastosowanie w procedurach ostrożnościowych i sanacyjnych w przypadku przekroczenia progów długu określonych w ustawie oraz w określaniu wielkości korekty kwoty wydatków wyznaczanych zgodnie z stabilizującą regułą wydatkową, zdefiniowaną w ustawie. Kwota ustalona w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez NBP i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego i pomniejszona o kwotę wolnych środków służących finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnym roku budżetowym.

Definicja unijna długu publicznego to **dług sektora instytucji rządowych i samorządowych** (ang. *general government*, wg europejskiego systemu rachunków narodowych ESA 95) liczony jednolicie we wszystkich państwach Unii Europejskiej (w tym w Polsce). Unijna 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.

Wykres 30.  
Państwowy dług publiczny, dług EDP  
i dług Skarbu Państwa w relacji do PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów

Podstawowe różnice pomiędzy kategoriami państwowy dług publiczny a dług sektora instytucji rządowych i samorządowych to aż pięć elementów:

#### 1. zakres sektora finansów publicznych:

- fundusze umiejscowione w Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK) nie są zaliczane do sektora finansów publicznych, są zaliczane do sektora instytucji rządowych i samorządowych;
- przekierowanie transakcji do sektora instytucji rządowych i samorządowych, w tym Tarczy Finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) – obligacje wyemitowane na sfinansowanie tarczy powiększają dług EDP;
- przedsiębiorstwa publiczne nieprowadzące działalności rynkowej (tzn. niespełniające kryterium ilościowego, tj. 50% relacji przychodów z własnej działalności do kosztów oraz kryteriów jakościowych) są zaliczone do sektora instytucji rządowych i samorządowych;

**2. tytuły dłużne:**

– zobowiązania wymagalne, tj. takie, których termin płatności minął i które nie zostały przedawnione ani umorzone, stanowią w Polsce jedną z kategorii długu publicznego, natomiast zgodnie z metodologią unijną traktowane są jako wydatek na bazie memoriałowej (wpływają na poziom deficytu) i nie są zaliczane do długu; powyższa rozbieżność wynika z odmiennych zasad rachunkowości – w Polsce budżet państwa prowadzony jest na bazie kasowej;

– zrestrukturyzowane bądź zrefinansowane kredyty handlowe o pierwotnym terminie zapadalności równej rok lub mniej są, zgodnie z metodologią unijną, zaliczane do kategorii kredyty pożyczki w długu sektora instytucji rządowych i samorządowych;

**3. wycena zobowiązań wyrażonych w walutach obcych:**

– w obydwu metodologiach zobowiązania wyrażone w walutach obcych podlegają przeliczeniu na walutę polską według średniego kursu ogłaszanego przez NBP obowiązującego w ostatnim dniu roboczym danego okresu sprawozdawczego, jednakże metodologia unijna dodatkowo uwzględnia ewentualne transakcje typu cross currency swap, które wpływają na strukturę walutową zobowiązań;

**4. dług potencjalny:**

– w państwowym długu publicznym dług potencjalny nie jest uwzględniany, natomiast zgodnie z regulacjami unijnymi w określonej sytuacji może stać się długiem podmiotu udzielającego poręczenia lub gwarancji (operacja przejęcia długu);

**5. klasyfikacja sektorowa przedsięwzięć infrastrukturalnych:**

zgodnie z wytycznymi Eurostatu w odniesieniu do klasyfikacji sektorowej niektórych przedsięwzięć związanych z budową infrastruktury w zadłużeniu sektora instytucji rządowych i samorządowych ujmowane są nakłady inwestycyjne poniesione przez podmioty realizujące te inwestycje.

Tabela 1.  
Różnice pomiędzy kategoriami  
państwowy dług publiczny a dług sektora instytucji rządowych

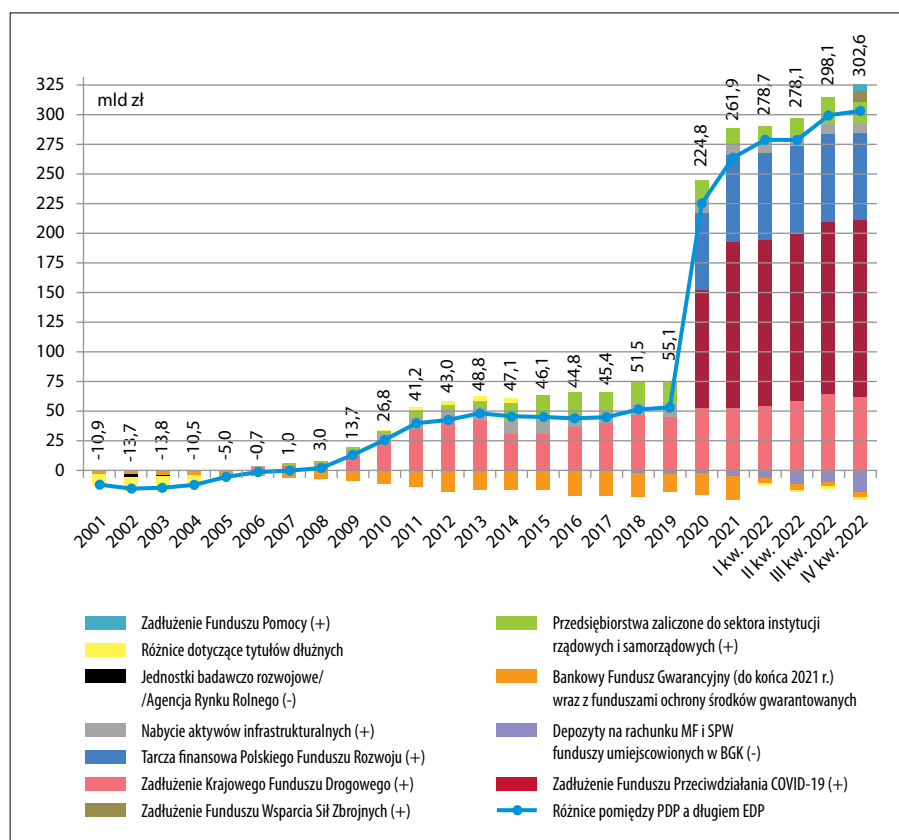
WYSZCZEGÓLNIENIE	2016	2017	2018	2019	2020	2021	IV kw. 2016
<b>Państwowy dług publiczny</b>	<b>965 199,0</b>	<b>961 841,5</b>	<b>984 313,5</b>	<b>990 948,4</b>	<b>1111806,3</b>	<b>1148579,0</b>	<b>1209594,1</b>
<i>1. Dostosowanie zakresu sektora</i>	46 943,2	46 975,7	52 902,6	56 615,9	225 024,2	262 891,8	304 528,3
• Zadłużenie Krajowego Funduszu Drogowego (skonsolidowane w ramach sektora)	38 467,0	41 087,0	47 952,3	47 133,4	53 222,8	54 359,5	62 729,8
• Zadłużenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (skonsolidowane w ramach sektora)	–	–	–	–	99 448,9	138 827,0	148 183,2
• Zadłużenie Funduszu Pomocy	–	–	–	–	–	–	6 096,9
• Zadłużenie Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych	–	–	–	–	–	–	9 913,0
• Tarcza finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju	–	–	–	–	65 400,0	73 900,0	73 900,0
• SPW i depozyty na rachunku MF funduszy umiejscowionych w BGK	-1 384,1	-1 023,1	-1 588,8	-2 257,8	-1 994,2	-3 707,6	-16 364,6
• Nabycie aktywów infrastrukturalnych (autostrady)	10 699,0	10 341,9	9 961,8	9 538,5	8 995,6	8 435,6	7 847,8
• Dług przedsiębiorstw zaliczanych do sektora instytucji rządowych i samorządowych	17 454,8	15 611,9	16 961,8	18 294,1	24 089,2	25 819,4	28 664,7
• Aktywa przedsiębiorstw zaliczonych do sektora instytucji rządowych i samorządowych	-38,4	-112,3	-272,3	-276,8	-5 165,3	-12 580,1	-11 429,5
• BFG (do końca 2021 r.) wraz z funduszami ochrony środków gwarantowanych	-18 255,0	-18 930,5	-19 848,4	-15 815,6	-18 972,9	22 161,9	-5 013,0
<i>2. Różnice dotyczące tytułów dłużnych</i>	-2 120,3	-1 617,7	-1 417,7	-1 542,0	-272,9	-971,2	-1 985,5
• zobowiązania wymagalne	-1 733,0	-2 106,1	-1 733,1	-1 930,9	-1 688,7	-1 632,4	-2 073,0
• przejęcia zadłużenia w wyniku uruchomienia gwarancji	0,1	2,3	2,1	0,0	4,2	12,2	0,3
• zrestrukturyzowane/zrefinansowane kredyty handlowe, leasing zwrotny i inne	693,2	725,5	763,5	847,7	816,3	722,6	720,0
• instrumenty pochodne	-1 080,7	-239,5	-450,2	-458,9	595,3	-73,6	-542,8
<b>Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych</b>	<b>1010021,9</b>	<b>1007199,6</b>	<b>1035798,3</b>	<b>1046022,3</b>	<b>1336557,6</b>	<b>1410499,5</b>	<b>1512226,8</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów

Splata zadłużenia wyżej wymienionych (w tabeli 1 i na wykresie 31) funduszy pozabudżetowych obsługiwanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego

i Polskiego Funduszu Rozwoju S.A. w łącznej wysokości 240,3 mld zł, według stanu na koniec 2022 r. (na koniec 2021 r. była to wartość 214,4 mld zł), jest gwarantowana przez Skarb Państwa. Udzielenie tych gwarancji nie zostało jednak objęte limitami określonymi w ustawie budżetowej, nie analizowano ryzyka ich spłaty przez Skarb Państwa. Oznacza to także wyłączenie tych pozycji potencjalnych zobowiązań Skarbu Państwa spod kontroli Parlamentu dokonywanej w trybie przewidzianym dla ustawy budżetowej.

Wykres 31.  
Różnice pomiędzy długiem EDP a PDP



Źródło: Ministerstwo Finansów

**Wykup obligacji emitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego na rzecz obsługiwanych funduszy pozabudżetowych oraz przez Polski Funduszu Rozwoju rozpocznie się w 2024 r. Do uregulowania części tych zobowiązań konieczne może okazać się zaangażowanie środków publicznych, które wygeneruje wzrost długu Skarbu Państwa.**

Zwiększona skala przenoszenia finansowania zadań publicznych do funduszy pozabudżetowych obsługiwanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego i do Polskiego Funduszu Rozwoju S.A., pozwala na kreowanie niższego deficytu budżetu państwa, niż gdyby finansowanie to odbywało się bezpośrednio z budżetu państwa i wpływało na wzrost długu Skarbu Państwa. **Ceną za uzyskanie pożądanej wielkości deficytu budżetu państwa, niższej niż rzeczywista nierównowaga finansów publicznych, jest ponoszenie wyższych kosztów obsługi zadłużenia znajdującego się poza kontrolą parlamentarną. W całym okresie zapadalności obligacji emitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 i Funduszu Pomocy oraz przez Polski Funduszu Rozwoju S.A. koszty ich obsługi będą wyższe o nawet kilkanaście miliardów złotych od kosztów, jakie poniosłby budżet państwa na obsługę skarbowych papierów wartościowych. Dokładne oszacowanie kwoty wymagałoby poczynienie szeregu założeń, ale z pewnością mowa o ponad 10 mld zł dodatkowych kosztów w perspektywie do 2040 r.**

#### STRUKTURA DŁUGU PUBLICZNEGO W POLSCE – STAN NA KONIEC 2022 ROKU

Dane dotyczące struktury długu publicznego w Polsce dotyczą przede wszystkim PDP, co wynika z faktu większej dostępności, częstszej publikacji i aktualizacji informacji o zadłużeniu sektora finansów publicznych w ujęciu krajowym (polska metodologia). Są one jednak informatywne, dające przybliżony obraz tego jak zmienia się struktura polskiego długu publicznego. Stąd warto przedstawić strukturę tego długu według różnych kryteriów:

– miejsca emisji (wg nominału, mln zł) – w podziale na dług krajowy i zagraniczny

Tabela 2.  
Struktura państwowego długu publicznego  
według miejsca emisji i tytułu zobowiązania

WYSZCZEGÓLNIENIE	IV kw. 2022	struktura IV kw. 2022	zmiana IV kw. 2022 – III kw. 2022		zmiana IV kw. 2022 – IV kw. 2021	
			w mln zł	%	w mln zł	%
<b>Dług sektora finansów publicznych</b>	<b>1 209 594,1</b>	<b>100%</b>	<b>28 089,1</b>	<b>2,4%</b>	<b>61 015,1</b>	<b>5,3%</b>
<b>Dług krajowy</b>	<b>896 671,8</b>	<b>74,1%</b>	<b>21 349,9</b>	<b>2,4%</b>	<b>37 617,0</b>	<b>4,4%</b>
1. Dług z tytułu papierów wartościowych	806 633,3	66,7%	9 347,1	1,2%	23 112,4	2,9%
2. Dług z tytułu pożyczek i kredytów	65 424,2	5,4%	3 750,1	6,1%	-26,1	0,0%
3. Pozostały dług sektora finansów publicznych	24 613,3	2,0%	8 252,6	50,4%	14 530,8	144,1%
<b>Dług zagraniczny</b>	<b>312 922,3</b>	<b>25,9%</b>	<b>6 739,2</b>	<b>2,2%</b>	<b>23 398,1</b>	<b>8,1%</b>
1. Dług z tytułu papierów wartościowych	175 068,5	14,5%	4 693,8	2,8%	4 967,6	2,9%
2. Dług z tytułu pożyczek i kredytów	137 838,2	11,4%	2 088,0	1,5%	18 432,9	15,4%
3. Pozostały dług sektora finansów publicznych	15,6	0,0%	-42,6%	-73,2%	-2,5	-13,6%

Źródło: Ministerstwo Finansów

Na koniec IV kwartału 2022 r. dług krajowy według kryterium miejsca emisji wyniósł 896,7 mld zł, co oznaczało wzrost o 37,6 mld zł (+4,4%) w porównaniu z końcem 2021 r. Natomiast dług zagraniczny wyniósł 312,9 mld zł, tj. wzrost o 23,4 mld zł (+8,1%) w porównaniu z końcem 2021 r. Wzrost długu zagranicznego w 2022 r. był głównie wypadkową:

- wzrostu długu SP w EUR (+3,5 mld EUR) z tytułu kredytów zaciągniętych w międzynarodowych instytucjach finansowych oraz pożyczek Komisji Europejskiej,
- osłabienia złotego wobec EUR i USD - wzrost długu z tego tytułu w 2022 r. wyniósł 5,9 mld zł.

Udział długu zagranicznego w PDP na koniec IV kwartału 2022 r. wyniósł 25,9%.

- kryterium rezydenta (wg nominału, mln zł) - w podziale na dług krajowy i zagraniczny

Tabela 3. Struktura państwowego długu publicznego według rezydenta

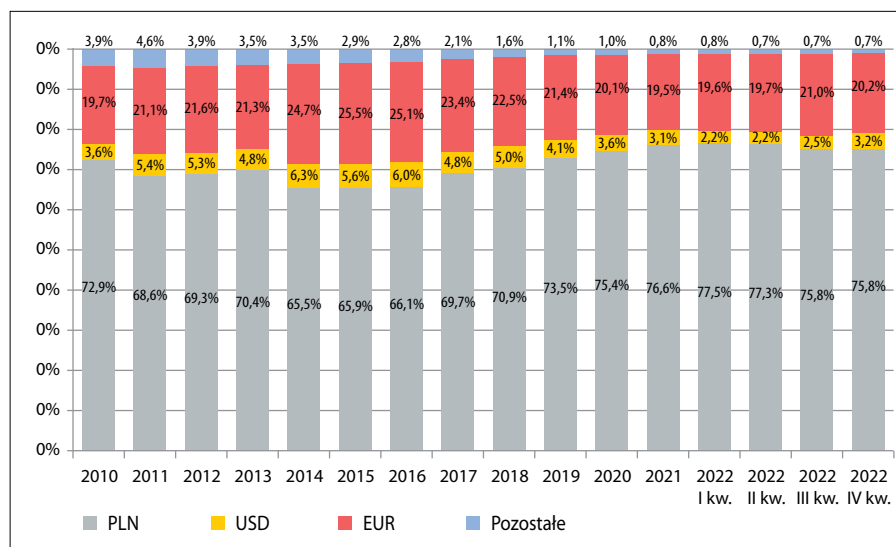
WYSZCZEGÓLNIENIE	IV kw. 2022	struktura IV kw. 2022	zmiana IV kw. 2022 – III kw. 2022		zmiana IV kw. 2022 – IV kw. 2021	
			w mln zł	%	w mln zł	%
<b>Dług sektora finansów publicznych</b>	<b>1 209 594,1</b>	<b>100%</b>	<b>28 089,1</b>	<b>2,4%</b>	<b>61 015,1</b>	<b>5,3%</b>
<b>Dług krajowy</b>	<b>773 885,0</b>	<b>64,0%</b>	<b>24 157,1</b>	<b>3,2%</b>	<b>15 213,3</b>	<b>2,0%</b>
1. Dług z tytułu papierów wartościowych	683 860,2	56,5%	12 154,8	1,8%	712,6	0,1%
2. Dług z tytułu pożyczek i kredytów	65 424,2	5,4%	3 750,1	6,1%	-26,1	0,0%
3. Pozostały dług sektora finansów publicznych	24 600,6	2,0%	8 252,2	50,5%	14 526,9	144,2%
<b>Dług zagraniczny</b>	<b>435 709,1</b>	<b>36,0%</b>	<b>3 931,9</b>	<b>0,9%</b>	<b>45 801,8</b>	<b>11,7%</b>
1. Dług z tytułu papierów wartościowych	297 841,6	24,6%	1 886,1	0,6%	27 367,4	10,1%
2. Dług z tytułu pożyczek i kredytów	137 838,2	11,4%	2 088,0	1,5%	18 432,9	15,4%
3. Pozostały dług sektora finansów publicznych	29,3	0,0%	-42,2%	-59,0%	1,4	5,2%

Źródło: Ministerstwo Finansów

W 2022 r. odnotowano:

- spadek zobowiązań wobec krajowego sektora bankowego o 22,6 mld zł (-4,2%),
  - wzrost zobowiązań wobec krajowego sektora pozabankowego o 37,8 mld zł (+16,6%),
  - wzrost zobowiązań wobec nierezydentów o 45,8 mld zł (+11,7%).
- według waluty zadłużenia:

Wykres 32.  
Struktura państwowego długu publicznego według waluty zadłużenia



Źródło: Ministerstwo Finansów

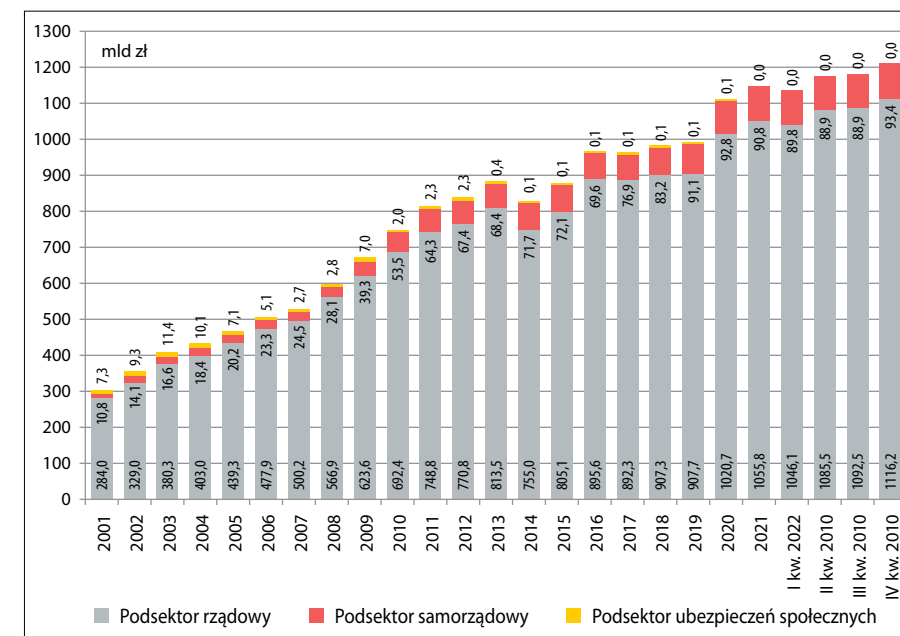
Na koniec IV kwartału 2022 r. 75,8% PDP stanowiły zobowiązania w PLN (bez zmian w porównaniu z poprzednim kwartałem i spadek o 0,8 pkt. proc. w porównaniu z końcem 2021 r.). Zobowiązania zagraniczne nominowane w PLN stanowiły 1,7% PDP, dlatego udział walut obcych w PDP (24,2%) był niższy od udziału długu zagranicznego (25,9%). Wśród walut obcych 20,2% stanowiły zobowiązania nominowane w EUR, a 3,2% zobowiązania nominowane w USD. Na dług jednostek innych niż Skarb Państwa składały się zobowiązania w PLN (96,4%) i w EUR (3,6%).

– w podziale na podsektory:

Na koniec 2022 r. na kwotę państwowego długu publicznego złożyło się:

- zadłużenie podsektora rządowego 1 116,2 mld zł,
- zadłużenie podsektora samorządowego 93,4 mld zł,
- zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych 0,03 mld zł.

Wykres 33.  
Struktura państwowego długu publicznego według podsektorów



Źródło: Ministerstwo Finansów

Tabela 4.  
Struktura państwowego długu publicznego według podsektorów (po konsolidacji)

WYSZCZEGÓLNIENIE	IV kw. 2022	struktura IV kw. 2022	zmiana IV kw. 2022 - III kw. 2022		zmiana IV kw. 2022 - IV kw. 2021	
			w mln zł	%	w mln zł	%
			<b>Zadłużenie sektora finansów publicznych</b>	<b>1 209 594,1</b>	<b>100%</b>	<b>28 089,1</b>
<b>1. Zadłużenie podsektora rządowego</b>	<b>1 116 209,7</b>	<b>92,3%</b>	<b>23 689,5</b>	<b>2,2%</b>	<b>60 430,3</b>	<b>5,7%</b>
1.1. Skarb Państwa	113 557,0	92,1%	23 760,9	2,2%	60 233,2	5,7%
1.2. Państwowe fundusze celowe z osobowością prawną	0,0	0,0%	0,0	–	0,0	–
1.3. Uczelnie publiczne	297,8	0,0%	-150,5	-33,6%	-48,6	-14,0%
1.4. Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	1 993,3	0,2%	-46,7	-2,3%	68,6	3,6%

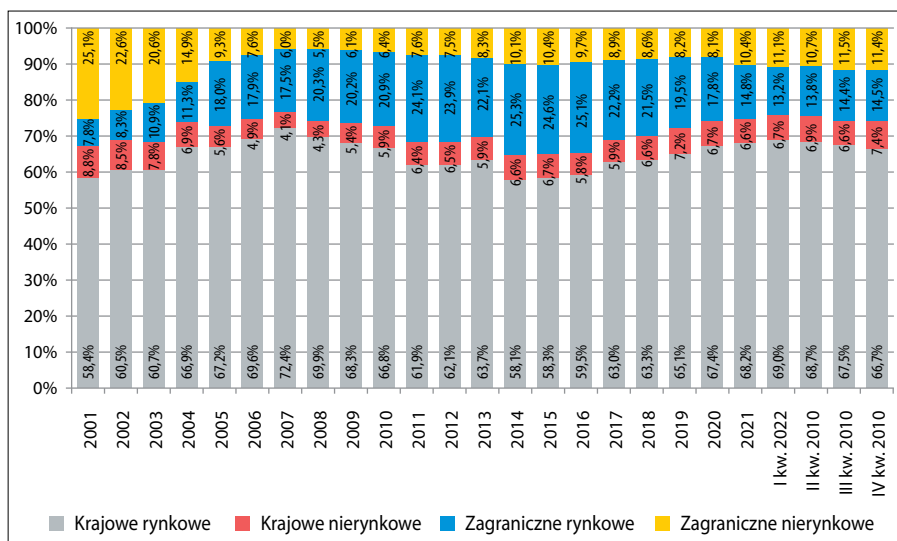
1.5. Państwowe instytucje kultury oraz państwowe instytucje filmowe	0,7	0,0%	-0,5	-45,2%	-1,0	-59,4%
1.6. PAN i tworzone przez PAN jednostki organizacyjne	18,0	0,0%	7,5	71,3%	12,0	198,9%
1.7. Pozostałe państwowe osoby prawne	342,9	0,0%	118,9	53,1%	166,0	93,8%
<b>2. Zadłużenie podsektora samorządowego</b>	<b>93 353,6</b>	<b>7,7%</b>	<b>4 409,3</b>	<b>5,0%</b>	<b>600,8</b>	<b>0,6%</b>
2.1. Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki	87 549,2	7,2%	4 247,2	5,1%	-55,8	-0,1%
2.2. Samodzielne publiczne zakłady opieki zdrowotnej	5 721,3	0,5	145,1	2,6%	638,4	12,6%
2.3. Samorządowe instytucje kultury	81,3	0,0	16,7	25,8%	18,3	29,0%
2.4. Pozostałe samorządowe osoby prawne	1,7	0,0	0,2	15,9%	0,0	-1,0%
<b>3. Zadłużenie podsektora ubezpieczeń społecznych</b>	<b>30,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-9,7</b>	<b>-24,0%</b>	<b>-16,8</b>	<b>-34,1%</b>
3.1. Zakład Ubezpieczeń Społecznych	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	-
3.2. Fundusze zarządzane przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych	30,8	0,0	-9,7	-24,0%	-16,8	-34,2%
3.3. Kasa Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
3.4. Narodowy Fundusz Zdrowia	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-

Źródło: Ministerstwo Finansów

- według instrumentów:

### Wykres 34.

#### Struktura państwowego długu publicznego według instrumentów i rynków



Źródło: Ministerstwo Finansów

W strukturze długu publicznego dominują instrumenty rynkowe (81,2% udziału na koniec IV kwartału 2022 r.), w tym przede wszystkim instrumenty wyemitowane na rynku krajowym (66,7%).

## 5. Stabilność finansowa: konsekwencje przeceny długu

### DEFINICJA STABILNOŚCI FINANSOWEJ

Według kluczowych banków centralnych stabilność finansowa to stan, w którym cały system finansowy - obejmujący pośredników (banki, fundusze inwestycyjne i emerytalne, ubezpieczycieli i inne instytucje, np. fundusze private equity i venture capital), rynki i infrastrukturę rynkową - jest w stanie przetrwać wstrząsy i ujawnienie się nierównowagi finansowej. Jednocześnie kondycja systemu finansowego jest na tyle stabilna, aby mógł on pełnić swoje ważne funkcje, tj. alokować oszczędności, aby finansowały produktywnie inwestycje, realizować płatności w gospodarce. Jeżeli system działa poprawnie może realizować swoje najważniejsze zadanie tj. wsparcie zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Aby ocenić zagrożenia dla tego preferowanego stanu stabilności analizuje się ryzyka systemowe. Kanały, którymi ryzyka systemowe mogą zakłócić poprawne działanie systemu finansowego to m.in.: ryzyko kredytowe, płynności, operacyjne, rynkowe, makro-finance (np. ryzyko „zarażenia” przez inny rynek) i makroekonomiczne.

Obecnie, w polskich warunkach, ze względu na dominujący udział banków w aktywach całego sektora finansowego, to właśnie te instytucje mają kluczowe znaczenie dla stabilności finansowej. Według NBP sytuacja w innych sektorach ma ograniczony wpływ na stabilność krajowego systemu finansowego z uwagi na mniejszą skalę działalności i inny charakter modeli biznesowych.

Według ostatniego (z grudnia 2022 r.) Raportu o stabilności systemu finansowego (NBP) najważniejsze ryzyka systemowe to obecnie: (1) konieczność



akumulacji rezerw przez banki w związku z ryzykiem prawnym jakie niesie portfel kredytów walutowych, (2) duży udział obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa w aktywach banków, (3) utrzymanie dobrej kondycji portfela kredytów mieszkaniowych, po tym jak skończą się wakacje kredytowe i klienci zaczną odczuwać efekty wysokich stóp procentowych, (4) nowe ryzyko jakim jest spadek nadwyżek kapitału banków ponad wymogi nałożone przez regulatora, co zmniejsza ich zdolność do absorbowania różnych szoków, ale także obniża ich zdolność do finansowania gospodarki kredytem i przez to może ograniczyć podaż kredytu, tempo wzrostu inwestycji a w efekcie bezinflacyjnego wzrostu gospodarczego.

#### WZAJEMNE ZALEŻNOŚCI SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH I SYSTEMU FINANSOWEGO (BANK-SOVEREIGN NEXUS)

**Istnieją silne obustronne zależności między kondycją sektora bankowego a sytuacją finansów publicznych. Lata globalnego kryzysu finansowego pokazały, że koszty naprawy sektora bankowego mogą istotnie podnieść deficyt a potem dług publiczny kraju.**

Istnieje też odwrotna zależność, pogorszenie kondycji finansów sektora finansów publicznych, wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu, przecena obligacji rządowych mogą mieć istotny negatywny wpływ na kondycję systemu finansowego (głównie banków i funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, które tradycyjnie posiadają bony i obligacje skarbowe w swoich bilansach). W takich warunkach straty banków poniesione w wyniku przeceny obligacji skarbowych, pomniejszają wynik netto (co spowolnia zwiększanie kapitałów banków), albo bezpośrednio obniżają kapitały banków (w zależności od sposobu ujęcia wyceny obligacji w bilansie banku). W następstwie tych zmian obniża się odporność banków na inne szoki oraz ogranicza ich zdolność do rozwijania akcji kredytowej w przyszłości.

Rozwinięty sektor bankowy i wysoki poziom krajowych oszczędności, które mogą finansować potrzeby pożyczkowe budżetu są pozytywną cechą danej gospodarki. W takich warunkach sektor finansów publicznych oraz cała gospodarka jest mało zależna od kapitału zagranicznego. Dodatkowo, w sytuacji niestabilności na globalnych rynkach finansowych krajowe banki mogą zapewnić

finansowanie budżetu, co pozwala obniżyć koszty obsługi długu etc.

**Jednak po przekroczeniu pewnej granicy, nadmierny udział obligacji rządowych w bilansach banków może stanowić ryzyko dla stabilności sektora finansowego i do takiego stanu zbliżamy się w Polsce.**

**Według NBP, obecnie duży udział obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa w aktywach banków jest jednym z ważnych ryzyk systemowych w Polsce.**

W rozdziale drugim tej publikacji zwracaliśmy uwagę, że od paru lat spada udział kapitału zagranicznego w finansowaniu krajowych potrzeb pożyczkowych a rośnie udział banków. W takich warunkach (wysokiej inflacji, stóp procentowych i dużej zmienności rentowności obligacji) spadają zalety takiej sytuacji, a rosną wady.

#### WPŁYW PRZECENY OBLIGACJI SKARBOWYCH NA KONDYCJĘ BANKÓW W 2022 R.

Od paru lat oszczędności zgromadzone w polskich bankach są głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu, a dodatkowo w okresie pandemii COVID-19 portfele obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa istotnie wzrosły, co NBP obecnie uznaje za istotne ryzyko systemowe. **W trzecim kwartale 2022 polskie banki posiadały w swoich bilansach obligacje skarbowe oraz gwarantowane przez Skarb Państwa wartości 445 mld PLN, co stanowiło 20% ich aktywów.**

W drugiej połowie 2022 roku na globalnym i polskim rynku finansowym nastąpiła znacząca przecena obligacji skarbowych. Na polskiej krzywej dochodowości rentowności obligacji wzrosły aż około 7pp. Według szacunków NBP spowodowało to spadek rynkowej wyceny portfela obligacji posiadanych przez banki o około 45 mld (około 10%). Jednak tylko 15 mld PLN przełożyło się bezpośrednio na kondycję banków. Stało się tak dlatego ponieważ banki, używające Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, mają możliwość ujmowania obligacji i ich wyceny w różnych kategoriach księgowych (portfelach).

Poniższa tabela podsumowuje trzy główne metody klasyfikacji rachunkowej portfela obligacji w bilansach banków. Połowa portfela obligacji posiadanych przez banki jest wyceniana przy użyciu zamortyzowanego kosztu nabycia. W praktyce oznacza to, że obligacje są kupowane i trzymane aż do terminu zapadalności, bez bezpośredniego wyceniania ich wartości do obecnej ceny rynkowej. Przynoszą one wieloletni przychód, ponieważ ich wartość księgową stopniowo rośnie z poziomu ceny zakupu, aż do osiągnięcia wartości nominalnej po jakiej wykupuje swój dług Ministerstwo Finansów. W warunkach, kiedy bank posiada stałe pasywa (depozyty) nie ma potrzeby bieżącej wyceny portfela obligacji skarbowych „do rynku”. Dzięki temu zanotowana w drugiej połowie 2022 roku przecena rynków długu nie miała wpływu na wycenę tej części portfela obligacyjnego, a przez to w większości przypadków nie wpłynęła na wynik netto ani kapitały banku.

Dwie pozostałe metody ujmowania obligacji w bilansach banków zawierają element wyceny do rynku. Metoda HtCS (ang. *Hold to Collect and Sell*) zakłada brak wpływu na wynik netto, ale przekłada się na kapitały banku. Ponieważ tak ujmowane jest 48% portfela obligacji, powoduje to przecena obligacji skarbowych na rynku przekłada się głównie na kapitały banków, ale w niewielkim stopniu wpływa na wynik netto.

**Tabela 5.**  
Metody wyceny obligacji skarbowych znajdujących się w portfelach banków oraz ich wpływ na kapitał oraz wynik finansowy

opis	wpływ na kapitał	wpływ na wynik finansowy	wycena według wartości godziwej lub „do rynku”	dawna nazwa w MSR	nowa nazwa w MSR	udział w portfelu obligacji SP banków
instrumenty finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy	pośrednio przez wynik finansowy	tak	tak			2%

instrumenty finansowe wyceniane w wartości godziwej przez inne całkowite dochody (OCI), których zmiany ceny odzwierciedlone są w kapitałach	tak	nie	tak	AFS	HtCS	48%
instrumenty finansowe wyceniane zamortyzowanym kosztem nabycia	nie	nie	nie	HTM	HtC	50%

Źródło: NBP, MSR, BISE, opracowanie własne

W efekcie takiego sposobu wyceny obligacji, wahania ich cen (rentowności) wpływają głównie na kapitały banków. Im większy portfel obligacji w bankach tym przełożenie spadków cen (wzrost rentowności) obligacji powodują większy spadek kapitałów banków.

To niekorzystne zjawisko występujące w warunkach, kiedy nadwyżki kapitałowe polskiego sektora bankowego, ponad wymogi regulacyjne, zmniejszyły się w ostatnich latach. Dodatkowo, możliwość organicznego zwiększania kapitałów poprzez odkładanie zysków netto jest obecnie mniejsze niż w przeszłości. Powodem takiej sytuacji są liczne nowe obciążenia, jakie nałożono na banki w ostatnich latach oraz konieczność tworzenia rezerw na straty w portfelu kredytów frankowych (rezerwy zmniejszają zyski netto banków a w efekcie także możliwość dotwarzania kapitału). **Gdy powróci ożywienie gospodarcze i wzrost rentowności obligacji (spadek ich cen) może to ograniczać zdolność banków do dostarczania kredytu do gospodarki i finansowania wzrostu gospodarczego.**

#### EFEKTY WYPYCHANIA KREDYTÓW PRZEZ NADMIERNE FINANSOWANIE SEKTORA FINANSÓW PUBLICZNYCH

Mechanizm wypychania to sytuacja, w której inwestycje publiczne mogą wypychać, tzn. zmniejszać, inwestycje prywatne, niezależnie od tego jak wydatki

rządowe są finansowane, tj. przez podniesienie podatków, albo przez większe emisje długu. Z drugiej strony można argumentować, że niektóre wydatki publiczne, np. na infrastrukturę, służbę zdrowia czy edukację mogą mieć pozytywny wpływ na gospodarkę i inwestycje prywatne.

Literatura ekonomiczna nie jest zgodna co do występowania efektów wypychania i warunków, które nasilają albo osłabiają ich występowanie. **Badania pokazują, że efekt wypychania inwestycji prywatnych przez publiczne działa mocniej, w warunkach wysokiego długu publicznego, istotnych obciążeń podatkowych, kiedy terminy zapadalności emitowanych obligacji są dłuższe oraz polityka pieniężna szybko reaguje na wysoką inflację wywołaną ekspansją fiskalną.** W dobie niskich stóp procentowych argumentowano, że ekspansja fiskalna może nieść więcej korzyści, więc dzisiaj w odwrotnej sytuacji tj. okresie wysokiej inflacji i stóp procentowych efekt wypychania może działać silniej. Powyższe wskazuje, że relacja inwestycji publicznych i prywatnych jest złożona i zależy od wielu czynników.

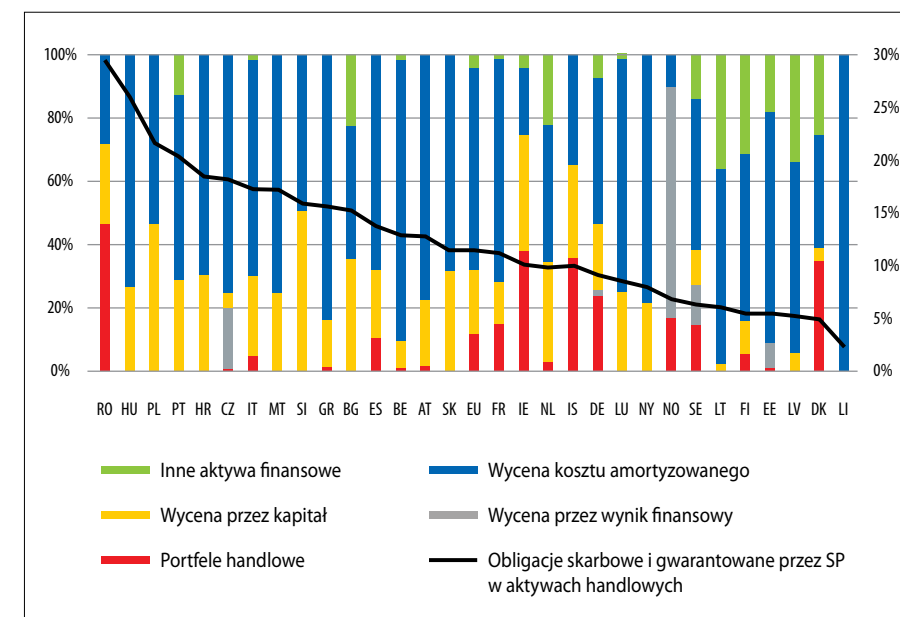
Jednym z kanałów działania powyższego efektu może być także wypychanie kredytu prywatnego przez wysokie potrzeby pożyczkowe (kredyt) publiczny. Porównania międzynarodowe pokazują, że nadmierne finansowanie sektora finansów publicznych może powodować wypychanie, tj. zmniejszanie, podaży kredytu dla sektora prywatnego.

**Dane EBA dla krajów OECD pokazują, że polski sektor bankowy należy do tych gdzie obligacje skarbowe stanowią wysoki odsetek jego aktywów, około 20%. Pod tym względem Polska znajduje się wśród gospodarek o najwyższym odsetku wśród krajów OECD. W podobnej sytuacji są mocno zadłużone kraje południa strefy euro. Są to gospodarki o bardzo dużym długu i niskim wzroście gospodarczym.**

Naszym zdaniem, duża ekspozycja polskich banków na dług publiczny, wrażliwość ich kapitałów na wahania cen obligacji a także mniejsza zdolność banków do organicznego podnoszenia swoich kapitałów (także w wyniku absorbowania strat jakie przynosi portfel kredytów frankowych) będą czynnikami wzmagającymi efekt wypychania kredytu prywatnego przez publiczny.

Polska gospodarka ma przed sobą duże wydatki inwestycyjne, po stronie publicznej (na obronność) i prywatnej (podniesienie niskiego udziału prywatnych inwestycji w PKB, transformacja energetyczna, odbudowa Ukrainy). **Obecne, wysokie zaangażowanie sektora bankowego w finansowanie bieżących potrzeb pożyczkowych budżetu może spowodować, że nie będzie on w stanie kreować kredytu potrzebnego do pokrycia ważnych potrzeb rozwojowych polskiej gospodarki w najbliższych latach.** Postulujemy obniżenie obciążeń podatkowych oraz regulacyjnych nakładanych na banki, zmniejszenie bieżących potrzeb pożyczkowych budżetu oraz zdywersyfikowanie źródeł ich finansowania (mniejszy udział banków, większy kapitału zagranicznego), które wzmocnią zdolność banków do kreowania kredytu oraz jednocześnie obniżą efekt wypychania inwestycji prywatnych przez duże wydatki publiczne.

Wykres 35.  
Ekspozycja banków na dług skarbowy oraz podział na metody wyceny



Źródło: European Banking Authority (EBA)

## 6. Reforma unijnych reguł fiskalnych – promowanie stabilności długu publicznego

W dniu 26 kwietnia br. Komisja Europejska (KE) przedstawiła wnioski ustawodawcze mające na celu wdrożenie najbardziej kompleksowej reformy unijnych przepisów dotyczących zarządzania gospodarczego od czasu zakończenia kryzysu gospodarczego i finansowego. Jak czytamy w komunikacie towarzyszącym publikacji tych wniosków, głównym celem propozycji Komisji jest poprawa stabilności długu publicznego i wspieranie trwałego wzrostu gospodarczego sprzyjającego włączeniu społecznemu we wszystkich państwach członkowskich, przez reformy i inwestycje.

**W propozycji zmian kładzie się nacisk na potrzebę redukcji zwiększonych poziomów długu publicznego, uwzględnienie wniosków z reakcji politycznej UE na kryzys związany z COVID-19, przygotowanie UE na przyszłe wyzwania przez wspieranie postępów w kierunku zielonej, cyfrowej, sprzyjającej włączeniu społecznemu i odpornej gospodarki oraz zapewnienie większej konkurencyjności UE.** Nowe przepisy mają ułatwić wprowadzanie niezbędnych reform i inwestycji oraz pomogą zmniejszyć wysokie wskaźniki długu publicznego w sposób realistyczny, stopniowy i trwały. Reforma ma na celu uproszczenie, dosyć dziś skomplikowanych zasad i reguł budżetowych, zarządzanie gospodarcze, ma zwiększyć poczucie odpowiedzialności na szczeblu krajowym, położyć większy nacisk na perspektywę średnioterminową i poprawić egzekwowanie przepisów w ramach przejrzystych wspólnych ram unijnych.

Proponowane zmiany są wynikiem długiego okresu refleksji i szeroko zakrojonych konsultacji. Główne zmiany w ramach fiskalnych to:

– większa odpowiedzialność na szczeblu krajowym dzięki kompleksowym planom średnioterminowym, opartym na wspólnych unijnych regułach

**Krajowe średnioterminowe plany fiskalno-strukturalne** stanowią podstawę ram zaproponowanych przez Komisję. Państwa członkowskie będą opracowy-

wać i przedkładać plany określające ich cele fiskalne, środki służące wyeliminowaniu zakłóceń równowagi makroekonomicznej oraz priorytetowe reformy i inwestycje na okres co najmniej czterech lat. Plany te będą poddawane ocenie przez Komisję i zatwierdzane przez Radę w oparciu o wspólne unijne kryteria. Włączenie celów w zakresie budżetu, reform i inwestycji do jednego planu średniookresowego przyczyni się do powstania spójnego i sprawnego procesu. **Wzrośnie w ten sposób odpowiedzialność na szczeblu krajowym przez zapewnienie państwom członkowskim większej swobody w ustalaniu własnych ścieżek dostosowania fiskalnego oraz zobowiązań** w zakresie reform i inwestycji. Państwa członkowskie będą przedstawiać coroczne sprawozdania z postępów w celu ułatwienia skuteczniejszego monitorowania i egzekwowania realizacji tych zobowiązań. Nowy proces nadzoru fiskalnego zostanie włączony do tzw. europejskiego semestru<sup>10</sup>, który nadal będzie stanowił centralne ramy koordynacji polityki gospodarczej i polityki zatrudnienia.

– prostsze zasady uwzględniające różnorodność wyzwań fiskalnych

Sytuacja fiskalna, wyzwania i perspektywy gospodarcze w 27 państwach członkowskich UE znacznie się różnią. W związku z tym podejście uniwersalne nie sprawdza się. We wnioskach ustawodawczych proponuje się przejście na ramy nadzoru opartego na ryzyku, w których punktem centralnym jest stabilność długu publicznego i które służą wsparciu trwałego wzrostu gospodarczego sprzyjającego włączeniu społecznemu (ang. *social inclusion*). Podejście takie będzie zgodne ze wspólnymi przejrzystymi ramami unijnymi. W planach państw członkowskich określone zostaną ścieżki dostosowania fiskalnego. Zostaną one sformułowane w postaci wieloletnich celów w zakresie wydatków, które będą stanowić jednolity wskaźnik operacyjny dla nadzoru fiskalnego, co uprości reguły fiskalne. Dla każdego państwa członkowskiego, w którym deficyt budżetowy przekracza 3 proc. PKB lub dług publiczny przekracza 60 proc. PKB, Komisja określi „trajektorię techniczną”. Trajektorja ta będzie miała gwarantować wiarygodną tendencję spadkową

<sup>10</sup> Europejski semestr to coroczna procedura mająca na celu koordynację polityki gospodarczej, fiskalnej, zatrudnieniowej i społecznej w Unii Europejskiej. Podczas europejskiego semestru państwa członkowskie dopasowują swoją politykę budżetową i gospodarczą do zasad ustalonych na szczeblu UE. Ten proces koordynacji polityki społeczno-gospodarczej ma miejsce co roku od listopada do lipca.

zadłużenia lub utrzymanie go na ostrożnym poziomie. Celem jest również utrzymanie lub obniżenie deficytu poniżej 3 proc. PKB w perspektywie średniookresowej. W przypadku państw członkowskich, w których deficyt budżetowy wynosi poniżej 3 proc. PKB, a dług publiczny pozostaje poniżej 60 proc. PKB, Komisja przedstawi tym państwom informacje techniczne w celu utrzymania deficytu poniżej wartości referencyjnej wynoszącej 3 proc. PKB również w perspektywie średniookresowej. Te trajektorie techniczne i informacje techniczne będą stanowić wytyczne dla państw członkowskich przy opracowywaniu wieloletnich celów w zakresie wydatków uwzględnianych w ich planach. Wspólne zabezpieczenia będą mieć zastosowanie do zapewnienia stabilności długu. Wartości referencyjne dla deficytu i długu na poziomie 3 proc. i 60 proc. PKB pozostaną niezmiennione. Relacja długu publicznego do PKB będzie musiała być niższa na koniec okresu objętego planem niż na początku okresu. Minimalne dostosowanie fiskalne w wysokości 0,5 proc. PKB rocznie będzie wartością referencyjną tak długo, jak deficyt będzie utrzymywał się na poziomie powyżej 3 proc. PKB. Ponadto państwa członkowskie korzystające z wydłużonego okresu dostosowania fiskalnego będą musiały dopilnować, aby wysiłek fiskalny nie był przekładany na późniejsze lata. Ogólne i krajowe klauzule korekcyjne umożliwią odstępstwa od celów w zakresie wydatków w przypadku poważnego pogorszenia koniunktury gospodarczej w UE lub w strefie euro jako całości lub w nadzwyczajnych okolicznościach pozostających poza kontrolą państwa członkowskiego, mających istotny wpływ na finanse publiczne. Rada, na podstawie zalecenia Komisji, podejmie decyzję o uruchomieniu i zaprzestaniu stosowania tych klauzul.

– ułatwianie reform i inwestycji w ramach priorytetów UE

Reformy i inwestycje są niezbędne. Transformacja energetyczno-klimatyczna i cyfrowa, wzmocnienie odporności gospodarczej i społecznej oraz potrzeba wzmocnienia zdolności Europy w zakresie bezpieczeństwa będą wymagać dużych i trwałych inwestycji publicznych w nadchodzących latach. Reformy na rzecz trwałego wzrostu gospodarczego sprzyjającego włączeniu społecznemu pozostają zasadniczym elementem wiarygodnych planów redukcji długu. Korzyści z pozytywnej współzależności między reformami a inwestycjami już teraz są widoczne w realizacji Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania

Odporności w ramach NextGenerationEU<sup>11</sup>. Wnioski ustawodawcze mają zatem ułatwić państwom członkowskim wdrażanie ważnych reform i środków inwestycyjnych oraz zachęcać do nich. Państwa członkowskie skorzystają ze ścieżki stopniowego dostosowania fiskalnego, jeżeli zobowiążą się w swoich planach do realizacji reform i inwestycji zgodnych ze szczegółowymi i przejrzystymi kryteriami.

– skuteczne egzekwowanie

Przepisy muszą być egzekwowane. Chociaż wnioski ustawodawcze dają państwom członkowskim większą kontrolę nad ich planami średnioterminowymi, wprowadzają również bardziej rygorystyczny system egzekwowania przepisów, aby zagwarantować wywiązywanie się przez państwa członkowskie ze zobowiązań podjętych w średnioterminowych planach fiskalno-strukturalnych. **W przypadku państw członkowskich, które stoją w obliczu poważnych wyzwań związanych z długiem publicznym, odejście od uzgodnionej ścieżki dostosowania fiskalnego będzie co do zasady prowadzić do wszczęcia procedury nadmiernego deficytu.** Niedopełnienie zobowiązań w zakresie reform i inwestycji uzasadniających przedłużenie okresu dostosowania fiskalnego może doprowadzić do skrócenia okresu dostosowania.

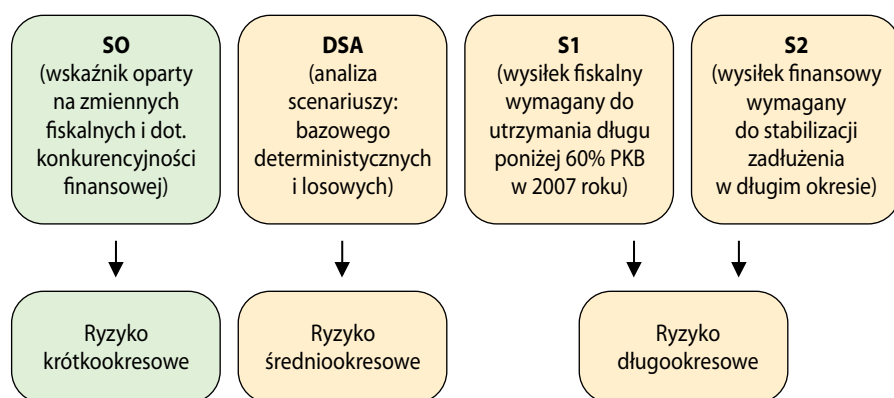
Rada UE, w konkluzjach przyjętych również przez Radę Europejską, wezwała do zakończenia prac ustawodawczych w 2023 r. Komisja wezwała Parlament Europejski i Radę do jak najszybszego osiągnięcia porozumienia w sprawie przedstawionych w kwietniu wniosków ustawodawczych, aby móc odpowiednio zareagować na przyszłe wyzwania.

Jak widać powyżej, stabilność długu publicznego nabiera w tych nowych propozycjach ram fiskalnych UE bardzo dużego znaczenia. W tym kontekście warto przeanalizować jak stabilność finansów publicznych Polski wygląda w ocenie KE. Jeszcze dwa lata temu Polska mogła chwalić się zrównoważonymi finansami zarówno w krótkim, średnim jak i długim horyzoncie

<sup>11</sup> Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (Recovery and Resilience Facility – RRF) służy odbudowie gospodarki po pandemii koronawirusa. Polska, aby otrzymać środki finansowe z RRF, musi spełnić warunek konieczny, czyli spełnić zaakceptowane przez KE warunki zawarte Krajowym Planie Odbudowy i Zwiększania Odporności (KPO).

czasowym, o czym świadczyły świecące się na zielono znaki w raporcie KE. Już rok temu nastąpiło pogorszenie w wymiarze długookresowym. W najnowszym raporcie monitorującym stabilność finansów publicznych KE<sup>12</sup> zapala kolejny żółty ostrzegawczy znak, sygnalizując ryzyko nie tylko w długim, ale też średnim okresie.

Rysunek 2.  
Schemat oceny stabilności długu publicznego przez KE w raporcie Debt Sustainability Monitor 2022



Źródło: Dominik Korniluk, Polski dług publiczny na coraz bardziej ryzykownej ścieżce, Podsumowanie raportu Komisji Europejskiej Debt Sustainability Monitor 2022 (materiał niepublikowany)

Opublikowany 14 kwietnia 2023 r. raport Komisji Europejskiej *Debt Sustainability Monitor 2022*<sup>13</sup> (DSM 2022) koncentruje się na badaniu ryzyk towarzyszących polityce fiskalnej (inaczej mówiąc: finansom publicznym, zadłużeniu publicznemu) stojących przed państwami Unii Europejskiej w okresie: krótkim, średnim i długim. Tej ocenie służą odpowiednio wskaźnik So, analiza zrównoważenia zadłużenia (ang. *debt sustainability analysis*, DSA) oraz wskaźniki S1 i S2.

<sup>12</sup> Debt Sustainability Monitor 2022

<sup>13</sup> [https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/debt-sustainability-monitor-2022\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/debt-sustainability-monitor-2022_en)

Wskaźnik So pozwala na wczesne wychwycenie napięć fiskalnych, które mogą zmaterializować się w nadchodzącym roku. So dla Polski ukształtowało się na poziomie 0,32, świadczącym o niskim ryzyku. Zresztą niskie ryzyko charakteryzuje wszystkie państwa UE, dlatego w porównaniach warto skupić się na wartościach liczbowych So. Wskaźnik ten przyjętą wyższą, a więc gorszą od Polski wartość tylko w sześciu państwach UE, co oznacza zwrot o prawie 180 stopni względem zeszłorocznego raportu *Fiscal Sustainability Report*<sup>14</sup> (FSR 2021), kiedy Polska pod kątem ryzyka krótkookresowego zaliczała się do grona czołowych czterech krajów (o najniższym wskaźniku).

Badaniu stabilności finansów publicznych w średnim okresie służą projekcje deterministyczne i stochastyczne, czyli właśnie DSA. W projekcji deterministycznej ocenia się docelowy poziom długu; rok, w którym dług przyjmuje wartość szczytową oraz tzw. przestrzeń konsolidacji fiskalnej. Sztuką jest realizować dwa cele: zachować przestrzeń, czyli nie prowadzić nadmiernie wymagającej polityki fiskalnej, a jednocześnie wystarczająco zredukować zadłużenie. Podstawowym scenariuszem w tej analizie jest brak zmian w polityce gospodarczej do 2033 r. **Przeprowadzone symulacje prowadzą do wzrostu długu publicznego Polski do 69,0% PKB** w 2033 r., co implikuje średnie ryzyko destabilizacji finansów publicznych (próg KE to 60% PKB). Z projekcji stochastycznych DSA KE wysuwa korzystniejszy dla Polski wniosek o niskim ryzyku średniookresowym. Wnioski płynące z analizy DSA powinny jednak stanowić dla Polski ostrzeżenie. Ogólne jednak ryzyko średniookresowe destabilizacji finansów publicznych jest określone jako średnie. Obserwujemy zatem pogorszenie względem FSR 2021.

Począwszy od DSM 2022 ocena ryzyka długookresowego dokonywana jest przez pryzmat zmodyfikowanego wskaźnika S1 oraz wskaźnika S2. Oba wskaźniki uwzględniają koszty starzenia się społeczeństwa, które w większości państw UE wzrosną przy założeniu niezmienionej polityki z powodu wydłużenia się średniej oczekiwanej długości życia i niskich współczynników dzietności. Przewiduje się, że większy odsetek społeczeństwa będzie pobierał emerytury, renty, korzystał z opieki zdrowotnej i senioralnej. Zarazem odsetek osób pracujących zmaleje. W konsekwencji system zabezpieczenia zostanie poddany silnej presji.

<sup>14</sup> [https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/fiscal-sustainability-report-2021\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/fiscal-sustainability-report-2021_en)

Wskaźnik S1 pokazuje dostosowanie fiskalne wymagane, aby dług w relacji do PKB ukształtował się na pułapie 60% w 2070 r. Zakłada się, że ten wysiłek fiskalny będzie poniesiony w 2024 r. i następnie pierwotny wynik strukturalny pozostanie stały z wyjątkiem uwzględnienia kosztów starzenia się społeczeństwa. Według KE, z wysokim ryzykiem wiąże się wysiłek przekraczający 6 pkt. proc. PKB; ze średnim, gdy wysiłek mieści się w przedziale 2-6 pkt. proc. PKB; a z niskim, gdy wymagany wysiłek nie przekracza 2 pkt. proc. PKB.

S1 wyniósł dla Polski 2,8 p.p. PKB, co świadczy o średnim ryzyku stojącym przed Polską w średnim okresie. Jeszcze rok wcześniej, w FSR 2021, to ryzyko oceniono jako niskie. S1 implikuje poprawę w celu osiągnięcia nadwyżki budżetowej na poziomie 1,4% PKB. Polsce prawie nigdy nie udało się dokonać takiego dostosowania budżetu (z wyjątkiem jednego roku). W celu uniknięcia takiej „terapii szokowej”, która mogłaby skutkować nagłym spowolnieniem koniunktury, niezbędne dostosowanie musiałoby więc zostać rozłożone na kilka lat.

S2 to drugi wskaźnik, na którym opiera się ocena ryzyka w długim okresie. Pokazuje on wzrost pierwotnego wyniku strukturalnego sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2024 r. potrzebny, aby ustabilizować wskaźnik zadłużenia w niekończonym horyzoncie czasowym. S2 odzwierciedla presję na budżet wynikającą ze starzenia się społeczeństwa i wysokiego początkowego pierwotnego deficytu strukturalnego. Wskaźnik S2 dla Polski wyniósł 3,7 pkt. proc., co świadczy o średnim ryzyku, ponieważ liczba ta znajduje się w środkowym przedziale 2-6 pkt. proc. Tak jak w poprzednim raporcie, ogólne ryzyko długookresowe Polski zostało ocenione jako średnie.

**Analizie poddano wartości dodatkowych, wybranych zmiennych związanych z zadłużeniem. Najostrzejszy sygnał alarmowy generuje średni okres zapadalności polskiego długu. To bowiem zaledwie 4,4 lat. Z raportu wynika, że to najkrótszy okres z całej UE, której średnia wynosi 8,5 lat. Krótki okres zapadalności wymusza częste emisje nowych obligacji w celu spłacenia starych, a takiego emitenta charakteryzuje wrażliwość na wahania rynków finansowych. Krótki okres zapadalności stanowi ryzyko utraty płynności szczególnie w sytuacjach kryzysowych.**

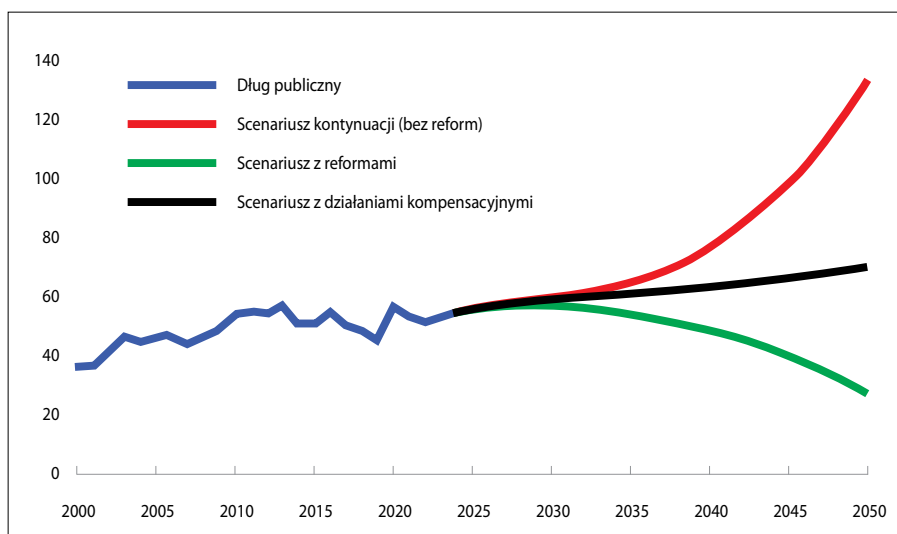
Tabela 6. Ryzyka finansów publicznych państw UE dla różnych horyzontów czasowych za 2022 r. (w przypadku zmian względem poprzedniej edycji raportu w nawiasach podano poziomy za 2021 r.)

	Overall SHORT-TERM risk category	Overall MEDIUM-TERM risk category	Overall LONG-TERM risk category
BE	LOW	HIGH	HIGH
BG	LOW	LOW (MEDIUM)	MEDIUM
CZ	LOW	MEDIUM	MEDIUM (HIGH)
DK	LOW	LOW	LOW
DE	LOW	MEDIUM	MEDIUM
EE	LOW	LOW	LOW
IE	LOW	LOW	MEDIUM
EL	LOW (HIGH)	HIGH	LOW (MEDIUM)
ES	LOW	HIGH	MEDIUM (HIGH)
FR	LOW	HIGH	MEDIUM
HR	LOW	HIGH	MEDIUM
IT	LOW	HIGH	MEDIUM (HIGH)
CY	LOW (HIGH)	MEDIUM	LOW
LV	LOW	LOW	LOW
LT	LOW	LOW	LOW
LU	LOW	LOW	HIGH
HU	LOW	HIGH (MEDIUM)	HIGH
MT	LOW	MEDIUM (HIGH)	HIGH
NL	LOW	MEDIUM	HIGH (MEDIUM)
AT	LOW	MEDIUM	MEDIUM
PL	LOW	MEDIUM (LOW)	MEDIUM
PT	LOW	HIGH	LOW (MEDIUM)
RO	LOW	MEDIUM (HIGH)	MEDIUM
SI	LOW	MEDIUM (HIGH)	HIGH
SK	LOW	HIGH	HIGH
FI	LOW	MEDIUM	MEDIUM
SE	LOW	LOW	LOW

Źródło: Komisja Europejska, Debt Sustainability Monitor 2022, s.18

Poważne zagrożenia dla długoterminowej stabilności finansów publicznych w Polsce wynikają również z analiz OECD. W ostatnim przeglądzie gospodarczym, opublikowanym w lutym 2023 r., zaprezentowano prognozę, z której wynika, że w scenariuszu kontynuacji, czyli bez reform i działań kompensujących koszty starzenia się społeczeństwa dług publiczny w Polsce eksploduje do prawie 140% w horyzoncie 2050 r. (por. Wykres 36). Nawet w scenariuszu zakładającym kompensację kosztów starzenia się społeczeństwa poprzez wzrost podatków i cięcia innych wydatków dług nie powróci na ścieżkę spadkową i trwale będzie większy od 60% PKB. Przy czym trzeba mieć na uwadze, że w tym scenariuszu rozwój gospodarczy i wzrost dobrobytu będzie wolniejszy, bo konieczne będzie podniesienie podatków. W tym scenariuszu też ucierpią inne usługi publiczne. Jedynie w scenariuszu reform (tj. wydłużenie i zrównanie wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn, reformy rynku pracy, reformy zwiększających produktywność, targetowania wydatków socjalnych) możliwe jest sprowadzenie długu na stabilną ścieżkę.

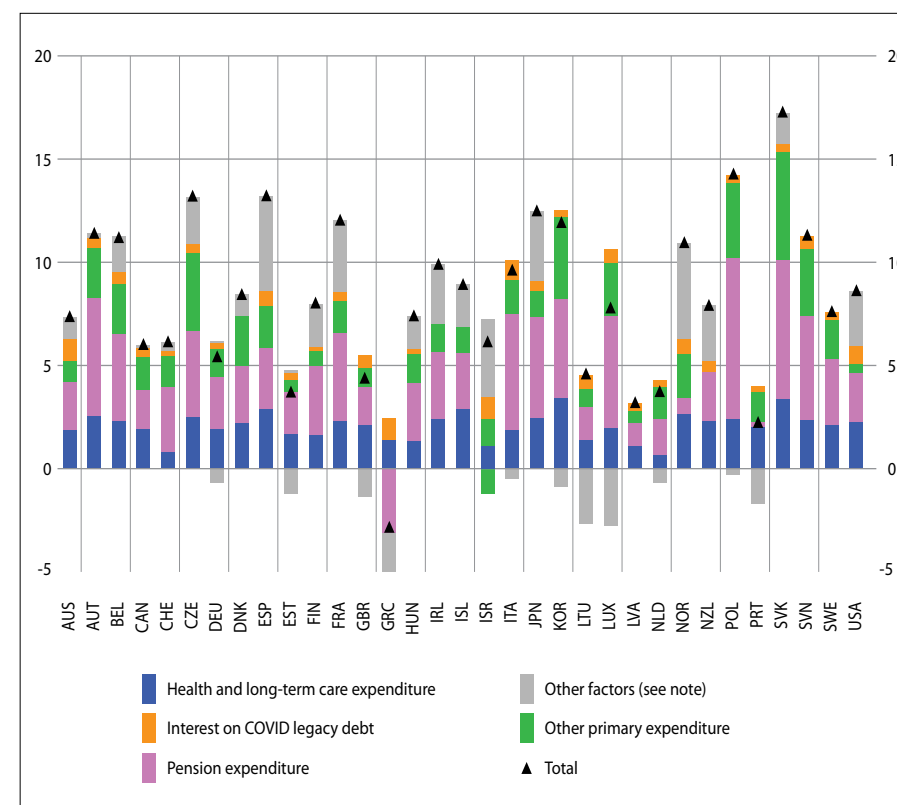
Wykres 36.  
Dług publiczny w Polsce wg prognozy OECD



Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD (2023), OECD Economic Surveys: Poland 2023, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/6fc99a4b-en> (wykres 1.11, s. 32).

W scenariuszu **kompensacji kosztów starzenia się społeczeństwa dostosowanie fiskalne będzie musiało wynieść według analiz OECD nawet ok. 14% PKB** (por. Wykres 37). Co jest również znamienne, to że konieczne dostosowanie będzie drugie najwyższe (po Słowacji) w całym OECD. W tej skali trzeba będzie podnieść podatki lub szukać oszczędności w innych wydatkach. To stanowić będzie ogromne wyzwanie.

Wykres 37.  
Zmiana presji fiskalnej w latach 2021-2060,  
% pkt. proc. potencjalnego PKB



Źródło: Guillemette, Y. and D. Turner (2021), "The Long Game: Fiscal Outlooks to 2060 Underline Need for Structural Reforms", OECD Economics Department Policy Papers. (wykres 13, s. 27).



## 7. Dług publiczny a procesy inflacyjne

### ŹRÓDŁA POTENCJALNYCH INTERAKCJI POMIĘDZY DŁUGIEM PUBLICZNYM A PROCESAMI INFLACYJNYMI

Pierwszym z potencjalnych źródeł oddziaływania długu publicznego na poziom inflacji jest wpływ ryzyka niewypłacalności sektora finansów publicznych na poziom cen. W sytuacji wystąpienia takiego ryzyka wysoce prawdopodobne są: wzrost rynkowych stóp procentowych oraz w dalszej perspektywie wzrost obciążeń podatkowych (zwłaszcza z tytułu podatków pośrednich). Wzrasta więc cena pieniądza wyrażana rynkową stopą procentową. Taka sytuacja wywołuje wzrost kosztów działalności gospodarczej i rzutuje na wzrost poziomu cen. Należy jednak podkreślić, że jednocześnie wystąpi przeciwstawne oddziaływanie spadku aktywności gospodarczej wskutek wzrostu ceny pieniądza. **Z kolei, gdy rząd stanie w obliczu potencjalnego bankructwa, konieczna będzie znaczna podwyżka podatków. W przypadku najistotniejszych obecnie podatków pośrednich ich podwyżka przenosi się bardzo bezpośrednio na poziom cen w gospodarce.** Znanym i powszechnym zjawiskiem jest jednocześnie wykorzystywanie tej sytuacji przez przedsiębiorców do większego podwyższenia cen. Dlatego też podwyżka podatków pośrednich skutkuje zwiększeniem poziomu cen, zwłaszcza w przypadku produktów o niskiej cenowej elastyczności popytu. Podwyżki ich cen bardzo szybko przekładają się na poziom cen innych produktów (np. wzrost cen paliw skutkuje wzrostem kosztów transportu). Podwyżki podatków bezpośrednich zaś powodują wzrost presji na podwyżki pensji w celu utrzymania realnego poziomu dochodów społeczeństwa. Wszystkie wymienione tu zjawiska są bardzo niebezpiecznymi czynnikami inflacyjnymi, które już nieraz skutkowały „rozkręceniem” spirali inflacyjnej.

Kolejnym potencjalnym oddziaływaniem długu publicznego na inflację jest wpływ ryzyka walutowego związany z zadłużeniem zagranicznym. **Nagłe spadki wartości waluty silnie odbijają się na poziomie cen.** W sytuacji wystąpienia znacznego poziomu zadłużenia zagranicznego państwa mogą wystąpić dwa rodzaje zjawisk. Na początku konieczne jest oferowanie stosunkowo wysokiego oprocentowania obligacji. Wywołuje to napływ kapitału i może spowodować wzmocnienie waluty krajowej (w przypadku krajów o płynnym

kursie walutowym), co przyczynia się do obniżenia poziomu inflacji. Z czasem wzrost zapotrzebowania na waluty obce (w celu obsługi zadłużenia) wraz ze spadkiem zaufania inwestorów powoduje odwrót inwestorów i osłabienie waluty krajowej. Pociąga to za sobą gwałtowny odpływ inwestorów oraz spadek kursu waluty danego kraju. Presja inflacyjna, która wówczas wystąpi, może spowodować duży wzrost poziomu inflacji (ceny wielu produktów, w tym tak istotnych, jak paliwa są silnie uzależnione od poziomu kursu walutowego). Ten mechanizm jest bardzo często występował w przypadku kryzysów walutowych.

Następnym miejscem styku polityki pieniężnej z polityką fiskalną jest efekt wypychania (opisany szczegółowo w rozdziale 5). Polega on na konkurowaniu rządu z podmiotami gospodarczymi na rynku kredytów bankowych o środki finansowe. Podmioty sektora finansów publicznych stoją na uprzywilejowanej pozycji, gdyż ich zobowiązania są traktowane jako bezpieczne. Nie mogą one bowiem zbankrutować w taki sposób, jak przedsiębiorstwa. Ponadto niewypłacalność podmiotów publicznych występuje niezwykle rzadko, gdyż ich gospodarka finansowa jest obciążona stosunkowo niewielkim ryzykiem i – dodatkowo – na bieżąco jest nadzorowana przez upoważnione podmioty systemu finansów publicznych. Dlatego też wiele banków preferuje sektor finansów publicznych jako kredytobiorcę (lub lokuje wolne środki finansowe w instrumentach dłużnych tego sektora), a tym samym ogranicza akcję kredytową dla przedsiębiorstw. W Polsce jest to dodatkowo wzmocnione działaniem podatku bankowego, który preferencyjnie traktuje obligacje skarbowe. Oddziaływanie efektu wypychania na poziom aktywności gospodarczej nie jest jednostronne. Należy bowiem zauważyć, iż podmioty gospodarcze, mając ograniczony dostęp do kredytowania, przede wszystkim mogą ograniczać swoją aktywność gospodarczą (zwłaszcza nie realizować części inwestycji). Powoduje to obniżanie poziomu inflacji, ponieważ znacznie pogarsza koniunkturę gospodarczą. Z drugiej jednak strony, często przedsiębiorstwa są skłonne dalej prowadzić, a nawet rozszerzać, swoją działalność, mimo problemów z kredytowaniem. Wówczas poszukują alternatywnych źródeł finansowania – zwykle odpowiednio droższych. Podmioty gospodarcze, kalkulując cenę swoich produktów, uwzględniają w niej ponoszone przez siebie koszty. Ich część stanowią oczywiście również koszty pozyskania kapitału. Przedsiębiorcy przenoszą je na ceny produktów. Jeśli takie zjawisko w gospodarce nasila się, niewątpliwie prowadzi to do wzrostu poziomu inflacji.

Czwartą kwestią jest monetyzacja długu poprzez oddziaływanie zadłużenia państwa na poziom agregatów pieniężnych. Monetyzacja długu to proces, w którym bank centralny pożyczka pieniądze rządowi. To powoduje dodatkową kreację (podaż) pieniądza, który będąc w dyspozycji rządu może finansować wydatki publiczne, wywierając dodatkową presję na wzrost inflacji i utratę wartości pieniądza, czasami też utratę wiarygodności przez bank centralny, którego zasadniczym celem jest dbanie o wartość własnej waluty i zapewnienie niskiej inflacji. Podstawową drogą monetyzacji długu jest finansowanie rządu, bezpośrednio na rynku pierwotnym skarbowych papierów wartościowych lub pośrednio na rynku wtórnym, przez bank centralny (który może wykreować właściwie dowolną ilość własnego pieniądza). Ryzyko wystąpienia takiego sposobu finansowania zależy od pozycji instytucjonalnej banku centralnego. W drugiej połowie XX w. do zastosowania tego rozwiązania posuwały się najczęściej rządy państw, które nie miały innych opcji finansowania długu. Banki te mogą liczyć na efekty mnożnikowe w gospodarce, które pozwolą zwiększyć wzrost PKB i zneutralizować presję inflacyjną. Może jednak to nie być możliwe, jeśli pojawiają się problemy po stronie podażowej w gospodarce. Wtedy „wydrukowany” pieniądz pozwoli na wzrost presji popytowej i wzrost inflacji. Taką sytuację obserwowaliśmy w latach 2021-2022, po tym jak w reakcji na szok covidowy banki centralne monetyzowały dług publiczny na swoich obszarach walutowych, spóźniając się dodatkowo z reakcją polityki pieniężnej na ryzyko wzrostu inflacji.

Dominującą obecnie formą finansowania długu publicznego jest emisja obligacji i ona także powinna być rozpatrywana przez pryzmat jej wpływu na podaż pieniądza. Zwykle ta forma finansowania długu publicznego jest traktowana jako ta, która nie powoduje napięć inflacyjnych. Wynika to z faktu, iż finansowanie deficytu budżetowego absorbuje środki z rynku. Jednocześnie jednak skarbowe papiery wartościowe stanowią bezpieczne aktywa i mogą łatwo zostać przekształcone w płynne aktywa. Dodatkowy popyt na pieniądź zgłaszany ze strony sektora finansów publicznych zwiększa jednak poziom kreacji pieniądza ze strony sektora bankowego. A to już może wpływać na zjawiska inflacyjne.

#### KANAŁY WPŁYWU INFLACJI NA SYTUACJĘ FINANSÓW PUBLICZNYCH

Inflacja wpływa na finanse publiczne i parametry opisujące ich stan wieloma kanałami (por. Rysunek 3). Po pierwsze, w krótkim okresie, inflacja może pozy-

tywnie wpływać na dochody podatkowe, ponieważ większość podatków jest naliczana od wielkości nominalnych. Choć nie wszystkie, bo na przykład podatek akcyzowy co do zasady naliczany jest od wolumenów realnych, tj. od liczby papierosów, litrów paliwa, hektolitrów alkoholu, itd. W tym przypadku inflacja nie wpływa na dochody budżetowe z tych podatków.

Klasycznym przykładem podatku nominalnego jest podatek VAT, który jest jako procent naliczany od nominalnych wydatków finalnych. Jeżeli jakiś produkt zdrożał w wyniku inflacji ze 100 zł netto do 200 zł netto, to przy stawce VAT 23% zapłacony podatek rośnie z 23 zł do 46 zł, czyli także 100%.

Również podatek dochodowy od osób fizycznych jest naliczany od nominalnych dochodów. Od nominalnej emerytury czy nominalnej płacy. Wraz ze wzrostem inflacji indeksowane są renty i emerytury oraz działa tak zwana spirala płacowo-cenowa. Rosną żądania płacowe i ostatecznie uruchamia się wzrost płac nominalnych. W przypadku podatku PIT działa jeszcze jeden efekt, tj. wyrastanie bazy podatkowej ponad próg podatkowy (pułapka inflacyjna, ang. bracket creep). Wraz ze wzrostem nominalnych wynagrodzeń coraz więcej podatników przekracza próg podatkowy i łączną, efektywną stawką podatkową nakładana na dochody ludności jest wyższa. W przypadku podatku dochodowego od osób prawnych, czyli od firm, sytuacja jest bardziej złożona, bo inflacja działa zarówno na przychody jak i na koszty. Tutaj ten wpływ jest niejednoznaczny i zależy od branży i struktury kosztów oraz możliwości przełożenia wzrostu kosztów na ceny sprzedaży. Jednak w przypadku galopującej inflacji, łatwiej jest przerzucić wzrost kosztów na ceny sprzedaży i zazwyczaj wtedy marża w przedsiębiorstwach rośnie i – konsekwentnie – również rosną dochody z podatku CIT. Takie zjawisko było wyraźnie widoczne w Polsce w ubiegłym roku.

**Z drugiej strony inflacja wpływa na wydatki budżetowe. Rosną koszty inwestycji publicznych, zwiększają się również wydatki bieżące, koszty transportu publicznego, utrzymania biur i urzędów.** Choć w tym przypadku rząd podejmuje dyskrejonalne decyzje, w ciągu roku budżetowego te wydatki nie mogą być zmienione, a w kolejnych latach zazwyczaj są redukowane relatywnie, aby wygenerować przestrzeń dla tak zwanych wydatków sztywnych, które automatycznie rosną wraz ze wzrostem inflacji i innych

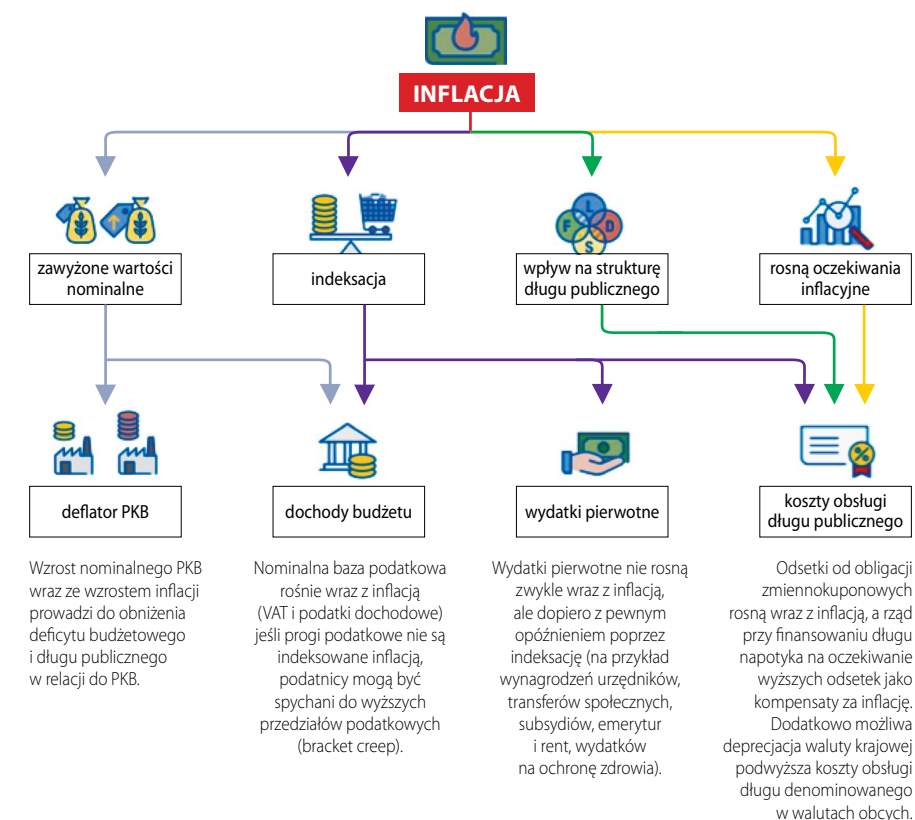
parametrów makroekonomicznych. Wiele wydatków, w tym w szczególności transferów socjalnych, jest bowiem ustawowo powiązana z inflacją. Dotyczy to na przykład rent i emerytur. Przy czym tutaj mamy zazwyczaj do czynienia z sytuacją opóźnienia w czasie. Renty i emerytury są indeksowane inflacją z roku poprzedniego. To powoduje, że krótkookresowo mamy pozytywny efekt dochodowy po stronie budżetu, a efekt na wydatkach ujawnia się później. Część wydatków jest uzależniona od relacji do nominalnego PKB, które także rośnie przy wysokiej inflacji, choć nie ma to nic wspólnego ze wzrostem gospodarczym. Dotyczy to wydatków na ochronę zdrowia i wydatków zbrojowych.

Wraz ze wzrostem inflacji i oczekiwań inflacyjnych zazwyczaj banki centralne zaostrzają politykę pieniężną i podnoszą stopy procentowe. To powoduje wzrost oczekiwanej przez inwestorów rentowności obligacji skarbowych i kosztów obsługi długu publicznego. To kolejny sztywny wydatek automatycznie rosnący wraz ze wzrostem inflacji. Wzrost kosztów obsługi długu też jest rozłożony w czasie i reaguje z pewnym opóźnieniem wraz z rolowaniem starego tańszego długu nowym droższym długiem. Oczywiście, symetryczna reakcja powoduje, że w przypadku spadku inflacji, jego wpływ jest także widoczny z pewnym opóźnieniem, charakteryzuje się wyraźną inercją.

Inflacja pozytywnie wpływa również na relację parametrów finansów publicznych do PKB. Inflacja obniża relację długu do PKB i relację deficytu do PKB co opisujemy w kolejnym punkcie.

Jednak trzeba mieć na uwadze, że **inflacja negatywnie wpływa na rozwój gospodarczy**. Ostatecznie uporczywa i długotrwała inflacja hamuje realne inwestycje, hamuje konsumpcję i finalnie wzrost gospodarczy. W średnim i długim okresie inflacja nie sprzyja gospodarce i nie sprzyja zatem finansom publicznym. W krótkim okresie mamy sterydy inflacyjne w budżecie. **A w średnim i długim okresie ujawnia się negatywny wpływ inflacji. Warto też zaznaczyć, że inflacja negatywnie wpływa na jakość usług publicznych.** Przykładem jest edukacja, gdzie realne wynagrodzenia nauczycieli dramatycznie spadają, co wywoła długookresowe negatywne skutki dla jakości edukacji. Powoduje odpływ najlepszych pracowników i zostawia negatywne konsekwencje w bardzo długim okresie.

Rysunek 3. Bezpośredni wpływ inflacji na finanse publiczne



Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

### OKREŚLENIA WPŁYWU POSZCZEGÓLNYCH CZYNNIKÓW NA RELACJĘ DŁUGU DO PKB

Relacja długu do PKB zmienia się pod wpływem różnych czynników. Te czynniki to nie tylko efekt dyscypliny i konsolidacji fiskalnej. To również efekt tak zwanego „wyrastania” z długu publicznego. **W „wyrastaniu” relacji długu publicznego do PKB pomaga zarówno realny wzrost PKB, jak i inflacja, ponieważ mianownik tej relacji to nominalny PKB.** Historia gospodarcza pokazuje,

że po wojnach, kiedy zadłużenie krajów mocno zwykle rośnie, pomocna w „spłacie” długów wojennych była często właśnie wysoka inflacja.

**Jest jednak druga strona medalu „wyrastania” poprzez inflację, tj. fakt, że jest ona „ukrytym podatkiem”. Podwyższona inflacja zjada oszczędności społeczeństwa i oczywiście powoduje wiele innych znanych z literatury i przeszłości kosztów dla gospodarki. „Wyrastanie” poprzez inflację jest więc spłatą długu publicznego podatkiem, w tym wypadku ukrytym, wprowadzonym de facto przez władze monetarne, których polityka jest podporządkowana celom fiskalnym, a nie monetarnym (w szczególności nie realizowanemu celowi utrzymaniu stabilnego, niskiego wzrostu cen w gospodarce).**

Zgodnie z podejściem stosowanym przez Komisję Europejską<sup>15</sup> 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)

Dostosowanie stanów i przepływów (SFA) wyjaśnia różnicę między zmianą długu publicznego a deficytem/nadwyżką budżetu w danym okresie. Choć SFA mają zazwyczaj uzasadnione wyjaśnienia, Eurostat<sup>16</sup>. Ścisłe monitoruje je podczas kontroli jakości danych na potrzeby procedury nadmiernego deficytu (EDP), aby zapewnić przestrzeganie zasad statystycznych i spójność zgłaszanych danych. Koncepcyjnie korektę przepływów kapitału można podzielić na następujące kategorie: nabycie netto aktywów finansowych, efekty korekty zadłużenia, efekty wyceny i rozbieżności statystyczne. SFA zawiera m.in. efekty zmian kursów walutowych, umorzenia długu.

Deficyt pierwotny to deficyt nominalny sektora instytucji rządowych i samorządowych pomniejszony o koszty obsługi długu (odsetki).

<sup>15</sup> Debt Sustainability Monitor 2022, str. 107, 229.

<sup>16</sup> Eurostat, Stock-flow adjustment for the Member States, the euro area and the EU, for the period 2018-2021 as reported in the April 2022 EDP notification, kwiecień 2022, <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/14557464/SFA-PR-2022-Apr.pdf/696b8f7e-8765-4fb6-658c-ab88cb47fb20?t=1650284679343>

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 (por. tabela 7 i wykres 38).

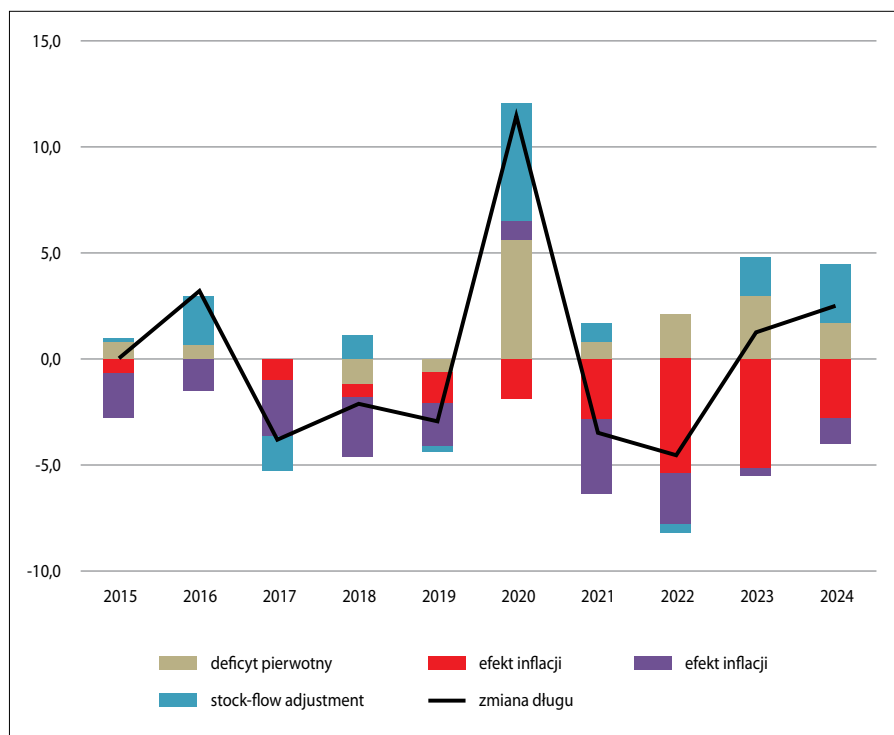
Jeżeli efekt „kuli śnieżnej” jest ujemny, czyli nominalny wzrost PKB jest wysoki w relacji do odsetek, to dług w relacji do PKB maleje nawet jeżeli utrzymywany jest deficyt pierwotny. Jeżeli SBE jest dodatnie, to uruchamia się właśnie efekt „kuli śnieżnej”, czyli dług w relacji do PKB rośnie nawet jeżeli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

**Tabela 7.**  
**Dekompozycja zmiany relacji długu publicznego do PKB w latach 2015-2024 (pp. PKB)**

WYSZCZEGÓLNIENIE	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Zmiana relacji długu do PKB	-3,0	11,5	-3,6	-4,5	-1,4	-2,5
Zmiana relacji długu do PKB	-2,1	-0,3	-5,3	-6,2	-3,5	-1,9
odsetki	1,4	1,3	1,1	1,6	2,0	2,1
efekt inflacji	-1,4	-1,9	-2,9	-5,4	-5,2	-2,8
efekt realnego wzrostu PKB	-2,0	0,9	-3,5	-2,4	-0,3	-1,2
Deficyt pierwotny	-0,6	5,6	0,7	2,2	3,0	1,7
Stock-flow adjustment (SFA)	-0,3	5,5	-1,0	-0,4	1,9	2,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie AMECO.

Wykres 38.  
Dekompozycja zmiany relacji długu publicznego do PKB w latach 2015-2024 (pkt. proc. PKB)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych AMECO KE

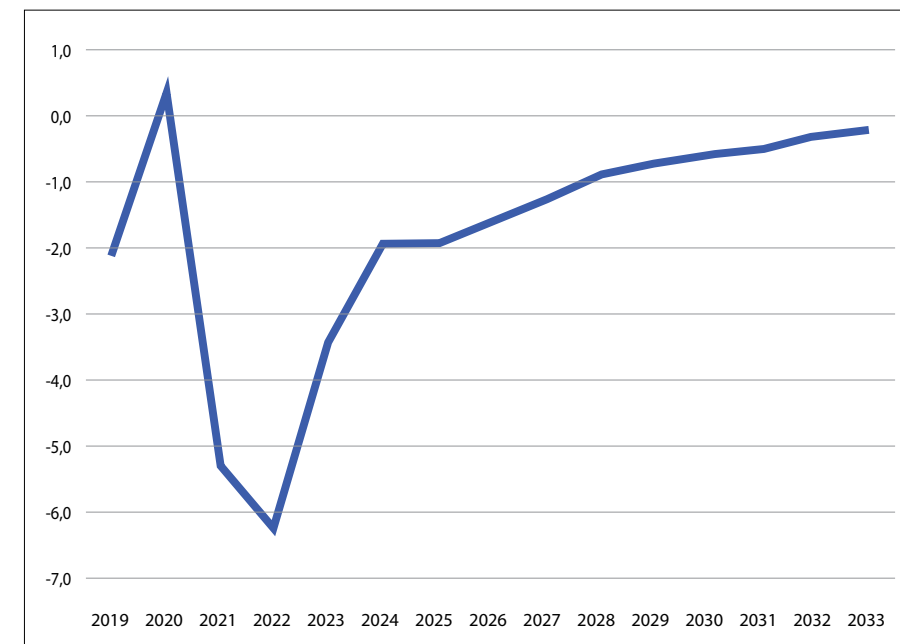
W 2022 r. spadek relacji długu do PKB w dużym stopniu był spowodowany galopującą inflacją w tym okresie. Warto nadmienić, że relacja długu do PKB spadała bardzo szybko w krajach borykających się z ogromną inflacją, np. w Argentynie, gdzie inflacja przebiła 100% relacja długu do PKB spadła w ostatnim okresie nawet o ponad 25 pkt. proc.

W Polsce mimo tego, że przyrost długu EDP wyniósł w ubiegłym roku 101,7 mld zł (wobec 73,9 mld zł w 2021) to relacja długu do PKB spadła o 4,5 pkt. proc.

W przeważającej skali o tym spadku zdecydowała właśnie inflacja. Wpływ inflacji na spadek relacji długu wyniósł 5,4 pkt. proc. PKB, podczas gdy wpływ realnego wzrostu PKB to tylko 2,4 pkt. proc. **Według prognozy Komisji Europejskiej w 2023 r. wpływ inflacji na redukcję długu będzie już ponad 17-krotnie większy niż wpływ realnego wzrostu PKB (-5,2 pkt. proc. PKB vs -0,3 pkt. proc. PKB). Łącznie w latach 2021-2023 inflacja „spłaciła” statystycznie 13,5 pkt. proc. PKB.**

Jednak zgodnie z prognozami KE łączny efekt „kuli śnieżnej” będzie w horyzoncie tej dekady zmierzał w kierunku wartości dodatnich. Malejący wzrost gospodarczy wynikający z kryzysu demograficznego i załamania inwestycji, w połączeniu zwiększonymi kosztami obsługi długu zniweluje efekt „r-g” niemal do zera. W 2033 wg prognozy będzie to -0,2 pkt. proc. PKB. W konsekwencji dług w relacji do PKB wkroczy na ścieżkę rosnącą.

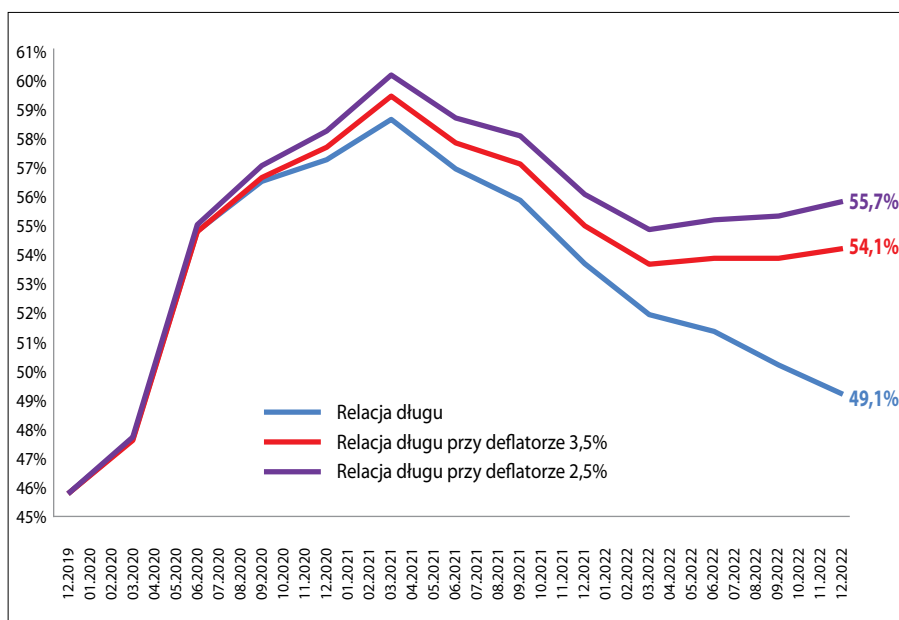
Wykres 39.  
Efekt „kuli śnieżnej” w latach 2019-2033



Źródło: Opracowanie własne na podstawie AMECO.

Gdyby spojrzeć z szerszej perspektywy, czyli założyć, że w okresie od 2020 r. w Polsce nie występuje wysoka inflacja, to relacja długu do PKB w 2022 roku nie zmniejszyła się, a wręcz wzrosła. Wynosiłaby 55,7% PKB, byłaby wyższa o 6,6 pkt. proc. od rzeczywistej relacji. Gdyby inflacja kształtowała się na poziomie górnego przedziału celu (tj. 3,5%) to relacja długu do PKB wyniosłaby 54,1%, byłaby wyższa o 5 pkt. proc. W obu przypadkach relacja by rosła od początku 2022 r.

Wykres 40.  
Relacja długu publicznego do PKB w zależności od poziomu inflacji



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i MF.

W przeliczeniu nominalnym efekt „wyrastania” ponad cel inflacyjny to 154,1-203,2 mld zł. Tyle należałoby spłacić długu, aby zachować relację do PKB 49,1% przy inflacji na poziomie celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pkt. proc.). Ten dług jest spłacony podatkiem inflacyjnym. Powyżej przytoczony szacunek jest zbieżny z szacunkiem podatku inflacyjnego w 2022 r. przedstawionym

przez prof. A. Sławińskiego i dr. S. Kluzę<sup>17</sup>, według których wyniósł on około 150 mld zł. To dodatkowe środki, które sektor prywatny, gospodarstwa domowe i przedsiębiorcy, w różnych podatkach i opłatach, oddali sektorowi publicznemu. **Podatek inflacyjny to równowartość całego podatku PIT (łącznie z udziałem samorządów). Aby spłacić tyle długu podatek PIT musiałby być drastycznie podniesiony. Nie musiał, bo społeczeństwo płaciło ukrytym podatkiem.** To pokazuje jak bardzo korzystna dla budżetu jest wysoka inflacja, szczególnie w krótkim i średnim okresie. W przeszłości władcy psuli pieniądź (wprowadzając na przykład monety srebrne zamiast złotych) by finansować wydatki wojenne, dziś by spłacać dług toleruje się wysoką inflację, która jest tym ukrytym podatkiem.

## 8. Podsumowanie

Zagrożenia nadmiernego długu publicznego, o których pisaliśmy rok i dwa lata temu, w pierwszym i drugim raporcie dotyczącym tego zagadnienia, nie przestały być ważne. Wręcz przeciwnie, obraz sytuacji finansów publicznych, jaki wyłania się z obecnej analizy przedstawionej w szczególności w rozdziale 2, 3 i 5, zapala żółte światło ostrzegawcze, co jest potwierdzone przez KE, która zmieniła w tym roku ocenę średnioterminową stabilności długu publicznego w Polsce właśnie z zielonej (niskie ryzyko) na żółte (ryzyko średnie). Pisaliśmy już że wyzwania długookresowe finansów publicznych w Polsce, będą „coraz bardziej krótkookresowe” w najbliższych latach. Nie zdarzy się tu cud, sam problem starzenia się społeczeństwa się nie rozwiąże, a to jedno z głównych wyzwań. Wypadamy także coraz gorzej w porównaniu z innymi krajami. Rentowności polskich obligacji rządowych pokazują, że ryzyko kredytowe rządu w Polsce jest oceniane gorzej niż w Czechach. Dodatkowym czynnikiem, który może stać za taką wyceną rynkową są wyższe długoterminowe oczekiwania inflacyjne w Polsce niż w Czechach. Polska, według prognoz KE ma w przyszłym roku mieć najwyższą inflację w UE, czyli nawet wyższą niż Węgry. **Długoterminowe stopy procentowe, kształt krzywej dochodowości, wskazują, iż w ocenie rynków finansowych potencjał do spadku inflacji w Polsce jest ograniczony, mniejszy niż w innych krajach regionu.**

<sup>17</sup> Stanisław Kluza, Andrzej Sławiński, „Ile kosztuje Polaków inflacja? Najostrożniejsze wyliczenia porażają”, Rzeczpospolita, 22.02.2023

Z oceny sytuacji finansów publicznych wyłania się niepokojący obraz. Ceną za emitowanie długu publicznego poza kontrolą parlamentarną są wyższe koszty obsługi tego długu niż byłoby to, gdyby ten dług był emitowany przez Ministerstwo Finansów – to z dużym prawdopodobieństwem może być nawet ponad 10 mld zł do 2040 r. (tj. do czasu, gdy będą zapadać te obligacje, które zostały wyemitowane poza normalnymi procedurami). Na pewno można byłoby lepiej wydać taką kwotę publicznych pieniędzy. A to wszystko dzieje się w sytuacji, gdy i tak koszty obsługi długu bardzo dynamicznie rosną, jako skutek uboczny konieczności walki z inflacją restrykcyjną polityką pieniężną. Po drugie, duży udział skarbowych papierów wartościowych czy gwarantowanych przez Skarb Państwa w aktywach banków oznacza spore ryzyko systemowe w wypadku spadku ich cen (mieliśmy w ostatnim roku wiele przykładów tego rodzaju problemów, część zakończonych bankructwami banków, w USA i w Europie).

Po trzecie, dla perspektyw rozwojowych gospodarki zabójczy może okazać się efekt wypychania inwestycji prywatnych przez publiczne finansowane z długu, który nabywają banki. Ich zaangażowanie w obligacje skarbowe na dłuższą metę hamuje finansowanie potrzeb rozwojowych (edukacja, R&D, zdrowie, transformacja energetyczna, zwiększanie udziału inwestycji prywatnych w PKB, kluczowe przecież dla skutecznej walki z inflacją oraz zastępowania niedoborów pracy). Szczególnie to istotne w sytuacji braku dostępu Polski do środków unijnych z KPO, czego powodem są trudne do zrozumienia względy polityczne. Polska gospodarka ma przed sobą duże wydatki inwestycyjne, po stronie publicznej (na obronność) i prywatnej (podniesienie niskiego udziału prywatnych inwestycji w PKB, transformacja energetyczna, odbudowa Ukrainy). Obecne, wysokie zaangażowanie sektora bankowego w finansowanie bieżących potrzeb pożyczkowych budżetu może istotnie ograniczyć jego zdolność do kreowania kredytu potrzebnego do pokrycia ważnych potrzeb rozwojowych polskiej gospodarki w najbliższych latach. Po czwarte, galopująca inflacja zafałszowuje ocenę rzeczywistej sytuacji finansów publicznych: ona dopiero wystawi rachunek stronie wydatkowej budżetu państwa (zawsze dzieje się to z pewnym opóźnieniem), wpływając natychmiast na stronę dochodową budżetu. Podatek inflacyjny, czyli ukryty podatek nałożony bez uchwalania jakichkolwiek ustaw, szacowany jest na 150-200 mld zł w 2022 r. To podatek oczywiście nałożony na sektor prywatny gospodarki, polskie gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa. Jeszcze bardziej złudne jest opieranie się na relacji agregatów fiskalnych (deficyt, dług)

do PKB. Wpływ wysokiej inflacji na deflator PKB powoduje bowiem „sztuczne” wyrastanie z długu publicznego: nie odbywa się ono dzięki wzrostowi gospodarczemu, a jest efektem statystycznym wynikającym z inflacji (wzrostu części nominalnej, nie realnej PKB). Szczególnie adekwatne to stwierdzenie będzie w roku bieżącym, w którym polskie PKB nie przekroczy prawdopodobnie 1%.

Poprawie stabilności długu publicznego i wspieranie trwałego wzrostu gospodarczego sprzyjającego włączeniu społecznemu we wszystkich państwach członkowskich, przez reformy i inwestycje, ma służyć reforma unijnych reguł fiskalnych. W propozycji zmian kładzie się nacisk na potrzebę redukcji zwiększonych poziomów długu publicznego, uwzględnienie wniosków z reakcji politycznej UE na kryzys związany z COVID-19, przygotowanie UE na przyszłe wyzwania przez wspieranie postępów w kierunku zielonej, cyfrowej, sprzyjającej włączeniu społecznemu i odpornej gospodarki oraz zapewnienie większej konkurencyjności UE. Nowe przepisy mają ułatwić wprowadzanie niezbędnych reform i inwestycji oraz pomogą zmniejszyć wysokie wskaźniki długu publicznego w sposób realistyczny, stopniowy i trwały.

Oceniając stan finansów publicznych nie możemy abstrahować od oceny finansów publicznych jako systemu. Finanse publiczne jako system są obecnie w bardzo złym stanie. Niestety od kilku lat plany budżetowe w rażący sposób łamią zasady, ramy i granice, które organy publiczne powinny uwzględniać podczas planowania, a potem uchwalania i realizowania budżetu państwa. Utworzone poza budżetem i kontrolą parlamentarną fundusze przy Banku Gospodarstwa Krajowego i w Polskim Funduszu Rozwoju generują ogromny deficyt rządowy nie wliczany do deficytu budżetu państwa. Ponadto rząd stosuje szereg różnego rodzaju zabiegów księgowych, które opisujemy w rozdziale 2 i 4 oraz w raporcie Dudka, Koteckiego, Majszczyk (2022). Skala nieprzejrzystości, omijania budżetu i zaniżenia deficytu budżetowego osiągnęła w 2022 r. niebywałe rozmiary, absolutorium rządu będzie opierać się na analizie 12% prawdziwego deficytu rządowego. W tej sytuacji Kolegium NIK pierwszy raz w historii nie wyraziło pozytywnej opinii w przedmiocie absolutorium dla rządu. To jest czerwona kartka dla stanu systemu finansów publicznych.

Ponawiamy apel: jest jeszcze czas, choć bez wątpliwości nie ma go zbyt dużo (mniej o 12 miesięcy niż rok temu, kiedy pisaliśmy o tym po raz pierwszy),

by przedstawić wiarygodny i kompleksowy plan naprawy finansów publicznych: strona dochodowa (w tym proste podatki i regulacje), wydatkowa (eliminacja nieefektywnych wydatków), finanse samorządowe (ustabilizowanie sytuacji finansowej jednostek samorządu terytorialnego), przywrócenie przejrzystości finansów publicznych – kontrola długu pozaparlamentarnego, który osiągnął niespotykaną na świecie skalę, zdywersyfikowanie źródeł finansowania (mniejszy udział banków, większy kapitału zagranicznego, sięgnięcie po środki KPO, zarówno z dotacji jak i pożyczek). W efekcie powinien powstać program realizacji wiarygodnej reformy, a jej efektem obniżająca się ścieżka deficytu i długu. Nie można czekać aż trzeba będzie to robić pod dyktando inwestorów zagranicznych. Jednocześnie trzeba zadbać o sektor prywatny, wzmocnić zdolność banków do kreowania kredytu obniżając efekt wypychania inwestycji prywatnych przez duże wydatki publiczne, co szczególnie stanie się potrzebne w momencie wychodzenia z obecnego spowolnienia gospodarki. Bardziej zdyscyplinowana polityka budżetowa pomogłaby także w walce z obecnym problemem numer jeden, czyli inflacją. Czego sobie i Państwu życzymy!

## SPIS TABLIC

**Tabela 1.** Różnice pomiędzy kategoriami państwowego długu publicznego a dług sektora instytucji rządowych

**Tabela 2.** Struktura państwowego długu publicznego według miejsca emisji i tytułu zobowiązania

**Tabela 3.** Struktura państwowego długu publicznego według rezydenta

**Tabela 4.** Struktura państwowego długu publicznego według podsektorów (po konsolidacji)

**Tabela 5.** Metody wyceny obligacji skarbowych znajdujących się w portfelach banków oraz ich wpływ na kapitał oraz wynik finansowy

**Tabela 6.** Ryzyka finansów publicznych państw UE dla różnych horyzontów czasowych za 2022 r. (w przypadku zmian względem poprzedniej edycji raportu w nawiasach podano poziomy za 2021 r.)

**Tablica 7.** Dekompozycja zmiany relacji długu publicznego do PKB w latach 2015-2024 (pp. PKB)

## SPIS WYKRESÓW

**Wykres 1.** Deficyt nominalny sektora finansów publicznych wg metodologii ESA (% PKB)

**Wykres 2.** Deficyt strukturalny (% PKB)

**Wykres 3.** Relacja długu do PKB w wybranych krajach UE (% PKB)

**Wykres 4.** Średnie (implikowane) koszty obsługi długu w UE

**Wykres 5.** Zmiana relacji wydatków do PKB

(pp. PKB – zmiana narastająco od I kw. 2015 r.)

**Wykres 6 i 7.** Deficyt nominalny sektora finansów publicznych w UE w 2021-2022 r. (% PKB)

**Wykres 8 i 9.** Deficyt strukturalny sektora finansów publicznych w UE w 2021-2022 r. (% PKB)

**Wykres 10-11.** Dług sektora finansów publicznych w 2021-2022 r. (% PKB)

**Wykres 12-13.** Średnie koszty obsługi długu w latach 2021-2022 r. (% długu z końca poprzedniego roku)

**Wykres 14 i 15.** Deficyt nominalny sektora finansów publicznych w UE w 2023-2024 r. (% PKB)

**Wykres 16 i 17.** Deficyt strukturalny sektora finansów publicznych w UE w 2021-2022 r. (% PKB)

**Wykres 18 i 19.** Dług sektora finansów publicznych w 2023-2024 r. (% PKB)



- Wykres 20 i 21.** Średnie koszty obsługi długu w latach 2023-2024 r. (% długu z końca roku poprzedniego).
- Wykres 22.** Skala deficytu sektora centralnego poza definicją „budżet państwa”.
- Wykres 23.** Różnice pomiędzy PDP a długiem EDP (ESA) – % długu
- Wykres 24.** Kwota obligacji skarbowych przekazywanych z budżetu państwa zamiast dotacji (mld zł)
- Wykres 25.** Rentowności obligacji 10-letnich wybranych państw
- Wykres 26.** Spready obligacji 10-letnich wybranych państw do Niemiec
- Wykres 27.** Zaangażowanie inwestorów na rynkach wschodzących i w Polsce (indeks październik 2008 =100)
- Wykres 28.** Prawdopodobieństwo spowolnienia gospodarczego odczytane z krzywej dochodowości
- Wykres 29.** Nachylenie krzywej dochodowości w Polsce, Czechach i Węgrzech (różnica stawek swapów procentowych IRS o zapadalności 10 i 2 lata)
- Wykres 30.** Państwowy dług publiczny, dług EDP i dług Skarbu Państwa w relacji do PKB
- Wykres 31.** Różnice pomiędzy długiem EDP a PDP
- Wykres 32.** Struktura państwowego długu publicznego według waluty zadłużenia
- Wykres 33.** Struktura państwowego długu publicznego według podsektorów
- Wykres 34.** Struktura państwowego długu publicznego według instrumentów i rynków
- Wykres 35.** Ekspozycja banków na dług skarbowy oraz podział na metody wyceny
- Wykres 36.** Dług publiczny w Polsce wg prognozy OECD
- Wykres 37.** Zmiana presji fiskalnej w latach 2021-2060, % p.proc. potencjalnego PKB
- Wykres 38.** Dekompozycja zmiany relacji długu publicznego do PKB w latach 2015-2024 (pp. PKB)

## **SPIS RYSUNKÓW**

- Rysunek 1.** Szara strefa budżetu 2022 – 88%.
- Rysunek 2.** Schemat oceny stabilności długu publicznego przez KE w raporcie Debt Sustainability Monitor 2022
- Rysunek 3.** Bezpośredni wpływ inflacji na finanse publiczne