

Raport zrealizowany w ramach porozumienia o współpracy pomiędzy Związkiem Banków Polskich a Szkołą Główną Handlową w Warszawie.

SGH

35^{LAT}
ZWIĄZEK
BANKÓW
POLSKICH

WIB PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY

POLSKA MIĘDZY DŁUGIEM A ROZWOJEM. JAK WYJŚĆ Z FISKALNEGO ZAKRĘTU, NIE OSŁABIĆ BANKÓW I UTRZYMAĆ WZROST?

SYGN. PAB/WIB 25/2026

Zespół Badań i Analiz Związku Banków Polskich
w składzie:

dr Tomasz Pawlonka (red.)

dr Radosław Ciukaj

Agnieszka Nierodka

Bartosz Przyborowski

Zespół Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie
w składzie:

dr hab. Mariusz-Jan Radło, prof. SGH (red.)

dr hab. Michał Bernardelli, prof. SGH

dr Piotr Maszczyk

dr Aleksandra Szarek-Piaskowska



ISBN: 978-83-69037-01-1

Raport opracowany na zlecenie
Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Warszawa, październik 2026

WIB PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY

O Raporcie

Raport **Polska między długiem a rozwojem. Jak wyjść z fiskalnego zakrętu, nie osłabić banków i utrzymać wzrost?** został opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości. Poglądy wyrażone w publikacji są poglądami osobistymi autorów i nie wyrażają oficjalnego stanowiska instytucji, w której są zatrudnieni.

Autorzy

Raport został opracowany przez

Zespół Badań i Analiz ZBP w składzie:

dr Tomasz Pawlonka (red.)

– Dyrektor Zespołu Badań i Analiz, Związek Banków Polskich, Dyrektor Programu Analityczno-Badawczego Warszawskiego Instytutu Bankowości. Związany z Programem Analityczno-Badawczym Fundacji Warszawski Instytut Bankowości (PAB WIB) od początku istnienia Programu. Realizuje prace z zakresu rozwoju sektora bankowego, zdolności sektora bankowego do finansowania gospodarki, struktury rynku finansowego oraz bankowości spółdzielczej. Wieloletni doświadczony nauczyciel akademicki. Autor wielu opracowań naukowych.

dr Radosław Ciukaj

– Główny specjalista w Zespole Badań i Analiz Związku Banków Polskich oraz w Programie Analityczno-Badawczym Warszawskiego Instytutu Bankowości. Równolegle pracownik naukowy oraz wykładowca na Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie. Autor publikacji naukowych z zakresu zarządzania ryzykiem kredytowym w sektorze bankowym, ze szczególnym uwzględnieniem metod restrukturyzacji kredytów zagrożonych w krajach Unii Europejskiej w okresie po globalnym kryzysie finansowym z 2008 roku. Jego zainteresowania badawcze obejmują także regulacje sektora finansowego oraz sektor FinTech, co znajduje odzwierciedlenie w dorobku publikacyjnym.

Agnieszka Nierodka

– Ekonomista, Doradca Zarządu w Zespole Badań i Analiz Związku Banków Polskich, specjalizuje się w zagadnieniach dotyczących rozwoju rynku hipotecznego i nieruchomości, refinansowania kredytów hipotecznych, ochrony konsumenta oraz prawa europejskiego. Doświadczony prelegent i autor publikacji dot. rozwoju bankowości hipotecznej i rynku listów zastawnych, ochrony konsumenta oraz skuteczności obowiązków informacyjnych wobec konsumenta.

Bartosz Przyborowski

– Finansista, specjalista w Zespole Badań i Analiz Związku Banków Polskich, specjalista w Programie Analityczno-Badawczym Warszawskiego Instytutu Bankowości. Realizuje prace związane z warunkami funkcjonowania sektora bankowego, analizą sytuacji makroekonomicznej i warunków dla zwiększenia wzrostu gospodarczego. Dzięki doświadczeniu audytorskiemu posiada szerokie doświadczenie w analizie finansowej oraz sprawozdawczości przedsiębiorstw z wielu branż. Absolwent Katedry Finansów, Instytutu Ekonomii i Finansów SGGW w Warszawie.



Zespół badawczy SGH w składzie:

dr hab. Mariusz-Jan Radło (red.)

– prof. SGH, jest kierownikiem Katedry Globalnych Współzależności Gospodarczych SGH, redaktorem naczelnym czasopisma „International Journal of Management and Economics” oraz członkiem Rady Programowej Programu Analityczno-Badawczego Warszawskiego Instytutu Bankowości na lata 2026–2029, realizowanego we współpracy ze Związkiem Banków Polskich. Od 2009 roku jest także współnikiem i partnerem zarządzającym w SEENDICO Doradcy Radło & Wspólnicy sp.j., spółce doradczo-badawczej specjalizującej się w analizach gospodarczych, strategiach rozwoju oraz projektach dla sektora publicznego i przedsiębiorstw. Od 2004 roku jest związany zawodowo z SGH. Specjalizuje się w zagadnieniach międzynarodowej konkurencyjności gospodarek, globalnych współzależności gospodarczych, polityki gospodarczej, restrukturyzacji przedsiębiorstw oraz procesów fuzji i przejęć. Prowadzi zajęcia dotyczące międzynarodowych procesów fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Brał udział w licznych projektach badawczych i doradczych poświęconych polityce gospodarczej, konkurencyjności oraz zagadnieniom sektorowym i makroekonomicznym, realizowanych m.in. dla instytucji publicznych, organizacji międzynarodowych oraz podmiotów sektora prywatnego. W latach 2004–2007 był wicedyrektorem ds. naukowych Polskiego Forum Strategii Lizbońskiej w Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową. Jako visiting professor prowadził zajęcia w Aarhus School of Business i Wirtschaftsuniversität Wien, a jako visiting research fellow przebywał w Corvinus University of Budapest.

dr hab. Michał Bernardelli

– prof. SGH. Pracownik Kolegium Analiz Ekonomicznych Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Dziekan Studium Magisterskiego SGH. Absolwent Uniwersytetu Warszawskiego na kierunkach matematyka i informatyka. W 2008 roku uzyskał stopień doktora nauk matematycznych, a w 2020 roku habilitację w zakresie nauk ekonomicznych. Od ponad 20 lat konsultant, kierownik i wykonawca wielu projektów komercyjnych i badawczo-rozwojowych w obszarze modelowania ekonometrycznego oraz sztucznej inteligencji. Interdyscyplinarność jego prac naukowych opiera się głównie na wykorzystaniu aparatury informatycznej i matematycznej do rozwiązywania problemów z obszarów związanych z analizą i eksploracją danych, w szczególności w problematyce Big Data, metod predykcyjnych i optymalizacji. Jest autorem ponad 80 artykułów naukowych, jak również kilku monografii.

dr Piotr Maszczyk

– ekonomista, prodziekan Studium Magisterskiego SGH oraz kierownik Zakładu Makroekonomii i Ekonomii Sektora Publicznego w Kolegium Gospodarki Światowej SGH. Specjalizuje się w makroekonomii, ekonomii instytucjonalnej, porównawczej analizie systemów gospodarczych oraz współczesnych modelach kapitalizmu. Jego badania koncentrują się m.in. na instytucjonalnych uwarunkowaniach rozwoju i wynikach gospodarczych państw Europy Środkowo-Wschodniej. Autor i współautor licznych publikacji naukowych oraz ekspertyz przygotowywanych dla instytucji publicznych i sektora prywatnego; współautor koncepcji „kapitalizmu patchworkowego”. Łączy działalność naukową i dydaktyczną z pracą ekspercką dotyczącą polityki gospodarczej i finansów publicznych.

dr Aleksandra Szarek-Piaskowska

– doktor nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia (Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2012); podwójna magister SGH (stosunki międzynarodowe, finanse i bankowość, 2008) oraz absolwentka studiów podyplomowych „Metody statystyczne w biznesie. Warsztaty z oprogramowaniem SAS” (Uniwersytet Warszawski, 2016); od 2020 r. pracownik naukowo-dydaktyczny Katedry Globalnych Współzależności Gospodarczych SGH na stanowisku adiunkta. Posiada kilkuletnie doświadczenie w branży doradczej w zakresie funduszy unijnych i krajowych m.in. jako zastępca dyrektora ds. funduszy strukturalnych. Uczestniczka projektów badawczych, m.in. z Gospostrateg. Autorka publikacji z zakresu inwestycji, leasingu, ekonomii międzynarodowej, handlu międzynarodowego.

O Programie

Program Analityczno-Badawczy przy Fundacji Warszawski Instytut Bankowości powstał w 2019 r. jako odpowiedź na potrzeby sektora bankowego w zakresie wysokiej jakości analiz i badań z obszaru cyberbezpieczeństwa i nowych technologii, a także szeroko rozumianego otoczenia sektora bankowego, kształtującego warunki działania banków w Polsce. Prace analityczno-badawcze w ramach programu realizowane są pod kątem możliwości praktycznego wykorzystania wyników w celu rozwoju sektora bankowego, podnoszenia poziomu bezpieczeństwa usług oraz – w ostateczności – kreowania wartości dla klientów końcowych – użytkowników bankowości.

W ramach programu realizowane są analizy i badania w następujących obszarach:

-  Nowe technologie w sektorze bankowym, cyberbezpieczeństwo banków i systemy płatnicze
-  Ekonomiczna analiza rozwoju sektora bankowego, stabilności banków, otoczenia makroekonomicznego
-  Prawno-regulacyjne i legislacyjne uwarunkowania działalności sektora bankowego oraz wyzwania wynikające z orzecznictwa sądów krajowych i europejskich
-  ESG i sustainable finance
-  Prace analityczno-badawcze w zakresie poszczególnych obszarów funkcjonowania banków oraz w zakresie funkcjonowania wskaźników referencyjnych

Więcej na temat działalności programu na stronie www.pabwib.pl

Kontakt:

dr Tomasz Pawlonka
Dyrektor Programu
m: 505 917 778
e: tpawlonka@wib.org.pl

Warszawski Instytut Bankowości
00-380 Warszawa, ul. Kruczkowskiego 8
t: (22) 182 31 70
e: pab@wib.org.pl

Agnieszka Nierodka
m: 607 484 391
e: anierodka@wib.org.pl

dr Radosław Ciukaj
m: 784 680 685
e: radoslaw.ciukaj@zbp.pl

dr Agnieszka Wicha
m: 661 646 474
e: agnieszka.wicha@zbp.pl

Bartosz Przyborowski
m: 795 933 104
e: bartosz.przyborowski@zbp.pl

Spis treści

	Słowo wstępu Zarządu Związku Banków Polskich oraz JM Rektora Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie	8
	Executive summary	10
	Wprowadzenie	14
	CZĘŚĆ I. FINANSE PUBLICZNE I SEKTOR BANKOWY	16
	Rozdział 1. Diagnoza stanu finansów publicznych w Polsce	17
	1.1. Uwagi wstępne	17
	1.2. Makrofiskalna diagnoza nierównowagi: wzrost gospodarczy nie domyka luki fiskalnej	17
	1.3. Dochody publiczne: nominalny wzrost wpływów i ograniczenia bazy dochodowej	19
	1.4. Wydatki publiczne: koncentracja presji w kategoriach sztywnych	20
	1.5. Deficyt, przejrzystość fiskalna i procedura nadmiernego deficytu	25
	1.6. Dług publiczny i koszt jego finansowania	28
	1.7. Oceny agencji ratingowych i propozycje konsolidacji fiskalnych	32
	1.8. Konsolidacja fiskalna – możliwe kierunki działań	37
	1.9. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze	41
	Rozdział 2. Finansowanie długu publicznego i fiskalne obciążenia sektora bankowego	43
	2.1. Uwagi wstępne	43
	2.2. Banki jako krajowy absorber długu publicznego	43
	2.3. Koncentracja portfeli SPW i ryzyko wypychania finansowania gospodarki	48
	2.4. Fiskalne obciążenia banków i zdolność finansowania gospodarki	51
	2.5. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze	54
	Rozdział 3. Ryzyko sprzężenia fiskalno-bankowego	56
	3.1. Uwagi wstępne	56
	3.2. Mechanizm sprzężenia fiskalno-bankowego	56
	3.3. Rentowność polskiego długu i źródła jej zmian	57
	3.4. Materializacja kanału bilansowego: doświadczenia lat 2021–2022 i 2026	60
	3.5. Wrażliwość portfela obligacji sektora bankowego na zmiany rentowności	61
	3.6. Analiza scenariuszowa wpływu wzrostu rentowności na kapitały własne banków	65
	3.7. Wpływ szoków na adekwatność kapitałową sektora bankowego	67
	3.8. Konsekwencje dla potencjału akcji kredytowej i ocena ryzyka systemowego	70
	3.9. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze	72
	Rozdział 4. Wrażliwość systemu na szoki zewnętrzne	74
	4.1. Wprowadzenie	74
	4.2. Założenia metodyczne analizy scenariuszowej	74
	4.3. Analiza scenariuszowa potencjalnych kryzysów i ich wpływu na polską gospodarkę oraz stabilność sektora bankowego	78
	4.3.1. Eskalacja konfliktu zbrojnego w Europie Wschodniej – scenariusz 1	78
	Charakterystyka scenariusza	78
	Oddziaływanie na sektor bankowy	79
	Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne	80



4.3.2. Europejski kryzys energetyczny wywołany eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie – scenariusz 2	82
Charakterystyka scenariusza	82
Oddziaływanie na sektor bankowy	83
Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne	84
4.3.3. Kryzys wiarygodności finansów publicznych – scenariusz 3	87
Charakterystyka scenariusza	87
Oddziaływanie na sektor bankowy	87
Wyniki analizy ilościowej	88
Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne	88
4.3.4. Globalny kryzys finansowy i głęboka recesja w gospodarce światowej – scenariusz 4	91
Charakterystyka scenariusza	91
Oddziaływanie na sektor bankowy	92
Wyniki analizy ilościowej	92
Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne	93
4.3.5. Skoordynowany cyberatak na infrastrukturę finansową i energetyczną – scenariusz 5	95
Charakterystyka scenariusza	95
Oddziaływanie na sektor bankowy	96
Wyniki analizy ilościowej	97
Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne	97
4.3.6. Ekspansja fiskalna i wypychanie finansowania gospodarki przez dług publiczny – scenariusz 6	100
Charakterystyka scenariusza	100
Oddziaływanie na sektor bankowy	100
Wyniki analizy ilościowej	101
Dodatkowy wariant analizy – wpływ wzrostu <i>duration</i> portfela obligacji	102
Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne	102
4.4. Porównanie wyników analiz scenariuszowych	105
4.5. Dyskusja wyników analiz scenariuszowych	109
4.6. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze	110

II CZĘŚĆ II. FINANSE PUBLICZNE A ROZWÓJ POLSKIEJ GOSPODARKI 112

Rozdział 5. Architektura finansów publicznych i przejrzystość budżetu i funkcja informacyjna finansów publicznych	113
5.1. Wprowadzenie	113
5.2. Przejrzystość fiskalna jako element jakości instytucjonalnej państwa	113
5.3. Fragmentacja finansów publicznych a kompletność informacji fiskalnej	114
5.4. Ewolucja architektury polskich finansów publicznych	115
5.5. Mechanizmy pozabudżetowe – problemy definicyjne i informacyjne	117
5.6. Konsolidacja informacji fiskalnej a zdolność państwa do planowania długookresowego	118
5.7. Funkcja informacyjna finansów publicznych a przewidywalność otoczenia dla sektora prywatnego	119
5.8. Dyskusja wyników	120
5.9. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze	121

Rozdział 6. Problem zadłużenia i konsolidacji fiskalnej na tle doświadczeń międzynarodowych	122
6.1. Wprowadzenie	122
6.2. Uwarunkowania konsolidacji fiskalnej w Polsce: punkt wyjścia	123
6.3. Modele konsolidacji fiskalnej w świetle doświadczeń międzynarodowych	124
6.3.1. Typologia modeli konsolidacji fiskalnej	124
6.3.2. Doświadczenia wybranych państw	125
6.3.3. Cechy skutecznego modelu konsolidacji w państwach o wysokim długu	131
6.4. Struktura konsolidacji a wzrost gospodarczy i stabilność fiskalna	132
6.5. Przestrzeń fiskalna i odporność makroekonomiczna	134
6.6. Instytucje ograniczające procykliczność: teoria i praktyka	134
6.7. Możliwe ścieżki konsolidacji fiskalnej w Polsce	139
6.8. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze	141



Rozdział 7. Wyzwania strukturalne wzrostu i europejskie ramy polityki gospodarczej	143
7.1. Wprowadzenie	143
7.2. Inwestycje i akumulacja kapitału w Polsce: skala, struktura i znaczenie dla konsolidacji fiskalnej	143
7.3. Zmiana struktury finansowania unijnego i europejskiego modelu rozwoju	146
7.4. Zmiana polityki gospodarczej Unii Europejskiej	148
7.5. Zdolność instytucjonalna do absorpcji i współfinansowania instrumentów UE	150
7.6. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze	152

Rozdział 8. Finansowanie rozwoju Polski pod presją	154
8.1. Wprowadzenie	154
8.2. Presja fiskalna a możliwości finansowania inwestycji rozwojowych	154
8.3. Komplementarna rola banków i rynków kapitałowych	156
8.4. Mechanizmy wypychania finansowania prywatnego	157
8.5. Skala i ryzyko wypychania w Polsce	159
8.6. Warianty modeli finansowania rozwoju Polski	160
8.7. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze	163

III CZĘŚĆ III. WNIOSKI SYSTEMOWE I REKOMENDACJE	166
1. Synteza wniosków systemowych	167
2. Główne ryzyka dla stabilności fiskalnej, sektora bankowego i finansowania rozwoju	167
3. Rekomendacje dotyczące przejrzystości i zarządzania finansami publicznymi	168
4. Rekomendacje dotyczące modelu konsolidacji fiskalnej	168
5. Ograniczenie sprzężenia między państwem a sektorem bankowym	169
6. Ochrona inwestycji i mobilizacja kapitału prywatnego	170
7. Kolejność wdrażania rekomendacji	170

Literatura i źródła	172
----------------------------	-----

Słowo wstępu Zarządu Związku Banków Polskich oraz JM Rektora Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie

Szanowni Państwo,

oddajemy w Państwa ręce raport poświęcony istotnemu wyzwaniu stojącemu obecnie przed polską gospodarką – narastającej nierównowadze finansów publicznych i wynikającej z niej potrzebie przywrócenia równowagi fiskalnej. Opracowanie powstaje w szczególnym momencie, w którym relatywnie dobrej sytuacji gospodarczej towarzyszą wysoki deficyt sektora finansów publicznych, rosnący dług, zwiększające się potrzeby pożyczkowe państwa oraz wzrost kosztów jego obsługi. Jednocześnie Polska stoi przed znacznymi potrzebami finansowymi związanymi z bezpieczeństwem i obronnością, transformacją energetyczną, rozwojem infrastruktury, cyfryzacją i innowacyjnością, a także zmianami demograficznymi.

W takich warunkach stan finansów publicznych przestaje być zagadnieniem wyłącznie fiskalnym. Finansowanie rosnących potrzeb pożyczkowych państwa pozostaje w ścisłym związku z kondycją krajowego systemu finansowego, a szczególne miejsce w tej relacji zajmuje sektor bankowy. Banki są bowiem zarówno kluczowym źródłem finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, jak i najważniejszym krajowym nabywcą skarbów papierów wartościowych. Oznacza to, że sytuację finansów publicznych i sektora bankowego nie można analizować w oderwaniu od siebie.

W warunkach rosnących potrzeb pożyczkowych państwa szczególnego znaczenia nabiera rola krajowego sektora bankowego w finansowaniu długu publicznego. Wzrost zaangażowania banków w skarbowe papiery wartościowe zacieśnia powiązania pomiędzy sytuacją finansów publicznych a kondycją sektora bankowego. Z jednej strony większe zaangażowanie banków w finansowanie długu publicznego może ograniczać przestrzeń do finansowania sektora prywatnego, z drugiej zaś pogorszenie warunków finansowania państwa – wynikające ze wzrostu stóp procentowych lub premii za ryzyko kredytowe emitenta – może poprzez zmiany

wyceny skarbów papierów wartościowych oddziaływać na fundusze własne i współczynniki kapitałowe banków, a tym samym na ich zdolność do finansowania gospodarki.

Powiązanie to ma charakter dwustronny: stabilny i dobrze skapitalizowany sektor bankowy wspiera finansowanie gospodarki i stabilne funkcjonowanie krajowego rynku długu, natomiast narastające napięcia fiskalne mogą oddziaływać na kondycję banków i ich możliwości finansowania gospodarki. Dlatego stabilność finansów publicznych, bezpieczeństwo sektora bankowego i zdolność do finansowania rozwoju nie są odrębnymi zagadnieniami, lecz elementami jednego systemu wzajemnych zależności. Analiza tych zależności i kanałów ich transmisji stanowi centralną oś niniejszego raportu.

Nie oznacza to, że Polska znajduje się u progu kryzysu fiskalnego czy bankowego. Wzrost gospodarczy, stabilny rynek pracy oraz dobra kondycja sektora bankowego ograniczają ryzyko krótkookresowej destabilizacji. Tworzą jednocześnie przestrzeń do tego, aby narastające wyzwania rozpoznać odpowiednio wcześniej i podjąć działania zaradcze w warunkach pozwalających na ich stopniowe i możliwie najmniej kosztowne przeprowadzenie. Z tego względu celem raportu jest identyfikacja podatności oraz mechanizmów, poprzez które napięcia fiskalne mogą przenosić się na sektor bankowy i gospodarkę realną, a następnie – w określonych warunkach – wzajemnie się wzmacniać i prowadzić do problemów o charakterze systemowym.

Szczególnego znaczenia nabiera w tym kontekście sposób przywrócenia równowagi fiskalnej. Zbyt późne podjęcie działań może prowadzić do sytuacji, w której tempo i zakres dostosowania zostaną wymuszone przez warunki rynkowe lub pogorszenie koniunktury. Z kolei konsolidacja przeprowadzona w sposób nadmiernie gwałtowny lub bez uwzględnienia struktury ograniczanych wydatków może prowadzić do redukcji wydatków o istotnym



znaczeniu rozwojowym, a tym samym zwiększać gospodarcze koszty dostosowania. Wyzwaniem nie jest zatem samo ograniczenie nierównowagi fiskalnej, lecz wybór takiej ścieżki, która pozwoli odbudowywać przestrzeń fiskalną bez nadmiernego ograniczania zdolności gospodarki do rozwoju i sektora bankowego do jej finansowania.

Podjęcie tego zagadnienia wspólnie przez Szkołę Główną Handlową w Warszawie i Związek Banków Polskich nie jest przypadkowe. Współpraca środowiska naukowego z praktyką gospodarczą stanowi istotny element poszukiwania odpowiedzi na wyzwania stojące przed współczesną gospodarką. Niniejszy raport stanowi także praktyczny wymiar porozumienia zawartego pomiędzy Szkołą Główną Handlową w Warszawie a Związkiem Banków Polskich, którego celem jest wspieranie przedsięwzięć służących rozwojowi wiedzy i kompetencji oraz

zacieśnianiu relacji między środowiskiem akademickim a praktyką sektora bankowego.

Mamy nadzieję, że raport stanie się punktem wyjścia do merytorycznej debaty o tym, jak przywracać równowagę finansów publicznych, jednocześnie zachowując stabilność sektora bankowego oraz jego zdolność do finansowania gospodarki. Dyskusja o długu publicznym jest bowiem również dyskusją o tym, kto i w jaki sposób będzie finansował rozwój Polski w kolejnych latach.

**Dr Tadeusz Białek,
Prezes Zarządu
Związek Banków Polskich**

**Dr hab. Piotr Wachowiak, prof. SGH,
Rektor
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie**

Executive summary

Polska gospodarka znajduje się obecnie w szczególnym momencie. Z jednej strony utrzymuje relatywnie wysokie tempo wzrostu, rynek pracy pozostaje stabilny, a sektor bankowy jest rentowny i dobrze skapitalizowany. Z drugiej strony pod powierzchnią korzystnej sytuacji makroekonomicznej narastają nierównowagi, które w kolejnych latach mogą ograniczać odporność gospodarki i jej zdolność do finansowania rozwoju. Najważniejszą z nich jest pogorszenie strukturalnej sytuacji finansów publicznych: wysoki deficyt utrzymuje się pomimo wzrostu gospodarczego, szybko zwiększa się zadłużenie, rosną potrzeby pożyczkowe i koszty obsługi długu, a struktura wydatków publicznych staje się coraz mniej elastyczna.

Raport nie przedstawia scenariusza nieuchronnego kryzysu fiskalnego ani bankowego. Jego zasadniczym celem jest wczesna identyfikacja ryzyk oraz mechanizmów, poprzez które pogorszenie sytuacji finansów publicznych może przenosić się na sektor bankowy i gospodarkę realną. Obecna kondycja gospodarki i banków tworzy istotny bufor bezpieczeństwa. Jednocześnie właśnie okres relatywnie dobrej koniunktury daje możliwość rozpoczęcia dostosowania fiskalnego w sposób stopniowy, selektywny i mniej kosztowny niż korekta wymuszona w przyszłości przez presję rynkową, regulacyjną lub pogorszenie koniunktury.

Podstawowym problemem polskich finansów publicznych nie jest obecnie sam poziom długu, który wciąż nie należy do najwyższych w Unii Europejskiej, lecz połączenie bardzo wysokiego deficytu, szybkiego wzrostu zadłużenia i rosnących kosztów jego finansowania. W 2025 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł 7,3% PKB i był drugim najwyższym wynikiem w UE. Jednocześnie dług EDP wzrósł z 48,8% PKB w 2022 r. do 59,7% PKB w 2025 r., a zgodnie z przywołanymi w raporcie projekcjami może przekroczyć 70% PKB przed końcem dekady.

Szczególnie istotne jest to, że tak głęboka nierównowaga występuje w warunkach dodatniego wzrostu gospodarczego i dobrej sytuacji na rynku pracy. Oznacza to, że poprawa koniunktury nie wystarczy do automatycznego przywrócenia równowagi. Źródła

problemu mają w dużej części charakter strukturalny i wynikają z trwałego wzrostu wydatków sztywnych: transferów społecznych i emerytalnych, finansowania ochrony zdrowia, obronności, wynagrodzeń sektora publicznego oraz kosztów obsługi długu. Udział wydatków sztywnych utrzymuje się na poziomie około 76-78% wydatków budżetu państwa, co znacząco ogranicza możliwość szybkiego dostosowania ich struktury.

Polska przesunęła się tym samym w kierunku modelu wyższych wydatków publicznych, nie zwiększając w podobnej skali swojej bazy dochodowej. Relacja dochodów publicznych do PKB pozostaje o około 2 pp. niższa od średniej UE, podczas gdy poziom wydatków przekroczył już średnią unijną. Dodatkowo polski system dochodów w większym stopniu niż przeciętnie w UE opiera się na podatkach pośrednich i składkach społecznych, a w mniejszym na podatkach bezpośrednich.

Coraz większego znaczenia nabiera koszt obsługi długu. Wzrost zadłużenia i utrzymywanie się relatywnie wysokich rentowności powodują, że wydatki odsetkowe konkurują z finansowaniem inwestycji, bezpieczeństwa, ochrony zdrowia, edukacji czy transformacji energetycznej. Powstaje przy tym mechanizm samowzmacniający: wysoki deficyt zwiększa dług i potrzeby pożyczkowe, rosnący dług zwiększa koszty odsetkowe, a wyższe koszty obsługi długu dodatkowo pogarszają saldo fiskalne.

Rosnące potrzeby pożyczkowe państwa są w coraz większym stopniu absorbowane przez krajowy system finansowy, a szczególnie przez sektor bankowy. W latach 2017 – I kwartał 2026 r. zadłużenie Skarbu Państwa wraz ze zobowiązaniami funduszy pozabudżetowych zwiększyło się o około 1,5 bln zł, podczas gdy portfel obligacji skarbowych i gwarantowanych przez państwo w bankach wzrósł o około 561 mld zł. Oznacza to, że banki zaabsorbowały około 37% całego przyrostu zadłużenia, a w szczególnym, pandemicznym 2020 r. – ponad 67%.

Z punktu widzenia państwa jest to istotny czynnik stabilizujący. Silna krajowa baza inwestorów zmniejsza



zależność od kapitału zagranicznego i ryzyko gwałtownych odpływów. Ma jednak również drugą stronę – zwiększa koncentrację ryzyka fiskalnego wewnątrz krajowego systemu finansowego.

Skala tej koncentracji jest na tle Europy wyjątkowo wysoka. Na koniec I kwartału 2026 r. instrumenty dłużne stanowiły około 39% aktywów polskiego sektora bankowego, najwięcej spośród analizowanych państw UE. Same skarbowe instrumenty dłużne odpowiadały za około 24,7% aktywów banków, co również było najwyższym wynikiem w zestawieniu.

Jednocześnie banki są poddawane wysokim obciążeniom fiskalnym. Podwyższenie CIT dla banków z 19% do 30% w 2026 r. – pomimo zaplanowanego późniejszego obniżenia stawki oraz zmniejszenia podatku od niektórych instytucji finansowych – ogranicza bieżącą rentowność i możliwość akumulacji kapitału. W pierwszym półroczu 2026 r. obciążenia fiskalne sektora bankowego wyniosły około 15,8 mld zł, czyli ponad 47% wyniku finansowego brutto.

Powstaje zatem podwójne oddziaływanie sektora publicznego na banki. Po stronie aktywów sektor bankowy absorbuje znaczną część długu państwa, natomiast po stronie wynikowej jest źródłem rosnących wpływów podatkowych. W dłuższym okresie kombinacja wysokiej ekspozycji na dług publiczny i ograniczenia zdolności do akumulowania kapitału może zmniejszać przestrzeń do finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Jednocześnie wysoka ekspozycja banków na skarbowe papiery wartościowe tworzy kanał transmisji ryzyka pomiędzy sytuacją fiskalną państwa a kondycją sektora bankowego. Pogorszenie wiarygodności fiskalnej może zwiększać premię za ryzyko i rentowności obligacji, obniżając jednocześnie ich ceny. W zależności od klasyfikacji instrumentów spadek wartości portfela może oddziaływać na wyniki lub kapitały banków, a następnie na współczynniki adekwatności kapitałowej i potencjał akcji kredytowej.

Przeprowadzone w raporcie symulacje pokazują jednak jednocześnie dużą odporność sektora. Na koniec I kwartału 2026 r. banki posiadały – przy przyjętych w analizie założeniach – około 598 mld zł dodatkowego potencjału zwiększenia akcji kredytowej, odpowiadającego 43,5% obecnego portfela kredytowego. Szok stóp procentowych o 3 pp. ograniczyłby ten potencjał o około 149 mld zł, natomiast wzrost premii za ryzyko kredytowe emitenta o 3 pp. – o około 204 mld zł. Nawet w drugim, silniejszym wariantcie sektor zachowałby znaczącą przestrzeń do dalszego finansowania gospodarki.

Obecna struktura bilansów banków nie stwarza bezpośredniego zagrożenia dla stabilności finansowej. Problem polega na stopniowym zmniejszaniu bufora odporności i potencjału finansowania gospodarki, jeżeli wysoka ekspozycja na sektor publiczny będzie dalej rosła, a równocześnie materializować się będą inne szoki.

Potwierdzają to wieloczynnikowe scenariusze stresowe obejmujące m.in. eskalację konfliktu w Europie Wschodniej, kryzys energetyczny, kryzys wiarygodności finansów publicznych, globalną recesję, cyberatak oraz dalszą ekspansję fiskalną. Nie są one prognozami, lecz testami mechanizmów transmisji ryzyka. We wszystkich analizowanych wariantach dochodzi do pogorszenia sytuacji kapitałowej banków i ograniczenia możliwości finansowania gospodarki; ubytek funduszy własnych wynosi od 5,4% w scenariuszu cyberataku do 13,3% w scenariuszu kryzysu wiarygodności finansów publicznych.

Najważniejszy wniosek ze scenariuszy dotyczy jednak kumulacji szoków. Rzeczywiste kryzysy rzadko występują w izolacji. Szok geopolityczny może zwiększyć ceny energii i inflację, inflacja może prowadzić do wyższych stóp procentowych, pogorszenie sytuacji fiskalnej – do wzrostu premii za ryzyko, a spowolnienie gospodarcze – jednocześnie zmniejszać dochody budżetowe i pogarszać jakość portfela kredytowego. W takich warunkach poszczególne kanały ryzyka zaczynają się wzajemnie wzmacniać.

Przeprowadzona w raporcie analiza doświadczeń międzynarodowych nie wskazuje jednego uniwersalnego modelu konsolidacji. W przypadku Polski najbardziej uzasadnione jest dostosowanie stopniowe, wieloletnie, selektywne i oparte na kombinacji działań dochodowych oraz wydatkowych. Nie powinno ono polegać ani wyłącznie na zwiększaniu podatków, ani na liniowym ograniczaniu wydatków. Kluczowe znaczenie ma moment rozpoczęcia dostosowania. Konsolidacja rozpoczęta w okresie wzrostu może być rozłożona w czasie i mniej kosztowna. Odkładanie decyzji zwiększa natomiast prawdopodobieństwo, że korekta zostanie wymuszona w okresie spowolnienia, kiedy cięcia wydatków lub podwyżki podatków będą działały procyklicznie.

Po stronie wydatkowej potrzebne są systematyczne przeglądy programów, lepsze adresowanie transferów i realokacja środków z zastosowań o niskiej efektywności. Po stronie dochodowej większe znaczenie powinno mieć poszerzanie baz podatkowych i ograniczanie nieuzasadnionych preferencji niż doraźne podnoszenie obciążeń wybranych grup lub sektorów. Zmiany podatkowe powinny być przewidywalne



i poprzedzone oceną ich konsekwencji dla wzrostu, inwestycji i konkurencyjności.

Szczególnego znaczenia nabiera ochrona wydatków zwiększających potencjał gospodarki. Inwestycje są zwykle politycznie łatwiejsze do ograniczenia niż transfery i inne wydatki bieżące. Konsolidacja przeprowadzona głównie poprzez redukcję inwestycji może więc szybko poprawić saldo, ale jednocześnie obniżyć produktywność, przyszłą bazę podatkową i potencjalne tempo wzrostu. Przy udziale wydatków sztywnych sięgającym 76-78% takie ryzyko jest w Polsce szczególnie wysokie.

Warunkiem skutecznego dostosowania jest również poprawa jakości informacji o finansach państwa. Wzrost znaczenia funduszy i mechanizmów funkcjonujących poza klasycznym budżetem sprawia, że analiza samej ustawy budżetowej nie daje pełnego obrazu dochodów, wydatków, zadłużenia, potrzeb pożyczkowych i przyszłych zobowiązań sektora publicznego. Problemem nie jest samo istnienie instrumentów pozabudżetowych. Mogą one być uzasadnione charakterem realizowanych zadań. Kluczowa jest natomiast możliwość objęcia ich jednolitym systemem planowania, raportowania, kontroli i konsolidacji, zapewniającym pełny obraz sytuacji sektora general government.

Brak pełnej informacji ma realne konsekwencje gospodarcze. Utrudnia państwu ocenę dostępnej przestrzeni fiskalnej i kosztu nowych zobowiązań, a przedsiębiorstwom – ocenę przyszłej ścieżki podatków, wydatków, potrzeb pożyczkowych i kosztu kapitału. Zwiększona niepewność może skłaniać do odkładania inwestycji i podwyższać premię za ryzyko. Przejrzystość fiskalna jest więc częścią infrastruktury instytucjonalnej gospodarki, a nie wyłącznie elementem kontroli budżetu.

Konieczność poprawy sytuacji fiskalnej pojawia się w momencie, gdy Polska potrzebuje dużej skali inwestycji związanych z bezpieczeństwem, energetyką, infrastrukturą, cyfryzacją, innowacyjnością i zmianami demograficznymi. Jednocześnie poziom inwestycji przedsiębiorstw pozostaje niski, szczególnie w obszarze własności intelektualnej, badań i zaawansowanych technologii. Niedostateczna akumulacja kapitału może w przyszłości ograniczać wzrost produktywności i osłabiać proces konwergencji.

Zmieni się również model korzystania ze środków europejskich. Nie należy utożsamiać okresu po 2029 r. z prostym „końcem funduszy europejskich”. Zmiana będzie polegała przede wszystkim na przechodzeniu do instrumentów bardziej warunkowych, konkurencyjnych, pożyczkowych i kapitałowych. Dostęp do nich

będzie w większym stopniu zależał od jakości projektów, potencjału technologicznego, zdolności tworzenia konsorcjów i zapewnienia współfinansowania.

Polska posiada wysoką zdolność administracyjną do absorpcji tradycyjnych środków UE. Wyzwaniem jest jednak przejście od zdolności wydawania środków do zdolności strategicznego tworzenia, współfinansowania i koordynowania projektów budujących trwały potencjał technologiczny. Ograniczeniem może stać się przy tym sama przestrzeń fiskalna – państwo może posiadać dobry projekt i formalny dostęp do instrumentu europejskiego, lecz nie dysponować wystarczającymi środkami na wkład krajowy.

Finansowanie rozwoju musi w większym stopniu opierać się na współdziałaniu państwa, banków i rynku kapitałowego. Presja fiskalna oznacza, że przyszłego modelu rozwoju Polski nie można oprzeć wyłącznie na wydatkach publicznych i środkach UE. Jednocześnie sektor bankowy pozostanie podstawowym źródłem zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw, jednak skala i zróżnicowany profil ryzyka potrzeb inwestycyjnych wymagają równoległego wykorzystania finansowania publicznego, europejskiego i kapitałowego.

Banki są naturalnym źródłem finansowania dojrzałych przedsiębiorstw, MŚP oraz inwestycji generujących przewidywalne przepływy pieniężne, takich jak modernizacja, automatyzacja czy poprawa efektywności energetycznej. Rynek kapitałowy jest natomiast lepiej dostosowany do finansowania innowacji, aktywów niematerialnych, projektów wysokiego ryzyka i skalowania przedsiębiorstw. Problemem pozostaje jego niewielka głębokość oraz słaba baza krajowych inwestorów instytucjonalnych.

Raport identyfikuje cztery analityczne modele finansowania rozwoju: publiczny, bankowy, kapitałowy i mieszany. Żaden z trzech pierwszych nie jest samodzielnie wystarczający. Największy potencjał daje model mieszany, w którym środki budżetowe i europejskie są łączone z kredytem bankowym oraz kapitałem prywatnym, a państwo zamiast finansować całość projektu przejmuje precyzyjnie określone rodzaje ryzyka. Gwarancje, instrumenty kapitałowe, pożyczki i mechanizmy podziału ryzyka powinny służyć osiągnięciu efektu dźwigni, czyli mobilizowaniu kapitału prywatnego przy ograniczonym wykorzystaniu środków publicznych.

Ryzyko wypychania finansowania prywatnego należy traktować poważnie. Wysokie potrzeby pożyczkowe państwa mogą ograniczać finansowanie sektora prywatnego trzema kanałami: poprzez zwiększanie udziału obligacji skarbowych w bilansach banków,



poprzez wzrost kosztu kapitału w gospodarce oraz poprzez sprzężenie fiskalno-bankowe, w którym pogorszenie sytuacji państwa osłabia bilanse banków i ich zdolność kredytową. Nie ma jednak podstaw do stwierdzenia, że obecnie w Polsce występuje silne, bezpośrednie ilościowe wypychanie kredytu prywatnego. Rosnący portfel obligacji może współwystępować ze słabym popytem przedsiębiorstw na kredyt i wysoką płynnością banków. Ryzyko wzrośnie jednak w sytuacji, w której utrzymywanie bardzo wysokich potrzeb pożyczkowych państwa zbiegnie się z ożywieniem inwestycji prywatnych i wzrostem zapotrzebowania przedsiębiorstw na finansowanie.

Zasadniczy wniosek raportu jest taki, że **stabilność finansów publicznych, stabilność sektora bankowego i finansowanie rozwoju nie są trzema odrębnymi problemami**. Tworzą system wzajemnych zależności i dlatego wymagają skoordynowanej odpowiedzi.

Po pierwsze, potrzebna jest poprawa przejrzystości finansów publicznych – konsolidacja informacji o całym sektorze general government, czytelne uzgadnianie różnych miar długu i deficytu, regularne raportowanie ryzyk fiskalnych oraz silniejsze średniookresowe planowanie budżetowe.

Po drugie, należy rozpocząć wiarygodną, wieloletnią konsolidację, zanim zostanie ona wymuszona przez rynek lub pogorszenie koniunktury. Dostosowanie powinno koncentrować się na trwałych źródłach nierównowagi, opierać się na przeglądach wydatków i racjonalizacji systemu dochodowego oraz chronić przedsięwzięcia rzeczywiście zwiększające produktywność i odporność gospodarki.

Po trzecie, należy ograniczać dalsze narastanie sprzężenia państwo-banki. Nie oznacza to gwałtownego zmniejszenia udziału banków w finansowaniu długu – pełnią one w tym zakresie ważną funkcję stabilizującą. Potrzebne jest natomiast poszerzanie bazy inwestorów, rozwój długoterminowych oszczędności oraz analiza regulacji i obciążeń podatkowych, które mogą tworzyć preferencję dla długu publicznego względem finansowania sektora prywatnego. Stabilny i rentowny sektor bankowy powinien być traktowany

jako element odporności gospodarki, a nie substytut konsolidacji fiskalnej.

Po czwarte, należy zmienić sposób finansowania inwestycji. Środki publiczne powinny być w większym stopniu wykorzystywane do mobilizowania kapitału prywatnego, a nie jego zastępowania. Wymaga to rozwoju rynku kapitałowego, długoterminowych oszczędności, finansowania udziałowego, VC i PE oraz lepszej koordynacji instrumentów oferowanych przez państwo, instytucje rozwoju i UE.

Rekomendowane działania powinny być realizowane sekwencyjnie. Najpierw należy zwiększyć przejrzystość i wiarygodność polityki fiskalnej oraz przeprowadzić przegląd zobowiązań i wydatków. Następnie rozpocząć stopniową konsolidację strukturalną, równolegle chroniąc najważniejsze inwestycje i ograniczając bodźce zwiększające koncentrację długu w sektorze bankowym. W dalszym etapie konieczne jest utrwalenie bardziej zróżnicowanego modelu finansowania rozwoju, opartego na połączeniu kapitału publicznego, bankowego, europejskiego i prywatnego.

Najważniejsze przesłanie raportu można zatem sprowadzić do jednego wniosku: Polska nie stoi dziś przed kryzysem fiskalnym ani bankowym, ale znajduje się w okresie, w którym koszt zaniechania zaczyna szybko rosnąć. Obecna dobra koniunktura i odporność sektora bankowego dają jeszcze możliwość przeprowadzenia zmian w sposób stopniowy. Odkładanie ich zwiększa ryzyko, że w przyszłości dostosowanie będzie musiało zostać przeprowadzone w gorszych warunkach – szybciej, drożej i kosztem inwestycji.

Dlatego stabilność fiskalna nie powinna być postrzegana jako alternatywa dla wzrostu. Jest warunkiem trwałego finansowania rozwoju, podobnie jak silny sektor bankowy, rozwinięty rynek kapitałowy i zdolność państwa do mobilizowania kapitału prywatnego. Ostatecznym celem nie jest więc samo obniżenie deficytu, lecz stworzenie takiej architektury finansów publicznych i finansowania gospodarki, która pozwoli Polsce jednocześnie zachować odporność na szoki, finansować strategiczne inwestycje i kontynuować proces realnej konwergencji.

Wprowadzenie

Niniejsze opracowanie jest wynikiem realizacji wspólnego projektu badawczego przez zespół ekonomistów ze Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie i Związku Banków Polskich. Jego celem było dokonanie oceny, w jakim stopniu narastający gwałtownie dług publicznych i będące jego przyczyną rekordowe wielkości deficytu budżetowego wpłyną na stabilność finansowania państwa, sytuację sektora bankowego oraz zdolność polskiej gospodarki do finansowania inwestycji i długookresowego rozwoju. W badaniu uwzględniono zarówno bezpośrednie konsekwencje wzrostu deficytu, długu i kosztów jego obsługi, jak i pośrednie kanały wpływu. Te ostatnie objęły m.in. rynek skarbowych papierów wartościowych, bilanse banków, podaż kredytu czy koszt kapitału. Za punkt wyjścia przyjęto napięcie między względnie korzystną sytuacją polskiej gospodarki a pogarszaniem się strukturalnego salda finansów publicznych. Wzrost gospodarczy, stabilny rynek pracy i dobra kondycja banków ograniczają ryzyko krótkookresowej destabilizacji, lecz nie eliminują prawdopodobieństwa, że w kolejnych latach konieczne będzie przeprowadzenie konsolidacji fiskalnej, przypadającej na okres dużych potrzeb związanych z bezpieczeństwem, energetyką, infrastrukturą, cyfryzacją, innowacjami i demografią.

Raportowi z badania nadano charakter analizy wczesnego ostrzegania, a nie prognozy kryzysu. Jego zadaniem jest zidentyfikowanie podatności, mechanizmów transmisji i warunków, w których pojedyncze napięcia mogą przekształcić się w problem systemowy. Ocenie poddano zatem nie tylko bieżące wartości deficytu, długu i ekspozycji banków na sektor publiczny, lecz również kierunek zmian, strukturę finansowania oraz zdolność instytucji do reagowania. Zastosowane scenariusze stresowe nie służyły przedstawieniu najbardziej prawdopodobnego przebiegu wydarzeń, ale zobrazowaniu, w jaki sposób wzrost kosztów finansowania, osłabienie koniunktury, pogorszenie salda budżetowego i zmiany wyceny aktywów bankowych mogą się wzajemnie wzmacniać. Przyjęcie takiego podejścia pozwoliło nadać analizie wymiar przewencyjny. Działania podjęte w okresie względnie dobrej koniunktury mogą być bowiem bardziej stopniowe i mniej kosztowne, mogą działać

antycyklicznie, a dzięki temu mogą absorbować i łagodzić przebieg koniunktury. Przeciwnieństwem takiej sytuacji jest dostosowanie wymuszone przez presję rynkową lub regulacyjną. Takie wymuszone dostosowania często mają charakter procykliczny, który cechują wysokie koszty dla całej gospodarki, w tym przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Zakresem raportu objęto finanse publiczne, rynek długu, sektor bankowy, stabilność finansową, konsolidację fiskalną oraz finansowanie rozwoju. Wykorzystano dane makroekonomiczne, fiskalne i bankowe, analizę struktury bilansów, przegląd literatury, porównania międzynarodowe, analizę instytucjonalną, indywidualne wywiady pogłębione, symulacje warunkowe *ceteris paribus* oraz wieloczynnikowe scenariusze stresowe. Podział ról między SGH i ZBP oparto na komplementarności kompetencji. Perspektywa ZBP objęła przede wszystkim funkcjonowanie sektora bankowego i rynku finansowego, finansowanie długu oraz kanały transmisji ryzyka fiskalnego. Perspektywa SGH została skoncentrowana na uwarunkowaniach makroekonomicznych i fiskalnych, instytucjach publicznych, modelach konsolidacji oraz finansowaniu inwestycji. Obie perspektywy połączono ze względu na współzależność stabilności fiskalnej, bezpieczeństwa sektora bankowego i zdolności do finansowania rozwoju.

Uzupełnieniem analiz ilościowych i instytucjonalnych były indywidualne wywiady pogłębione, przeprowadzone na przełomie czerwca i lipca 2026 r. z przedstawicielami Rady Fiskalnej, Rady Polityki Pieniężnej, sektora bankowego, organizacji pracodawców oraz środowiska akademickiego. Wywiady miały charakter półustrukturyzowany: prowadzono je na podstawie wspólnego scenariusza obejmującego kluczowe zagadnienia badawcze, zachowując jednocześnie możliwość pogłębienia wątków pojawiających się w trakcie rozmowy. Każdy wywiad trwał około 60 minut. Uzyskany materiał wykorzystano jako uzupełnienie i kontekst dla wyników analiz ilościowych, scenariuszowych i instytucjonalnych.

Raport przygotowano w warunkach wzrostu gospodarczego, któremu towarzyszą wysoki deficyt,



rosnące potrzeby pożyczkowe i zwiększanie się kosztów obsługi długu. Na tej podstawie przyjęto, że nierównowaga nie ma wyłącznie charakteru koniunkturalnego. Uwzględniono również presję wynikającą z wydatków na bezpieczeństwo i obronność, starzenia się ludności oraz potrzeb dotyczących ochrony zdrowia, transformacji energetycznej i infrastruktury. Jednocześnie wskazano istotne czynniki odporności polskiej gospodarki: wzrost gospodarczy, rozwinięty krajowy rynek długu, przewagę zadłużenia w walucie krajowej oraz stabilny sektor bankowy. Czynniki te mogą ułatwić przeprowadzenie uporządkowanego dostosowania, lecz nie zastępują działań prowadzących do odbudowy przestrzeni fiskalnej.

Krajowe uwarunkowania osadzono w kontekście zmian zachodzących w Unii Europejskiej. Uwzględniono nowe europejskie ramy zarządzania gospodarczego, zwiększające znaczenie średniookresowego planowania oraz powiązania konsolidacji z reformami i inwestycjami. Wzięto również pod uwagę przesuwanie się priorytetów UE w stronę konkurencyjności, bezpieczeństwa, obronności, transformacji energetycznej i technologii strategicznych, a także związany z tym wzrost znaczenia pożyczek, gwarancji, instrumentów kapitałowych i finansowania mieszanego.

Za istotną cezurę przyjęto rok 2029, wyznaczający koniec okresu kwalifikowalności wydatków polityki spójności perspektywy 2021–2027. Uwzględniono przy tym, że zmiana warunków finansowania rozpocznie się wcześniej, ponieważ realizacja celów Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności kończy się w 2026 r. Nie oznacza to zaniku finansowania europejskiego, lecz przejście do nowych zasad, priorytetów i instrumentów. Wskazano zatem na możliwość nałożenia się po 2029 r. potrzeby konsolidacji fiskalnej, zmiany warunków dostępu do środków europejskich oraz utrzymywania się dużych potrzeb

inwestycyjnych. Na tej podstawie uzasadniono potrzebę wcześniejszego przygotowania bardziej zróżnicowanego modelu finansowania rozwoju, wykorzystującego krajowe oszczędności, rynek kapitałowy, instrumenty gwarancyjne i kapitałowe oraz środki prywatne i europejskie. Perspektywa ta pozwoliła połączyć wszystkie części raportu, ujmując stabilność fiskalną, odporność banków i mobilizację kapitału jako elementy jednego problemu rozwojowego.

Układ raportu podporządkowano kolejnym etapom analizy. W rozdziale 1 dokonano diagnozy sytuacji finansów publicznych, źródeł deficytu, dynamiki długu i znaczenia operacji pozabudżetowych. W rozdziale 2 przedstawiono strukturę finansowania długu oraz rolę banków jako nabywców skarbowych papierów wartościowych. Rozdział 3 poświęcono analizie sprzężenia między państwem a sektorem bankowym oraz wrażliwości bilansów banków na zmiany rentowności obligacji. W rozdziale 4 rozszerzono tę analizę na wieloczynnikowe scenariusze stresowe. W rozdziale 5 dokonano oceny przejrzystości finansów publicznych i instytucjonalnych mechanizmów kontroli, natomiast w rozdziale 6 przedstawiono możliwe modele konsolidacji oraz warunki ochrony wzrostu i inwestycji podczas dostosowania. W rozdziale 7 przeanalizowano potrzeby inwestycyjne i zmieniające się uwarunkowania europejskie. W rozdziale 8 zintegrowano wcześniejsze ustalenia i wskazano możliwy model finansowania rozwoju oparty na współdziałaniu banków, rynku kapitałowego, instytucji rozwoju, inwestorów prywatnych i instrumentów europejskich. Przyjęty układ umożliwił przejście od diagnozy nierównowagi przez analizę mechanizmów jej transmisji do określenia warunków ograniczania ryzyka.

dr hab. Mariusz-Jan Radło, prof. SGH
oraz
dr Tomasz Pawlonka, ZBP

Finanse publiczne i sektor bankowy





ROZDZIAŁ 1. DIAGNOZA STANU FINANSÓW PUBLICZNYCH W POLSCE

1.1. Uwagi wstępne

Celem niniejszego rozdziału jest dokonanie diagnozy stanu finansów publicznych w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem źródeł pogarszania się sytuacji fiskalnej, zmian w strukturze dochodów i wydatków publicznych oraz kształtowania się deficytu i długu publicznego na tle pozostałych państw Unii Europejskiej. Analiza służy identyfikacji czynników o charakterze strukturalnym i cyklicznym, ocenie kategorii wydatkowych generujących największą presję fiskalną oraz określeniu specyfiki polskiej sytuacji fiskalnej w porównaniu z innymi państwami UE.

Dokonanie tak rozumianej diagnozy wymaga odpowiedzi na trzy zasadnicze pytania badawcze:

1. Jakie czynniki strukturalne i cykliczne odpowiadają za pogarszanie się stanu finansów publicznych w Polsce?
2. Jak zmienia się struktura dochodów i wydatków sektora finansów publicznych oraz które kategorie wydatków generują najsilniejszą presję fiskalną?
3. Jak sytuacja fiskalna Polski wypada na tle innych państw Unii Europejskiej pod względem deficytu, długu publicznego oraz struktury obciążeń podatkowych?

Struktura rozdziału podporządkowana jest powyższym pytaniom badawczym. W pierwszej kolejności przedstawiona zostaje makrofiskalna diagnoza nierównowagi oraz ocena znaczenia czynników strukturalnych i cyklicznych. Następnie analizie poddano zmiany po stronie dochodów i wydatków publicznych, ze szczególnym uwzględnieniem kategorii generujących największą i najbardziej trwałą presję fiskalną. W dalszej części oceniono skalę deficytu, przejrzystość finansów publicznych oraz dynamikę długu i kosztów jego finansowania, odnosząc sytuację Polski do pozostałych państw Unii Europejskiej. Rozdział zamyka ocena ryzyk dla stabilności fiskalnej oraz syntetyczne wskazanie głównych uwarunkowań, które będą determinować możliwości przywracania równowagi finansów publicznych w kolejnych latach.

1.2. Makrofiskalna diagnoza nierównowagi: wzrost gospodarczy nie domyka luki fiskalnej

Pogorszenie stanu finansów publicznych w Polsce należy rozpatrywać jako efekt jednoczesnego oddziaływania czynników strukturalnych i cyklicznych. Po stronie strukturalnej kluczowe znaczenie mają: trwałe zwiększenie wydatków sztywnych, rosnące koszty obsługi długu, zwiększone potrzeby obronne oraz wysoka dynamika transferów społecznych i kosztów funkcjonowania usług publicznych. Po stronie cyklicznej sytuację w ostatnich latach kształtowały przede wszystkim skutki wysokiej inflacji, wzrost stóp procentowych, wolniejsze tempo wzrostu w otoczeniu zewnętrznym oraz konieczność finansowania inwestycji publicznych i programów współfinansowanych ze środków UE.

Problem polega na tym, że wysoki deficyt utrzymuje się mimo dodatniego wzrostu gospodarczego. W 2025 r. realny PKB Polski wzrósł o 3,6%, w 2026 r. jego wzrost zakłada się na poziomie 3,5 – 3,7%, a zaś w latach 2027-2028 ma obniżyć się do średniego poziomu 2,9% rocznie (NBP, 2026a, s. 42). Oznacza to, że obecna nierównowaga fiskalna nie ma charakteru recesyjnego – jest ona w dużej mierze wynikiem trwałego wzrostu wydatków oraz ograniczonej skuteczności dotychczasowych działań po stronie dochodowej i wydatkowej.

Ocena tej diagnozy wymaga ostrożności także dlatego, że scenariusz makroekonomiczny będący podstawą planowania budżetowego jest obciążony znaczną niepewnością. Rada Fiskalna zwróciła uwagę, że „Wieloletnie założenia makroekonomiczne na lata 2026-2030” zostały oparte na założeniach sprzed eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, co osłabia ich użyteczność jako scenariusza bazowego dla oceny ryzyk fiskalnych. Jednocześnie Biuro Rady Fiskalnej wskazało, że prognoza inflacji może być zbyt niska, a sam scenariusz zawiera ograniczony zakres informacji fiskalnych, co utrudnia ocenę spójności między prognozą makroekonomiczną, ścieżką dochodów i wydatków oraz przyszłą konsolidacją (Rada Fiskalna, 2026a, s. 2, 17-19).

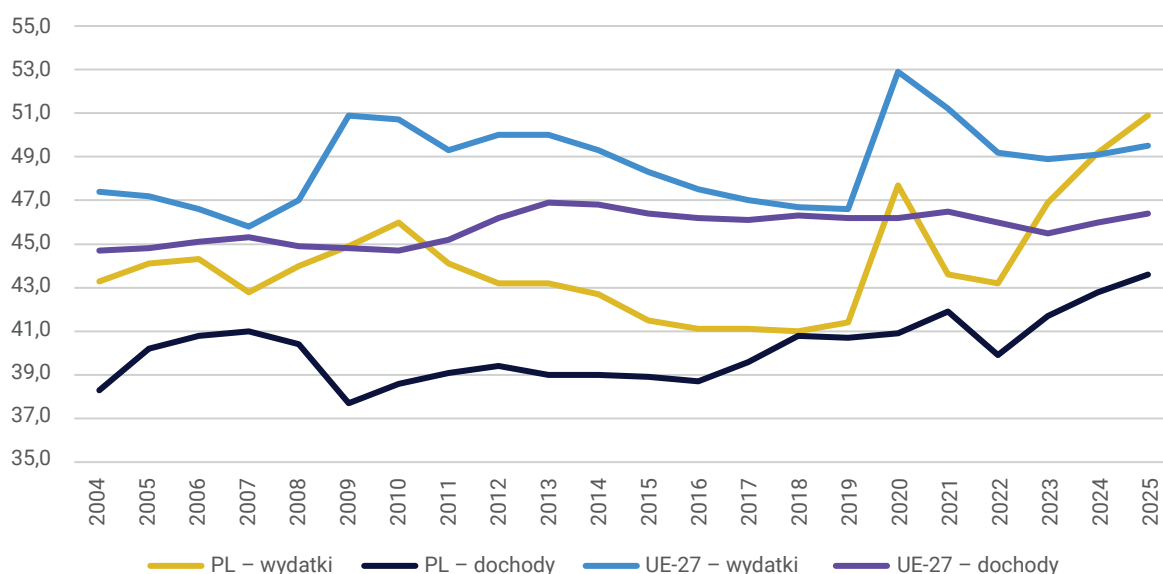
Tab. 1. Wyniki prognoz zmiennych makroekonomicznych na 2026 r. w analizie Biura Rady Fiskalnej

zmienna	jednostka	n	średnia	mediana	odch. Standard.	5. kwantyl	95. kwantyl
PKB w cenach stałych	% r/r	17	3,57	3,60	0,20	3,28	3,82
Luka PKB	%	7	0,10	0,10	0,18	-0,10	0,34
CPI średnio w okresie	% r/r	17	3,00	2,95	0,30	2,64	3,42
CPI na koniec okresu	% r/r	14	3,29	3,20	0,51	2,76	4,17
CPI – nośniki energii	% r/r	10	4,49	4,25	1,42	2,87	6,55
Oprocentowanie obligacji 10y	pp.	14	5,21	5,22	0,26	4,77	5,54
Dochody sektora GG	% PKB	6	43,93	44,10	0,63	43,05	44,50
Wydatki sektora GG	% PKB	6	50,72	50,75	0,53	50,05	51,30
Deficyt sektora GG	% PKB	14	6,85	6,90	0,22	6,50	7,11
Dług sektora GG	% PKB	14	65,64	66,10	1,63	62,33	67,00

Źródło: Biuro Rady Fiskalnej, analiza dotycząca WZM26

Dodatkowy problem dotyczy pomiaru potencjału wzrostowego gospodarki, zwłaszcza uwzględniając fakt, że szacunki potencjalnego PKB oparte na unijnej metodologii EUCAM były po serii szoków lat 2019-2024 znacząco rewidowane, a w części państw Europy Środkowo-Wschodniej dziesięcioletnie projekcje potencjalnego PKB zostały obniżone nawet o 10-30%. Z punktu widzenia stabilności finansów publicznych oznacza to, że im większa niepewność co do luki popytowej i tempa potencjalnego wzrostu, tym bardziej

ostrożnie należy interpretować argument, że wysoki deficyt ma charakter przejściowy lub cykliczny (Sobiech Pellegrini, 2025, s. 16). W sytuacji, w której potencjalne tempo wzrostu gospodarki jest niższe niż wcześniej zakładano, wówczas mniejsza część obserwowanego deficytu może być tłumaczona przejściowym osłabieniem koniunktury. W konsekwencji większa jego część może mieć charakter strukturalny, a więc nie zniknie automatycznie wraz z poprawą sytuacji gospodarczej.



Rys. 1. Dochody i wydatki budżetowe w Polsce i UE-27 [% PKB]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Eurostat



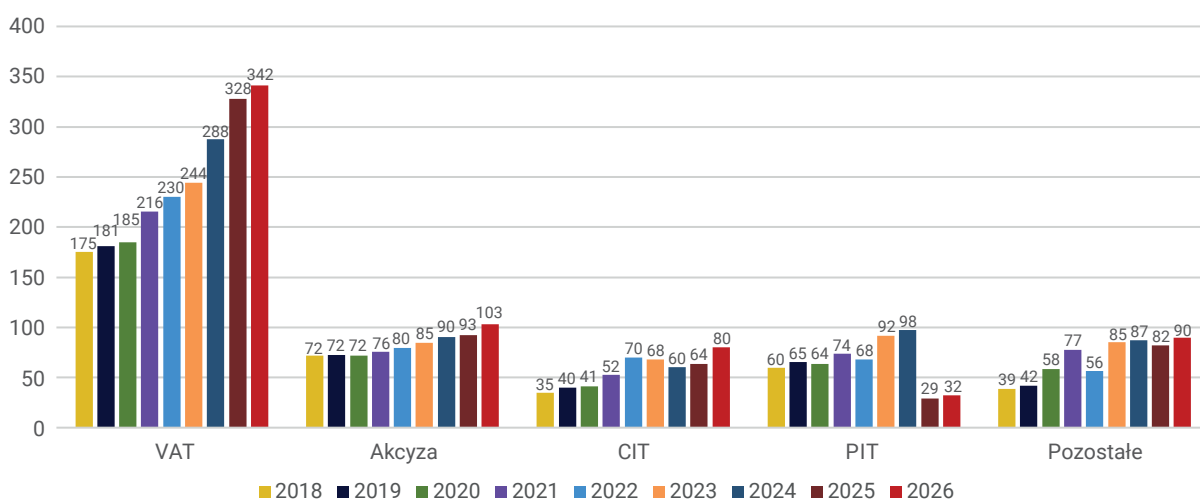
Rys. 1 pokazuje, że w latach 2004-2025 relacja dochodów i wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych w Polsce podlegała silnym wahaniom, ale po 2020 r. luka między dochodami i wydatkami stała się wyraźnie większa niż w okresie przedpandemicznym. W porównaniu ze średnią UE-27 **Polska pozostaje państwem o relatywnie niższym poziomie dochodów publicznych, ale jednocześnie w ostatnich latach przesunęła się w kierunku modelu wyższych wydatków**. To połączenie – umiarkowanej bazy dochodowej i szybko rosnących wydatków – jest podstawowym źródłem presji na deficyt.

1.3. Dochody publiczne: nominalny wzrost wpływów i ograniczenia bazy dochodowej

Struktura podatkowych dochodów budżetu państwa wskazuje na utrzymującą się dominację VAT jako głównego źródła dochodów podatkowych. W latach 2018-2026 dochody z VAT wzrosły nominalnie bardzo silnie, co było efektem wzrostu cen, wzrostu

konsumpcji oraz odbudowy aktywności gospodarczej po okresie szoków pandemicznych i energetycznych. Jednocześnie według danych za 2025 r. i w prognozie na 2026 r. dochody z PIT są istotnie niższe niż w latach 2023-2024, co wynika m.in. ze zmian systemowych dokonanych w poprzednich latach oraz konstrukcji przepływów pomiędzy budżetem państwa i jednostkami samorządu terytorialnego.

Według założeń średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego, w 2026 r. dochody z podatków bezpośrednich mają być wspierane przez utrzymanie parametrów skali podatkowej w PIT, a składki społeczne przez wysoki fundusz płac. Równocześnie prognoza dochodów z VAT została obniżona m.in. ze względu na wpływ instrumentu SAFE, a prognoza dochodów z akcyzy osłabiona wskutek braku uchwalonych zmian stawek akcyzy na alkohole. Oznacza to, że w krótkim okresie nominalny wzrost dochodów podatkowych będzie zależał nie tylko od koniunktury, lecz także od decyzji regulacyjnych i skuteczności działań uszczelniających.



Rys. 2. Podatkowe źródła dochodu budżetu państwa

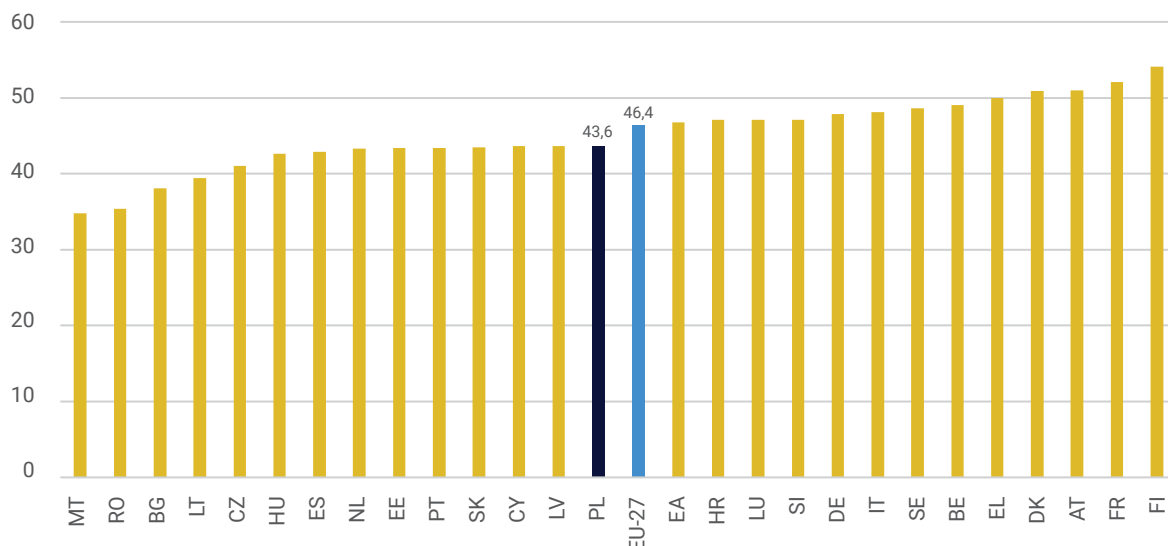
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów

Na tle państw UE Polska znajduje się blisko środka rozkładu pod względem relacji dochodów publicznych do PKB, ale pozostaje o ok 2 pp. PKB poniżej średniej unijnej. Oznacza to, że polski sektor finansów publicznych dysponuje mniejszą bazą dochodową niż państwa o bardziej rozbudowanym modelu państwa dobrobytu, takie jak Francja, Finlandia, Austria czy Dania. Różnica ta ma znaczenie szczególnie w sytuacji, w której **po stronie wydatkowej Polska zaczęła ponosić koszty właściwe dla państw o wyższym poziomie redystrybucji i większych zobowiązaniach publicznych**.

Istotna jest również struktura dochodów: Polska relatywnie bardziej niż średnia UE opiera się na podatkach pośrednich oraz składkach na ubezpieczenia społeczne, natomiast słabiej wypada w zakresie podatków bezpośrednich. W 2025 r. dochody z podatków pośrednich w Polsce wynosiły 14,2% PKB wobec 12,8% w UE, a dochody ze składek społecznych 15,4% PKB wobec 14,3% w UE. Jednocześnie dochody z podatków bezpośrednich wynosiły w Polsce 8,0% PKB, przy średniej UE na poziomie 13,3% PKB. Ten układ zwiększa znaczenie skuteczności poboru VAT i stabilności rynku pracy dla finansów publicznych. Należy

przy tym pamiętać, że z perspektywy długookresowego wzrostu znaczenie ma nie tylko poziom fiskalizacji, lecz także struktura systemu podatkowego. Badania porównawcze dla państw OECD wskazują, że podatki konsumpcyjne i od nieruchomości są co

do zasady mniej niekorzystne dla wzrostu niż podatki od dochodów przedsiębiorstw i osób fizycznych, przy czym wybór miksu podatkowego wiąże się z odrębnymi konsekwencjami dystrybucyjnymi. (Arnold i in., 2011, s. 7).



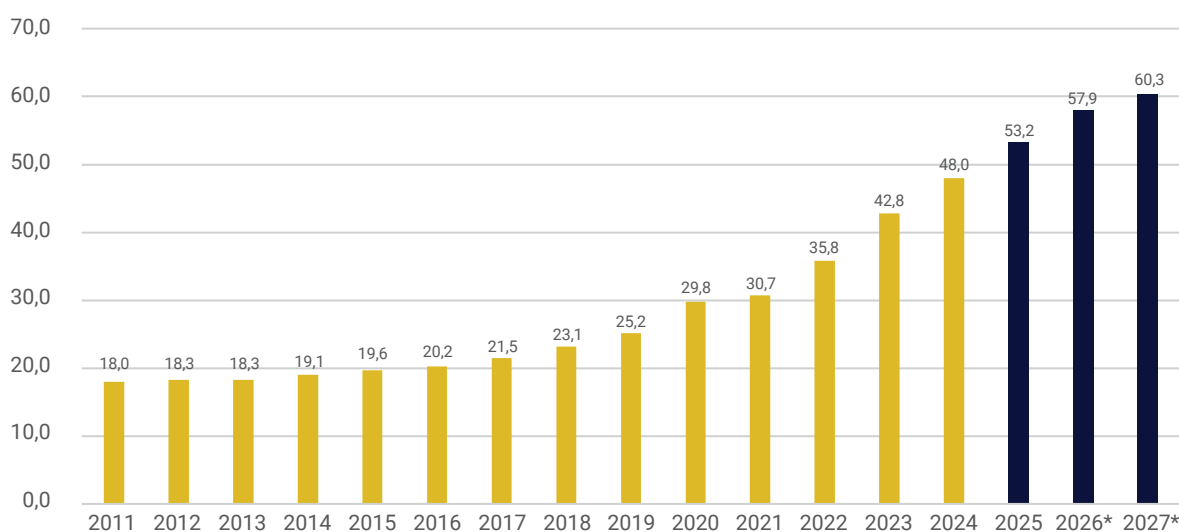
Rys. 3. Dochody budżetowe w 2025 r. – Polska na tle innych krajów UE

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Eurostat

1.4. Wydatki publiczne: koncentracja presji w kategoriach sztywnych

Największe pozycje wydatkowe budżetu państwa w 2025 r. koncentrowały się w kilku obszarach: obronności, finansowaniu FUS, obsłudze długu publicznego, programie 800+, ochronie zdrowia,

szkolnictwie wyższym i nauce oraz dodatkowych świadczeniach emerytalnych. Sama skala wydatków na siły zbrojne i FUS wskazuje, że presja fiskalna nie jest ograniczona do jednego segmentu budżetu. Ma ona charakter szeroki i obejmuje zarówno wydatki rozwojowe i bezpieczeństwa, jak i klasyczne wydatki transferowe.



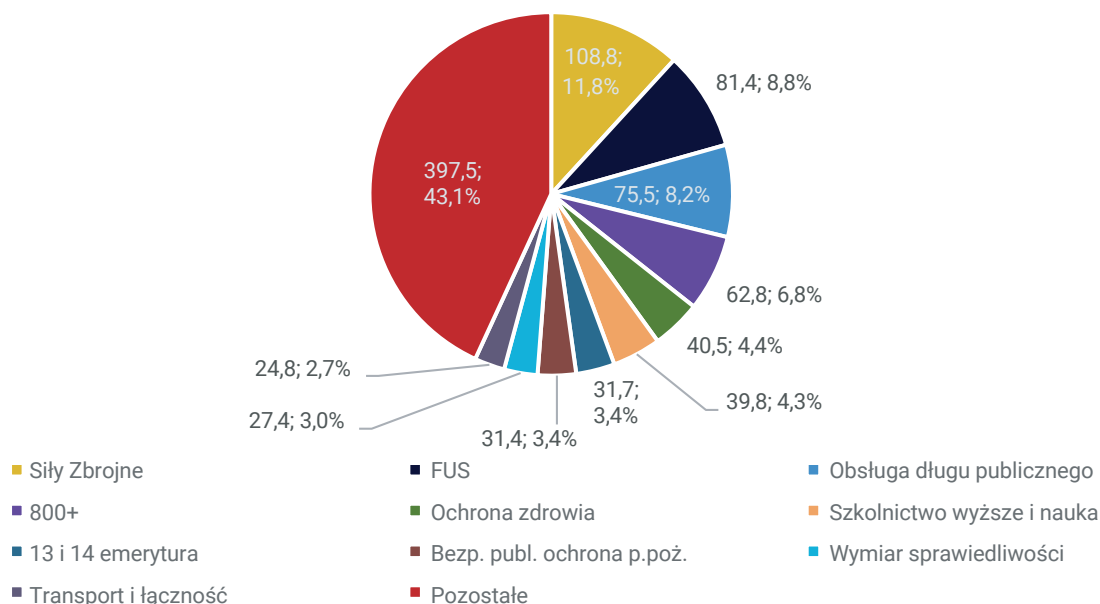
Rys. 4. Wydatki publiczne w przeliczeniu na jednego mieszkańca Polski [tys. zł, * – prognoza].

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Forum Obywatelskiego Rozwoju, „Rachunek od państwa za 2025 rok”, <https://for.org.pl/wp-content/uploads/2026/08/FOR-rachunek-od-panstwa-2025.pdf> (dostęp: 06.08.2026)



Warto podkreślić, że NIK w analizie wykonania budżetu państwa za 2025 r. wskazała, że był to kolejny rok, w którym dynamika wydatków budżetowych istotnie przewyższała dynamikę dochodów. Łączne wydatki budżetu państwa i budżetu środków europejskich wyniosły 959,7 mld zł i były o 60,2 mld zł wyższe niż przed rokiem oraz o 225 mld zł wyższe niż w 2023 r.

W latach 2022-2025 wydatki budżetu państwa wzrosły o blisko 70%, a wydatki budżetu środków europejskich o niespełna 21%. Według danych FOR, w 2025 r. wydatki publiczne wyniosły w przeliczeniu na jednego mieszkańca ponad 53 tys. zł, a w przeliczeniu na jednego pracującego – ponad 111 tys. zł. W ujęciu r/r oznaczało to wzrost o 11%.



Rys. 5. Główne wydatki budżetowe w 2025 roku wg kategorii

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów

Najsilniejsza presja dotyczy kategorii, które są trudne do szybkiej redukcji – ponad połowa wydatków publicznych znajduje się w kategoriach o niskiej lub bardzo niskiej możliwości ograniczenia, obejmujących przede wszystkim ubezpieczenia społeczne, ochronę zdrowia, obronność i obsługę długu. Dodatkowo około jedna trzecia wydatków mieści się w kategoriach o umiarkowanej elastyczności, ale także obciążonych ograniczeniami politycznymi lub wieloletnimi zobowiązaniami inwestycyjnymi. Nie oznacza to, że konsolidacja fiskalna jest niemożliwa, ale wymaga zmiany dynamiki wydatków, przeglądu efektywności programów oraz większej przejrzystości finansowania zadań publicznych (Kotecki i in., 2026, s. 44-47, 56-57).

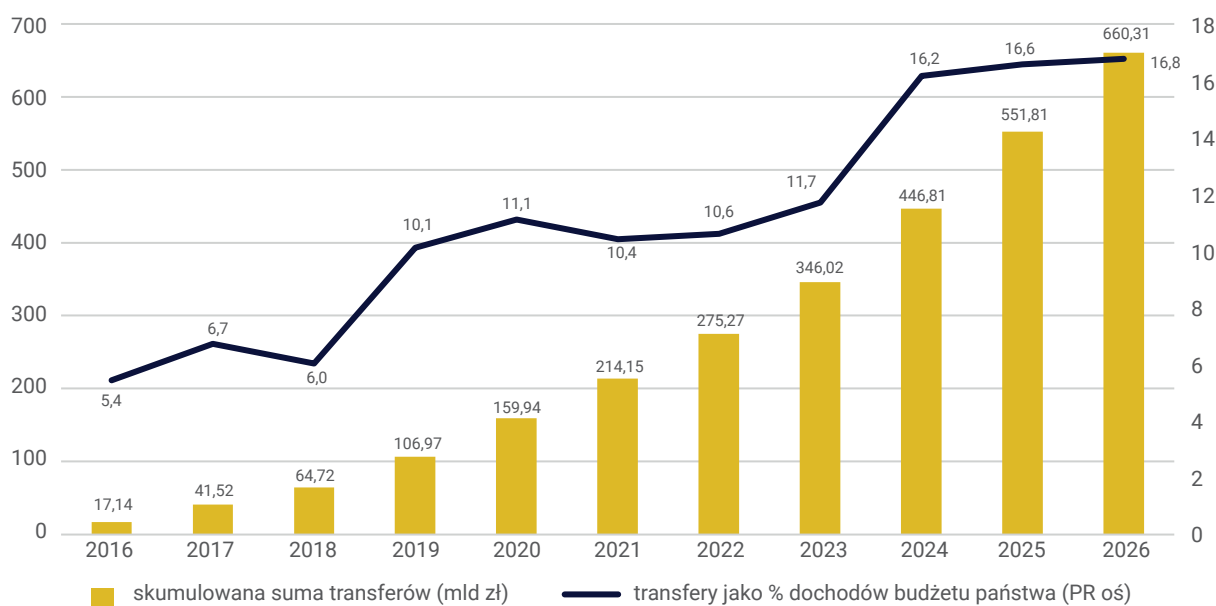
Szacuje się, że jeszcze w 1998 r. wydatki sztywne wyniosły ok. 47% wydatków budżetu państwa, po czym w ciągu 5 następnych lat wartość ta zbliżyła się do 75% i stopniowo się zwiększała, osiągając 77,8% w 2009 r. W roku 2010 nastąpiła zmiana trendu, wówczas poziom wydatków sztywnych zmniejszył się do 75,4%, a w roku 2017 udział wydatków sztywnych

spadł poniżej 74%. W następnych latach, po wprowadzeniu parytetu PKB na ochronę zdrowia (finansowanie ochrony zdrowia od 4,78% PKB w 2018 r. do 6,80% PKB w 2026 r.) i wydatki wojskowe (pierwotnie: od 2% w 2018 r. do 2,5% w 2030 r.) oraz licznych programów socjalnych (500+ / 800+, «Dobry start», świadczenie z tytułu urodzenia dziecka z ciężkim upośledzeniem, «Mama 4+», obniżenie wieku emerytalnego) – udział wydatków sztywnych w budżecie utrzymywał się w przedziale 76-78% (Ostrowski, 2022, s. 77). Tylko z tytułu tzw. wydatków socjalnych, wydatki budżetowe w ciągu ostatnich 10 lat potroiły się, zaś w latach 2024-26 przyrastać będą w tempie około 100 mld zł rocznie.

W tym sensie koszt cyklu politycznego należy analizować przede wszystkim przez pryzmat trwałego zwiększenia bazy wydatkowej, a nie jednorazowego impulsu. Dotychczasowe doświadczenia (zwłaszcza po 2016 r.) wskazują bowiem, że wybory parlamentarne zaczęły stanowić jeden z głównych czynników ryzyka dla budżetu państwa – zwłaszcza w rocznikach następujących po

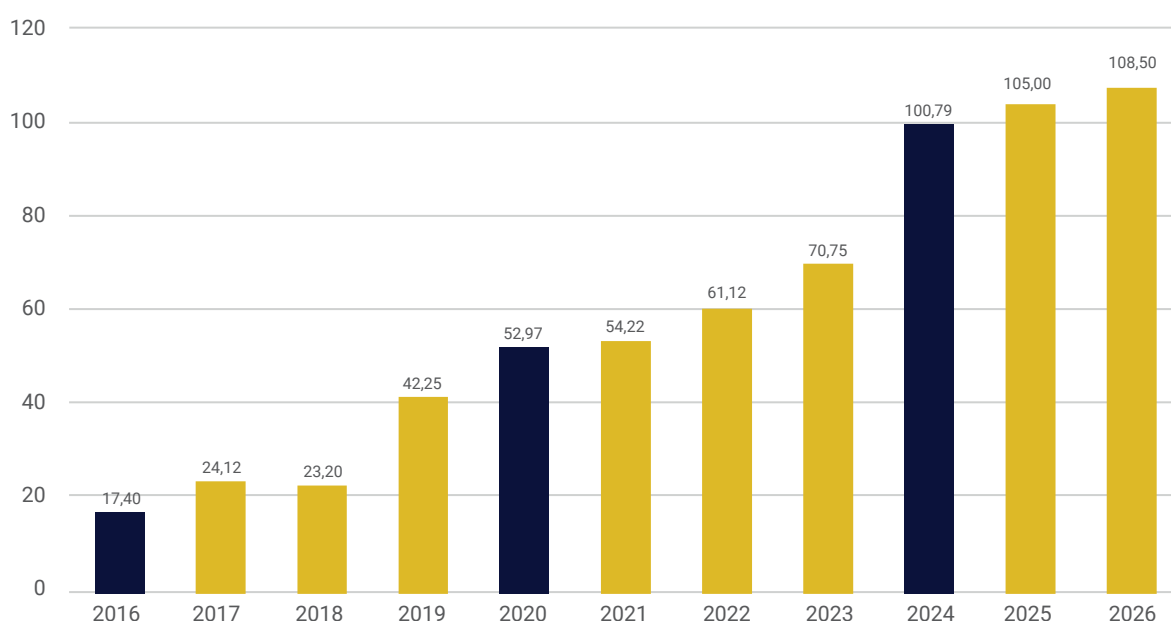
roku, w którym były wybory parlamentarne (odpowiednio: 2015 r., 2019 r. oraz 2023 r.) następuje eskalacja transferów socjalnych. Jednocześnie, wydatki te w żadnym w obserwowanych rocznikach nie spadły poniżej poziomów z lat realizacji „obietnic wyborczych”. Jednocześnie należy zachować ostrożność w interpretacji tej sekwencji

jako czystego efektu wyborczego: literatura dotycząca *political budget cycles* wskazuje, że skala cykli fiskalnych zależy od jakości i dojrzałości instytucji demokratycznych, a w ugruntowanych demokracjach efekt ten jest znacznie słabszy niż w nowych demokracjach (Brender i in., 2005, s. 1291-1293).



Rys. 6. Skumulowana suma transferów socjalnych (Rodzina 500+/800+, Dobry start, 13/14 emerytura, bon turystyczny, RKO, renta wdowia) w latach 2016-2026* i jako % dochodów budżetowych

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów, * – prognoza



Rys. 7. Roczny poziom transferów socjalnych na tle „lat wyborczych” [mld zł]

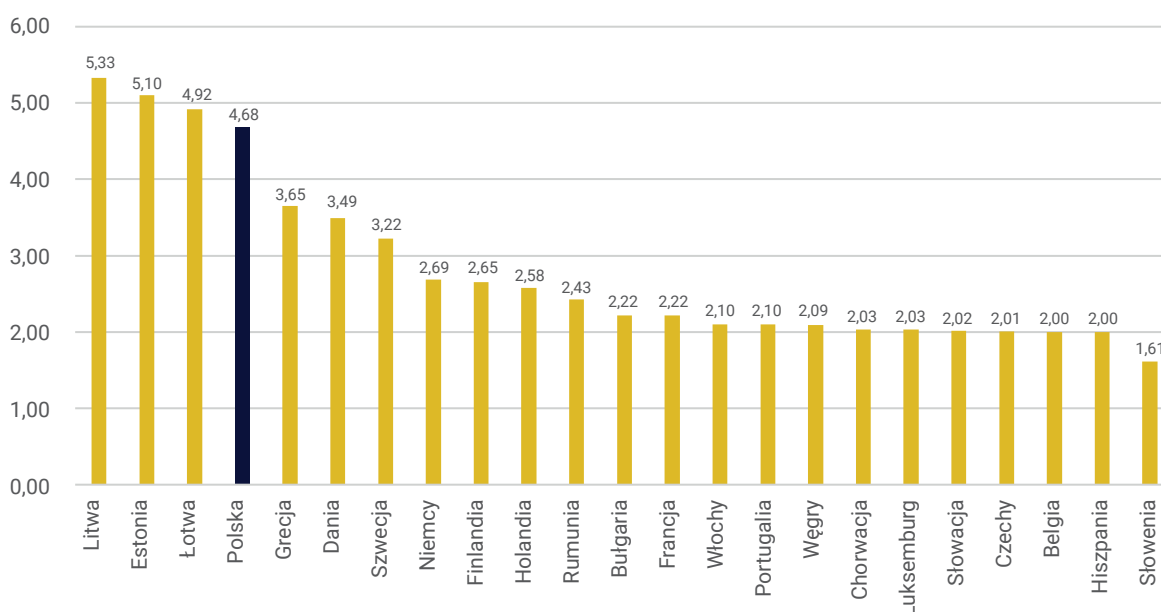
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów



Jednocześnie, w analizie transferów socjalnych warto odróżnić ich funkcję redystrybucyjną od makroekonomicznej efektywności pobudzania konsumpcji. MF wskazuje na przykład, że program Rodzina 500+ znacząco zwiększył dochody rozporządzalne gospodarstw domowych z dziećmi, ale nie przełożył się na ogólny, jednolity wzrost konsumpcji beneficjentów. Istotny wzrost elastyczności dochodowej konsumpcji odnotowano przede wszystkim wśród najuboższych gospodarstw samotnych rodziców. Z punktu

widzenia finansów publicznych oznacza to, że duże programy transferowe powinny być oceniane nie tylko przez pryzmat ich kosztu budżetowego, ale także przez celowanie, trwałość oraz realny wpływ na popyt i podaż pracy (Kelm, 2025, s. 22-23).

W kontekście wydatków budżetowych warto zwrócić szczególną uwagę na inną kwestię – coraz większym obciążeniem – zwłaszcza w regionie CEE stają się wydatki na obronność.



Rys. 8. Prognoza wydatków na obronę podstawową w 2026 r. [% PKB]

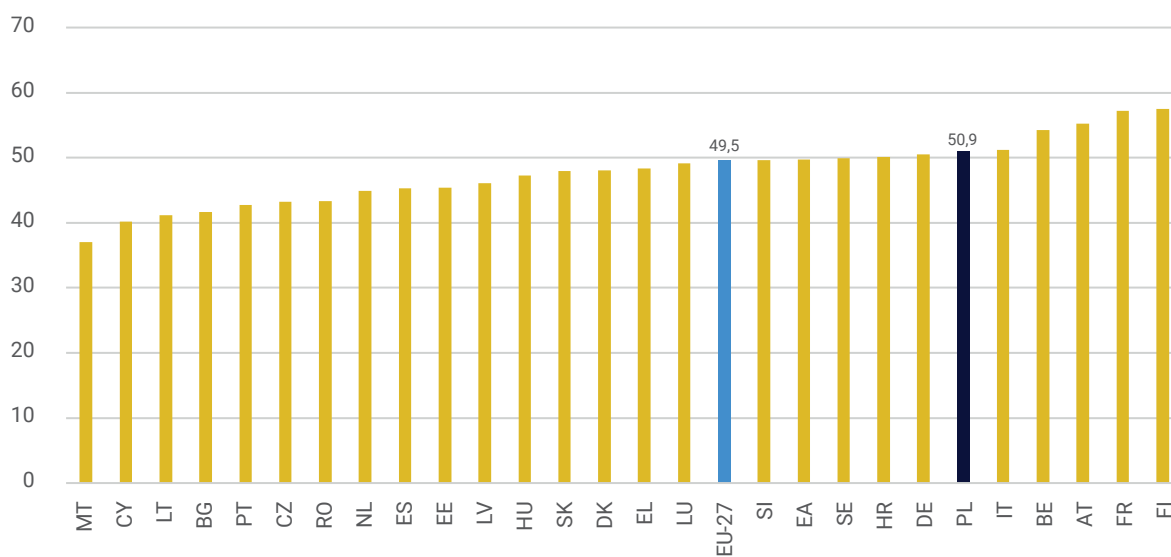
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: NATO

Należy w tym kontekście pochylić się także nad **kwestią ujmowania wydatków obronnych w unijnych ramach fiskalnych**, która ulegała w ostatnich dekadach istotnym zmianom. Przełomowe znaczenie miało w tym kontekście przyjęcie w 2025 r. mechanizmu skoordynowanego uruchamiania krajowych klauzul wyjścia w związku ze wzrostem wydatków obronnych. Rozwiązanie to zostało wprowadzone w odpowiedzi na potrzebę szybkiego zwiększenia zdolności obronnych państw członkowskich. Klauzula pozwala państwom na czasowe odchylenie się od zatwierdzonej ścieżki wydatków netto o wartość odpowiadającą wzrostowi wydatków obronnych względem poziomu bazowego. Mechanizm obejmuje okres czterech lat, od 2025 do 2028 r., a maksymalna skala elastyczności wynosi 1,5% PKB (Rada Unii Europejskiej, 2025a).

Nowy mechanizm nie zmienia sposobu obliczania deficytu. Jeżeli zwiększone wydatki obronne powodują wzrost deficytu do poziomu przekraczającego 3% PKB, wartość ta pozostaje wykazywana w statystyce

sektora instytucji rządowych i samorządowych. Klauzula może natomiast wpłynąć na ocenę zgodności działań państwa z wymogami Paktu, w szczególności poprzez nieuwzględnianie kwalifikowanego odchylenia w rachunku kontrolnym oraz uwzględnienie wzrostu wydatków obronnych przy ocenie przesłanek wszczęcia procedury nadmiernego deficytu. Rada wskazała, że uruchomienie klauzuli może pozwolić uniknąć otwarcia nowej procedury nadmiernego deficytu mimo przekroczenia wartości referencyjnej 3% PKB, o ile przekroczenie wynika ze zwiększonych wydatków obronnych objętych przyznaną elastycznością (Rada Unii Europejskiej, 2025b). Nie oznacza to automatycznej akceptacji dowolnego poziomu deficytu. Preferencyjne traktowanie dotyczy wyłącznie części pogorszenia salda związanej z kwalifikowanym wzrostem wydatków obronnych, a nie pozostałych źródeł nierównowagi budżetowej.

Klauzula nie wyłącza również długu zaciąganego na cele obronne z unijnej definicji długu publicznego.

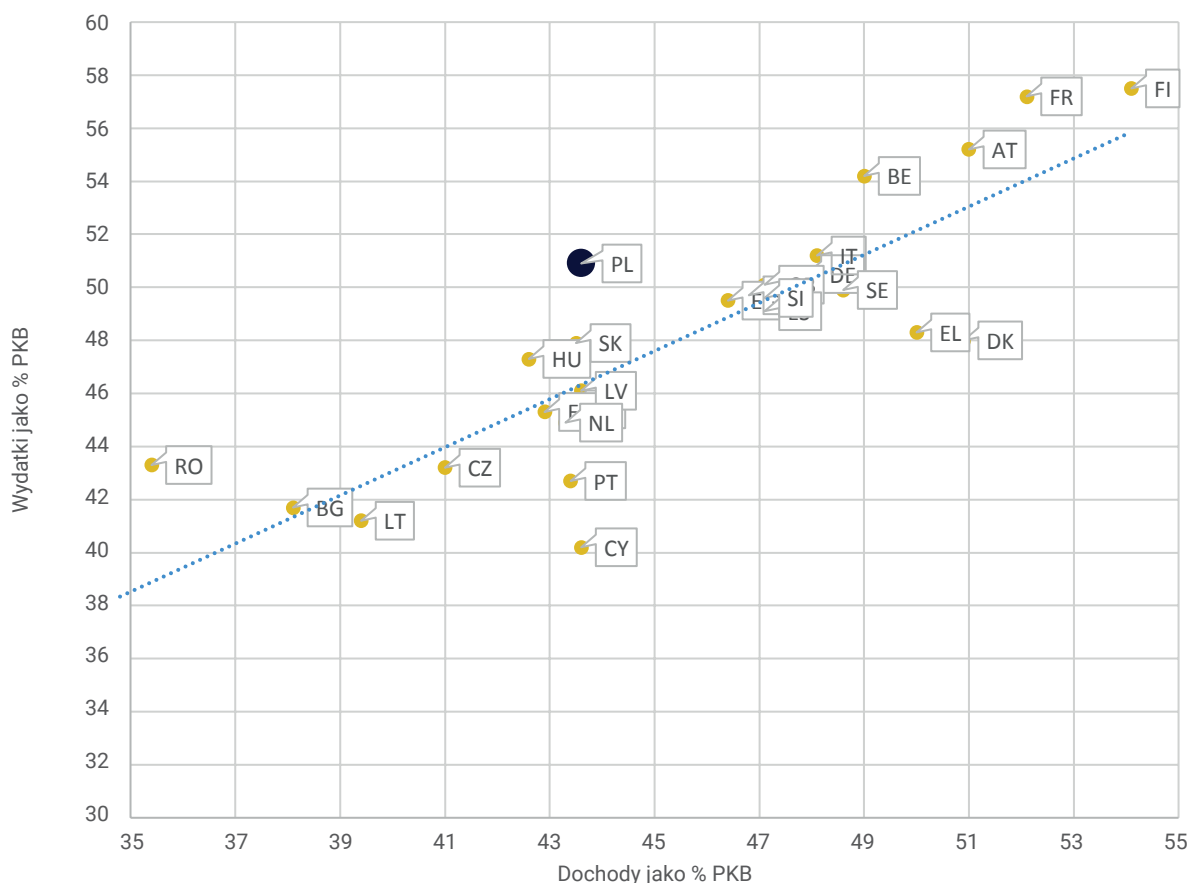


Rys. 9. Wydatki budżetowe w 2025 r. – Polska na tle innych krajów UE [% PKB]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Eurostat

Finansowanie zwiększonych wydatków emisją papierów dłużnych lub kredytami nadal prowadzi do wzrostu zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych. Jednym z warunków korzystania z elastyczności pozostaje zachowanie stabilności

długu w średnim okresie. Państwo może zatem czasowo zwiększyć wydatki obronne ponad standardową ścieżkę, ale jego plan fiskalny powinien nadal zapewniać wiarygodną stabilizację lub redukcję wskaźnika zadłużenia.



Rys. 10. Dochody i wydatki budżetowe jako % PKB w 2025 r. – Polska vs. pozostałe kraje UE

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Eurostat



Reasumując powyższe rozważania, jest zauważalne, że Polska przesunęła się w ostatnich latach do grupy państw o relatywnie wysokich wydatkach publicznych. W 2025 r. poziom wydatków w Polsce był wyższy niż średnia UE-27 i wyraźnie wyższy niż w większości państw Europy Środkowo-Wschodniej. Jest to istotna zmiana w stosunku do wcześniejszego modelu, w którym Polska łączyła umiarkowane dochody publiczne z umiarkowanymi wydatkami.

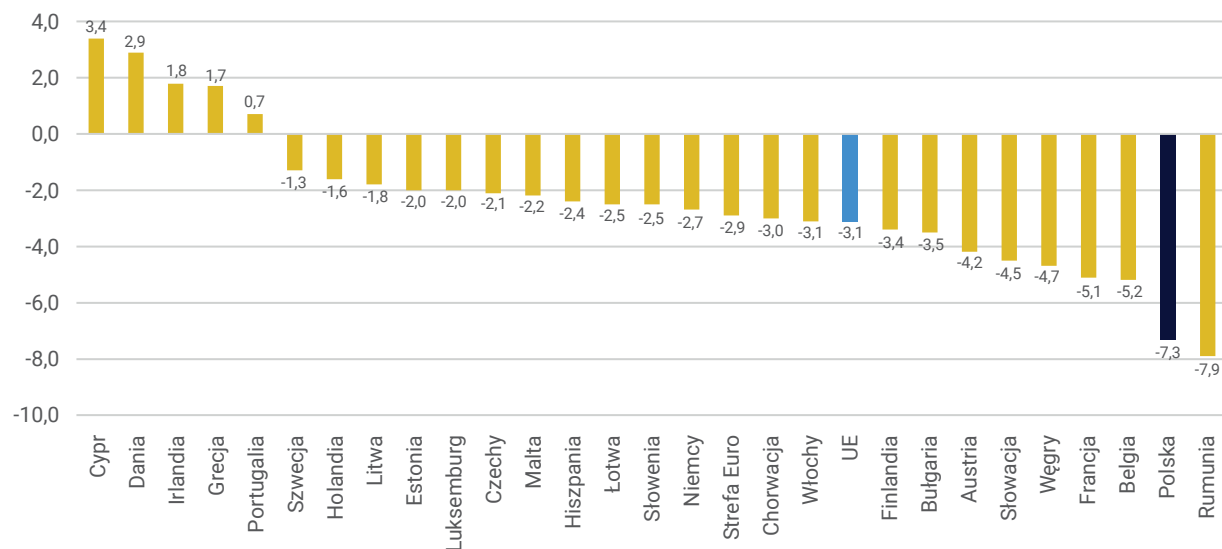
Zestawienie dochodów i wydatków publicznych w 2025 r. pokazuje, że Polska znalazła się w niekorzystnym położeniu względem większości państw UE: przy dochodach zbliżonych do grupy państw o średnim poziomie fiskalizacji gospodarki utrzymywała jednocześnie bardzo wysoki poziom wydatków. Jak wynika z danych przedstawionych na Rys. 10 – Polska leży powyżej linii trendu, co oznacza, że przy danym poziomie dochodów jej wydatki są wyższe, niż wynikałoby to z przeciętnej zależności obserwowanej w UE. Według szacunków ZBiA ZBP, dla osiągnięcia „europejskiego” poziomu deficytu, powinniśmy zwiększyć dochody budżetowe o 196 mld zł lub zmniejszyć wydatki o 178 mld zł.

Jeżeli nie nastąpi albo wzrost dochodów publicznych, albo ograniczenie dynamiki wydatków, rodzi

to trwałe ryzyko deficytu. W praktyce poprawa salda fiskalnego wymagałaby kombinacji działań: zwiększenia efektywności poboru podatków, ograniczenia wydatków o najniższej efektywności, przeglądu transferów oraz większej przejrzystości finansowania zadań publicznych realizowanych poza centralnym budżetem państwa.

1.5. Deficyt, przejrzystość fiskalna i procedura nadmiernego deficytu

W 2025 r. Polska znajdowała się w grupie państw UE o najwyższym deficycie sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie 7,3% PKB (Rys. 11), a więc znacząco powyżej wartości referencyjnej 3% PKB oraz wyraźnie powyżej średniej UE. Gorszy wynik od Polski odnotowała jedynie Rumunia, co lokuje Polskę w końcówce unijnego zestawienia. Warto odnotować przy tym, że NIK zwróciła uwagę, że w 2025 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wzrósł w Polsce mimo korzystnej sytuacji gospodarczej, rosnącego PKB i malejącej inflacji. Oznacza to, że nie wykorzystano dostatecznie sprzyjających warunków gospodarczych do ograniczenia deficytu. Jest to szczególnie istotne z punktu widzenia procedury nadmiernego deficytu, którą Polska została objęta od lipca 2024 r.

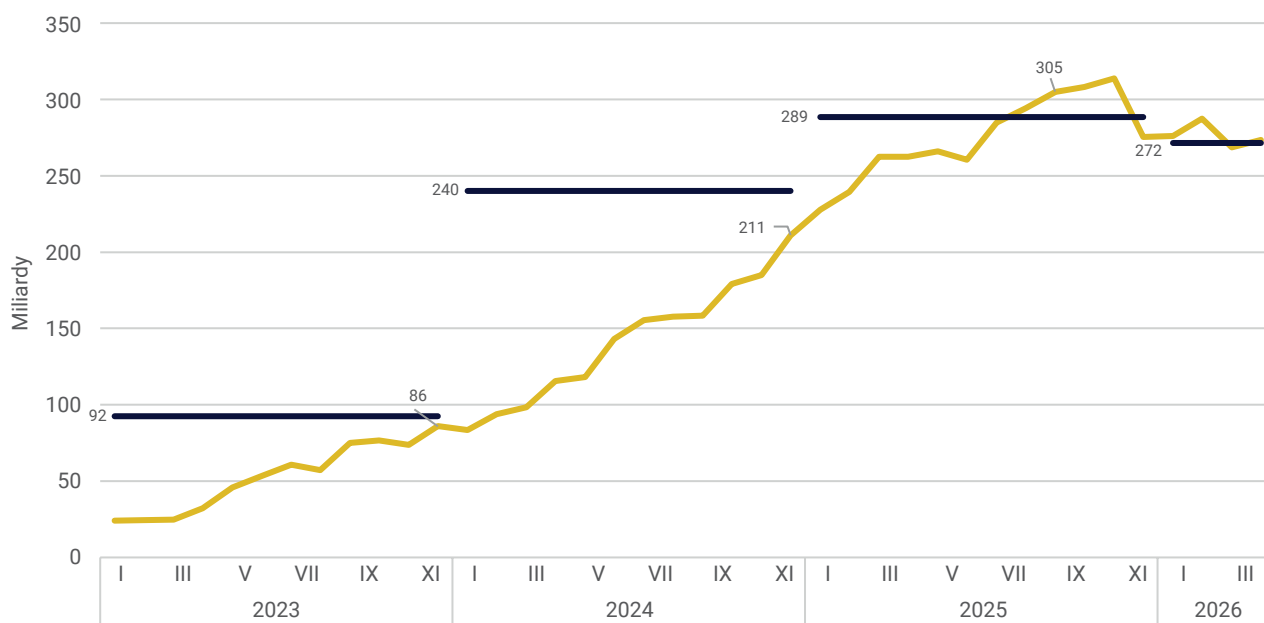


Rys. 11. Saldo sektora finansów publicznych w państwach UE w 2025 r. [% PKB]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Eurostat

Dane o 12-miesięcznej sumie kroczącej deficytu budżetu centralnego pokazują, że nierównowaga nie była wyłącznie efektem sezonowości wykonania budżetu. Od 2023 r. deficyt narastał systematycznie, a w 2024 i 2025 r. osiągnął poziom znacznie

wyższy niż w poprzednich latach. Linia planu budżetowego wskazuje, że kolejne ustawy budżetowe dopuszczały coraz większą skalę deficytu, a wykonanie stopniowo zbliżało się do tych bardzo wysokich limitów.



Rys. 12. Suma krocząca 12-miesięczna deficytu budżetu centralnego w Polsce [mld zł]

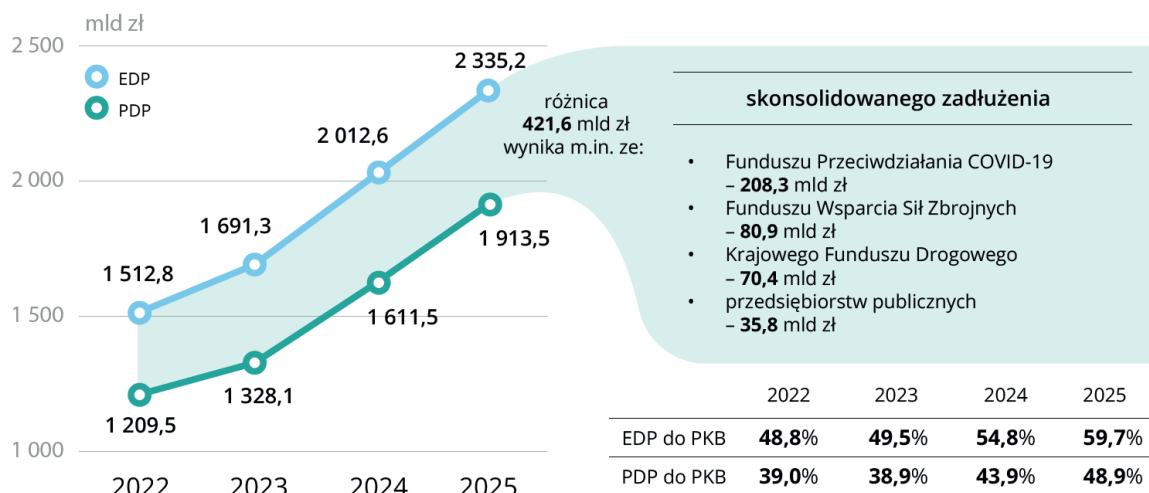
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów

Z punktu widzenia oceny stabilności fiskalnej istotne jest także to, że część zadań publicznych nadal była finansowana poza budżetem państwa, za pośrednictwem funduszy i instrumentów obsługiwanych przez BGK (głównie: Fundusz Przeciwdziałania COVID-19) lub PFR. Takie rozwiązania utrudniają ocenę całościowego obrazu finansów publicznych, ograniczają przejrzystość i zwiększają koszty obsługi długu, nawet jeżeli nie wszystkie zobowiązania są widoczne w długi Skarbu Państwa (NIK, 2026, s. 2, 46, 58-61). Należy podkreślić, że przejrzystość fiskalna nie jest jedynie kwestią jakości sprawozdawczości finansów publicznych, lecz może stanowić istotny mechanizm dyscyplinujący politykę budżetową. Badania porównawcze państw OECD wskazują, że większa przejrzystość instytucji budżetowych wiąże się z niższym poziomem długu i deficytu oraz ogranicza skalę politycznego cyklu budżetowego (Alt, Lassen, 2003, s. 20, 25). Literatura dotycząca funkcjonowania reguł fiskalnych wskazuje, że objęcie szczególnymi ograniczeniami wybranych agregatów budżetowych może tworzyć bodźce do przesuwania części aktywności fiskalnej do instrumentów pozostających poza bezpośrednim zakresem tych ograniczeń. Von Hagen i Wolff, analizując doświadczenia państw UE, wykazali, że po wprowadzeniu europejskich reguł fiskalnych pojawiła się systematyczna zależność między wielkością wykazywanego deficytu a korektami stock-flow, co interpretują jako przejaw przenoszenia części aktywności fiskalnej z pozycji objętych regułą

do instrumentów nią nieobjętych (von Hagen, Wolff, 2006, s. 17-18). Wyniki te wskazują, że ocena stanu finansów publicznych nie powinna ograniczać się wyłącznie do wielkości deficytu budżetu centralnego, lecz powinna obejmować również operacje i zobowiązania realizowane za pośrednictwem innych podmiotów i instrumentów sektora publicznego. Rozwinięcie tego wątku zawarto w rozdziale 5 raportu.

Rosnąca skala funduszy zwiększa znaczenie szerokiego spojrzenia na sytuację finansów publicznych, obejmującego nie tylko budżet państwa i zadłużenie Skarbu Państwa, ale również zobowiązania związane z realizacją zadań publicznych poza klasycznym budżetem. Z punktu widzenia oceny stabilności fiskalnej szczególnego znaczenia nabiera zatem analiza długu sektora instytucji rządowych i samorządowych według metodologii EDP (Excessive Deficit Procedure), która pozwala na szersze ujęcie zobowiązań sektora publicznego.

W latach 2022-2025 deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wzrósł z 3,4% PKB do 7,3% PKB, podczas gdy dług EDP zwiększył się z 48,8% do 59,7% PKB. Jednocześnie dochody budżetu państwa i budżetu środków europejskich w 2025 r. wyniosły 670,6 mld zł, a wydatki 959,7 mld zł. Taka asymetria potwierdza, że problemem nie jest jedynie jednorazowy szok dochodowy, lecz utrwalenie się wydatkowej strony nierównowagi.

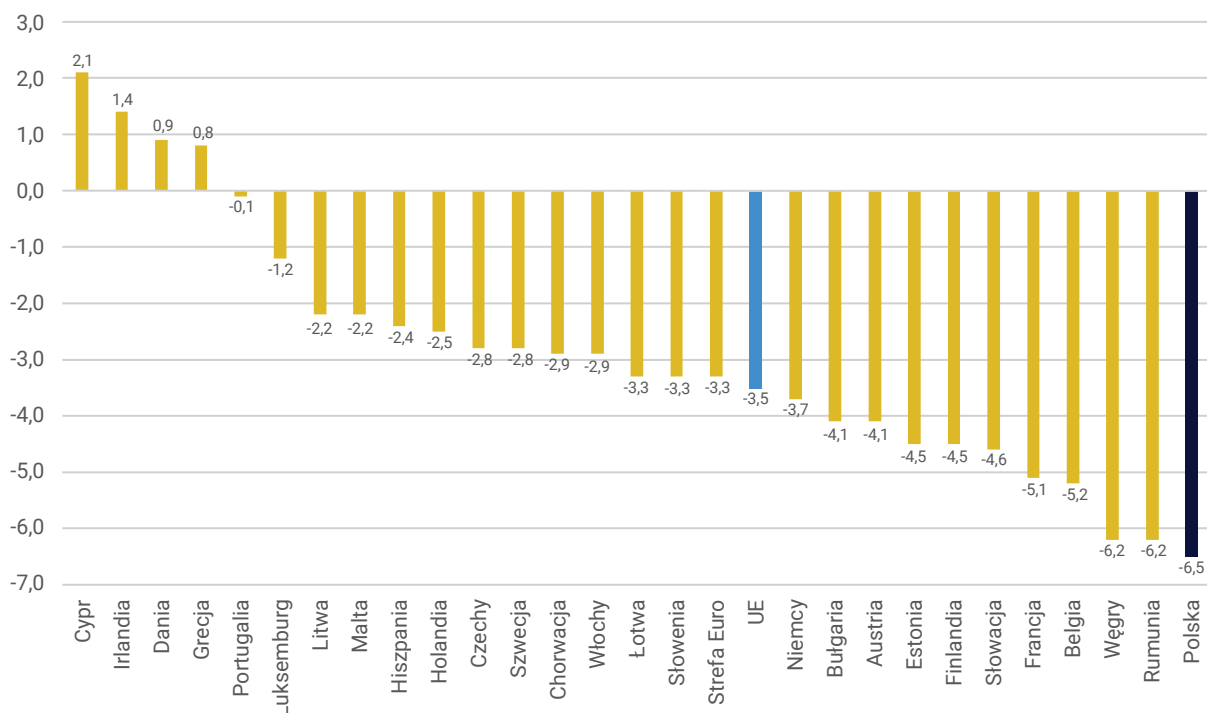


Rys. 13. Stan finansów publicznych Polski w latach 2022-2025

Źródło: Najwyższa Izba Kontroli, Analiza wykonania budżetu państwa i założeń polityki pieniężnej w 2025 roku, s. 8

Prognozy na 2026 r. wskazują, że poprawa salda sektora finansów publicznych będzie ograniczona i niewystarczająca do szybkiego zejścia poniżej progu 3% PKB, zaś Polska pozostanie jednym z państw UE o najwyższym prognozowanym deficycie. W 2026 r. może on wynieść 6,8% PKB, czyli o 0,5 pkt proc. mniej

niż w 2025 r., ale nadal ponad dwukrotnie więcej niż dopuszczalna wartość referencyjna. Redukcja nierównowagi będzie wymagała nie tylko wzrostu dochodów, lecz przede wszystkim konsekwentnego ograniczania dynamiki wydatków netto zgodnie z zaleceniami Rady UE.

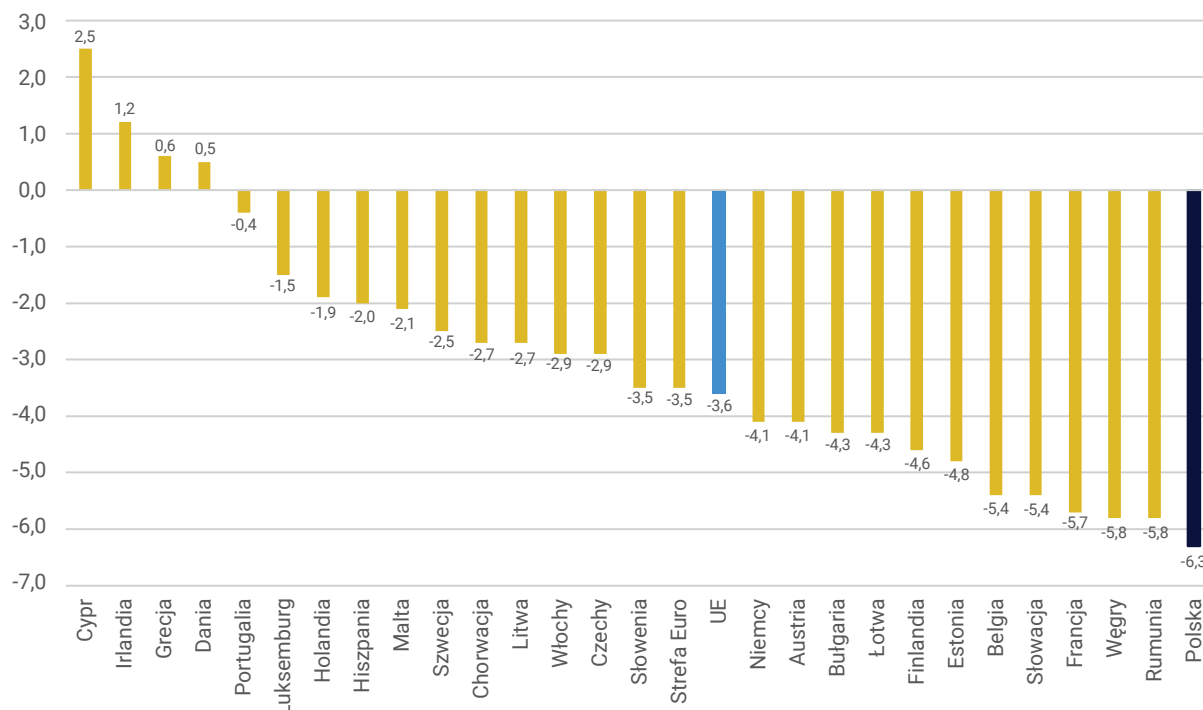


Rys. 14. Prognozowane saldo sektora finansów publicznych w państwach UE w 2026 r. [% PKB]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Eurostat

Także prognoza na 2027 r. nie wskazuje na szybkie domknięcie luki fiskalnej. Oznacza to, że bez dodatkowych działań konsolidacyjnych procedura

nadmiernego deficytu może pozostać istotnym ograniczeniem polityki fiskalnej przez kilka kolejnych lat.



Rys. 15. Prognozowane saldo sektora finansów publicznych w państwach UE w 2027 r. [% PKB]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Eurostat

W średniookresowym planie budżetowo-strukturalnym ścieżka wydatków netto jest podstawowym narzędziem dostosowania. Plan zakłada stopniową konsolidację poprzez działania po stronie dochodowej i wydatkowej, w tym m.in. utrzymanie parametrów skali PIT, działania w akcyzie, ograniczenie dynamiki spożycia publicznego oraz przegląd części wydatków. Konsolidacja będzie coraz silniej zależeć od zdolności trwałego ograniczania dynamiki wydatków, a nie tylko od krótkookresowych działań dochodowych lub korzystnych efektów cyklicznych (MF, 2025a, s. 6, 12-13; MF, 2025b, s. 9-10; 20-23).

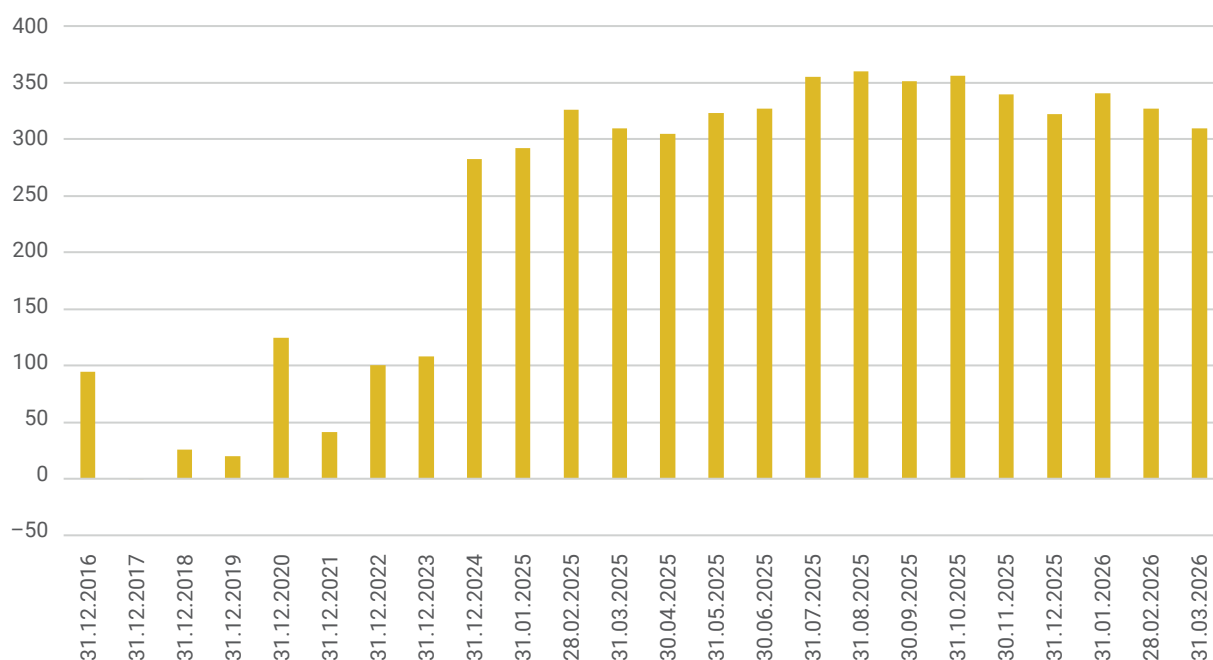
1.6. Dług publiczny i koszt jego finansowania

Jak wynika z wcześniejszych rozważań, wzrost zadłużenia Skarbu Państwa w ostatnich latach był bardzo szybki. Jak wskazują dane na Rys. 16, po 2023 r. roczne przyrosty zadłużenia utrzymują się na poziomach wielokrotnie wyższych niż w latach przedpandemicznych. Jest to konsekwencja jednoczesnego oddziaływania wysokich deficytów, potrzeb pożyczkowych związanych z finansowaniem wydatków obronnych

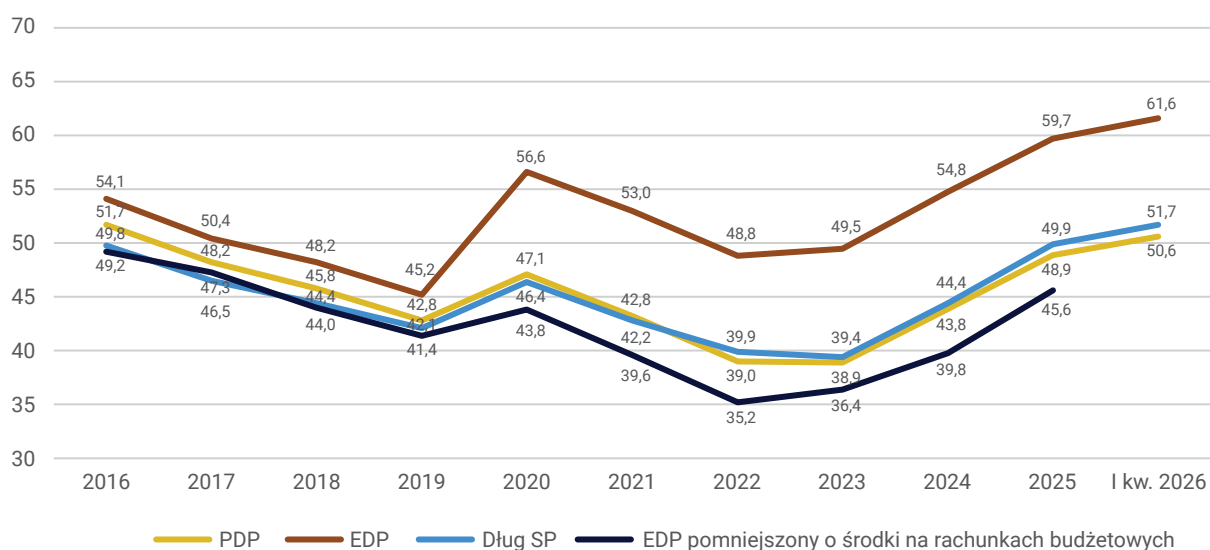
i społecznych oraz refinansowania zobowiązań zaciągniętych w poprzednich latach.

Sama dynamika długu jest istotna nie tylko z punktu widzenia relacji długu do PKB, lecz także z punktu widzenia kosztów jego obsługi. Przy wysokiej podaży nowych papierów skarbowych państwo musi konkurować o finansowanie na rynku krajowym i zagranicznym, a utrzymywanie się podwyższonych rentowności zwiększa wydatki odsetkowe w kolejnych latach.

Różnice pomiędzy państwowym długiem publicznym, długiem Skarbu Państwa i długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych według metodologii EDP mają zasadnicze znaczenie dla oceny faktycznej sytuacji fiskalnej. Według NIK na koniec 2025 r. dług liczony według definicji unijnej wyniósł 2335,2 mld zł, czyli 59,7% PKB, podczas gdy państwowy dług publiczny wyniósł 1913,5 mld zł, czyli 48,9% PKB. Różnica przekraczająca 420 mld zł pokazuje skalę znaczenia zobowiązań, które nie są widoczne w krajowym limicie zadłużenia w taki sam sposób jak w metodologii unijnej.

**Rys. 16.** Zmiana zadłużenia Skarbu Państwa r/r [mld zł]

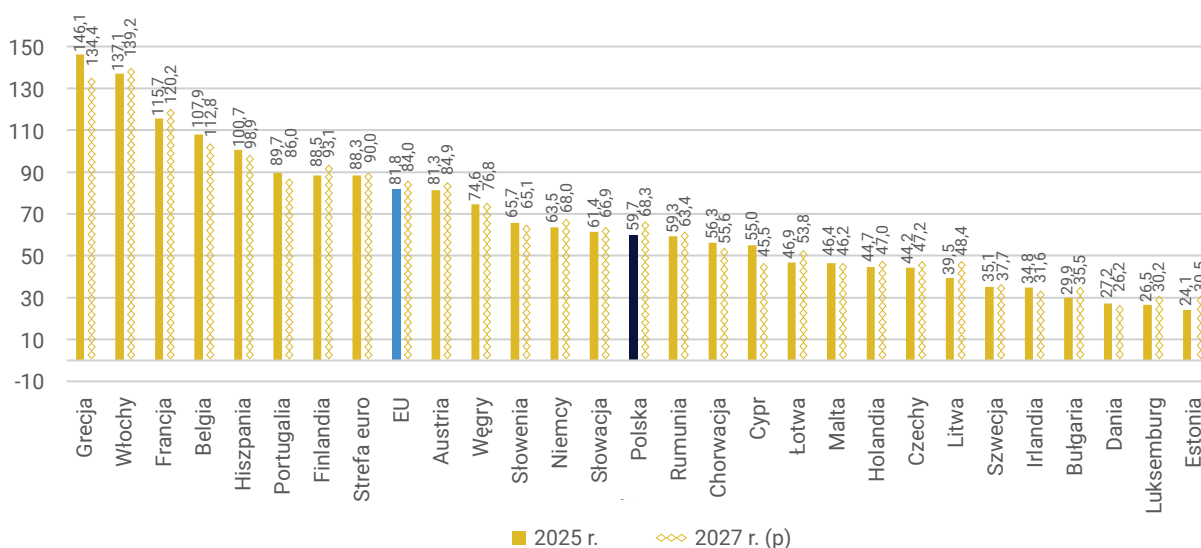
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów

**Rys. 17.** Państwowy dług publiczny, dług EDP i dług Skarbu Państwa w relacji do PKB

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów

Projekcja długu EDP na lata 2026-2028 wskazuje na dalsze narastanie relacji długu do PKB: z 59,7% PKB w 2025 r. do 65,5% PKB w 2026 r., 69,2% PKB w 2027 r. i 72,3% PKB w 2028 r. Oznacza to wyjście ponad unijną wartość referencyjną 60% PKB i szybkie zbliżanie się do poziomów, które ograniczają

przestrzeń fiskalną państwa. Przy obecnej trajektorii dług publiczny nie stabilizuje się samoczynnie dzięki wzrostowi gospodarczemu. Nawet przy dodatnim wzroście PKB i stopniowej normalizacji inflacji relacja długu do PKB rośnie, ponieważ deficyt pierwotny i koszty obsługi długu pozostają zbyt wysokie.

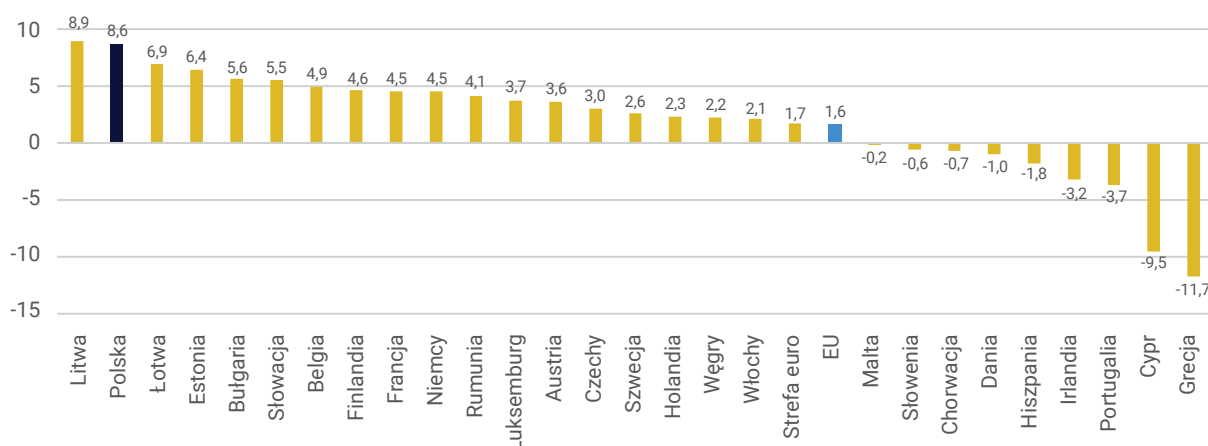


Rys. 18. Dług publiczny jako % PKB w krajach UE

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Eurostat i KE

Jakkolwiek w ujęciu nominalnym, pod względem bieżącej jak i prognozowanej ścieżki długu publicznego, Polska znajduje się w około połowie stawki – znaczenie ma również tempo wzrostu długu

publicznego. W takim ujęciu – tylko biorąc pod uwagę przyrost długu publicznego w % PKB – Polska będzie plasować się w czołówce państw najszybciej zadłużających się.



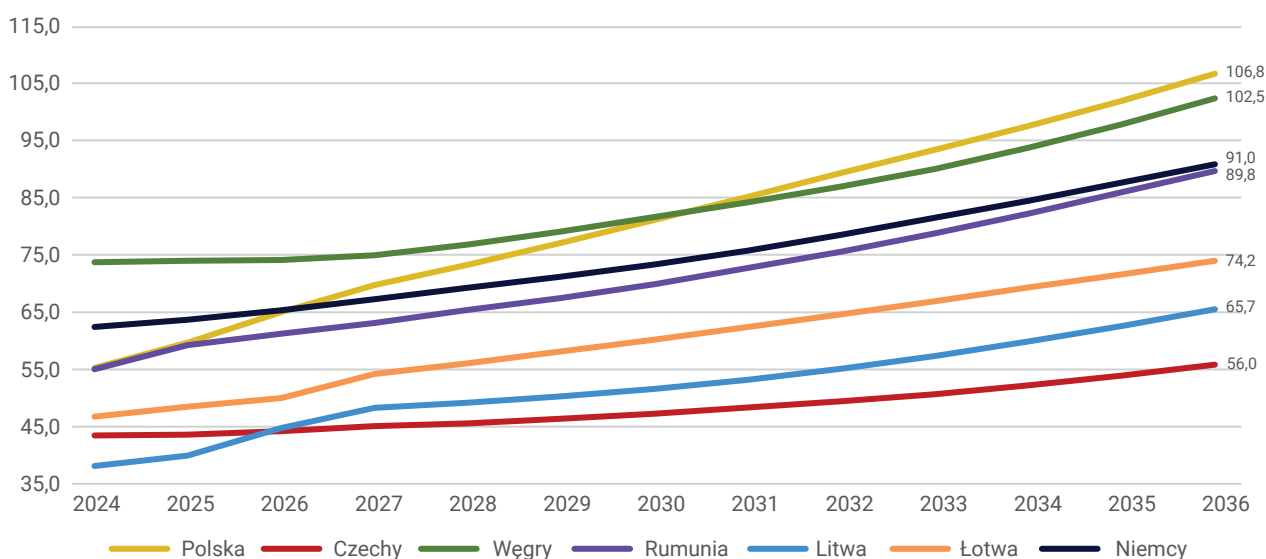
Rys. 19. Przyrost długu publicznego 2025 – 2027 jako % PKB [pp.]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Eurostat

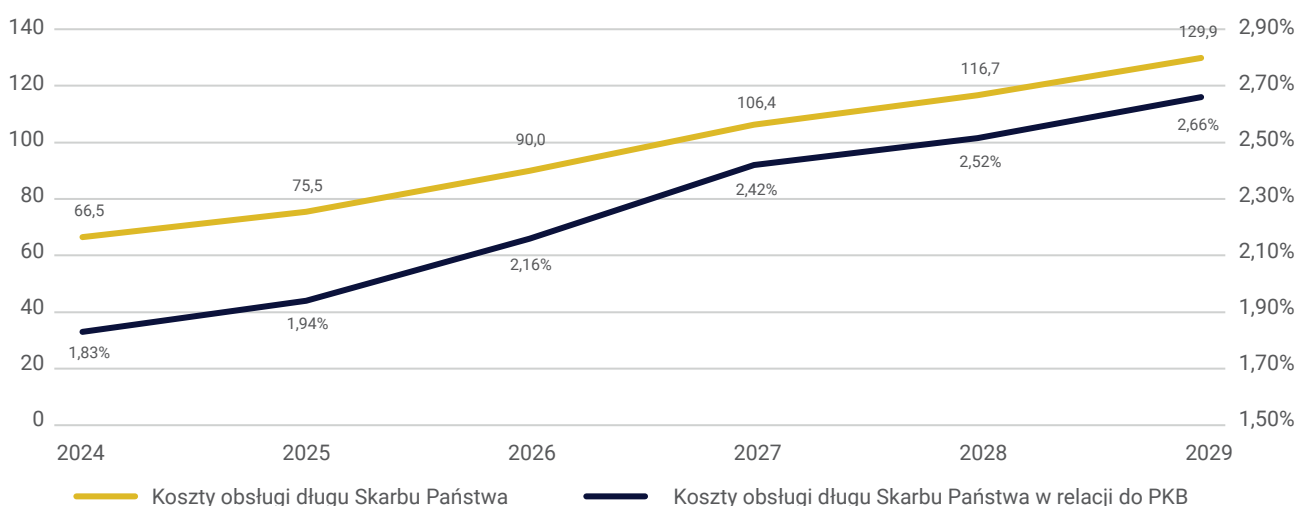
Warto jednak w tym miejscu zauważyć, że cztery pierwsze miejsca w powyższym zestawieniu zajmują kraje, które według prognozy NATO w największym stopniu będą zwiększać swoje wydatki na obronę podstawową (por. wyk. 8). Jednocześnie należy zauważyć, że spośród 5 krajów, które według szacunków wypełnią aktualny wymóg 3,5% PKB przeznaczany na obronność, 4 z nich to bezpośredni sąsiedzi Rosji.

Wnioski Komisji Europejskiej w zakresie długookresowej ścieżki kształtowania się długu publicznego

Polski, wyrażone w Debt Sustainability Monitor 2025, są jeszcze bardziej ostrzegawcze, ponieważ w średnim okresie Polska została zaliczona do grupy państw o wysokim ryzyku stabilności fiskalnej. **W scenariuszu bez zmian polityki fiskalnej po 2026 r. dług publiczny może w horyzoncie dziesięciu lat przekroczyć próg 100% PKB.** Nie jest to prognoza budżetowa w sensie ścisłym, lecz raczej test trwałości zadłużenia przy założeniu braku nowych działań dostosowawczych, pokazujący, jak szybko ryzyko może narastać, jeżeli konsolidacja pozostanie niewystarczająco wiarygodna (KE, 2026, s. 220-222).

**Rys. 20.** Prognoza wzrostu długu publicznego w wybranych krajach UE [% PKB]

Źródło: European Commission, Debt Sustainability Monitor 2025, country fiches

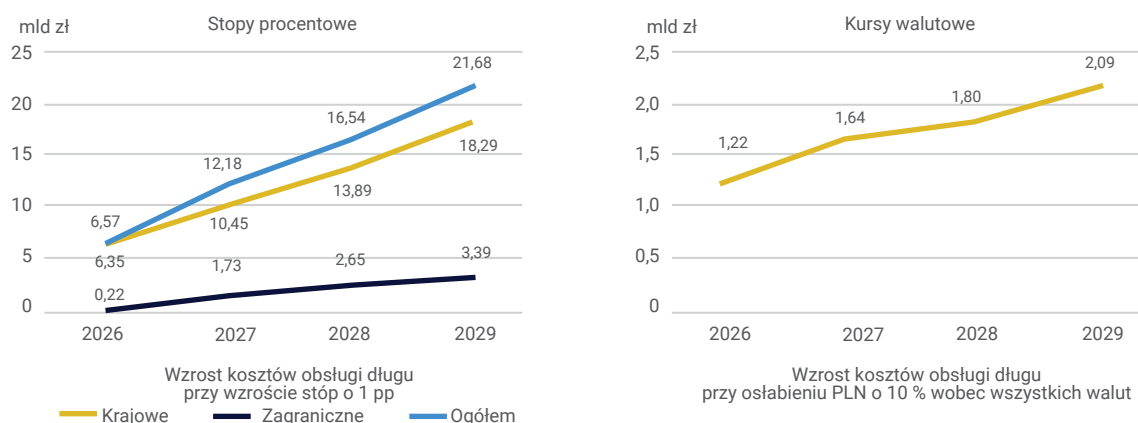
**Rys. 21.** Koszty obsługi długu Skarbu Państwa w latach 2024-2029 [mld zł/ % PKB]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów, „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2026-2029”

Tak stroma ścieżka przyrastania długu publicznego jest po części efektem narastania kosztów obsługi długu. Prognozy przygotowane przez Ministerstwo Finansów wskazują, że koszty obsługi długu w ciągu 5 lat nominalnie ulegną podwojeniu z poziomu 66,5 mld zł do niemal 130 mld zł. Oznacza to, że w okresie 2024 – 2029 koszty obsługi długu mogą wzrosnąć o ponad 0,8 p.p. do poziomu około 2,66% PKB.

Jak podkreśla FOR, w 2026 roku koszt obsługi długu publicznego w przeliczeniu na mieszkańca przekroczy kwotę 3,1 tys. zł – dla porównania koszt programu „800+” to 1683 zł na mieszkańca (FOR, 2026, s. 7).

Jednocześnie zmiany w otoczeniu makroekonomicznym mogą mieć istotny wpływ na zmiany kosztów obsługi zadłużenia Skarbu Państwa. W przypadku zmiany stóp procentowych o 1 p.p. zmiana kosztów w 2026 roku może wynosić ok. 6,57 mld zł, zaś w 2029 roku może to już być 21,68 mld zł. Z kolei w scenariuszu osłabienia PLN wobec innych walut o 10% wzrost zadłużenia w 2026 wyniósłby 1,22 mld zł, a w 2029 roku 2,09 mld zł. Widoczny jest zatem silniejszy wpływ zmian stóp procentowych na koszty zadłużenia, co wynika bezpośrednio ze struktury zadłużenia i udziału ponad 80% długu krajowego.



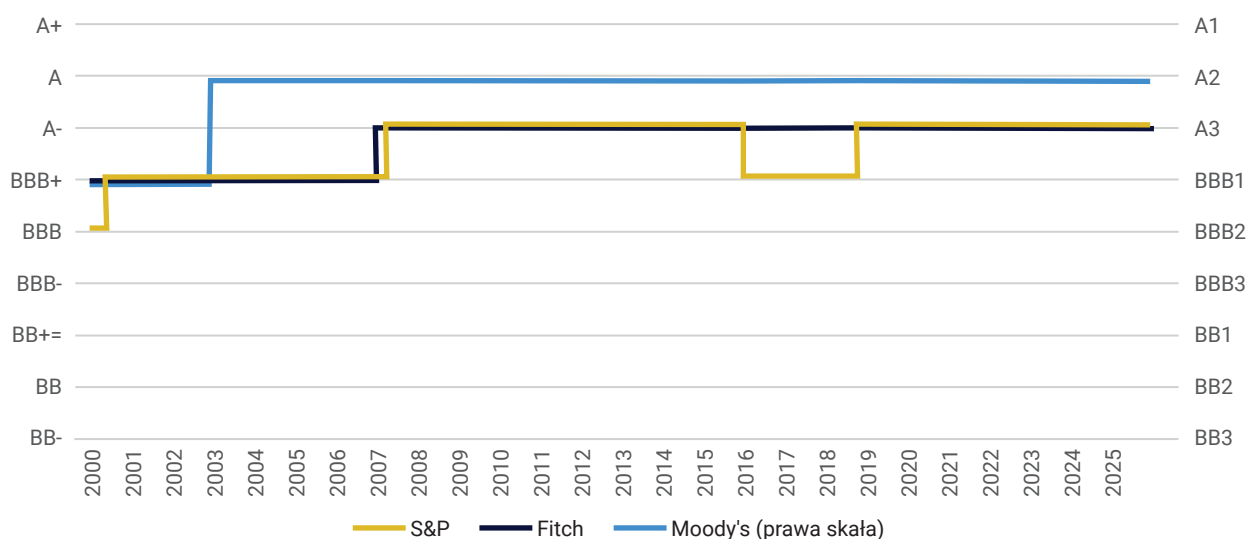
Rys. 22. Wrażliwość kosztów obsługi długu SP na zmiany założeń prognozy

Źródło: Ministerstwo Finansów, „Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2026-2029”, s. 48

1.7. Oceny agencji ratingowych i propozycje konsolidacji fiskalnych

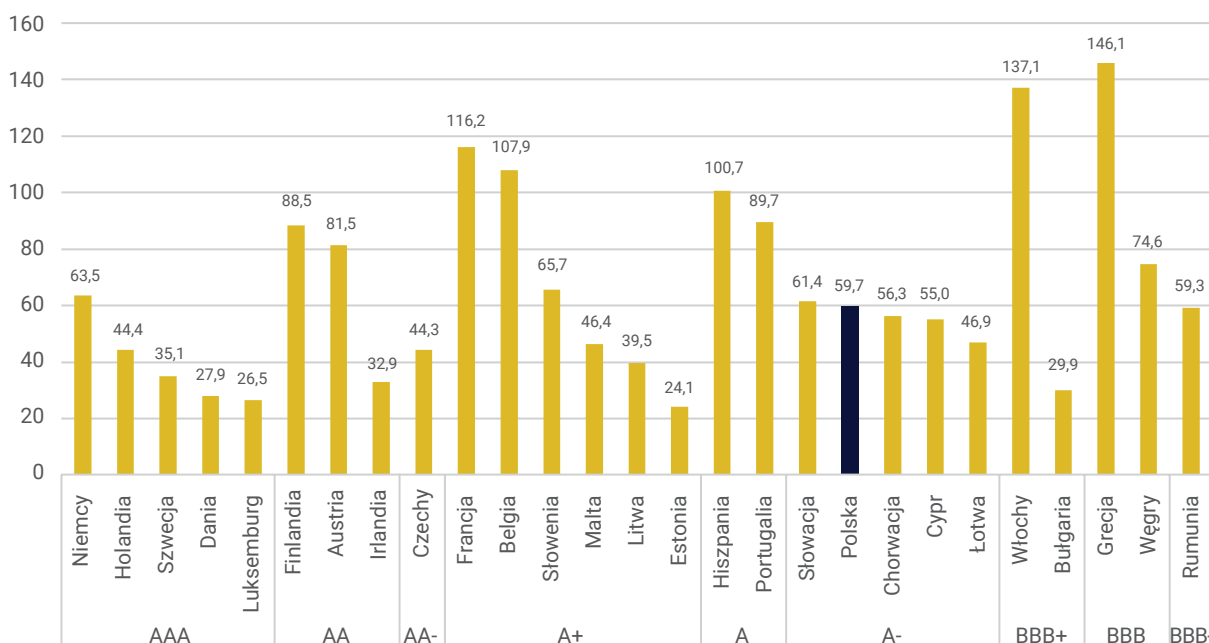
W kontekście wzrostu długu publicznego i kosztów jego obsługi warto prześledzić, jak coraz bardziej napięta sytuacja fiskalna Polski przekłada się na rating kraju. Historia ratingów Polski pokazuje, że oceny wiarygodności kredytowej pozostawały relatywnie stabilne, co nie powinno jednak przesłaniać faktu, że w ostatnich latach agencje ratingowe coraz mocniej akcentują ryzyka fiskalne, polityczne i instytucjonalne. Stabilność ratingu mimo pogarszających się wskaźników fiskalnych można częściowo tłumaczyć tym, że ocena wiarygodności kredytowej państwa nie

jest determinowana wyłącznie przez poziom długu. Badania wskazują, że istotne znaczenie mają również m.in. tempo wzrostu gospodarczego, efektywność instytucji publicznych, zadłużenie zagraniczne i poziom rezerw, a zmienne fiskalne stanowią tylko jeden z elementów szerszej oceny zdolności państwa do obsługi zobowiązań (Afonso i in., 2007, s. 5-9). Polska nadal korzysta z relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego, własnej waluty i głębokiego krajowego rynku długu. Te czynniki łagodzą ocenę ryzyka, nie eliminują jednak problemu pogarszającej się trajektorii fiskalnej, która w perspektywie kolejnych lat może wpływać na koszt finansowania państwa i ocenę inwestorów.



Rys. 23. Zmiany ocen wiarygodności kredytowej Polski w latach 2000-2025

Źródło: Ministerstwo Finansów



Rys. 24. Relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB w państwach UE na koniec 2025 r. według ratingu kredytowego Fitch [%]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane agencja ratingowa Fitch

Porównanie ratingów **Fitch** z poziomem długu publicznego w państwach UE pokazuje, że Polska znajduje się w dolnej części grupy państw o ratingu inwestycyjnym z kategorii A. Polska ma lepszy rating jedynie od kilku państw UE, a w regionie Europy Środkowo-Wschodniej wyższe oceny posiadają m.in. Czechy i Estonia. W przypadku Polski głównym problemem nie jest jeszcze absolutny poziom długu na tle najbardziej zadłużonych państw Europy, lecz tempo jego wzrostu oraz brak jednoznacznej stabilizacji ścieżki fiskalnej. To właśnie dynamika pogorszenia, a nie wyłącznie punktowy poziom długu, stanowi coraz ważniejszy element oceny ryzyka.

W ujęciu ratingowym **Moody's** Polska plasuje się bliżej środka unijnej stawki niż w zestawieniu Fitch, ale również tutaj wyższe oceny posiadają część państw regionu, w szczególności Czechy i Estonia. Różnice te odzwierciedlają ocenę przewidywalności polityki gospodarczej i zdolności do prowadzenia skutecznej konsolidacji fiskalnej. Dla Polski istotne jest, że wzrost długu następuje w warunkach utrzymywania

się wysokich potrzeb pożyczkowych i rosnących wydatków sztywnych. Oznacza to, że utrzymanie ratingu będzie w coraz większym stopniu zależę od wiarygodności średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego oraz faktycznego wykonania działań po stronie dochodowej i wydatkowej.

Także według klasyfikacji **S&P** także posiada ocenę niższą niż większość państw UE o najwyższej wiarygodności kredytowej. W tym zestawieniu wyższe oceny w regionie mają Czechy i Estonia, co potwierdza, że sam status kraju Europy Środkowo-Wschodniej nie determinuje ratingu. Znaczenie ma wiarygodność instytucjonalna, przewidywalność polityki fiskalnej oraz skala ryzyk dla finansów publicznych. **W tym kontekście podstawowym zadaniem polityki fiskalnej jest niedopuszczenie do utrwalenia się percepcji, że wysoki deficyt i szybki wzrost długu są stanem trwałym.** Jeżeli inwestorzy i agencje ratingowe uznają, że ścieżka konsolidacji ma charakter głównie deklaracyjny, presja na rentowności obligacji może utrzymywać się mimo relatywnie dobrej sytuacji makroekonomicznej.

Podsumowanie mocnych i słabych stron gospodarki Polski pod kątem stabilności fiskalnej w ujęciu głównych agencji ratingowych zawiera poniższa tabela:

Tab. 2. Mapa ryzyk fiskalnych w ujęciu agencji ratingowych

Agencja i ocena	Najważniejsze zagrożenia fiskalne	Szanse i czynniki stabilizujące	Co może prowadzić do pogorszenia lub poprawy oceny?
Fitch A-/F1 Perspektywa: negatywna Ocena: 27.02.2026	Deficyt sektora GG szacowany na 7,0% PKB w 2025 r., wobec mediany 2,9% dla państw z ratingiem kategorii „A”. Prognozowane utrzymywanie się deficytu na poziomie 6,5% PKB w 2026 r. i 6,2% w 2027 r. Wzrost długu publicznego z ok. 59% PKB w 2025 r. do ok. 70% PKB w 2027 r. i dalszy wzrost w średnim okresie. Brak wiarygodnego, szczegółowego planu konsolidacji fiskalnej. Napięcia polityczne ograniczające zdolność władz do wprowadzania korekt. Wysokie i trwale zwiększone wydatki obronne. Ryzyko wzrostu kosztów finansowania.	Duża, zdywersyfikowana i odporna gospodarka. Członkostwo w UE i napływ funduszy unijnych. Wiarygodna polityka pieniężna i kursowa. Solidna pozycja zewnętrzna. Wzrost PKB prognozowany na 3,6% w 2026 r., wspierający dochody budżetowe.	Pogorszenie: utrata zaufania do zdolności władz do stabilizacji długu, brak dodatkowej konsolidacji, słabszy wzrost lub istotny wzrost kosztów finansowania. Poprawa: wiarygodna i skuteczna konsolidacja prowadząca do stabilizacji długu w relacji do PKB.
Moody's A2/P-1 Perspektywa: negatywna Przegląd: 20.03.2026 Ocena: 19.09.2025	Słabsza od wcześniejszych oczekiwań perspektywa deficytu i długu. Opóźnienie konsolidacji fiskalnej. Ryzyko utrzymania wysokich wydatków przed wyborami parlamentarnymi w 2027 r. Impas między rządem a prezydentem, ograniczający możliwość przyjęcia działań naprawczych. Strukturalna presja wydatkowa związana ze starzeniem się ludności i wydatkami społecznymi. Wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym. Rosnące płatności odsetkowe. Trwale wysokie wydatki na obronę. Ryzyko geopolityczne, w tym potencjalne ograniczenie wsparcia USA dla bezpieczeństwa regionu.	Nadal umiarkowane obciążenie długiem na tle części państw europejskich. Solidna zdolność obsługi zadłużenia. Wysoka siła gospodarcza i konwergencja dochodowa z UE. Prognozowany wzrost PKB o 3,7% w 2026 r. Wiarygodna ścieżka konsolidacji mogłaby przywrócić perspektywę stabilną.	Pogorszenie: wyraźny wzrost długu oraz znaczące pogorszenie zdolności jego obsługi, zwłaszcza przy braku ograniczenia presji wydatkowej; dodatkowym czynnikiem byłoby pogorszenie bezpieczeństwa regionalnego. Poprawa perspektywy: przedstawienie i wdrożenie wiarygodnej ścieżki konsolidacji fiskalnej, wyhamowującej wzrost długu i kosztów jego obsługi.



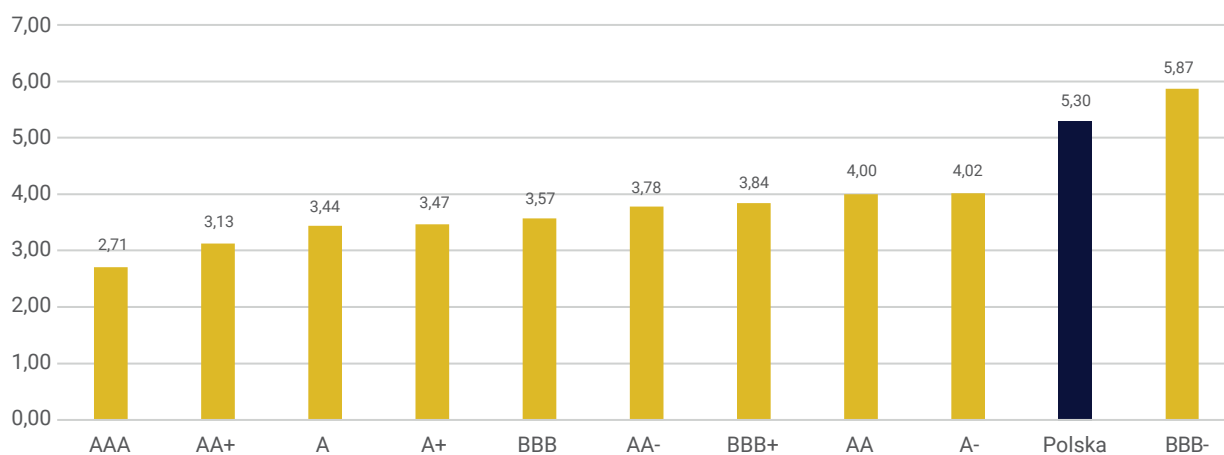
Tab. 2. cd.

Agencja i ocena	Najważniejsze zagrożenia fiskalne	Szanse i czynniki stabilizujące	Co może prowadzić do pogorszenia lub poprawy oceny?
S&P Global Ratings A-/A-2 (waluta obca) A/A-1 (waluta krajowa) Perspektywa: stabilna Ocena: 28.07.2026	Deficyt GG wyniesie 6,9% PKB w 2026 r. i 6,4% PKB w 2027 r. W porównaniu z prognozą z lutego '26 oznacza to pogorszenie odpowiednio o 0,4 i 0,6 pkt proc. W 2027 r. Polska miałaby odnotować najwyższy deficyt spośród dziesięciu państw CEE. Dług publiczny ma wzrosnąć do 65,2% PKB na koniec 2026 r. oraz 70,0% PKB w 2027 r. Szczególnie niekorzystna jest rewizja prognozy na 2027 r. – o 0,6 pkt proc. w górę. Wysokie wydatki obronne i społeczne. Polaryzacja polityczna oraz wybory w 2027 r. mogą utrudniać konsolidację i reformy instytucjonalne. Eskalacja wojny rosyjsko-ukraińskiej mogłaby jednocześnie zwiększyć wydatki, pogorszyć wzrost i osłabić bezpieczeństwo. Wzrost cen energii stanowi ryzyko dla inflacji, aktywności gosp. i wydatków publicznych.	Stabilny wzrost wspierany przez inwestycje finansowane z UE. Odporny popyt krajowy. Wysokie oszczędności krajowe. Zdywersyfikowana gospodarka i elastyczny rynek pracy. Dostęp do dużych źródeł finansowania zewnętrznego niepowodującego wzrostu zadłużenia, w tym funduszy UE i BIZ. Perspektywa pozostaje stabilna mimo silnego pogorszenia wskaźników fiskalnych.	Pogorszenie: istotne osłabienie średnioterminowego wzrostu wskutek nierównowag lub silnego szoku geopolitycznego. Poprawa: skuteczne ograniczenie deficytu, stabilizacja długu, dalsze reformy instytucjonalne oraz utrzymanie napływu środków UE i inwestycji zagranicznych.
Scope Ratings A/Stable S-1/Stable Ocena: 14.11.2025	Podwyższone i trwałe deficyty fiskalne. Sztuczna struktura wydatków ograniczająca przestrzeń do dostosowania. Wzrost długu ESA z ok. 60% PKB w 2025 r. do ok. 75% PKB w 2030 r. Strukturalna presja ze strony polityki społecznej i wydatków publicznych. Polaryzacja polityczna i tarcia instytucjonalne opóźniające konsolidację. Wydatki obronne wymuszane przez ryzyko geopolityczne. Wykorzystywanie funduszy pozabudżetowych osłabiające skuteczność krajowej kotwicy fiskalnej. Koszty finansowania wyższe niż średnio w grupie porównawczej oraz częściowe ryzyko walutowe.	Konstytucyjny limit zadłużenia i automatyczne mechanizmy korekcyjne. Regułowe ramy fiskalne. Głęboki krajowy rynek kapitałowy. Dostęp do preferencyjnego finansowania z NGEU i programu SAFE. Niższe stopy procentowe oraz finansowanie SAFE mogą ograniczać koszty obsługi długu. Spadek inflacji ogranicza dynamikę wydatków indeksowanych. Stabilna perspektywa oznacza, że Scope nadal uznaje bilans ryzyk za zrównoważony.	Pogorszenie: słabsze wyniki budżetowe powodujące wyższą trajektorię długu i kosztów odsetkowych; osłabienie ram fiskalnych lub ograniczenie dostępu do funduszy UE i SAFE. Poprawa: trwała poprawa salda fiskalnego prowadząca do strukturalnego spadku relacji długu do PKB.

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP na podstawie: MF, Fitch potwierdza dotychczasowy rating Polski, 27.02.2026, <https://www.gov.pl/web/finanse/fitch-potwierdza-dotychczasowy-rating-polski11>; MF, Moody's informuje o zakończeniu okresowego przeglądu ratingu Polski, 20.03.2026, <https://www.gov.pl/web/finanse/moodys-informuje-o-zakonczeniu-okresowego-przegladu-ratingu-pol-ski2>, S&P, Poland ,A-/A-2' Foreign Currency And ,A/A-1' Local Currency Ratings Affirmed; Outlook Stable, 08.05.2026, <https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3559559> oraz SCOPE, Republic of Poland. Rating report, 14.11.2025, <https://www.scopegroup.com/ScopeGroupApi/api/analysis?id=c53c6b17-9fdd-4d70-8a5c-73b28ae42365>.

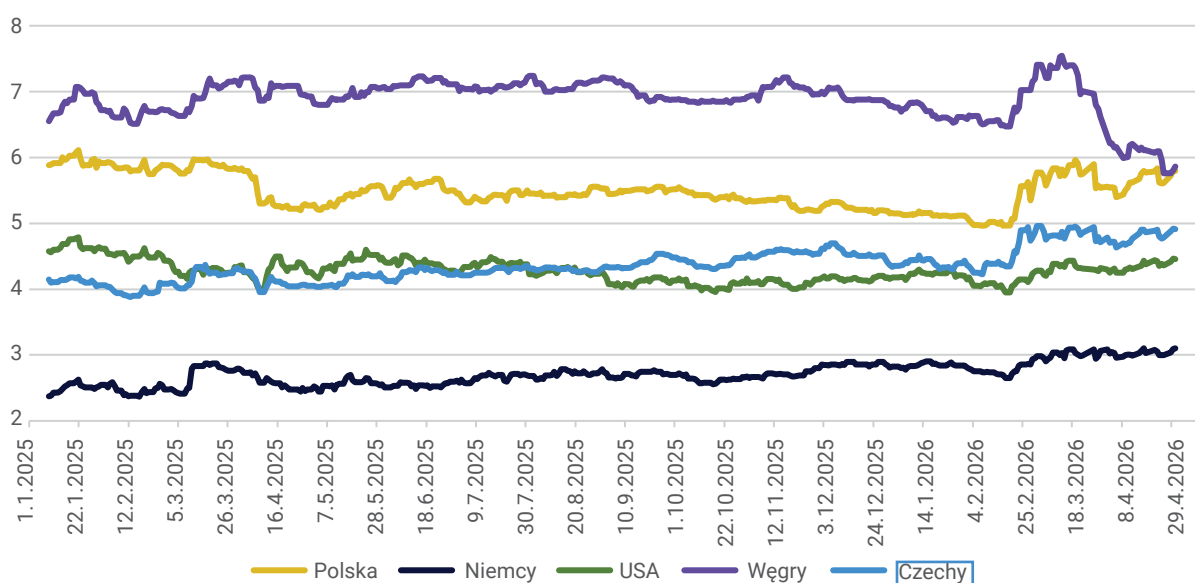
Analiza rentowności obligacji skarbowych na tle ocen ratingowych potwierdza, że rynki różnicują koszt finansowania nie tylko według poziomu ratingu, lecz także według oceny bieżących ryzyk makroekonomicznych i fiskalnych. Państwa o wyższych ratingach co do zasady finansują się taniej, ale rozrzut rentowności w poszczególnych kategoriach pokazuje, że znaczenie mają również czynniki krajowe: inflacja, polityka pieniężna, waluta, płynność rynku długu i wiarygodność polityki fiskalnej. Polska, mimo utrzymania ratingu inwestycyjnego, finansuje się drożej niż państwa o najwyższej wiarygodności i część państw regionu. Jest to ważny sygnał ostrzegawczy, ponieważ przy wysokich potrzebach pożyczkowych

nawet relatywnie niewielka różnica rentowności przekłada się na wielomiliardowe koszty w horyzoncie kilku lat. Badania dla rynku europejskiego wskazują ponadto, że zmiany ratingów i perspektyw – szczególnie negatywne – mogą oddziaływać na spready obligacji skarbowych, choć siła reakcji zależy również od tego, w jakim stopniu informacja została wcześniej uwzględniona w cenach rynkowych (Afonso i in., 2011, s. 5-6, 11-15). **Dla Polski kluczowe jest więc utrzymanie ratingu inwestycyjnego oraz ograniczenie ryzyka rewizji perspektywy lub obniżki oceny. Nie chodzi wyłącznie o reputacyjny wymiar ratingu, ale o realny koszt finansowania długu publicznego i pośrednio koszt kapitału w całej gospodarce.**



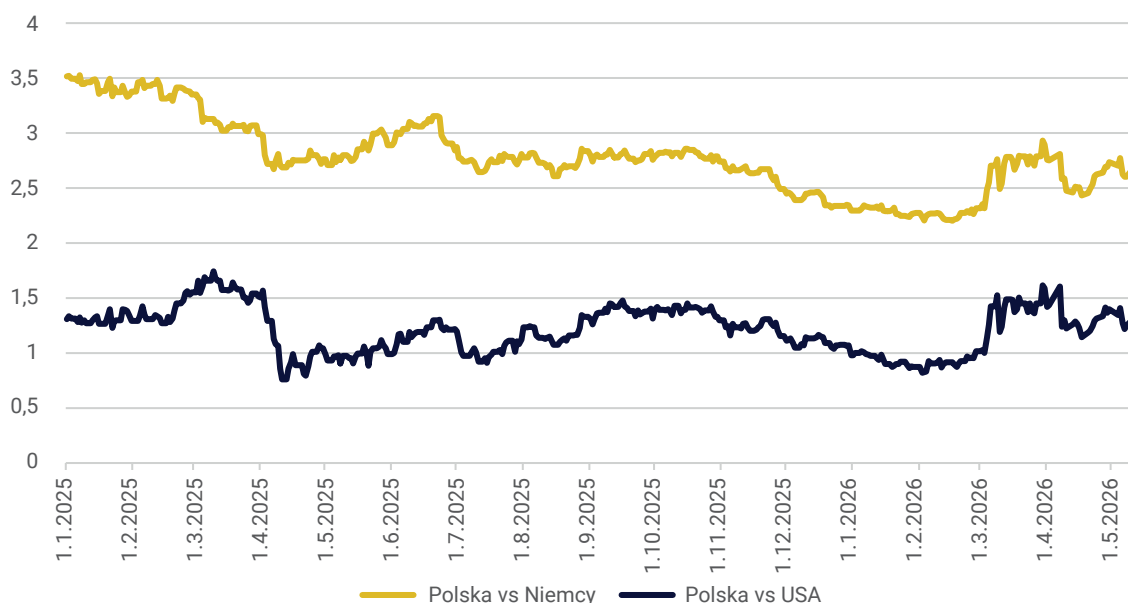
Rys. 25. Średnia rentowność 10-letnich obligacji skarbowych według kategorii ratingowych S&P (stan na koniec 06.2026, kraje UE-27, UK, NO, CH)

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: tradingeconomics.com



Rys. 26. Rentowność obligacji skarbowych 10-letnich – Polska na tle wybranych krajów UE

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Stooq.pl



Rys. 27. Spread pomiędzy rentownością polskich 10-letnich obligacji skarbowych a rentownością niemieckich i amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Stooq.pl

Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych pokazują, że koszt finansowania Polski pozostaje wyraźnie wyższy niż w Niemczech i USA oraz wyższy niż w Czechach. W analizowanym okresie polskie obligacje pozostawały istotnie droższe od długu państw o najwyższej wiarygodności kredytowej w Europie. Polska finansuje swój dług wyraźnie drożej, niż wskazywałby na to jej rating kredytowy – rentowność obligacji jest o ok. 1,3 pp. wyższa od poziomu obserwowanego dla państw o porównywalnej ocenie kredytowej. Utrzymywanie się rentowności polskich obligacji skarbowych o ok. 1,3 pp. powyżej poziomu obserwowanego dla emitentów o porównywalnym ratingu może oznaczać ok. 6 mld zł dodatkowych rocznych kosztów odsetkowych dla każdej kolejnej rocznej puli nowych emisji. Gdyby taka premia utrzymywała się w dłuższym okresie i została stopniowo przeniesiona na cały krajowy portfel długu rynkowego, jej koszt mógłby sięgać ok. 18-19 mld zł rocznie.

Z punktu widzenia budżetu państwa wysokie rentowności mają bezpośredni wymiar fiskalny. Nowy dług oraz refinansowane zapadające zobowiązania są obsługiwane po wyższym koszcie, co stopniowo przekłada się na wzrost wydatków odsetkowych. W konsekwencji, część dochodów publicznych, która mogłaby finansować inwestycje lub usługi publiczne, musi być przeznaczana na obsługę wcześniejszych deficytów.

Raport „Zagrożenia nadmiernego długu publicznego 2026” opisuje ten mechanizm jako ryzyko wejścia

w niekorzystną arytmetykę długu. Jeżeli koszt finansowania długu rośnie szybciej niż nominalny wzrost gospodarki, obsługa istniejącego zadłużenia sama staje się czynnikiem zwiększającym relację długu do PKB. W takiej sytuacji nawet relatywnie niewielkie pogorszenie premii za ryzyko może zwiększać deficyt poprzez kanał odsetkowy, a inwestorzy, dostrzegając tę dynamikę, mogą wymagać jeszcze wyższej premii za ryzyko (Kotecki i in., 2026, s. 69-76).

1.8. Konsolidacja fiskalna – możliwe kierunki działań

Pogorszenie stanu finansów publicznych w Polsce ma w dużej mierze charakter strukturalny. Wysoki deficyt utrzymuje się mimo dodatniego wzrostu gospodarczego, wydatki publiczne rosły szybciej niż dochody, a wzrost długu i kosztów jego obsługi ogranicza przestrzeń do finansowania przyszłych potrzeb rozwojowych. Najnowsze analizy krajowe i międzynarodowe są przy tym zgodne co do zasadniczej diagnozy: trwałego ograniczenia nierównowagi fiskalnej nie można osiągnąć wyłącznie dzięki wzrostowi gospodarczemu, zwiększaniu nominalnych dochodów lub działaniom jednorazowym. Potrzebny jest wieloletni pakiet obejmujący ograniczenie dynamiki wydatków bieżących, poprawę ich efektywności i adresowania, trwałe zwiększenie dochodów oraz wzmocnienie średniookresowych ram budżetowych. Różnice pomiędzy poszczególnymi rekomendacjami dotyczą przede wszystkim skali i tempa dostosowania oraz rozłożenia jego kosztów.

Punktem wyjścia dla oceny możliwości konsolidacji jest **wykonanie budżetu państwa** za 2025 r. Dochody osiągnęły 94,0% planu, wydatki 94,4%, a deficyt 95,4% planowanej kwoty. Nie oznaczało to jednak fiskalnej stabilizacji, ponieważ sama ustawa budżetowa zakładała bardzo wysoki deficyt. Dodatkowym problemem były korygowane w dół prognozy dochodów podatkowych przy dużym udziale wydatków sztywnych. Taka struktura ogranicza możliwość szybkiego dostosowania budżetu i zwiększa zależność od finansowania dłużnego (MF, 2026b).

Podstawowym krajowym dokumentem wyznaczającym ścieżkę dostosowania pozostaje **Średnio-okresowy Plan Budżetowo-Strukturalny na lata 2025–2028**. Maksymalne tempo wzrostu wydatków netto określono w nim na 6,3% w 2025 r., 4,4% w 2026 r., 4,0% w 2027 r. i 3,5% w 2028 r. Aktualizacja z 2026 r. pokazuje jednak, że formalne przestrzeganie ścieżki wydatkowej nie musi oznaczać równie szybkiej poprawy salda sektora finansów publicznych. W 2025 r. wydatki netto wzrosły o ok. 8,4–8,5%, a zgodność z regułami była możliwa po uwzględnieniu krajowej klauzuli wyjścia związanej z wydatkami obronnymi. Na 2026 r. Ministerstwo Finansów zakłada wzrost wydatków netto o 3,6%, poniżej limitu 4,4%, jednocześnie prognozując deficyt sektora general government na poziomie 6,8% PKB i dług 65,1% PKB. Komisja Europejska, przy innym zestawie założeń, prognozuje odpowiednio 6,5% oraz ok. 64,5% PKB. Procedura nadmiernego deficytu została w czerwcu 2026 r. pozostawiona w zawieszeniu, a nie zakończona (MF, 2025b, s. 5, 12–13; Rada UE, 2026a, s. 4–6).

Obecna ścieżka rządowa opiera się na ograniczeniu dynamiki wydatków oraz zwiększeniu dochodów. Po stronie dochodowej obejmuje m.in. utrzymanie parametrów skali PIT, którego szacowany efekt w 2026 r. wynosi 0,28% PKB, dalsze podwyżki akcyzy, wdrożenie Krajowego Systemu e-Faktur i rozszerzenie systemu SENT. Szczególne znaczenie dla sektora bankowego ma podwyższenie stawki CIT do 30% w 2026 r. i 26% w 2027 r., z powrotem do 23% od 2028 r., połączone z obniżeniem od 2027 r. stawki podatku od niektórych instytucji finansowych. Po stronie wydatkowej Komisja wskazuje przede wszystkim na ograniczenie dynamiki wynagrodzeń i inwestycji finansowanych ze środków krajowych. Oznacza to, że poprawa salda w dużej mierze wykorzystuje efekt progresji podatkowej, zamrożenia nominalnych parametrów oraz podatków sektorowych, w mniejszym zaś stopniu trwałe reformy struktury wydatków (MF, 2025b, s. 18–22).

Krytyczną ocenę tej ścieżki przedstawiła **Rada Fiskalna**. Zwróciła uwagę, że przestrzeganie limitu wydatków netto po zastosowaniu klauzuli obronnej nie

jest równoznaczne z trwałym obniżeniem deficytu ani sprowadzeniem długu na ścieżkę spadkową. W symulacji Biura Rady Fiskalnej brak dodatkowych działań prowadziłby do deficytu ok. 7,1% PKB w 2027 r. i 7,0% PKB w 2028 r. oraz wzrostu długu do ok. 74,7% PKB w 2028 r. Nawet minimalne dostosowanie wystarczające do zachowania ścieżki wydatkowej pozostawiałoby w 2028 r. deficyt ok. 6,4% PKB i dług ok. 73,9% PKB. Rada rekomenduje zatem przyspieszenie konsolidacji i przedstawienie pełnej, zaktualizowanej ścieżki deficytu, długu oraz wydatków netto. Istotnym problemem pozostaje również finansowanie obronności po 2028 r. Klauzula wyjścia umożliwia czasowe odchylenie od uzgodnionej ścieżki wydatków, ale nie tworzy trwałego źródła finansowania zwiększonych nakładów. Jeżeli wydatki obronne mają pozostać strukturalnie wyższe również po wygaśnięciu klauzuli, konieczne będzie wskazanie nowych źródeł dochodów albo ograniczenie innych wydatków. Brak takiej strategii zwiększa ryzyko konieczności gwałtownego dostosowania w kolejnych latach (Rada Fiskalna, 2026b, s. 1, 3–7).

Rekomendacje **Rady UE i Komisji Europejskiej** wykraczają poza samo przestrzeganie ścieżki wydatków netto. Obejmują poprawę efektywności wydatków, lepsze adresowanie świadczeń społecznych oraz rozszerzenie przeglądów wydatkowych. Po stronie dochodowej wskazuje się na zwiększenie znaczenia źródeł mniej szkodliwych dla wzrostu oraz poprawę przestrzegania obowiązków podatkowych. Zalecenia obejmują ponadto działania zwiększające efektywny wiek emerytalny, reformę systemów szczególnych oraz ograniczanie powszechnych i długotrwałych instrumentów osłonowych związanych z cenami energii (Rada UE, 2026a, s. 13).

Jeszcze większą skalę dostosowania postuluje **Międzynarodowy Fundusz Walutowy**. IMF wskazuje, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych osiągnął w 2025 r. 7,0% PKB wobec 6,5% rok wcześniej, podczas gdy dług wzrósł z 49,5% PKB w 2023 r. do ok. 59% PKB w 2025 r. Szczególnie istotne jest to, że nierównowaga występuje przy niemal domkniętej luce produktowej. Według Funduszu wzrost deficytu od 2021 r. wynikał w całości ze wzrostu wydatków: dochody publiczne zwiększyły się o 1,2 pkt proc. PKB, a wydatki o 6,5 pkt proc. PKB. Przy kontynuacji obecnej polityki deficyt spadałby jedynie do 4,8% PKB w 2031 r., a dług wzrósłby do prawie 78% PKB. IMF podwyższył w konsekwencji ocenę ryzyka związanego z długiem z niskiego do umiarkowanego. Skala ryzyka jest dodatkowo uzależniona od tempa wzrostu gospodarczego. IMF szacuje, że wzrost niższy średnio o 0,5 pkt proc. od założonego mógłby zwiększyć relację długu do PKB w 2031 r. do ok. 82%, czyli o ok. 6 pkt proc. względem scenariusza bazowego. Do głównych ryzyk Fundusz zalicza słabszy popyt



zewewnętrzny, napięcia handlowe i geopolityczne, utratę konkurencyjności, niewykorzystanie środków Next-GenerationEU, osłabienie napływu pracowników zagranicznych i wzrostu produktywności, a w dłuższej perspektywie również skutki starzenia się ludności i transformacji klimatycznej.

IMF rekomenduje skumulowane dostosowanie fiskalne wynoszące co najmniej 4% PKB do 2030 r., czyli około dwukrotnie więcej niż w scenariuszu bazowym. Pozwoliłoby to obniżyć deficyt do ok. 3% PKB i ustabilizować dług w pobliżu 70% PKB. Fundusz wskazuje jednocześnie, że po 2030 r. potrzebne byłoby dalsze dostosowanie rządu 1,5% PKB, aby odbudować bufor fiskalne. W 2026 r., przy relatywnie silnym wzroście gospodarczym, IMF rekomenduje pełną realizację zaplanowanego dostosowania w wysokości ok. 0,6% PKB oraz przeznaczenie ewentualnych wyższych dochodów na dodatkową redukcję deficytu. Konsolidacja prowadzona w okresie dobrej koniunktury zmniejszałaby ryzyko konieczności procyklicznego zacieśniania polityki w przypadku późniejszego spowolnienia.

Struktura rekomendowanego przez IMF dostosowania zależy od wyboru dotyczącego docelowej skali działania państwa. Jeżeli utrzymane mają zostać wysokie świadczenia społeczne, wynagrodzenia w sektorze publicznym, zwiększone nakłady obronne oraz przyszłe wydatki związane z demografią i transformacją energetyczną, konieczne będzie trwałe zwiększenie dochodów. Alternatywą jest ograniczenie dynamiki części wydatków i ich lepsze adresowanie. Fundusz rekomenduje w praktyce kombinację obu kierunków. Po stronie dochodowej wskazuje przede wszystkim na PIT, ograniczenie preferencji i zwolnień w VAT, poprawę poboru podatków oraz reformę opodatkowania nieruchomości, zwłaszcza nieruchomości innych niż podstawowe miejsce zamieszkania. Po stronie wydatkowej rekomenduje lepsze adresowanie transferów społecznych, bardziej umiarkowany wzrost wynagrodzeń sektora publicznego, reformę systemu emerytalnego oraz systematyczne przeglądanie wydatków.

Orientacyjny katalog działań IMF ma potencjał fiskalny wynoszący ok. 5% PKB. Ograniczenie preferencji w VAT i reforma podatku od nieruchomości mogłyby przynieść ok. 0,9% PKB, zawężenie prawa do kwoty wolnej ok. 2% PKB, reforma wieku emerytalnego i systemów szczególnych ok. 0,9% PKB, lepsze adresowanie świadczeń rodzinnych ok. 0,6% PKB, a ograniczenie dynamiki funduszu wynagrodzeń ok. 0,7% PKB. Są to jednak szacunki ilustracyjne, nieuwzględniające zmian zachowań podatników, pracowników i gospodarstw domowych (IMF, 2026, s. 5–12, 35–36, 40–49).

Podobny kierunek rekomendacji przedstawia OECD, choć jej diagnoza została przygotowana na podstawie informacji dostępnych do 24 stycznia 2025 r. Organizacja wskazuje, że po okresie wsparcia gospodarki podczas pandemii i kryzysu energetycznego w Polsce utrwalił się znaczny deficyt strukturalny, wynikający m.in. ze zwiększenia wydatków społecznych, zdrowotnych i obronnych oraz wcześniejszych obniżek podatków. Wydatki na świadczenia rodzinne i emerytalne wzrosły względem okresu przedpandemicznego o ponad 2% PKB, podczas gdy reformy podatkowe z lat 2019 i 2022 obniżyły dochody o ok. 0,6% PKB.

Według OECD stabilizacja długu poniżej 60% PKB w średnim okresie wymagałaby wysiłku konsolidacyjnego zbliżonego do 3% PKB, połączonego z ograniczeniem przyszłych kosztów systemu emerytalnego. Konsolidacja musiałaby być przy tym prowadzona w warunkach znacznych dodatkowych potrzeb związanych z obronnością, ochroną zdrowia, transformacją energetyczną i inwestycjami. Szczególne znaczenie ma ryzyko demograficzne: współczynnik obciążenia osobami starszymi może wzrosnąć z ok. 30% do 55% w 2050 r., a utrzymanie adekwatności przyszłych emerytur może zwiększyć presję na finanse publiczne. Dodatkowe obciążenie stanowi systemy emerytalne funkcjonujące na zasadach szczególnych, obejmujące ok. 22% emerytów i kosztujące ok. 2,6% PKB.

OECD opowiada się za konsolidacją obejmującą zarówno dochody, jak i wydatki, ale podkreśla konieczność ochrony inwestycji publicznych, których poziom ma istotne znaczenie dla produktywności i potencjału gospodarki. Oszczędności powinny koncentrować się przede wszystkim na bieżących programach o niskiej efektywności, przy równoczesnej poprawie zarządzania inwestycjami publicznymi. Po stronie dochodowej OECD wskazuje m.in. reformę podatku od nieruchomości w kierunku systemu opartego na wartości majątku, zwiększenie znaczenia podatków środowiskowych oraz ograniczenie części preferencji w VAT. Według przytoczonych szacunków poszerzenie bazy VAT mogłoby zwiększyć wpływy nawet o ok. 0,7% PKB. Organizacja negatywnie ocenia natomiast możliwość podwojenia kwoty wolnej w PIT, której koszt oszacowano na 30–40 mld zł rocznie, czyli ponad 1% PKB.

Po stronie wydatkowej OECD rekomenduje lepsze adresowanie transferów społecznych, szersze wykorzystanie przeglądów wydatkowych oraz reformę emerytalną. W orientacyjnym scenariuszu ograniczenie wydatków podlegających przeglądowi o 2,5% dawałoby oszczędności ok. 1,2% PKB. Reforma wieku emerytalnego i stopniowe ograniczenie

uprzywilejowania systemów szczególnych mogłyby przynieść ok. 1% PKB. W ochronie zdrowia OECD nie proponuje prostego ograniczania nakładów, lecz zmianę struktury wydatków i poprawę efektywności, m.in. poprzez racjonalizację sieci szpitali. Cały orientacyjny pakiet reform dawałby bezpośredni efekt fiskalny rzędu 3% PKB, w tym 1,2% PKB z przeglądów wydatków, 1% PKB z reformy emerytalnej i 0,7% PKB z poszerzenia bazy VAT (OECD, 2025, s. 29–39, 82–88, 94–108).

Bank Światowy nie przedstawił w latach 2025–2026 równie szczegółowego pakietu fiskalnego jak IMF czy OECD. Wskazuje jednak, że utrzymujący się deficyt powyżej 6% PKB ogranicza możliwość odbudowy przestrzeni fiskalnej, podczas gdy gospodarka potrzebuje jednocześnie zwiększenia inwestycji prywatnych, rozwoju odpornych rynków finansowych oraz finansowania transformacji energetycznej i wzrostu produktywności. Z tej perspektywy pogorszenie stanu finansów publicznych może ograniczać zdolność państwa do współfinansowania rozwoju

i zwiększać zaangażowanie sektora finansowego w finansowanie bieżącej nierównowagi zamiast długoterminowej modernizacji gospodarki (Bank Światowy, 2026, s. 1–2).

Uzupełnieniem ocen instytucji publicznych są scenariusze **Warsaw Enterprise Institute** i **Forum Obywatelskiego Rozwoju**. Według ich analizy brak konsolidacji mógłby prowadzić do wzrostu długu sektora general government do 75,1% PKB w 2030 r., podczas gdy scenariusz stopniowej redukcji deficytu prowadziłby do jego stabilizacji na poziomie ok. 67% PKB. Nie jest to oficjalna prognoza, lecz ilustracja znaczenia decyzji dotyczących dalszej polityki fiskalnej. Autorzy akcentują potrzebę ograniczenia nowych trwałych zobowiązań, większej kontroli wydatków, poprawy przejrzystości finansów publicznych oraz unikania koncentracji kosztów dostosowania na wąskich grupach podatników, w tym sektorze bankowym (WEI/FOR, 2026, s. 19, 47–59). Zestawienie powyższych rekomendacji zawiera tabela.

Tab. 3. Zestawienie planów konsolidacji fiskalnej

Źródło	Skala dostosowania	Działania dochodowe	Działania wydatkowe	Reformy instytucjonalne
Plan rządowy	Ścieżka wydatków netto; w 2026 r. wzrost 3,6% przy limicie 4,4%	zamrożenie parametrów PIT, akcyza, KSeF, SENT; zmiany CIT i podatku bankowego	ograniczenie dynamiki wydatków	realizacja planu średniookresowego
Rada Fiskalna	szybsza konsolidacja; brak jednej wskazanej skali liczbowej	trwałe źródła finansowania zwiększonych wydatków, w tym obronnych	ograniczenie zobowiązań bez trwałego finansowania	aktualizacja prognoz deficytu, długu i wydatków netto; uwzględnienie kosztów obsługi długu
Rada UE / KE	przestrzeganie ścieżki wydatków netto i redukcja nadmiernego deficytu	źródła dochodów mniej szkodliwe dla wzrostu, poprawa compliance	lepsze adresowanie świadczeń, ograniczenie trwałych osłon energetycznych	przeglądy wydatków, reformy emerytalne
IMF	co najmniej 4% PKB do 2030 r., następnie ok. 1,5% PKB dalszego dostosowania	PIT, ograniczenie preferencji VAT, podatki od nieruchomości, poprawa poboru	lepsze adresowanie transferów, ograniczenie dynamiki płac publicznych, reformy emerytalne	systematyczne przeglądy wydatków
OECD	ok. 3% PKB, w przybliżeniu 1% PKB rocznie w latach 2026–2028	VAT, nieruchomości, podatki środowiskowe, akcyza	transfery, emerytury, poprawa efektywności ochrony zdrowia	ochrona inwestycji i przeglądy wydatków



Tab. 3. cd.

Źródło	Skala dostosowania	Działania dochodowe	Działania wydatkowe	Reformy instytucjonalne
Bank Światowy	brak określonego liczbowo pakietu konsolidacyjnego	brak szczegółowego katalogu	poprawa przestrzeni fiskalnej przy zachowaniu zdolności do finansowania rozwoju	mobilizacja inwestycji prywatnych, rozwój rynków finansowych
WEI / FOR	scenariusz redukcji deficytu: w 2030 r. deficyt 2,0% PKB, dług 67,0% PKB wobec 75,1% w scenariuszu bazowym	brak szczegółowo określonego pakietu	kontrola wydatków, ograniczenie nowych trwałych zobowiązań	większa przejrzystość finansów publicznych, ograniczenie finansowania pozabudżetowego

Źródło: opracowanie ZBiA na podst. cytowanych dokumentów

1.9. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze

1. Jakie czynniki strukturalne i cykliczne odpowiadają za pogarszanie się stanu finansów publicznych w Polsce?

Pogorszenie sytuacji finansów publicznych w Polsce jest wynikiem współwystępowania czynników strukturalnych i cyklicznych, przy czym zasadnicze znaczenie mają obecnie czynniki strukturalne. Świadczy o tym utrzymywanie się wysokiego deficytu budżetowego mimo dodatniego wzrostu gospodarczego, dobrej sytuacji na rynku pracy i niemal domkniętej luki produkcyjnej. Oznacza to, że nierównowagi fiskalnej nie można wyjaśnić wyłącznie przejściowym osłabieniem koniunktury.

Do najważniejszych czynników strukturalnych należy trwały wzrost wydatków sztywnych, obejmujących przede wszystkim transfery społeczne, finansowanie systemu emerytalnego, ochronę zdrowia, obronność, wynagrodzenia w sektorze publicznym oraz obsługę długu. Wprowadzane w kolejnych latach programy społeczne, takie jak 500+/800+, dodatkowe świadczenia emerytalne czy renta wdowia, trwale zwiększyły bazę wydatkową państwa. Jednocześnie ustawowe zobowiązania dotyczące finansowania ochrony zdrowia i obronności ograniczyły możliwość elastycznego dostosowywania wydatków do bieżącej sytuacji budżetowej.

Do czynników strukturalnych należy również rosnący koszt obsługi długu. Wysokie deficyty zwiększają potrzeby pożyczkowe państwa, natomiast podwyższone rentowności obligacji powodują

wzrost wydatków odsetkowych. Powstaje w ten sposób mechanizm samowzmacniający: wyższy deficyt prowadzi do wzrostu długu, wzrost długu zwiększa koszty jego obsługi, a wyższe koszty odsetkowe dodatkowo pogarszają saldo sektora finansów publicznych. Problem pogłębia finansowanie części zadań publicznych za pośrednictwem funduszy pozabudżetowych, co ogranicza przejrzystość finansów publicznych i utrudnia kontrolę nad całością zobowiązań państwa.

Czynniki cykliczne i szokowe miały natomiast szczególnie duże znaczenie w okresie pandemii, kryzysu energetycznego i wysokiej inflacji. Należały do nich czasowe programy ośłonowe, spowolnienie gospodarcze w otoczeniu zewnętrznym, wzrost cen energii oraz konieczność finansowania nadzwyczajnych działań pomocowych. Inflacja przejściowo zwiększała nominalne wpływy podatkowe, zwłaszcza z VAT, ale równocześnie podnosiła koszty wynagrodzeń, świadczeń indeksowanych i zakupów publicznych. Z kolei wzrost stóp procentowych zwiększył koszty finansowania nowego długu i refinansowania zobowiązań zaciągniętych wcześniej.

Odpowiadając na pierwsze pytanie, należy zatem stwierdzić, że czynniki cykliczne wpływały na tempo pogarszania się sytuacji fiskalnej, ale jej główną przyczyną jest trwała nierównowaga między rosnącymi wydatkami a niewystarczającą bazą dochodową. Poprawa koniunktury gospodarczej nie doprowadzi więc sama do przywrócenia równowagi finansów publicznych.

2. Jak zmienia się struktura dochodów i wydatków sektora finansów publicznych oraz które kategorie wydatków generują najsilniejszą presję fiskalną?

Po stronie dochodowej obserwowany jest silny wzrost nominalnych wpływów podatkowych, który nie jest jednak wystarczający do pokrycia jeszcze szybszego wzrostu wydatków. Głównym źródłem dochodów podatkowych pozostaje VAT. Wpływy z tytułu podatku od wartości dodanej były wspierane przez wzrost cen, konsumpcji oraz odbudowę aktywności gospodarczej po pandemii. Dochody z PIT pozostają natomiast silnie uzależnione od zmian parametrów systemu podatkowego oraz zasad podziału wpływów między budżet państwa i jednostki samorządu terytorialnego.

Polska relatywnie silniej niż przeciętnie w UE opiera dochody publiczne na podatkach pośrednich i składkach na ubezpieczenia społeczne, natomiast w mniejszym stopniu wykorzystuje podatki bezpośrednie. W 2025 r. dochody z podatków pośrednich wynosiły w Polsce 14,2% PKB wobec 12,8% w UE, a dochody ze składek społecznych 15,4% PKB wobec 14,3% w UE. Jednocześnie dochody z podatków bezpośrednich wynosiły w Polsce jedynie 8,0% PKB, podczas gdy średnia unijna wynosiła 13,3% PKB. Taka struktura zwiększa zależność dochodów publicznych od konsumpcji, zatrudnienia i funduszu płac.

Po stronie wydatkowej nastąpiła zmiana z modelu umiarkowanych wydatków publicznych w kierunku modelu wysokich i coraz mniej elastycznych wydatków. Dynamika wydatków przewyższa dynamikę dochodów, a udział wydatków sztywnych utrzymuje się na poziomie około 76–78% wydatków budżetu państwa. Ponad połowa wydatków publicznych przypada na kategorie o niskiej lub bardzo niskiej możliwości szybkiego ograniczenia.

Najsilniejszą presję fiskalną generują:

- wydatki społeczne i emerytalne, w tym finansowanie FUS, program 800+, dodatkowe emerytury, renta wdowia i pozostałe transfery powszechne;
- wydatki na obronność, których wzrost wynika z pogorszenia sytuacji geopolitycznej oraz przyjętych zobowiązań dotyczących modernizacji sił zbrojnych;
- wydatki na ochronę zdrowia, których minimalny poziom został powiązany z PKB, a dodatkową presję tworzą rosnące koszty świadczeń i wynagrodzeń;
- wynagrodzenia i koszty funkcjonowania administracji oraz pozostałych usług publicznych;

- koszty obsługi długu, które według prognoz mogą wzrosnąć z 66,5 mld zł w 2024 r. do prawie 130 mld zł w 2029 r., czyli do około 2,66% PKB.

Szczególnie niekorzystny jest wzrost wydatków odsetkowych, ponieważ ogranicza środki dostępne na inwestycje, ochronę zdrowia, edukację i pozostałe usługi publiczne, nie tworząc jednocześnie nowych aktywów ani potencjału rozwojowego. Rosnące koszty obsługi długu coraz bardziej ograniczają więc swobodę prowadzenia polityki budżetowej.

Odpowiadając na drugie pytanie, należy stwierdzić, że zasadniczym problemem nie jest brak nominalnego wzrostu dochodów, lecz szybszy i bardziej trwały wzrost wydatków. Największą presję wywierają kategorie sztywne: świadczenia społeczne i emerytalne, obronność, ochrona zdrowia, wynagrodzenia sektora publicznego oraz obsługa długu. Przywrócenie równowagi wymaga zatem nie tylko działań dochodowych, ale przede wszystkim ograniczenia dynamiki wydatków bieżących, lepszego adresowania transferów i systematycznych przeglądów efektywności programów publicznych.

3. Jak sytuacja fiskalna Polski wypada na tle innych państw Unii Europejskiej pod względem deficytu, długu publicznego oraz struktury obciążeń podatkowych?

Pod względem deficytu sytuacja Polski należy do najgorszych w UE. W 2025 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł 7,3% PKB, wobec wartości referencyjnej wynoszącej 3% PKB. Gorszy wynik odnotowała jedynie Rumunia. Polska pozostaje więc jednym z państw UE o największej bieżącej nierównowadze fiskalnej. Szczególnie niepokojące jest to, że deficyt wzrósł mimo dodatniego wzrostu PKB i poprawy części wskaźników makroekonomicznych.

Bieżący poziom długu publicznego nie należy jeszcze do najwyższych w UE, jednak Polska wyróżnia się bardzo szybkim tempem jego wzrostu. Dług EDP zwiększył się z 48,8% PKB w 2022 r. do 59,7% PKB w 2025 r. Według projekcji może osiągnąć 65,5% PKB w 2026 r., 69,2% w 2027 r. i 72,3% PKB w 2028 r. Polska znajduje się zatem w przybliżeniu w połowie unijnego zestawienia pod względem poziomu długu, ale należy do państw, w których relacja zadłużenia do PKB rośnie najszybciej.

Ocenę zadłużenia komplikuje różnica między krajową i unijną definicją długu. Na koniec 2025 r. dług EDP wynosił 2335,2 mld zł, czyli 59,7% PKB, podczas gdy państwowy dług publiczny wynosił 1913,5 mld zł, czyli 48,9% PKB. Różnica przekraczająca 420 mld zł



wynika między innymi z ujmowania części zobowiązań związanych z funduszami pozabudżetowymi. Z tego względu miara EDP przedstawia pełniejszy obraz sytuacji fiskalnej Polski.

Na tle UE Polska charakteryzuje się niekorzystnym połączeniem relatywnie umiarkowanych dochodów publicznych i wysokich wydatków. Relacja dochodów publicznych do PKB jest o około 2 pkt proc. niższa od średniej unijnej, podczas gdy poziom wydatków przekroczył już średnią UE. Polska ponosi więc wydatki charakterystyczne dla państw o rozbudowanych zobowiązaniach publicznych, nie dysponując równie szeroką bazą dochodową.

Specyfiką Polski jest również struktura obciążeń podatkowych. Większe niż przeciętnie w UE znaczenie mają podatki pośrednie i składki społeczne, natomiast udział podatków bezpośrednich jest wyraźnie niższy. Oznacza to silniejsze obciążenie konsumpcji i legalnego zatrudnienia oraz relatywnie mniejsze wykorzystanie podatków dochodowych, majątkowych i od nieruchomości. Taki układ zwiększa wrażliwość dochodów publicznych na zmiany konsumpcji i sytuacji na rynku pracy.

Odpowiadając na trzecie pytanie, należy stwierdzić, że specyfika polskiej sytuacji fiskalnej polega na połączeniu jednego z najwyższych deficytów w UE, bardzo szybkiego wzrostu długu, wysokich kosztów jego finansowania oraz struktury podatkowej opartej głównie na podatkach pośrednich i składkach społecznych. Chociaż poziom długu nie należy jeszcze do najwyższych w Europie, jego dynamika oraz utrzymujący się wysoki deficyt wskazują na szybkie ograniczanie przestrzeni fiskalnej i rosnące ryzyko dla stabilności finansów publicznych.

ROZDZIAŁ 2. FINANSOWANIE DŁUGU PUBLICZNEGO I FISKALNE OBCIĄŻENIA SEKTORA BANKOWEGO

2.1. Uwagi wstępne

Finansowanie rosnących potrzeb pożyczkowych państwa jest silnie powiązane z krajowym sektorem bankowym, który należy do kluczowych nabywców skarbowych papierów wartościowych. Jednocześnie banki ponoszą istotne obciążenia fiskalne, wpływające na ich wynik finansowy, akumulację kapitału i zdolność do finansowania gospodarki.

Celem niniejszego rozdziału jest dokonanie oceny roli sektora bankowego w finansowaniu długu publicznego oraz wpływu łącznego zaangażowania w skarbowe

papiery wartościowe i obciążeń fiskalnych na sytuację finansową i zdolność kredytową banków. Analiza koncentruje się zarówno na skali udziału banków w absorpcji rosnącej podaży długu publicznego, jak i na konsekwencjach koncentracji portfeli SPW oraz dodatkowych obciążeń podatkowych dla rentowności, kapitałów własnych i potencjału finansowania sektora niefinansowego.

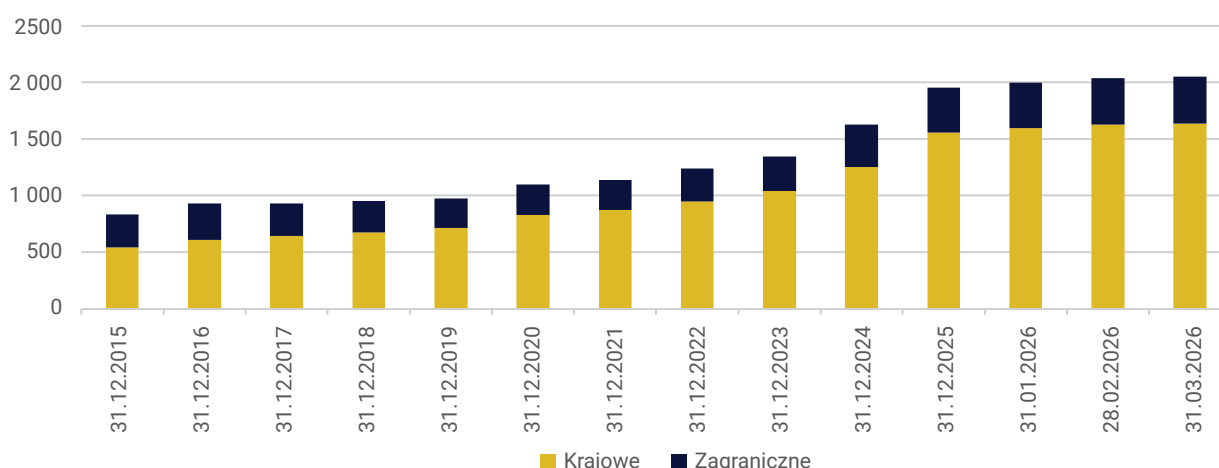
Realizacja tak określonego celu wymaga odpowiedzi na dwa zasadnicze pytania badawcze:

4. Jaka jest struktura inwestorów finansujących dług Skarbu Państwa i jak zmieniała się ona w ostatnich latach?
5. Jaką rolę pełni sektor bankowy w finansowaniu potrzeb pożyczkowych państwa na tle innych grup inwestorów?
6. W jaki sposób łączne obciążenia fiskalne oraz zaangażowanie w finansowanie długu publicznego wpływają na rentowność, kapitały własne i zdolność kredytową sektora bankowego?

Struktura rozdziału podporządkowana jest powyższym pytaniom badawczym. W pierwszej kolejności przeanalizowano skalę zaangażowania sektora bankowego w finansowanie długu publicznego oraz jego znaczenie dla krajowej bazy inwestorów. Następnie oceniono stopień koncentracji portfeli bankowych w skarbowych papierach wartościowych oraz potencjalne ryzyko ograniczania finansowania sektora prywatnego. W ostatniej części przedstawiono skalę fiskalnych i parafiskalnych obciążeń sektora bankowego oraz ich znaczenie dla wyniku finansowego, akumulacji kapitału i zdolności banków do finansowania gospodarki.

2.2. Banki jako krajowy absorber długu publicznego

Struktura zadłużenia Skarbu Państwa pokazuje dominację zadłużenia krajowego, przy jednoczesnym utrzymaniu znaczącego komponentu zagranicznego. Od 2015 r. nominalna wartość długu krajowego rosła szybciej niż zadłużenie zagraniczne. Z punktu widzenia stabilności finansowania jest to korzystne o tyle, że większa część długu jest finansowana na rynku krajowym i w walucie krajowej, co ogranicza ryzyko walutowe. Nie oznacza to jednak braku ryzyk, bowiem im większa skala potrzeb pożyczkowych państwa, tym większe znaczenie ma chłonność krajowego rynku długu, struktura inwestorów oraz zdolność sektora finansowego do absorpcji nowych emisji bez ograniczania finansowania gospodarki realnej.

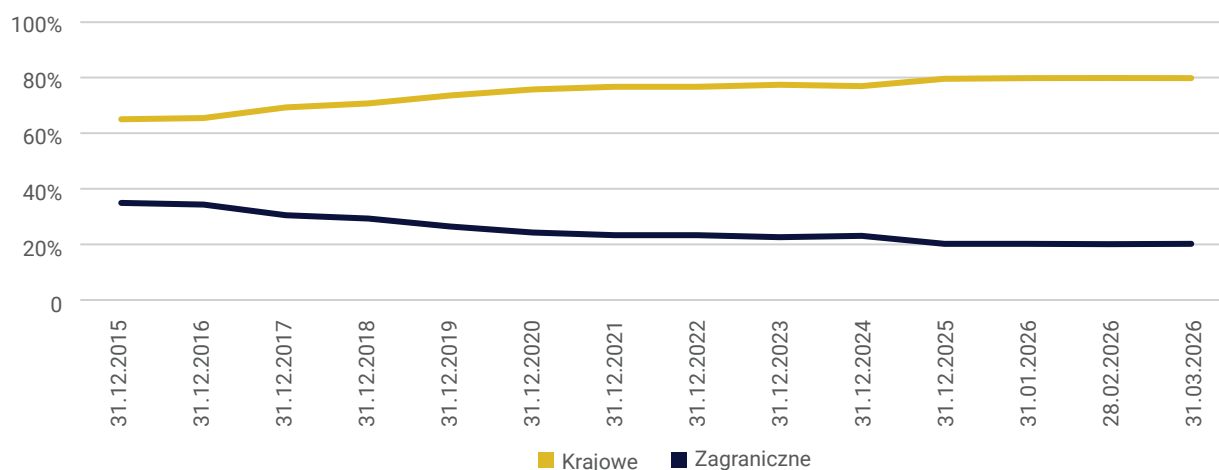


Rys. 28. Nominalne zadłużenie Skarbu Państwa – krajowe i zagraniczne [mld zł]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów

Udział zadłużenia krajowego w zadłużeniu Skarbu Państwa wzrósł w ostatniej dekadzie, a udział zadłużenia zagranicznego spadł. Taka struktura ogranicza bezpośrednią ekspozycję długu na zmiany kursowe, ale zwiększa zależność finansowania państwa od krajowych inwestorów, w tym banków, funduszy inwestycyjnych, ubezpieczycieli i gospodarstw domowych. Z perspektywy bezpieczeństwa fiskalnego jest

to miecz obosieczny. Z jednej strony krajowa baza inwestorów stabilizuje finansowanie i zmniejsza wrażliwość na odpływy kapitału zagranicznego. Z drugiej strony przy rosnących potrzebach pożyczkowych państwa może dochodzić do wypierania innych form finansowania, zwłaszcza kredytu dla sektora niefinansowego, oraz wzrostu powiązań pomiędzy sytuacją fiskalną państwa a bilansem sektora finansowego.



Rys. 29. Udział zadłużenia krajowego i zagranicznego w łącznym zadłużeniu Skarbu Państwa [%]

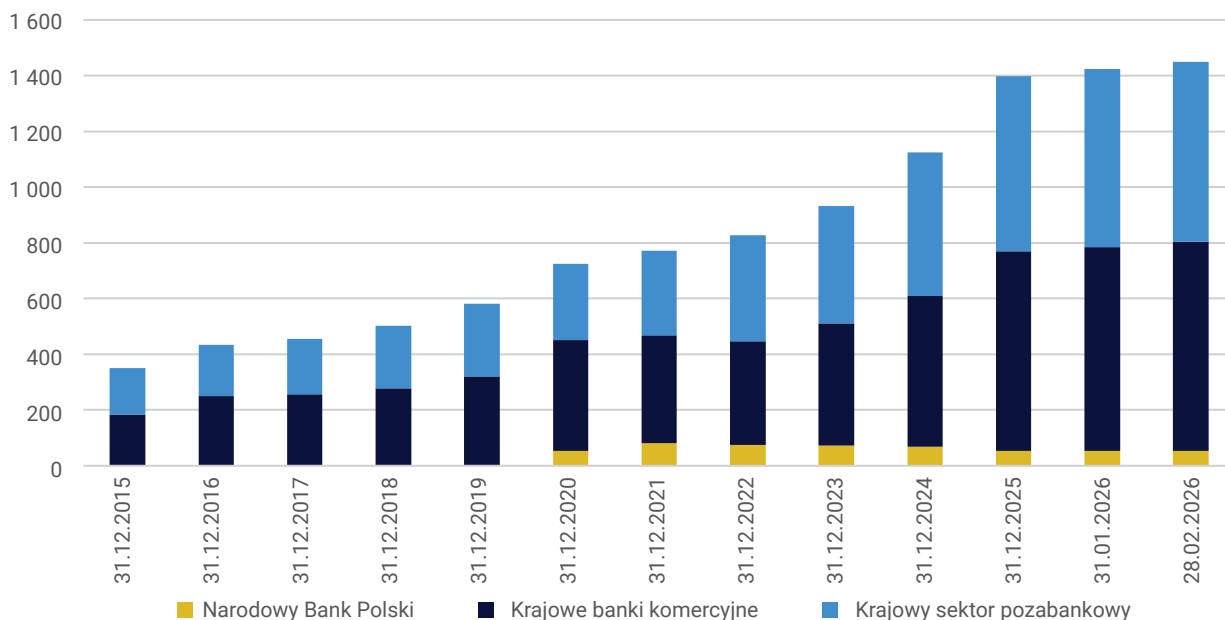
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów

Istotną część krajowego zadłużenia Skarbu Państwa finansują krajowe banki komercyjne oraz krajowy sektor pozabankowy. W ostatnich latach skala zaangażowania krajowych inwestorów w finansowanie długu publicznego rosła, co było naturalną konsekwencją wzrostu potrzeb pożyczkowych państwa oraz relatywnie dużej podaży skarbowych papierów wartościowych.

W ujęciu systemowym rosnący udział krajowych instytucji finansowych w finansowaniu państwa wzmacnia znaczenie tzw. sprzężenia fiskalno-bankowego. W okresach stabilnych popyt banków na obligacje skarbowe ułatwia finansowanie deficytu. W okresach wzrostu rentowności lub pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej państwa ten sam mechanizm może jednak zwiększać wrażliwość bilansów i pozycji

kapitałowej banków na wycenę portfeli obligacyjnych. Mechanizm ten jest dobrze udokumentowany w literaturze dotyczącej *sovereign-bank nexus*: duża ekspozycja banków na krajowy dług publiczny zwiększa

możliwość przenoszenia szoków fiskalnych na bilanse banków i podaż kredytu, zwłaszcza w okresach napięć na rynku długu. (Gennaioli, 2014, s. 850-853; Battistini, 2013, s. 17-18; Acharya, 2015, s. 2015-2017).

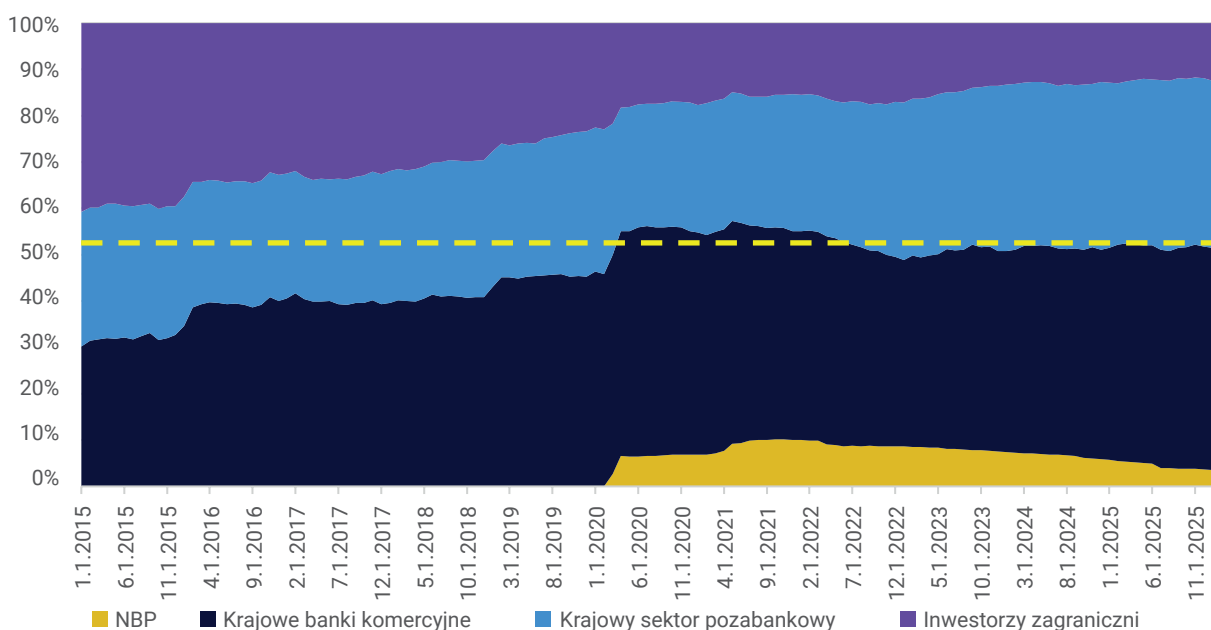


Rys. 30. Zadłużenie Skarbu Państwa wg nabywcy [mld zł]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów

Struktura podmiotowa krajowych skarbowych papierów wartościowych pokazuje, że po 2020 r. udział NBP był przejściowo istotny, natomiast w kolejnych latach coraz większą rolę ponownie odgrywały banki komercyjne

i krajowy sektor pozabankowy. Udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu krajowych skarbowych papierów wartościowych pozostał relatywnie niższy niż w pierwszej połowie poprzedniej dekady.



Rys. 31. Struktura podmiotowa nabywców krajowych skarbowych papierów wartościowych [%]

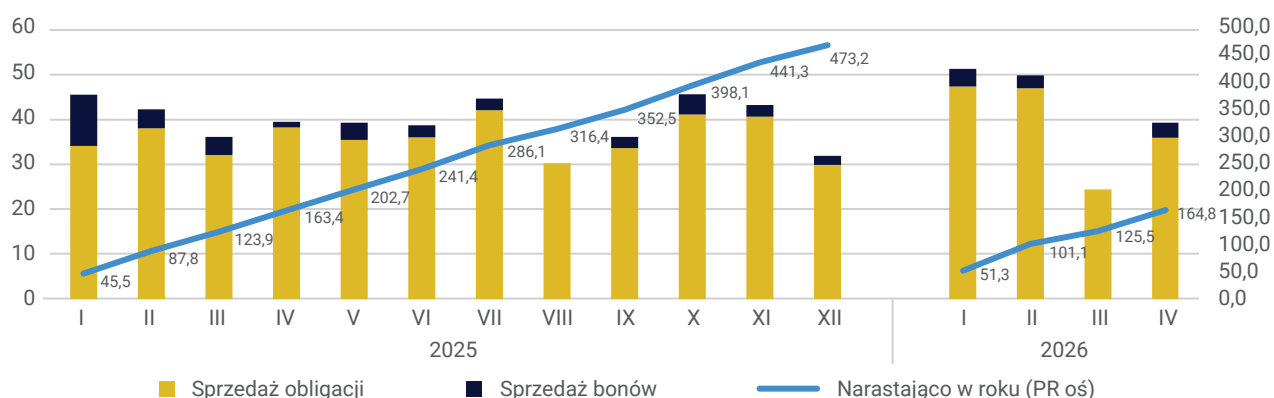
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Ministerstwo Finansów

Taka zmiana struktury inwestorów ogranicza podatność na nagłe odpływy kapitału zagranicznego, ale zwiększa znaczenie krajowej absorpcji długu. Przy wysokiej podaży obligacji kluczowe staje się utrzymanie zaufania inwestorów krajowych, stabilność regulacyjna oraz przewidywalność polityki fiskalnej.

Finansowanie długu publicznego w Polsce w coraz większym stopniu należy zatem analizować łącznie z sytuacją krajowego sektora bankowego. Szybki wzrost deficytu oraz zadłużenia Skarbu Państwa oznacza bowiem rosnącą podaż skarbowych papierów wartościowych, które muszą zostać zaabsorbowane przez inwestorów krajowych i zagranicznych. Według danych NIK zadłużenie Skarbu Państwa na koniec 2025 r. wyniosło 1 951,9 mld zł, a zadłużenie krajowe Skarbu Państwa

1 554,5 mld zł. W ramach tego zadłużenia skarbowe papiery wartościowe osiągnęły 1 466,9 mld zł, czyli o 25,6% więcej niż rok wcześniej. Skala tego przyrostu pokazuje, że finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa stało się jednym z kluczowych czynników kształtujących strukturę aktywów sektora finansowego.

Skala tego wyzwania jest widoczna w danych NIK o potrzebach pożyczkowych. W 2025 r. potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa wzrosły z 180,5 mld zł w 2024 r. do 317,6 mld zł, czyli o 76%, a dominującą pozycją był deficyt budżetu państwa. Oznacza to, że presja na rynek długu wynika przede wszystkim z bieżącej nierównowagi budżetowej, a nie jedynie z refinansowania zapadających zobowiązań (NIK< 2026, s. 43-44).



Rys. 32. Sprzedaż krajowych obligacji w latach 2025-2026 [mld zł]

Źródło: L. Kotecki, M. Skawiński, P. Wojciechowski, *Zagrożenia nadmiernego długu publicznego*. Edycja 2026, s. 62

Jednocześnie rok 2026 nie przynosi wyraźnego obniżenia presji emisyjnej. W praktyce oznacza to, że zdolność absorpcji długu przez krajowych inwestorów, w tym sektor bankowy, staje się jednym z głównych warunków stabilnego zarządzania długiem publicznym. Przy wysokich potrzebach pożyczkowych nawet niewielkie osłabienie popytu banków na SPW mogłoby wymagać wyższej premii za ryzyko albo większego udziału inwestorów zagranicznych (Kotecki i in., 2026, s. 58-69).

Znaczący udział inwestorów krajowych w finansowaniu długu ma dwie strony. Z jednej strony ogranicza zależność od nastrojów inwestorów zagranicznych i zmniejsza ryzyko gwałtownych odpływów kapitału portfelowego. Z drugiej strony zwiększa znaczenie krajowej absorpcji długu, a zwłaszcza roli banków jako naturalnych nabywców płynnych instrumentów skarbowych. W warunkach wysokiej podaży SPW sektor bankowy staje się więc nie tylko pośrednikiem finansowym dla gospodarki, lecz także jednym z najważniejszych ogniw finansowania państwa.

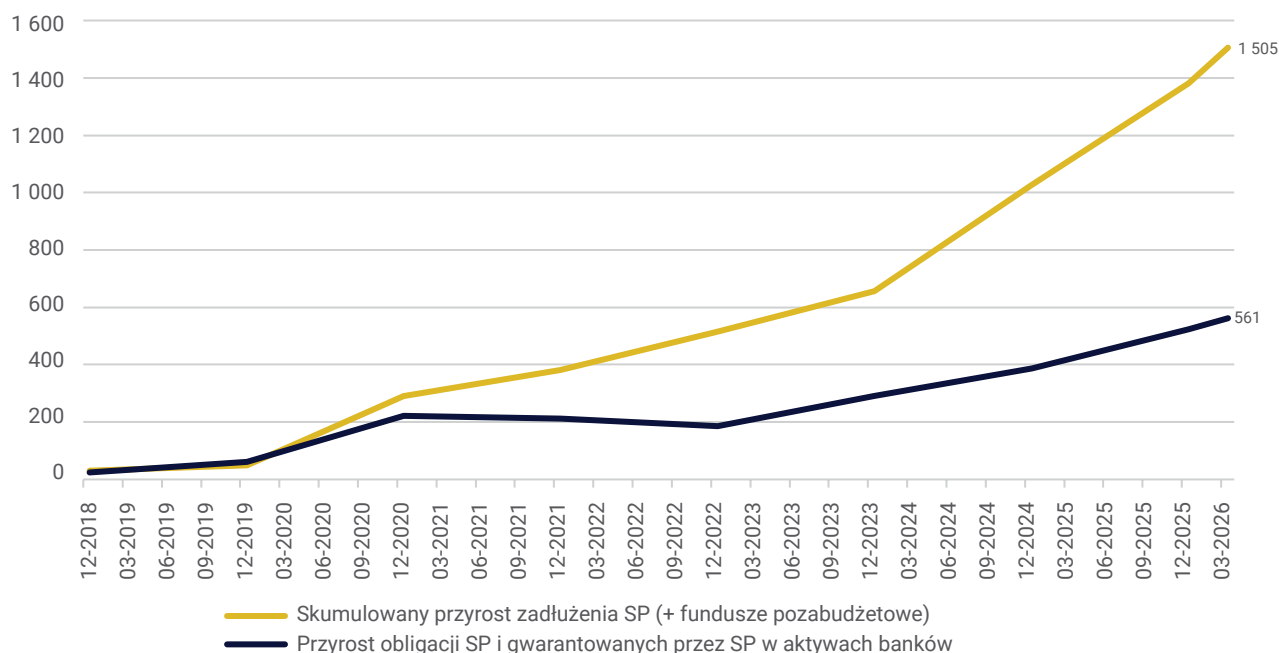
W okresie 2017 – I kw. 2026 zadłużenie Skarbu Państwa, powiększone o zobowiązania funduszy pozabudżetowych w BGK, zwiększyło się łącznie o 1 505 mld zł. W tym samym okresie wartość obligacji skarbowych oraz papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa w aktywach banków wzrosła o 561 mld zł. Oznacza to, że na koniec analizowanego okresu banki absorbowwały ok. 37% przyrostu zadłużenia budżetowego i pozabudżetowego państwa.

Rola sektora bankowego była szczególnie widoczna w okresie gwałtownego wzrostu potrzeb finansowych państwa. W pandemicznym 2020 r. zadłużenie zwiększyło się o 241 mld zł, podczas gdy zaangażowanie banków w obligacje skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa wzrosło wtedy o 162 mld zł. Banki zaabsorbowały zatem ponad 67% rocznego przyrostu zadłużenia, a więc o ok. 30 pp. więcej niż wynosiła ta relacja dla całego analizowanego okresu. Jasno obrazuje to rolę, jaką sektor bankowy odegrał w finansowaniu zwiększonych potrzeb państwa w okresie szoku wywołanego wybuchem pandemii Covid-19.



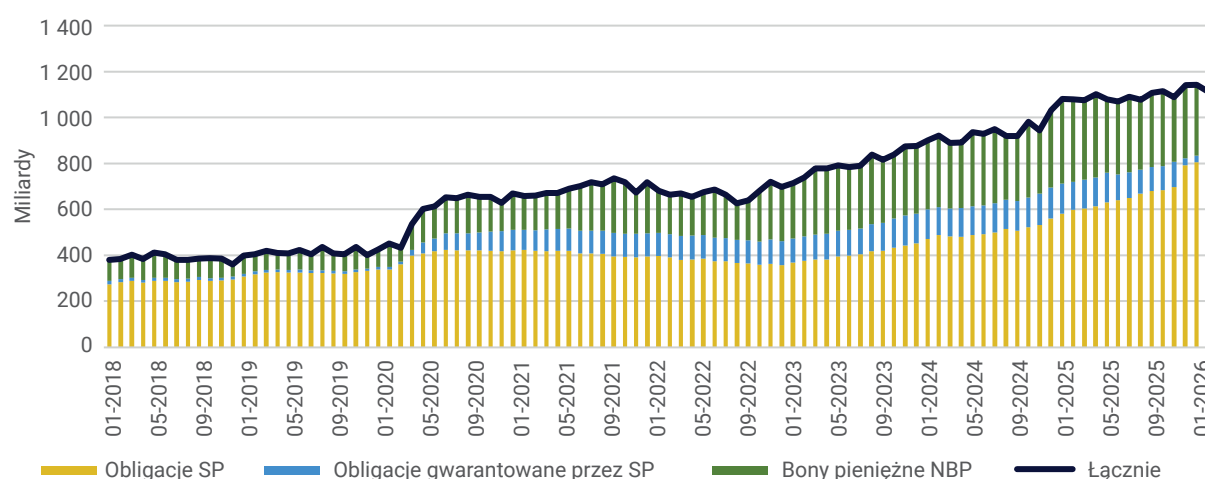
W kolejnych latach obie wielkości nadal rosły, jednak przyrost zadłużenia był wyraźnie szybszy niż wzrost portfela instrumentów dłużnych znajdujących się w aktywach banków. Nie oznaczało to jednak wycofywania się banków z finansowania długu

publicznego, ponieważ ich zaangażowanie nadal systematycznie rosło. Rosnąca różnica pomiędzy obiema wielkościami wynikała przede wszystkim ze znacznie bardziej dynamicznego przyrostu zadłużenia państwa.



Rys. 33. Skumulowany przyrost zadłużenia SP wraz z funduszami pozabudżetowymi a przyrost obligacji SP i gwarantowanych przez SP w aktywach banków [zł]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF



Rys. 34. Portfel obligacji Skarbu Państwa, obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa oraz bonów pieniężnych NBP w aktywach banków [zł]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF

Rosnące zaangażowanie sektora bankowego w finansowanie potrzeb państwa znalazło bezpośrednie odzwierciedlenie w skali portfela papierów publicznych znajdujących się w aktywach banków. Łączna

wartość obligacji skarbowych i obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa wzrosła z 289,2 mld zł na początku 2018 r. do 844,3 mld zł na koniec analizowanego okresu, czyli o ponad 555 mld zł. Oznacza

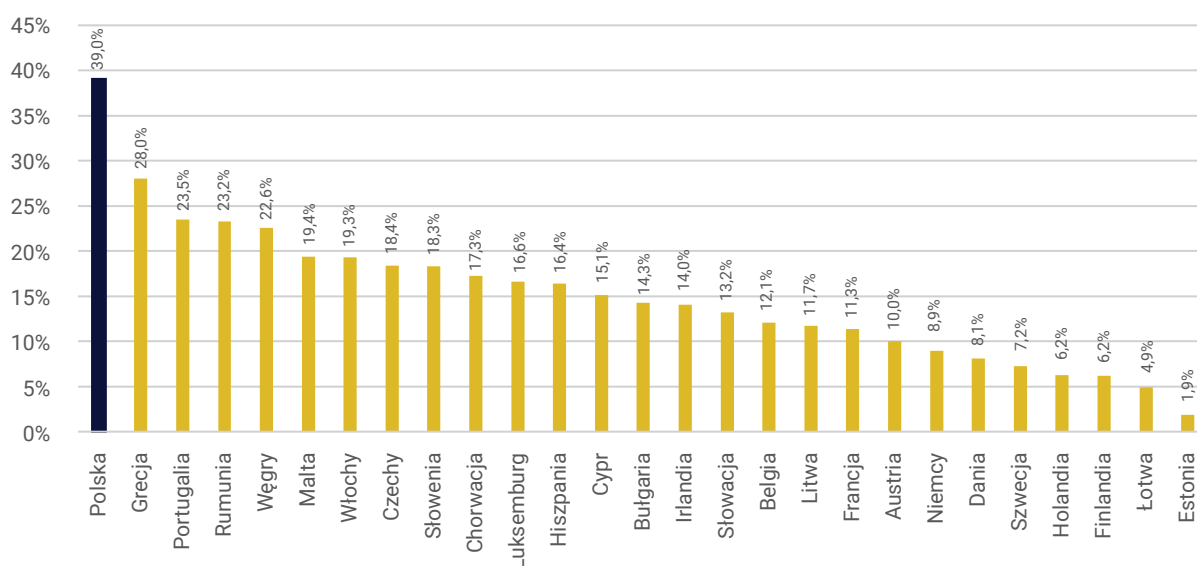
to wzrost o ok. 192%, a więc niemal trzykrotne zwiększenie wartości tego portfela. Szczególnie silnie zwiększył się portfel obligacji skarbowych, którego wartość wzrosła w tym czasie z 275,6 mld zł do 814,2 mld zł.

W analizowanym okresie wzrost zaangażowania banków nie przebiegał jednak równomiernie. Pierwsze wyraźne przyspieszenie nastąpiło w 2020 r., kiedy wraz ze wzrostem potrzeb finansowych państwa zwiększył się zarówno portfel obligacji skarbowych, jak i obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa. W kolejnych dwóch latach jego wartość pozostawała relatywnie stabilna, natomiast od 2023 r. widoczny jest ponowny, dynamiczny wzrost, wynikający przede wszystkim ze zwiększającego się portfela obligacji skarbowych.

Jednocześnie istotną pozycję w aktywach banków stanowiły bony pieniężne NBP, których wartość wzrosła z 87,4 mld zł na początku 2018 r. do 272 mld zł na

koniec analizowanego okresu. Po uwzględnieniu tej kategorii łączna wartość trzech analizowanych grup instrumentów zwiększyła się z 376,7 mld zł do ponad 1,1 bln zł, a więc o blisko 740 mld zł. W efekcie na koniec analizowanego okresu ich wartość była niemal trzykrotnie wyższa niż na początku 2018 r.

Rys. 39 pokazuje skalę tej specyfiki w ujęciu międzynarodowym. Na koniec I kw. 2026 r. udział instrumentów dłużnych w aktywach polskiego sektora bankowego wynosił 39,0% i był najwyższy wśród analizowanych państw UE. Dla porównania w Grecji było to 28,0%, w Portugalii 23,5%, w Rumunii 23,2%, a na Węgrzech 22,6%. Oznacza to, że polskie banki utrzymują znacznie większą część bilansów w instrumentach dłużnych niż większość sektorów bankowych w UE. Nie jest to wyłącznie kwestia zarządzania płynnością, ani bezpośredni skutek formuły konstrukcji podatku bankowego w Polsce, lecz także element strukturalnego powiązania sektora bankowego z finansowaniem długu publicznego.



Rys. 35. Udział instrumentów dłużnych w aktywach banków na koniec I kw. 2026 r. – polski sektor bankowy na tle sektorów bankowych innych krajów UE

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, EBC (BSI)

2.3. Koncentracja portfeli SPW i ryzyko wypychania finansowania gospodarki

Jeszcze wyraźniej powyższe zależności widać po zawężeniu analizy do skarbowych instrumentów dłużnych. Na koniec I kw. 2026 r. ich udział w aktywach polskich banków wynosił 24,7%, co również plasowało Polskę na pierwszym miejscu w zestawieniu. Wysoki udział odnotowano także w Rumunii, gdzie wynosił 22,9%, ale kolejne państwa znajdowały się

już wyraźnie niżej: Węgry na poziomie 16,6%, Czechy 14,5%, Chorwacja 12,9%, Słowacja 10,3%, a Włochy 10,1%.

Dane te wskazują, że polski sektor bankowy pełni wyjątkowo istotną rolę w finansowaniu potrzeb pożyczkowych państwa na tle innych krajów UE. Z punktu widzenia finansów publicznych taka struktura jest korzystna, gdy popyt banków na obligacje pozostaje stabilny i pozwala finansować wysokie potrzeby

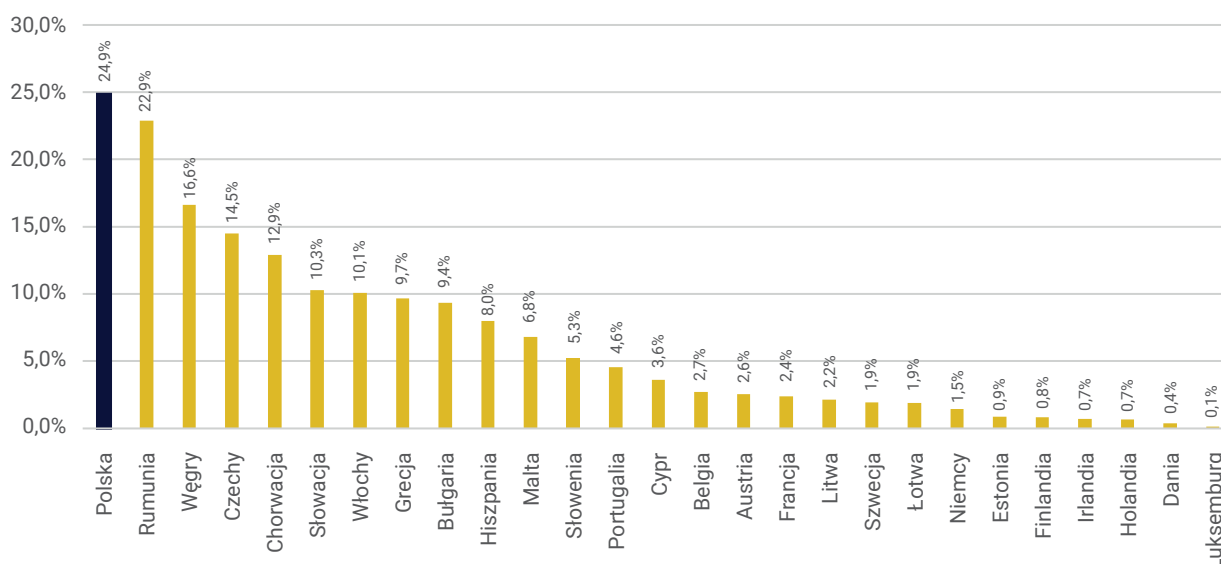


pożyczkowe bez gwałtownego wzrostu udziału inwestorów zagranicznych. Z punktu widzenia stabilności sektora bankowego oznacza jednak dużą koncentrację ekspozycji na jednego emitenta: sektor instytucji rządowych i samorządowych, a w praktyce przede wszystkim Skarb Państwa.

Wysoki udział skarbowych instrumentów dłużnych może wspierać wynik odsetkowy banków w okresie podwyższonych rentowności obligacji. Nie powinno to jednak przesłaniać ryzyka bilansowego – jeżeli pogorszenie sytuacji fiskalnej prowadziło do wzrostu rentowności SPW i tym samym spadku ich cen, część tego szoku zostanie przeniesiona na kapitały banków poprzez wycenę portfeli papierów wartościowych.

W tym sensie rola banków jako nabywców długu publicznego stabilizuje finansowanie państwa, ale jednocześnie zwiększa podatność sektora bankowego na ryzyko fiskalne.

W tym kontekście szczególnie istotne są dane o strukturze popytu na SPW. W raporcie „Zagrożenia nadmiernego długu publicznego 2026” wskazano, że w 2025 r. polskie banki zwiększyły zaangażowanie w obligacje skarbowe o 161,4 mld zł, do 758 mld zł, a w I kwartale 2026 r. o kolejne 47,4 mld zł, do 806 mld zł. Taka skala zakupów pokazuje, że banki nie są tylko jednym z wielu inwestorów, lecz filarem krajowej bazy popytowej na obligacje skarbowe (Kotecki i in., 2026, s. 62-65).



Rys. 36. Udział skarbowych instrumentów dłużnych w aktywach banków na koniec I kw. 2026 r. – polski sektor bankowy na tle sektorów bankowych innych krajów UE

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, EBC (BSI)

Zestawienie udziału skarbowych instrumentów dłużnych w aktywach banków z relacją kredytów dla sektora niefinansowego do PKB pokazuje, że Polska znajduje się w nietypowym położeniu. Polski sektor bankowy łączy bardzo wysoki udział aktywów skarbowych z relatywnie niską relacją kredytów dla sektora niefinansowego do PKB. Na wykresie 41 Polska znajduje się w prawym dolnym obszarze, co oznacza wysoką ekspozycję na dług publiczny przy ograniczonej głębokości kredytowania gospodarki w relacji do jej wielkości.

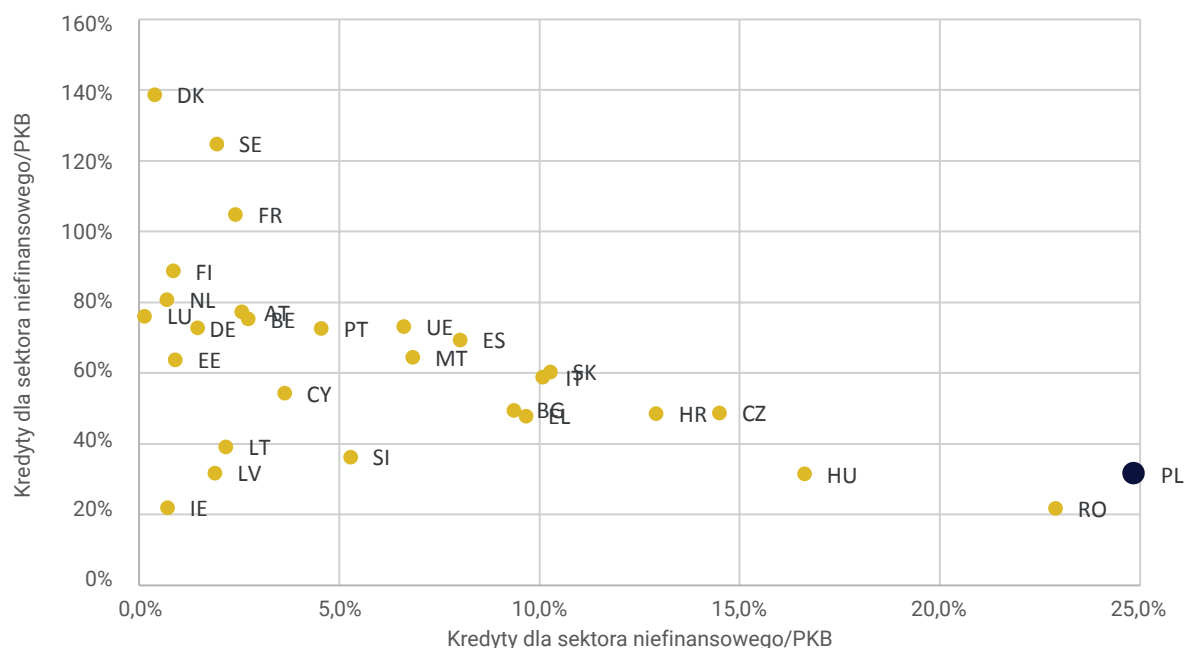
Nie należy na tej podstawie automatycznie wnioskować o jednoznaczny związek przyczynowy między wysokim udziałem obligacji skarbowych a niższym kredytem dla sektora prywatnego. Potwierdzają

to także analizy NBP, zgodnie z którymi wprowadzenie podatku bankowego doprowadziło do zwiększenia wolumenu obligacji w aktywach banków, jednakże nie spowodowało trwałego spadku wolumenu kredytów – ujemny wpływ na krótko wystąpił, ale wygasł po kilku miesiącach. Po wprowadzeniu podatku bankowego niektóre podmioty obniżyły ogólny poziom aktywów, był on jednak jednorazowy i skoncentrowany w czasie bezpośrednio po wprowadzeniu podatku (NBP, 2025, s. 46).

Powyższy wniosek warto jednak zestawić z innymi badaniami dotyczącymi rynku polskiego, które stwierdzają zacieśnienie podaży kredytu i wzrost jego kosztu po wprowadzeniu podatku (Borsuk i in., 2023, s. 20-22); bądź wskazują na spadek dynamiki

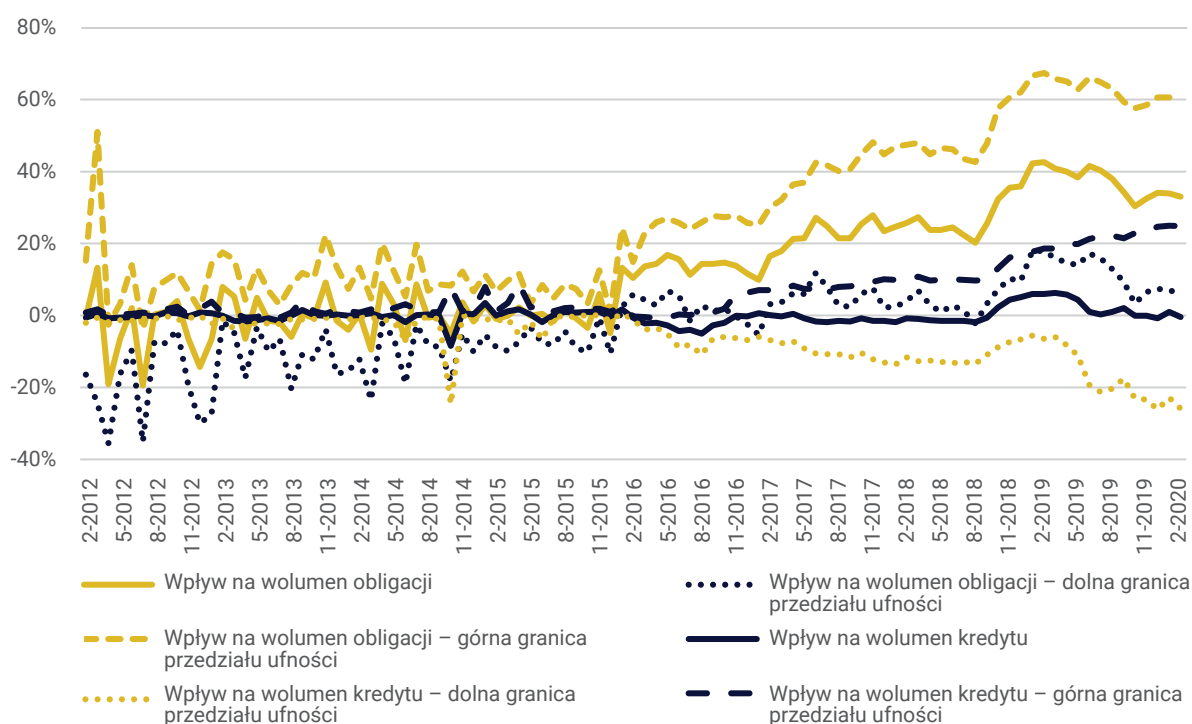
kredytu dla niefinansowego sektora prywatnego – o ok. 1 pkt. proc. kwartalnie w bankach objętych podatkiem względem pozostałych banków – oraz o ok. 1,3 pkt. proc. – spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw (Borsuk i in., 2024). Rozbieżność

z wynikami wcześniejszych analiz może wynikać z odmiennej metodologii, horyzontu i poziomu agregacji danych, dlatego wpływ podatku bankowego na kredyt nie należy uznawać za jednoznacznie rozstrzygnięty.



Rys. 37. Kredyty dla sektora niefinansowego do PKB vs udział skarbowych instrumentów dłużnych w aktywach sektorów bankowych z krajów UE – I kw. 2026

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, EBC (BSI)



Rys. 38. Oszacowanie wpływu podatku bankowego na wolumen obligacji i kredytu w aktywach

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane NBP

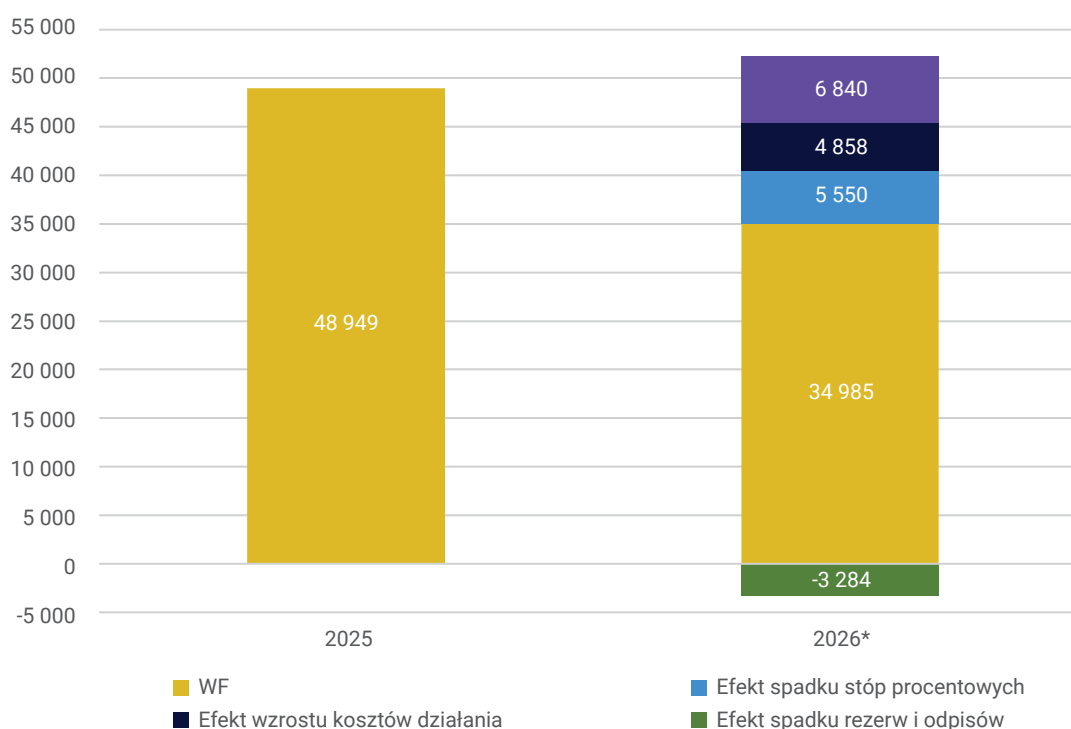


Dane przekrojowe pokazują przy tym ważne napięcie strukturalne: bilanse banków są ograniczonym zasobem wykorzystywanym zarówno do finansowania sektora publicznego, jak i gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw, dlatego w określonych warunkach wzrost zaangażowania w jeden z tych obszarów może ograniczać przestrzeń do zwiększania finansowania pozostałych. Przy obecnej konstrukcji podatku bankowego, penalizującego wzrost akcji kredytowej, wysokich potrzebach pożyczkowych państwa oraz atrakcyjnej rentowności SPW banki mogą mieć silniejszą motywację do utrzymywania aktywów skarbowych, zwłaszcza gdy popyt na kredyt prywatny jest słabszy lub bardziej ryzykowny. Z perspektywy potencjału rozwojowego gospodarki problem polega więc nie tylko na samej skali długu publicznego, ale także na sposobie jego finansowania. Jeżeli wzrost zadłużenia państwa jest w dużej mierze absorbowany przez krajowy sektor bankowy, może to w dłuższym horyzoncie ograniczać przestrzeń bilansową, kapitałową i zarządczą dla finansowania inwestycji prywatnych. Ryzyko „wypychania” należy przy tym rozumieć szerzej niż tylko

jako prostą konkurencję między kredytem a obligacjami. Chodzi o koncentrację aktywów banków w instrumentach państwowych, ograniczanie dywersyfikacji portfeli oraz rosnącą współzależność między oceną ryzyka fiskalnego a wyceną bilansów bankowych.

2.4. Fiskalne obciążenia banków i zdolność finansowania gospodarki

Drugim kanałem oddziaływania finansów publicznych na sektor bankowy są bezpośrednie obciążenia fiskalne i parafiskalne. Warto w tym kontekście zwrócić uwagę na podwyższenie stawki CIT dla banków i innych podatników podatku od niektórych instytucji finansowych z 19% do 30% w 2026 r., 26% w 2027 r. oraz 23% od 2028 r. Jednocześnie przewidziano obniżenie stawki podatku od niektórych instytucji finansowych z 0,0366% podstawy opodatkowania do 0,0329% w 2027 r. oraz 0,0293% od 2028 r. W rezultacie tych zmian w podatkowych, tylko w 2026 r. wynik finansowy sektora obniży się o około 6,8 mld zł.

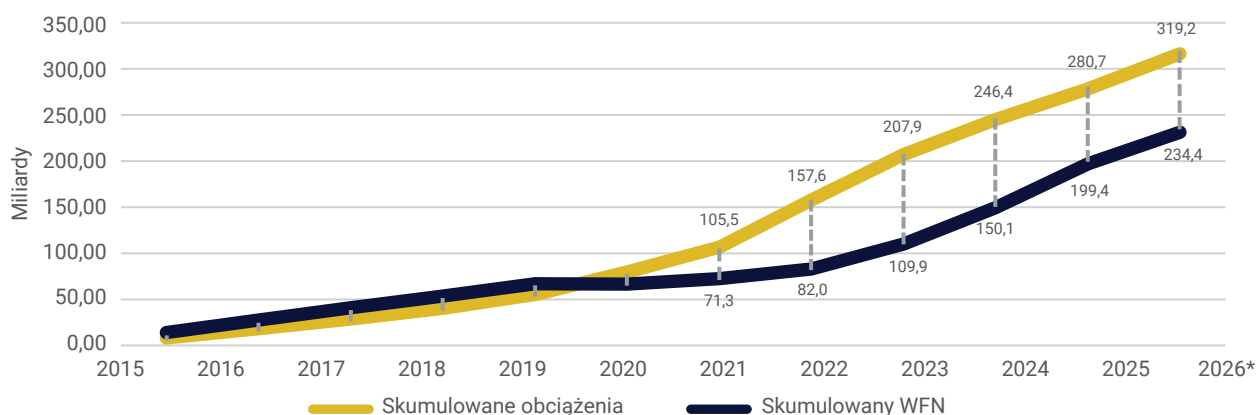


Rys. 39. Dekompozycja projekcji wyniku finansowego sektora bankowego w 2026 r.

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Z perspektywy fiskalnej podniesienie CIT dla banków to działanie zwiększające dochody sektora publicznego w krótkim okresie. Z perspektywy stabilności finansowej i rozwoju akcji kredytowej oznacza jednak, że sektor bankowy ma jednocześnie absorbować rosnącą podaż długu publicznego oraz

ponosić dodatkowe obciążenia dochodowe. Przekłada się to na niższy wynik netto sektora, mniejszą zdolność do akumulacji kapitału z zysków zatrzymanych i potencjalnie słabszą zdolność do zwiększania akcji kredytowej.

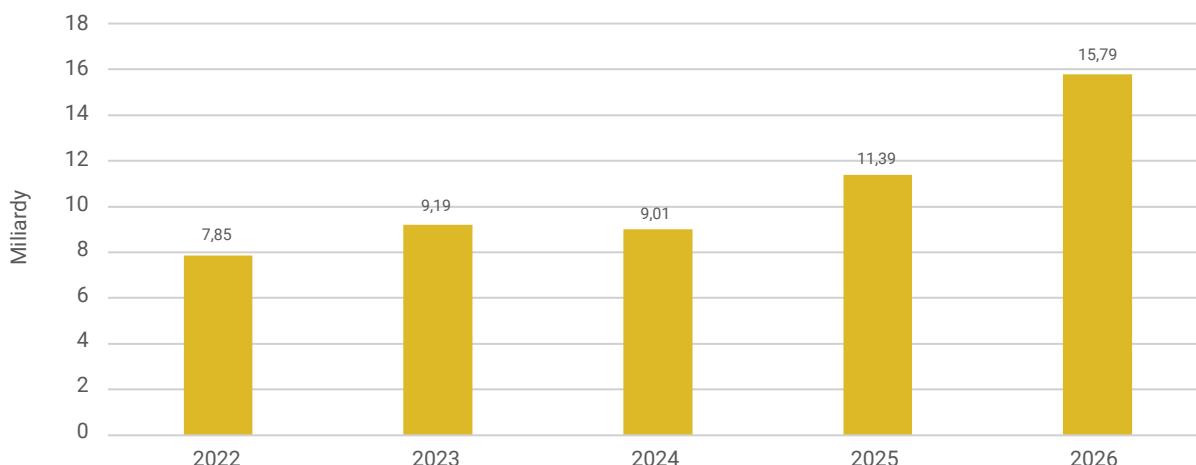


Rys. 40. Skumulowany WF a skumulowany poziom obciążeń podatkowych i parafiskalnych oraz kosztów ryzyka prawnego kredytów walutowych

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Warto zauważyć, że już po I półroczu 2026 r. obciążenia fiskalne sektora bankowego wzrosły o 38,6% r/r, osiągając ponad 47% wyniku finansowego brutto.

Sięgnęły one kwoty około 15,8 mld zł – to więcej niż w całym 2022 r. i jednocześnie 78% poziomu z całego 2025 r.!



Rys. 41. Poziom obciążeń fiskalnych (CIT i podatek bankowy) po I połowie danego roku

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

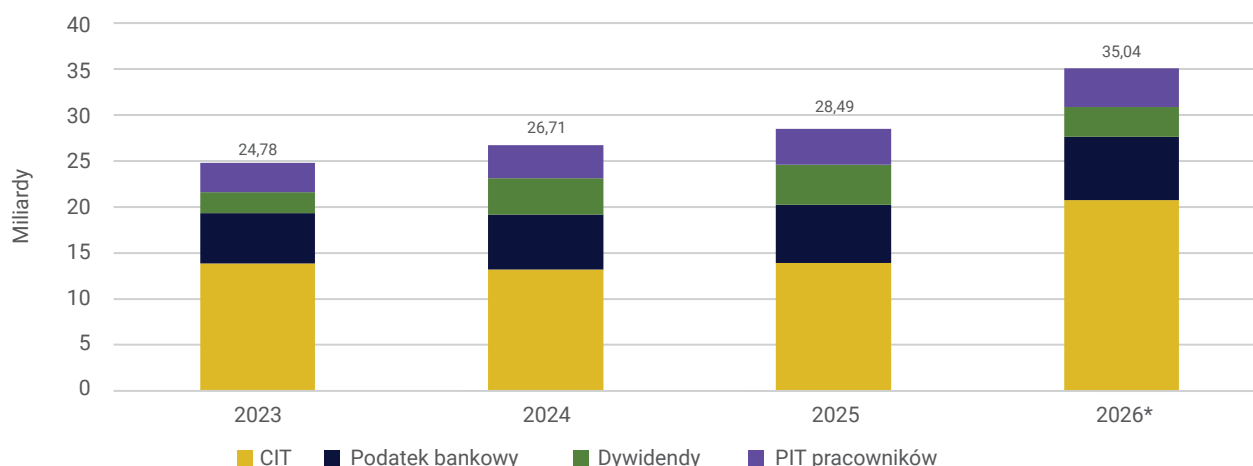
W konsekwencji łączne oddziaływanie finansów publicznych na banki ma charakter podwójny. Po stronie aktywów banki w znacznym stopniu finansują państwo poprzez zakup skarbowych instrumentów dłużnych. Po stronie wyniku są jednocześnie źródłem dodatkowych dochodów publicznych poprzez podatki sektorowe i podwyższoną stawkę CIT.

Wysoka ekspozycja na dług publiczny i rosnące obciążenia podatkowe mogą łącznie ograniczać przestrzeń dla wzrostu kapitałów i finansowania gospodarki. Na tę zależność nakłada się ryzyko instytucjonalne i polityczne. Warto np. zauważyć, że Fitch wskazał, że spór

wokół wykorzystania instrumentu SAFE oraz szersza niestabilność procesu decyzyjnego mogą ograniczać zdolność państwa do finansowania rosnących wydatków obronnych i realizowania wiarygodnej konsolidacji. Dla sektora bankowego znaczenie ma nie tylko sama wielkość deficytu, ale też przewidywalność strategii finansowania państwa, ponieważ wpływa ona na premię za ryzyko, rentowności SPW i wycenę portfeli obligacyjnych (Fitch Ratings, 2026). Dodatkowo, brak wiarygodnego planu ograniczania deficytu może prowadzić do poszukiwania szybkich dochodów fiskalnych poprzez nowe lub wyższe daniny sektorowe. Dla banków oznaczałoby to ryzyko kumulacji

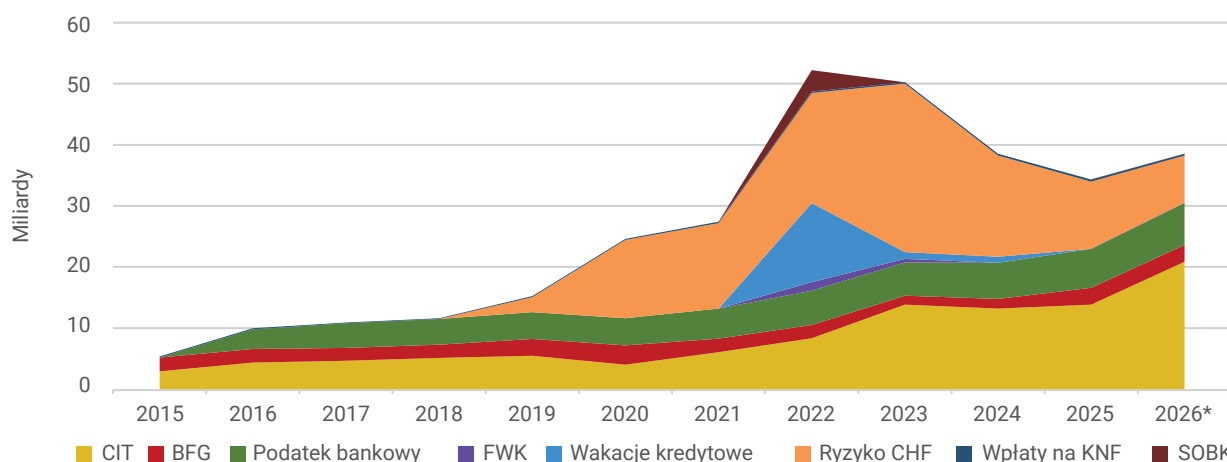
obciążeń: po pierwsze, wysokiej ekspozycji na dług publiczny; po drugie, wyższych podatków; po trzecie, potencjalnie wyższych kosztów finansowania całej

gospodarki. Taki układ jeszcze bardziej ograniczałby zdolność sektora do budowy kapitału i finansowania inwestycji prywatnych (WEI/FOR, 2026, s. 47-59).



Rys. 42. Wpływy budżetowe pochodzące bezpośrednio z sektora bankowego [* = prognoza]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP



Rys. 43. Obciążenia podatkowe i parapodatkowe oraz koszty ryzyka prawnego kredytów walutowych w latach 2015-2026 [*= prognoza]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Łącznie wnioski płynące z rozdziału 2 prowadzą do konkluzji, że rola banków w finansowaniu długu publicznego nie powinna być traktowana wyłącznie jako techniczny element struktury aktywów. W warunkach wysokiego i trwałego deficytu, rosnącego długu, presji na wydatki obronne oraz dodatkowych obciążeń podatkowych banki stają się częścią szerszego

mechanizmu sprzężenia fiskalno-finansowego. Jego skala zależęć będzie od tego, czy konsolidacja fiskalna zostanie przedstawiona i wdrożona w sposób wiarygodny, czy też ciężar finansowania nierównowagi będzie w coraz większym stopniu przerzucany na krajowy sektor finansowy.

Tab. 4. Zestawienie wyzwań fiskalnych i ich znaczenie dla sektora bankowego

Źródło zewnętrzne	Najważniejszy wniosek	Znaczenie dla sektora bankowego
NIK	wzrost potrzeb pożyczkowych netto i finansowanie części zadań poza budżetem	większa podaż długu oraz konieczność absorpcji przez inwestorów krajowych
Komisja Europejska / DSM	wysokie ryzyko stabilności fiskalnej w średnim okresie	ryzyko wzrostu premii za ryzyko i kosztów finansowania
IFP/IOF	silny wzrost portfeli SPW w bankach i koncentracja popytu	rosnące sprzężenie między kondycją fiskalną państwa a bilansami banków
Fitch	ryzyko polityczne i niepewność finansowania wydatków obronnych	większa wrażliwość rentowności SPW na wiarygodność ścieżki fiskalnej
WEI/FOR	konsolidacja ogranicza presję na rynek długu, brak działań zwiększa ryzyko podatków sektorowych	mniejsza presja emisyjna sprzyjałaby finansowaniu gospodarki realnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie przywołanych analiz

2.5. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze

4. Jaka jest struktura inwestorów finansujących dług Skarbu Państwa i jak zmieniała się ona w ostatnich latach?

Dług Skarbu Państwa finansują inwestorzy krajowi – przede wszystkim banki, ale także fundusze inwestycyjne i emerytalne, zakłady ubezpieczeń, gospodarstwa domowe i inne podmioty – oraz inwestorzy zagraniczni. W ostatnich latach wzrosło znaczenie krajowej absorpcji długu, szczególnie przez sektor bankowy. W latach 2017–I kwartał 2026 r. zadłużenie Skarbu Państwa, wraz ze zobowiązaniami funduszy pozabudżetowych obsługiwanych przez BGK, zwiększyło się o około 1,5 bln zł, natomiast portfel obligacji skarbowych i gwarantowanych przez państwo w bankach wzrósł o 561 mld zł. Banki zaabsorbowały zatem około 37% przyrostu zadłużenia, a w 2020 r. – ponad 67%.

Rosnący udział krajowego popytu ogranicza zależność finansowania państwa od nastrojów inwestorów zagranicznych, ale zwiększa koncentrację ryzyka fiskalnego w krajowym systemie finansowym. Struktura finansowania długu pozostaje zróżnicowana, jednak banki stały się jej najbardziej elastycznym elementem, zdolnym do szybkiego zwiększania zaangażowania w okresach wysokiej podaży skarbowych papierów wartościowych.

5. Jaką rolę pełni sektor bankowy w finansowaniu potrzeb pożyczkowych państwa na tle innych grup inwestorów?

Sektor bankowy jest jednym z głównych filarów krajowej bazy inwestorów finansujących potrzeby pożyczkowe państwa. Jego znaczenie wzrosło wraz z szybkim zwiększeniem deficytu i podaży skarbowych papierów wartościowych. W 2025 r. potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa wzrosły z 180,5 mld zł do 317,6 mld zł, czyli o 76%, przede wszystkim wskutek wysokiego deficytu budżetowego.

W latach 2017–I kwartał 2026 r. zadłużenie Skarbu Państwa, powiększone o zobowiązania funduszy pozabudżetowych obsługiwanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego, zwiększyło się o około 1,5 bln zł. W tym samym okresie wartość obligacji skarbowych i papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa w aktywach banków wzrosła o 561 mld zł. Banki zaabsorbowały zatem około 37% przyrostu zadłużenia budżetowego i pozabudżetowego państwa.

Ich rola była szczególnie widoczna w okresie pandemii. W 2020 r. zadłużenie państwa zwiększyło się o 241 mld zł, a portfel obligacji skarbowych i gwarantowanych przez państwo w bankach wzrósł o 162 mld zł. Sektor bankowy zaabsorbował więc ponad 67% rocznego przyrostu zadłużenia, pełniąc funkcję stabilizatora rynku długu w okresie nadzwyczajnego wzrostu potrzeb finansowych.

Zaangażowanie banków ma charakter trwały. Wartość obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa w ich aktywach wzrosła z 289,2 mld zł na początku 2018 r. do 844,3 mld zł w I kwartale 2026 r. Na tle innych inwestorów znaczenie banków wynika z ich zdolności do regularnego absorbowania dużych emisji długu. Gdyby ich popyt osłabł, państwo musiałoby zwiększyć udział inwestorów zagranicznych i krajowych podmiotów pozabankowych albo zaakceptować wyższe rentowności obligacji.

Duży udział inwestorów krajowych ogranicza zależność od nastrojów na rynkach zagranicznych, ale zwiększa koncentrację ryzyka fiskalnego w krajowym systemie finansowym. Na koniec I kwartału 2026 r. instrumenty dłużne stanowiły 39% aktywów polskich banków, a same skarbowe instrumenty dłużne – 24,7%. Były to najwyższe wartości wśród analizowanych państw UE.

Odpowiadając na pierwsze pytanie, należy stwierdzić, że banki są podstawowym i elastycznym źródłem krajowego popytu na dług publiczny. Stabilizują finansowanie państwa i ograniczają zależność od inwestorów zagranicznych, ale równocześnie zwiększają koncentrację swoich aktywów w instrumentach jednego emitenta – sektora publicznego, a przede wszystkim Skarbu Państwa.

6. W jaki sposób łączne obciążenia fiskalne oraz zaangażowanie w finansowanie długu publicznego wpływają na rentowność, kapitały własne i zdolność kredytową sektora bankowego?

Wpływ zaangażowania w dług publiczny na rentowność banków jest niejednoznaczny. W krótkim okresie wysoka rentowność obligacji może zwiększać ich przychody odsetkowe. Skarbowe papiery wartościowe są również płynnymi instrumentami wykorzystywanymi w zarządzaniu płynnością. Korzyści te są jednak związane z ryzykiem bilansowym. Pogorszenie sytuacji fiskalnej może prowadzić do wzrostu rentowności i spadku cen obligacji, a następnie – zależnie od sposobu klasyfikacji papierów – do obniżenia wyniku finansowego lub kapitałów własnych banków.

Drugim kanałem wpływu są obciążenia fiskalne i parafiskalne. W 2026 r. stawka podatku dochodowego od osób prawnych dla banków została podwyższona z 19% do 30%, w 2027 r. ma wynosić 26%, a od 2028 r. – 23%. Pomimo planowanego stopniowego obniżenia stawki podatku od niektórych instytucji finansowych efekt netto pozostaje niekorzystny. Zmiany te mogą

obniżyć wynik finansowy sektora w 2026 r. o około 6,8 mld zł.

W pierwszym półroczu 2026 r. obciążenia fiskalne banków wzrosły o 38,6% w ujęciu rocznym i wyniosły około 15,8 mld zł, czyli ponad 47% wyniku finansowego brutto. Wyższe podatki obniżają zysk netto oraz ograniczają możliwość zatrzymywania zysków, będących jednym z głównych źródeł zwiększania kapitałów własnych. Słabsza akumulacja kapitału zmniejsza natomiast zdolność banków do zwiększania aktywów obciążonych ryzykiem, w tym kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Znaczenie ma także konstrukcja podatku od niektórych instytucji finansowych. Kredyty dla sektora prywatnego zwiększają podstawę opodatkowania, natomiast obligacje skarbowe są z niej wyłączone. W połączeniu z wysoką rentownością długu publicznego rozwiązanie to zwiększa względną atrakcyjność obligacji wobec kredytów i może sprzyjać przesuwaniu aktywów banków w kierunku finansowania państwa.

Nie oznacza to jednak, że wzrost portfela obligacji automatycznie powoduje równoważny spadek kredytowania. Wyniki badań nie są jednoznaczne. Analizy Narodowego Banku Polskiego nie wykazały trwałego ograniczenia wolumenu kredytów po wprowadzeniu podatku bankowego, natomiast inne badania wskazują na zaostrzenie warunków kredytowania, wzrost jego kosztu i obniżenie dynamiki kredytów, szczególnie dla przedsiębiorstw.

Ryzyko wypychania należy więc rozumieć szerzej niż jako prostą zamianę kredytów na obligacje. Jeżeli coraz większa część aktywów banków finansuje państwo, a rosnące podatki ograniczają przyrost kapitałów, zmniejsza się przestrzeń do finansowania inwestycji prywatnych. Efekt może przejawiać się ograniczeniem wolumenu kredytów, wzrostem ich ceny albo zaostrzeniem kryteriów kredytowych.

Odpowiadając na drugie pytanie, należy stwierdzić, że oddziaływanie finansów publicznych na banki ma charakter podwójny. Banki absorbują znaczną część długu państwa, zwiększając koncentrację aktywów i wrażliwość kapitałów na wycenę obligacji, a jednocześnie ponoszą wysokie obciążenia fiskalne zmniejszające rentowność i zdolność akumulacji kapitału. Kumulacja tych czynników może ograniczać akcję kredytową i wzmacniać powiązanie między ryzykiem fiskalnym państwa a stabilnością sektora bankowego.

ROZDZIAŁ 3. RYZYKO SPRZĘŻENIA FISKALNO-BANKOWEGO

3.1. Uwagi wstępne

Ryzyko sprzężenia fiskalno-bankowego wynika ze wzajemnych zależności pomiędzy sytuacją finansów publicznych a kondycją sektora bankowego. Szczególne znaczenie ma kanał bilansowy, poprzez który wzrost rentowności obligacji skarbowych może obniżać wartość posiadanych przez banki portfeli instrumentów dłużnych, wpływając przez to na ich kapitały własne i współczynniki kapitałowe, a w dalszej kolejności – ograniczać ich możliwości do finansowania gospodarki.

Celem niniejszego rozdziału jest dokonanie oceny skali ryzyka sprzężenia fiskalno-bankowego w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu zmian rentowności obligacji Skarbu Państwa na sytuację kapitałową sektora bankowego oraz jego zdolność do prowadzenia akcji kredytowej.

Realizacja tego celu wymaga odpowiedzi na trzy pytania badawcze:

7. Jakie mechanizmy prowadzą do procyklicznego sprzężenia kryzysu fiskalnego i destabilizacji sektora bankowego?
8. Jak wzrost rentowności obligacji Skarbu Państwa wpływa na wycenę portfeli obligacyjnych banków oraz poziom ich kapitałów własnych?
9. Czy możliwe jest zidentyfikowanie progów ryzyka, po których przekroczeniu sprzężenie fiskalno-bankowe nabiera charakteru systemowego?

Struktura rozdziału podporządkowana jest powyższym pytaniom. W pierwszej kolejności przedstawiono mechanizm sprzężenia fiskalno-bankowego oraz źródła zmian rentowności polskiego długu. Następnie przeanalizowano skalę i strukturę ekspozycji sektora bankowego na skarbowe papiery wartościowe oraz doświadczenia z lat 2021–2022 i 2026. W dalszej części przeprowadzono analizę scenariuszową wpływu szoków stopy procentowej i premii za ryzyko kredytowe na kapitały banków i ich adekwatność kapitałową. Rozdział zamyka ocena konsekwencji tych szoków dla potencjału akcji kredytowej oraz ryzyka systemowego.

3.2. Mechanizm sprzężenia fiskalno-bankowego

Pogorszenie sytuacji finansów publicznych może uruchomić wzajemnie wzmacniające się mechanizmy obejmujące sektor finansów publicznych, sektor bankowy i gospodarkę realną. W literaturze zjawisko to określane jest mianem sprzężenia fiskalno-bankowego (ang. *sovereign-bank nexus*) i polega ono na wzajemnym przenoszeniu się negatywnych impulsów pomiędzy sytuacją fiskalną państwa a kondycją sektora bankowego (Dell'Ariccia i in., 2018, s. v–vi; Acharya, Drechsler i Schnabl, 2014, s. 1–4; Farhi i Tirole, 2016, s. 2–5).

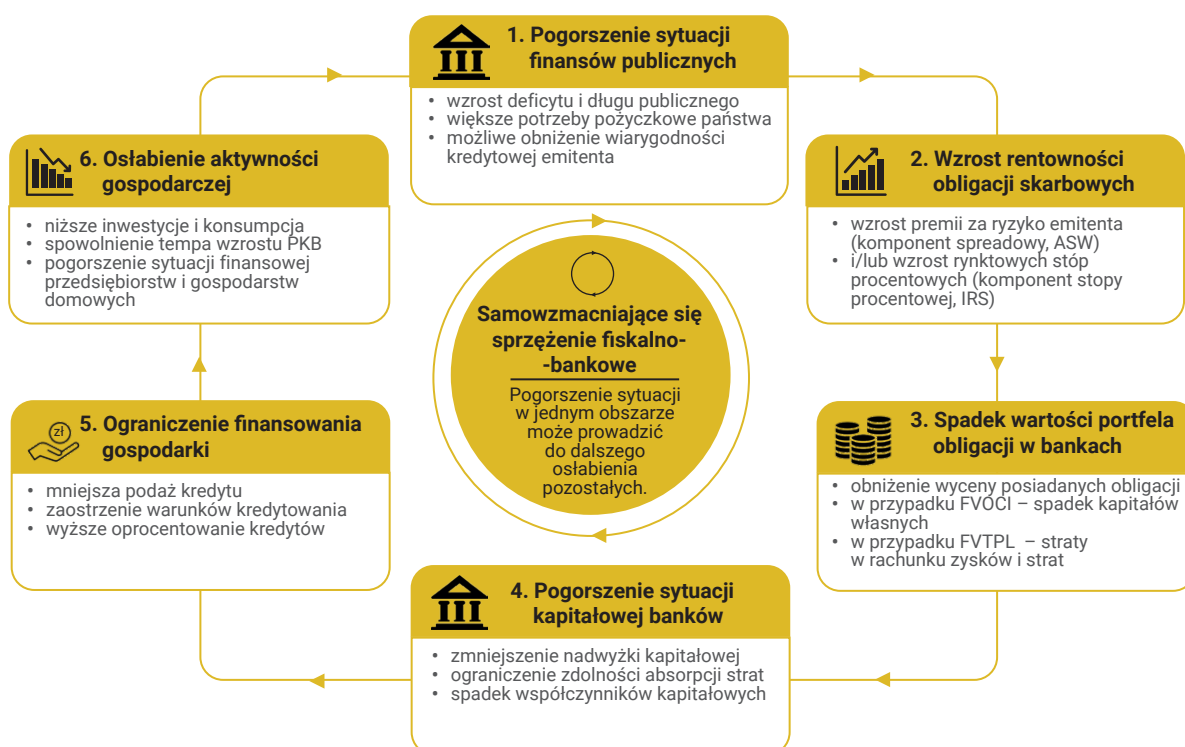
W literaturze wskazuje się szereg kanałów transmisji szoku związanego z pogorszeniem kondycji fiskalnej państwa do sektora bankowego, jednak analiza w niniejszym rozdziale koncentruje się na kanale bilansowym, poprzez który zmiany rentowności obligacji mogą istotnie oddziaływać na fundusze własne banków (Dell'Ariccia i in., 2018, s. 5–7).

Rentowność obligacji skarbowych można w uproszczeniu rozpatrywać jako sumę dwóch składowych. Pierwszą z nich stanowi komponent stopy procentowej, odzwierciedlający poziom rynkowych stóp procentowych dla danego terminu zapadalności, kształtowany m.in. przez bieżącą i oczekiwaną politykę pieniężną. Drugi komponent stanowi tzw. *spread*, odzwierciedlający dodatkową premię wymaganą przez inwestorów z tytułu inwestycji w dany instrument, na który mogą wpływać m.in. zmiany postrzeganego ryzyka kredytowego emitenta. W dalszej części analizy do przybliżenia komponentu stopy procentowej wykorzystano stawki IRS (ang. *Interest Rate Swap*) dla odpowiednich terminów zapadalności, natomiast komponent *spreadowy* przybliżono za pomocą *spreadu* ASW (ang. *Asset Swap Spread*), rozumianego jako różnica pomiędzy rentownością obligacji skarbowych a odpowiadającą jej terminem stawką IRS. Takie ujęcie pozwala na dekompozycję zmian rentowności obligacji skarbowych i ocenę, w jakim stopniu wynikały one ze zmian rynkowego komponentu stopy procentowej, a w jakim ze zmian komponentu *spreadowego*. Niezależnie jednak od źródła wzrostu rentowności, jego konsekwencją jest spadek wartości rynkowej wcześniej wyemitowanych obligacji skarbowych. W przypadku instrumentów wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody (ang. *Fair Value through Other Comprehensive Income*, *FVOCI*) zmiana ich wyceny oddziałuje bezpośrednio na kapitały własne banków.

Znaczna skala zaangażowania sektora bankowego w skarbowe papiery wartościowe sprawia, że spadek ich wyceny może prowadzić do pogorszenia sytuacji

kapitałowej banków i ograniczenia ich zdolności do finansowania gospodarki (Feyen i Zuccardi, 2019, s. 2–4, 9–11; Bocola, 2016, s. 880–882). Ograniczenie akcji kredytowej może z kolei osłabiać aktywność gospodarczą, prowadząc do spadku dochodów podatkowych oraz wzrostu wydatków związanych

z działaniem automatycznych stabilizatorów, a tym samym do ponownego pogorszenia sytuacji finansów publicznych. W ten sposób powstaje samowzmacniający się mechanizm sprzężenia pomiędzy finansami publicznymi, sektorem bankowym i gospodarką realną, którego sekwencję przedstawiono na Rys. 44.



Rys. 44. Mechanizm sprzężenia fiskalno-bankowego

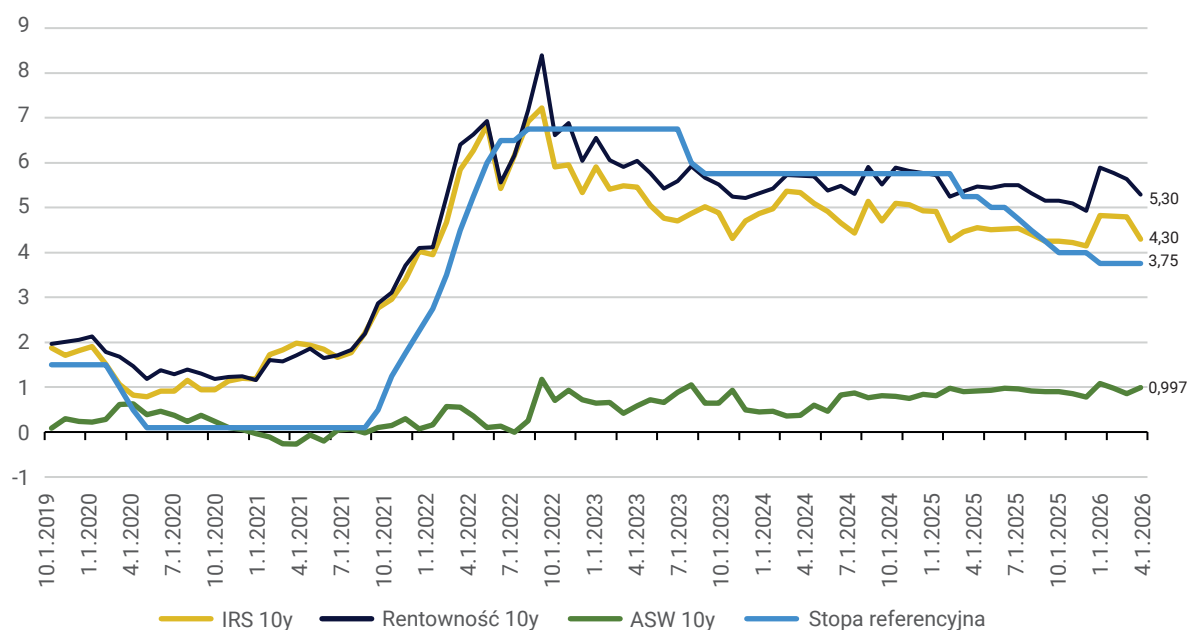
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP na podstawie Dell'Ariccia i in. (2018), Acharya, Drechsler i Schnabl (2014), Farhi i Tirole (2016), Feyen i Zuccardi (2019), Bocola (2016), Gambacorta i Shin (2016), Laeven i Valencia (2020)

3.3. Rentowność polskiego długu i źródła jej zmian

Opisany mechanizm nie ma wyłącznie charakteru teoretycznego. Doświadczenia ostatnich lat pokazują, że wzrost rentowności obligacji skarbowych, niezależnie od dominującego źródła jej zmiany, może w relatywnie krótkim czasie przełożyć się na istotne zmiany wartości kapitałów własnych banków w Polsce.

Szczególnie silny wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych wystąpił od stycznia 2021 r. do końca października 2022 r. Rentowność 10-letnich obligacji SP wzrosła w tym okresie z 1,16% do 8,39%, a więc o 7,23 pp. Dekompozycja tej zmiany wskazuje, że jej głównym źródłem był wzrost komponentu stopy

procentowej odzwierciedlonego w stawce IRS. Wzrosła ona w tym czasie z 1,19% do 7,22%, tj. o 6,03 pp., podczas gdy spread ASW zwiększył się o 1,20 pp., z poziomu –0,029 pp. do 1,173 pp. Oznacza to, że ok. 83% wzrostu rentowności 10-letnich obligacji we wskazanym okresie przypadało na zmianę stawki IRS, natomiast około 17% na rozszerzenie spreadu ASW. Wzrost stawki IRS następował jednocześnie w warunkach silnego zacieśniania polityki pieniężnej NBP, kiedy stopa referencyjna została podwyższona z 0,10% do 6,75%. Analogiczny charakter zmian obserwowano w przypadku obligacji 5-letnich, dla których wzrost rentowności w analizowanym okresie również był związany przede wszystkim ze wzrostem komponentu stopy procentowej odzwierciedlonego w stawce IRS, przy mniejszym, choć okresowo istotnym, znaczeniu zmian spreadu ASW.

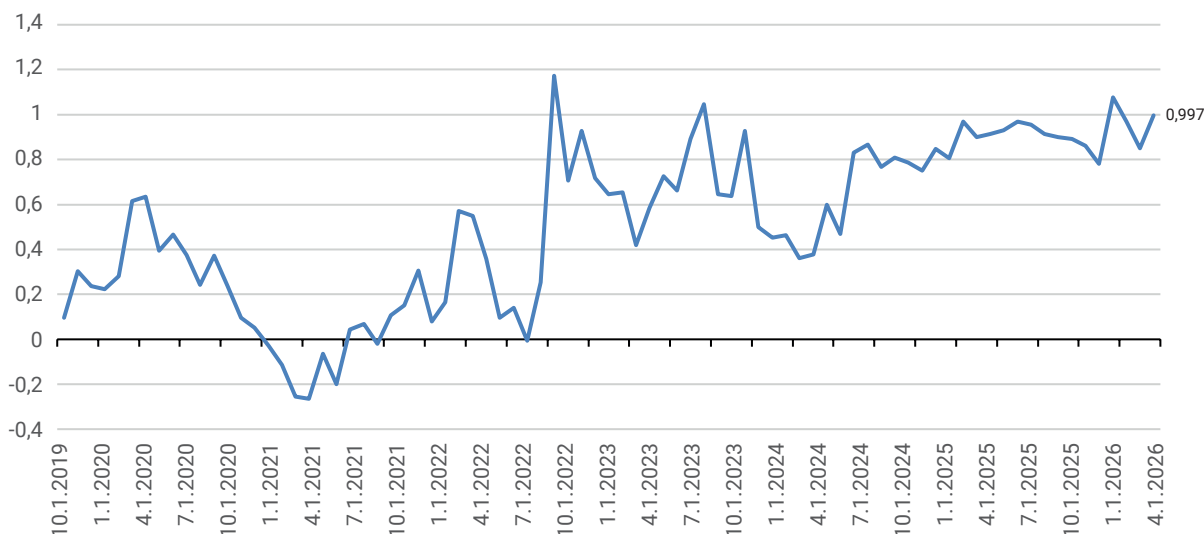


Rys. 45. Rentowność polskich obligacji skarbowych 10Y oraz jej dekompozycja na IRS i ASW [% oraz pp.]

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Investing.com

Pomimo dominującego znaczenia komponentu stopy procentowej w kształtowaniu rentowności obligacji, w końcowej fazie analizowanego epizodu coraz większą rolę zaczął odgrywać również *spread* ASW. Dodatkowo, zmiany jego wartości charakteryzowały się większą zmiennością niż w przypadku zmian stawki IRS. Szczególnie silne rozszerzenie *spreadu* ASW nastąpiło między końcem września a końcem października 2022 r., kiedy to jego wartość wzrosła z 0,25 pp. do 1,17 pp., a więc o ok. 0,92 pp. Oznacza to, że w okresie kulminacji wzrostu rentowności obligacji skarbowych oddziaływanie komponentu stopy procentowej zostało dodatkowo wzmocnione przez gwałtowne rozszerzenie *spreadu* między rentownością obligacji a stawką

IRS. W kolejnych latach *spread* ten obniżył się względem szczytowego poziomu z października 2022 r., jednak nie powrócił trwale do bardzo niskich, a okresowo nawet ujemnych, wartości notowanych w 2021 r. Od drugiej połowy 2024 r. utrzymywał się on w przedziale 0,7–1,0 pp., a więc wyraźnie powyżej poziomów obserwowanych przed analizowanym epizodem wzrostu rentowności obligacji. Analogiczny przebieg obserwowano w przypadku *spreadu* ASW dla obligacji 5-letnich. Również w tym przypadku po bardzo niskich, a okresowo ujemnych wartościach w 2021 r. nastąpiło wyraźne jego rozszerzenie w 2022 r., natomiast w kolejnych latach utrzymywał się on na poziomach wyższych niż przed analizowanym epizodem.



Rys. 46. Spread ASW dla 10-letnich obligacji skarbowych w latach 2019–2026

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Investing.com

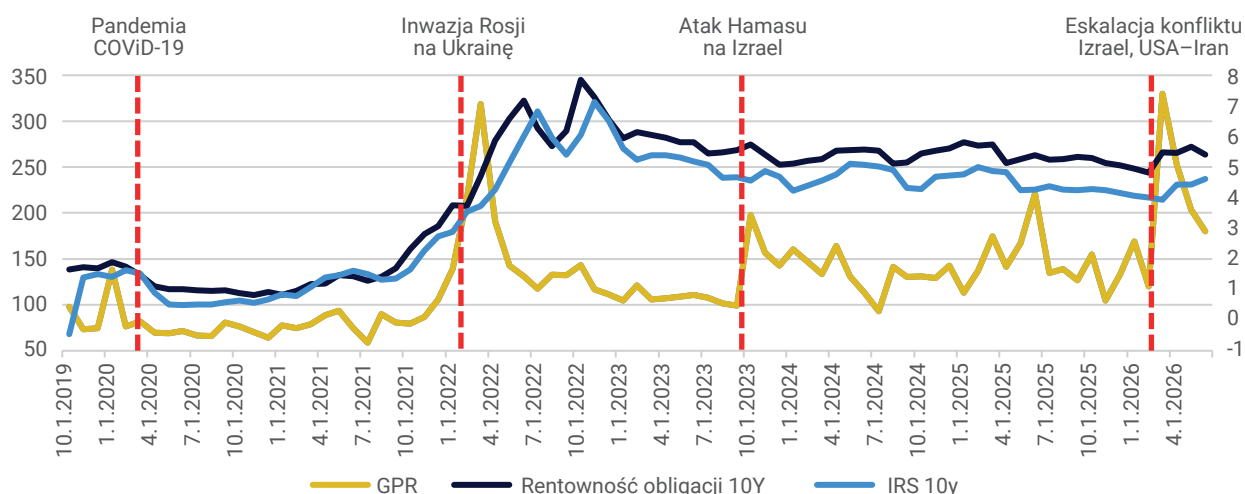
Zestawienie zmian globalnego indeksu ryzyka geopolitycznego¹ (ang. *Geopolitical Risk Index, GPR*) z rentownością polskich 10-letnich obligacji skarbowych w okresie od 2019 r. do I kw. 2026 r. wskazuje, że wzrostowi ryzyka geopolitycznego nie zawsze towarzyszyła bezpośrednia i proporcjonalna zmiana rentowności obligacji, choć niewątpliwie intensyfikacja napięć geopolitycznych przynajmniej częściowo przekładała się na reakcje po stronie wzrostu rentowności obligacji. Charakter tej zależności różnił się jednak pomiędzy poszczególnymi epizodami analizowanego okresu i był uzależniony od szerszych uwarunkowań makroekonomicznych.

Istotny wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych rozpoczął się w 2021 r., a więc w okresie, w którym indeks GPR pozostawał na relatywnie niskim poziomie. Za wzrostem tym stały wówczas przede wszystkim narastające gospodarcze konsekwencje pandemii COVID-19, w tym zaburzenia globalnych łańcuchów dostaw, wzrost cen surowców oraz nasilająca się presja inflacyjna. Wydarzenia te zwiększały oczekiwania dotyczące zacieśnienia polityki pieniężnej, co znajdowało odzwierciedlenie we wzroście stawek IRS, a wraz z nimi rentowności obligacji skarbowych. Oznacza to, że wzrost rentowności w tym okresie następował bez równoczesnego wzrostu ryzyka geopolitycznego, wskazując na dominujące

znaczenie ówczesnych uwarunkowań makroekonomicznych i monetarnych.

Istotna zmiana nastąpiła wraz z rosyjską inwazją na Ukrainę w lutym 2022 r., której towarzyszył gwałtowny wzrost indeksu GPR. Wybuch wojny pogłębił zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw oraz na rynkach energii i innych surowców, zwiększając presję inflacyjną i niepewność. Szok geopolityczny nałożył się zatem na trwający już proces wzrostu rentowności obligacji, dodatkowo nasilając część czynników odpowiedzialnych za jego wcześniejszy przebieg.

W kolejnych latach spadkowi poziomu ryzyka geopolitycznego nie towarzyszyło analogiczne obniżenie rentowności obligacji. Pomimo spadku wartości indeksu GPR względem poziomów odnotowanych bezpośrednio po rozpoczęciu wojny w Ukrainie, rentowność polskich obligacji skarbowych utrzymywała się na relatywnie wysokim poziomie do końca analizowanego okresu. Dopiero ponownemu wzrostowi GPR w marcu 2026 r., związanemu z eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie, towarzyszył wzrost rentowności obligacji. Jednocześnie od 2022 r. widoczne jest zwiększenie różnicy pomiędzy rentownością obligacji a stawką IRS, wskazujące na wzrost znaczenia komponentu spreadowego w kształtowaniu rentowności polskiego długu.



Rys. 47. Globalny indeks ryzyka geopolitycznego (GPR) a rentowność polskich obligacji skarbowych 10Y

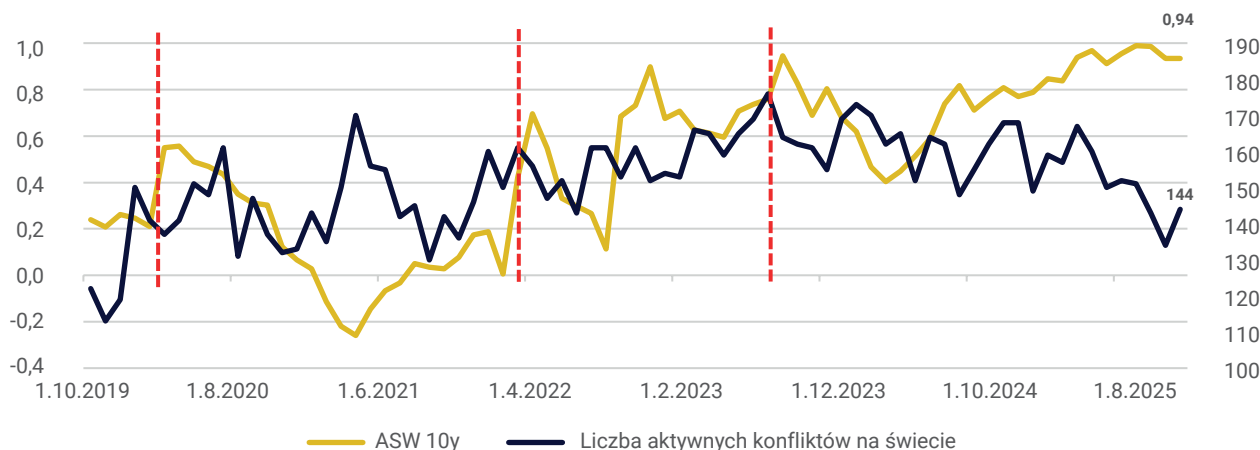
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP na podstawie danych www.matteoiacoviello.com oraz Investing.com

¹ Opracowana przez D. Caldare i M. Iacoviello ilościowa miara natężenia ryzyka geopolitycznego, rozumianego jako zagrożenie wystąpieniem, materializacją lub eskalacją niekorzystnych zdarzeń związanych z wojnami, terroryzmem oraz napięciami między państwami i innymi aktorami politycznymi, które mogą zakłócać pokojowy przebieg stosunków międzynarodowych. Indeks jest konstruowany na podstawie udziału artykułów publikowanych w czołowych gazetach, odnoszących się do tego rodzaju zdarzeń i zagrożeń (Caldara i Iacoviello, 2022, s. 1197).

Bliższa analiza komponentu spreadowego nie wskazuje przy tym, aby jego zmiany przebiegały równolegle ze zmianami liczby aktywnych konfliktów zbrojnych na świecie. Szczególnie widoczne jest to w analizowanym okresie, kiedy spread ASW wzrósł do najwyższych obserwowanych wartości w analizowanym okresie, podczas gdy liczba aktywnych

konfliktów nie wykazywała analogicznej tendencji, a pod koniec okresu wyraźnie się obniżyła. Zatem wzrostu komponentu spreadowego rentowności polskich obligacji skarbowych nie można wiązać wyłącznie z nasileniem globalnych konfliktów zbrojnych,

jakie miały miejsce w ostatnich latach. Na wysokość premii wymaganej przez inwestorów wpływają również inne czynniki, w tym ocena ryzyka kredytowego emitenta związana m.in. z sytuacją sektora finansów publicznych.



Rys. 48. Liczba aktywnych konfliktów zbrojnych na świecie a spread ASW 10Y

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP na podstawie danych Uppsala Conflict Data Program (UCDP), Georeferenced Event Dataset (GED) oraz Investing.com

3.4. Materializacja kanału bilansowego: doświadczenia lat 2021–2022 i 2026

Wzrost rentowności obligacji w analizowanym okresie znalazł wyrazne odzwierciedlenie w pogorszeniu wyceny instrumentów dłużnych, a tym samym w wartości kapitałów własnych sektora bankowego. Jeszcze we wrześniu 2021 r. kapitały własne zostały wzmocnione o ok. 0,5 mld zł z tytułu zmiany wyceny instrumentów dłużnych, natomiast już w październiku tego samego roku wpływ wyceny na kapitały był ujemny i wyniósł 7,5 mld zł. W kolejnych miesiącach ujemny wpływ wyceny ulegał dalszemu pogłębieniu, osiągając w październiku 2022 r. –38,7 mld zł, co stanowiło najniższą wartość w całym analizowanym okresie. Pogorszeniu wyceny instrumentów dłużnych towarzyszyło również obniżenie łącznego współczynnika kapitałowego polskiego sektora bankowego. Na początku 2021 r. jego wartość wynosiła 20,7%, natomiast w kolejnych kwartałach ulegała stopniowemu obniżeniu, osiągając w trzecim kwartale 2022 r. około 18,3%, a więc o 2,4 pp. mniej niż na początku analizowanego epizodu. Spadek współczynnika TCR nie miał

jednak charakteru trwałego, ponieważ już w czwartym kwartale 2022 r. jego wartość wzrosła do 20,5%.

Kolejny epizod ilustrujący analizowany mechanizm powiązań między sytuacją finansów publicznych a sektorem bankowym wystąpił w marcu 2026 r., kiedy rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych wzrosła w ciągu jednego miesiąca o 0,97 pp., z 4,93% do 5,90%. Dekompozycja tej zmiany wskazuje, że również w tym przypadku głównym źródłem wzrostu rentowności był komponent stopy procentowej odzwierciedlony w stawce IRS, która w analizowanym okresie wzrosła z 4,15% do 4,82%, tj. o 0,67 pp. Jednocześnie spread ASW zwiększył się z 0,781 pp. do 1,076 pp., tj. o około 0,30 pp. Oznacza to, że około 69% wzrostu rentowności przypadało na zmianę stawki IRS, natomiast około 31% na rozszerzenie spreadu ASW. Co istotne, wzrost stawki IRS nastąpił przy jednoczesnym obniżeniu stopy referencyjnej NBP z 4% do 3,75%. W porównaniu z epizodem z lat 2021–2022 relatywne znaczenie spreadu ASW było zatem wyraźnie większe. Marcowe rozszerzenie spreadu wpisywało się jednocześnie w obserwowany od drugiej połowy 2024 r. okres jego podwyższonych wartości. ASW 10Y utrzymywał się w tym czasie przeważnie w przedziale 0,7–1,0 pp., wyraźnie powyżej bardzo niskich, a okresowo nawet ujemnych, wartości obserwowanych podczas pierwszego epizodu wzrostu rentowności obligacji.

² Zgodnie z definicją Uppsala Conflict Data Program (UCDP), za aktywny konflikt zbrojny uznaje się konflikt dotyczący władzy lub terytorium, w którym dochodzi do użycia siły zbrojnej pomiędzy co najmniej dwiema stronami, z których przynajmniej jedna jest rządem państwa, i który prowadzi do co najmniej 25 ofiar śmiertelnych związanych z działaniami zbrojnymi w ciągu roku kalendarzowego.



Rys. 49. Wartość portfela obligacji SP i gwarantowanych przez SP oraz bonów pieniężnych i udział instrumentów wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF

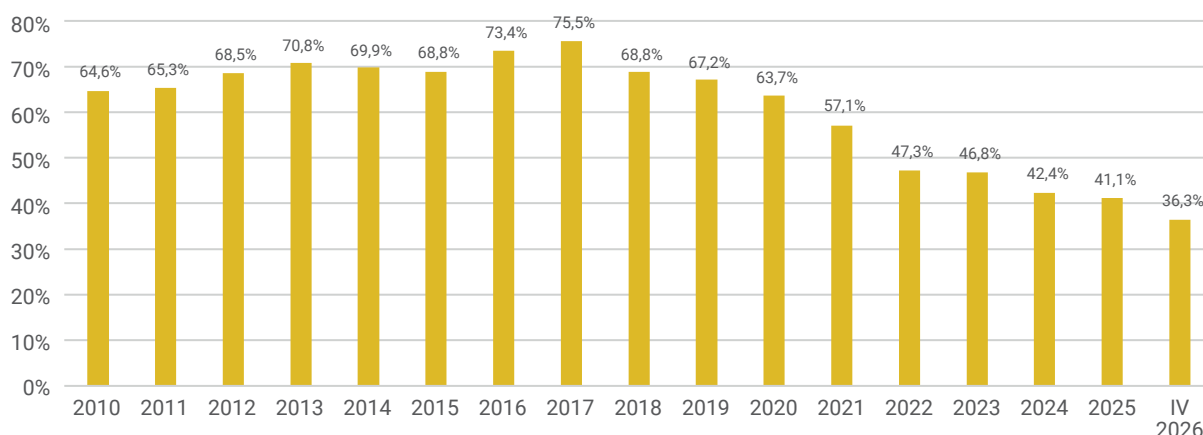
Wzrost rentowności obligacji znalazł jednocześnie odzwierciedlenie w pogorszeniu ich wyceny, oddziałując tym samym negatywnie na kapitały banków. Jeszcze w lutym 2026 r. wpływ zmian wyceny na kapitały był dodatni i wynosił 2,23 mld zł, natomiast w marcu jego wartość spadła do -5,17 mld zł, co oznaczało spadek o 7,4 mld zł w ciągu zaledwie jednego miesiąca. Należy przy tym podkreślić, że epizod ten wystąpił przy bardzo wysokiej wartości portfela obligacji SP i gwarantowanych przez SP oraz bonów pieniężnych w aktywach sektora bankowego. Na koniec marca 2026 r. jego wartość była o ok. 471 mld zł (tj. o 74%) wyższa niż w październiku 2022 r., kiedy to nastąpiła kulminacja pierwszego analizowanego epizodu. Wzrostowi rentowności obligacji początkiem 2026 roku towarzyszyło również niewielkie obniżenie współczynników kapitałowych sektora bankowego, przez co TCR zmniejszył się z 21,57% na koniec 2025 r. do 21,30% w I kwartale 2026 r., utrzymując się jednak na wysokim poziomie. Epizod ten pokazuje, że przy dużej skali portfela obligacji w posiadaniu banków nawet relatywnie niewielkie zmiany ich rentowności mogą prowadzić do istotnych zmian wyceny części aktywów, oddziałując tym samym na poziom kapitałów własnych sektora bankowego.

3.5. Wrażliwość portfela obligacji sektora bankowego na zmiany rentowności

Analiza obu powyższych epizodów wskazuje, że skala wpływu zmian rentowności obligacji skarbowych na sektor bankowy zależy nie tylko od wielkości samego szoku i skali ekspozycji banków na te instrumenty, lecz również od struktury posiadanego przez banki portfela obligacji, w szczególności pod względem

sposobu ich klasyfikacji i wyceny. W tym kontekście istotne znaczenie ma obserwowana w ostatnich latach zmiana udziału instrumentów wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody (FVOCI), które w pierwszych latach 2010–2026 stanowiły ok. 2/3 całkowitego portfela obligacji w posiadaniu banków, a ich udział stopniowo wzrastał, osiągając maksimum na poziomie 75,5% w 2017 r. Od tego momentu tendencja ta uległa odwróceniu, a udział instrumentów wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody systematycznie malał, osiągając 36,3% w kwietniu 2026 r., tj. o 39,2 pp. mniej niż w szczytowym momencie analizowanego okresu. Spadek ten był szczególnie widoczny w ostatnich latach, kiedy udział analizowanej kategorii obniżył się poniżej połowy całkowitego portfela obligacji sektora bankowego. Oznacza to, że coraz mniejsza część portfela obligacji w aktywach banków pozostaje bezpośrednio narażona na zmiany wyceny oddziałujące na ich kapitały własne, co ogranicza ich wrażliwość na zmiany rentowności tych instrumentów.

Wyraźny spadek udziału obligacji wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody nie oznaczał jednoczesnego zmniejszenia nominalnej wartości tego portfela. Wręcz przeciwnie, w okresie od 2015 r. do marca 2026 r. wzrosła ona z 230 mld zł do 489 mld zł, a więc o 259 mld zł. Oznacza to, że pomimo wyraźnego spadku udziału tej kategorii instrumentów w portfelu obligacji banków, jej nominalna wartość zwiększyła się ponad dwukrotnie. Spadek udziału instrumentów wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody wynikał zatem z jeszcze szybszego wzrostu całkowitego portfela obligacji znajdujących się w aktywach sektora bankowego.



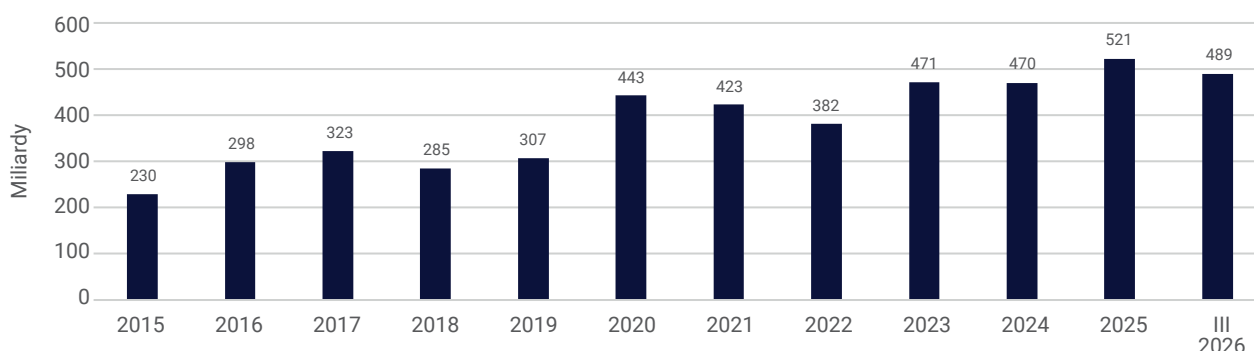
Rys. 50. Udział obligacji wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody w całkowitym portfolio obligacji sektora bankowego

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF

Na szczególną uwagę zasługuje zmiana obserwowana po 2022 r., kiedy doszło do materializacji negatywnego wpływu silnego wzrostu rentowności obligacji na ich wycenę i kapitały własne banków. Pomimo skali obserwowanych wówczas zmian, w kolejnych trzech latach nominalna wartość obligacji klasyfikowanych jako FVOCI wzrosła o ok. 139 mld zł, tj. o 36,5%. Oznacza to, że doświadczenia z lat 2021–2022 nie przełożyły się na ograniczenie nominalnej wartości tego portfela w aktywach sektora bankowego.

Zestawienie obu tendencji jest szczególnie istotne z punktu widzenia oceny wrażliwości kapitałów

własnych banków na zmiany rentowności obligacji. Z jednej strony spadek udziału instrumentów wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody ogranicza względną ekspozycję portfela na zmiany wyceny oddziałujące bezpośrednio na kapitały własne. Z drugiej strony rosnąca nominalna wartość tych instrumentów sprawia, że kanał ten nadal pozostaje istotny. Oznacza to, że pomimo zmiany struktury portfela silne zmiany rentowności obligacji mogą nadal prowadzić do znaczących zmian ich wyceny, a tym samym oddziaływać na kapitały własne sektora bankowego.



Rys. 51. Portfel obligacji wycenianych wg wartości godziwej przez inne całkowite dochody

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF

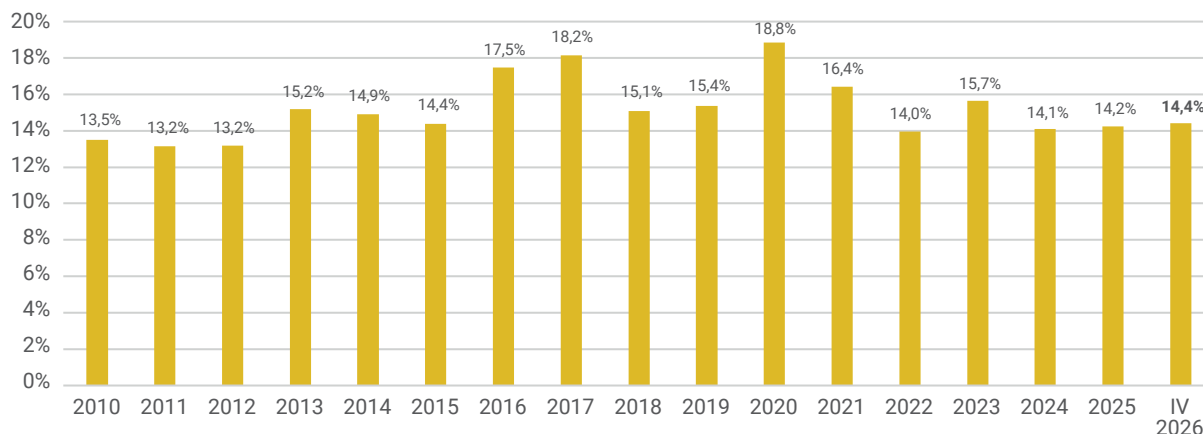
Mimo wyraźnego zmniejszenia udziału obligacji wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody w całkowitym portfolio obligacji w posiadaniu banków, ich znaczenie w relacji do sumy bilansowej sektora nie uległo równie silnemu ograniczeniu. Udział tej kategorii instrumentów w aktywach banków obniżył się z rekordowego poziomu

18,8% w 2020 r. do 14,4% w kwietniu 2026 r., nadal jednak odpowiadając za około 1/7 łącznej wartości aktywów sektora bankowego. Skala tej zmiany była znacznie mniejsza niż w przypadku struktury samego portfela obligacji. Podczas gdy udział instrumentów wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody w portfolio obligacji zmniejszył



się do końca kwietnia 2026 r. o 39,2 pp. względem maksimum z 2017 r., ich udział w aktywach banków obniżył się jedynie o 4,4 pp. względem najwyższego poziomu, odnotowanego w 2020 r. Oznacza to, że

pomimo zmiany struktury portfela, skala ekspozycji sektora bankowego na instrumenty, których zmiany wyceny oddziałują na kapitały własne, pozostaje istotna.



Rys. 52. Udział obligacji wycenianych wg wartości godziwej przez inne całkowite dochody w aktywach banków

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF

Jak wskazuje NBP w „Raplocie o stabilności systemu finansowego”, źródło wzrostu rentowności ma znaczenie również dla zakresu oddziaływania tego wzrostu na portfel obligacji banków. Znaczenie konstrukcji oprocentowania instrumentów dłużnych znajdujących się w posiadaniu banków jest przy tym różne w zależności od tego, czy wzrost rentowności wynika ze zmiany rynkowych stóp procentowych, czy ze wzrostu premii za ryzyko kredytowe emitenta.

W przypadku, gdy wzrost rentowności wynika ze wzrostu rynkowych stóp procentowych, najbardziej narażone na jego oddziaływanie są obligacje stałokuponowe. Niezmienna wysokość kuponu sprawia, że wraz ze wzrostem rynkowych stóp procentowych wcześniej wyemitowane obligacje stają się mniej atrakcyjne dla inwestorów, co prowadzi do spadku ich ceny rynkowej. Obligacje zmiennokuponowe są natomiast mniej wrażliwe na ten rodzaj szoku, ponieważ okresowe dostosowywanie wysokości ich kuponu do bieżących warunków rynkowych ogranicza wpływ zmian stóp procentowych na ich cenę.

Natomiast zmiana rentowności obligacji może wynikać również ze zmiany wymaganej przez inwestorów premii za ryzyko kredytowe emitenta. W przypadku obligacji Skarbu Państwa wysokość tej premii jest związana z postrzeganiem przez inwestorów ryzyka kredytowego emitenta, a tym samym m.in. z oceną sytuacji finansów publicznych, w szczególności poziomu zadłużenia, skali deficytu oraz perspektyw ich dalszego kształtowania się. Pogorszenie tej oceny może prowadzić do wzrostu premii wymaganej przez

inwestorów, a w konsekwencji do wzrostu wymaganej rentowności obligacji oraz spadku ich cen. Premia za ryzyko odnosi się przy tym do ryzyka związanego z samym emitentem, a nie z konstrukcją oprocentowania obligacji. Wzrost wymaganej premii oddziałuje zatem na wycenę instrumentów niezależnie od tego, czy mają one stałe, czy zmienne oprocentowanie. W rezultacie szok premii za ryzyko może obejmować większą część portfela obligacji banków niż szok wynikający wyłącznie ze wzrostu rynkowych stóp procentowych.

Uzupełnieniem powyższej analizy jest ocena zmian wybranych cech portfela SPW znajdujących się w posiadaniu sektora bankowego, które determinują jego wrażliwość na wzrost rentowności. W tym celu na Rys. 53 zestawiono udział portfela skarbowych papierów wartościowych wycenianych rynkowo, udział obligacji zmiennokuponowych oraz *duration* portfela.

Portfel SPW wycenianych rynkowo stanowi szerszą kategorię niż analizowany wcześniej portfel FVOCI. Do portfela tego zaliczane są także instrumenty wyceniane według wartości godziwej przez wynik finansowy (ang. *Fair Value Through Profit or Loss*, FVTPL). Z punktu widzenia sposobu ujmowania zmian wartości godziwej różnica pomiędzy tymi kategoriami polega na tym, że w przypadku instrumentów FVOCI są one odnoszone bezpośrednio na kapitały własne, natomiast w przypadku instrumentów FVTPL powiększają lub pomniejszają wynik finansowy ujmowany w rachunku zysków i strat. W obu przypadkach wycena instrumentów pozostaje jednak wrażliwa na

zmiany warunków rynkowych, wynikające zarówno ze zmian rynkowych stóp procentowych, jak i premii za ryzyko kredytowe emitenta.

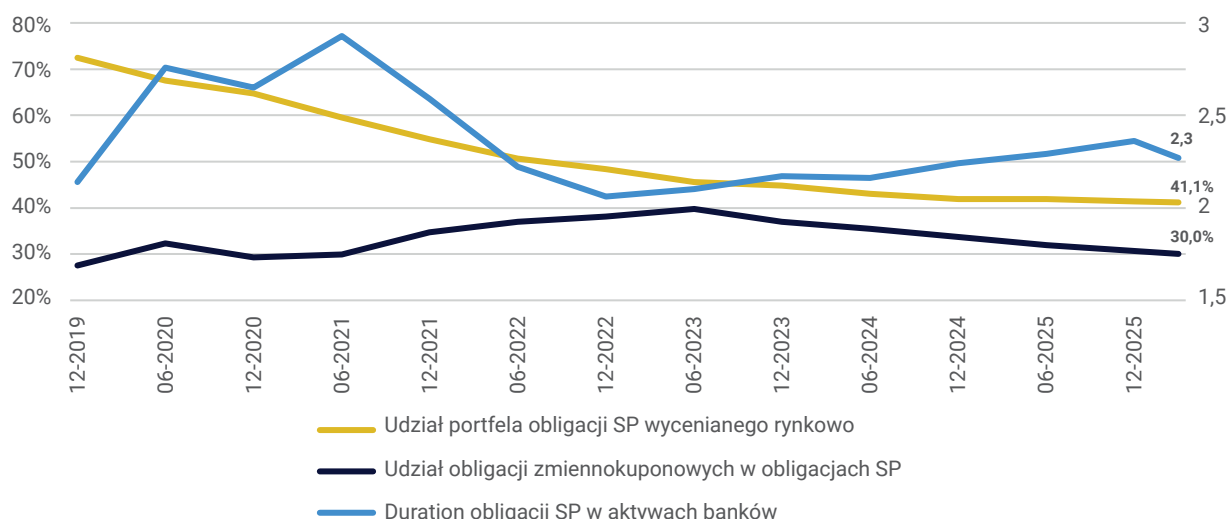
Spośród cech przedstawionych na Rys. 53 najbardziej jednoznaczną tendencję wykazywał udział SPW wycenianych rynkowo, który zmniejszył się z 72,5% na koniec 2019 r. do 41,1% w kwietniu 2026 r., tj. o 31,4 pp. Oznacza to, że coraz mniejsza część portfela SPW sektora bankowego podlegała bieżącej wycenie według wartości godziwej, co ograniczało zakres potencjalnego oddziaływania zmian cen rynkowych instrumentów wchodzących w skład tego portfela na kapitały własne banków – bezpośrednio w przypadku FVOCI lub poprzez wynik finansowy w przypadku FVTPL.

Mniej jednoznaczne zmiany obserwowano natomiast w strukturze portfela pod względem konstrukcji oprocentowania znajdujących się w nim instrumentów. Udział obligacji zmiennokuponowych wzrósł najpierw z 27,6% na koniec 2019 r. do maksymalnej wartości 39,8% w czerwcu 2023 r., po czym zaczął się obniżać i w kwietniu 2026 r. osiągnął wartość 30%. W pierwszej części analizowanego okresu wzrost udziału obligacji zmiennokuponowych ograniczał zatem wrażliwość portfela na wzrost rentowności wynikający ze wzrostu rynkowych stóp procentowych. Odwrócenie tej tendencji po 2023 r. oznacza jednak, że znaczenie tego czynnika w ograniczaniu wrażliwości portfela na szok stopy procentowej zmalało. Jak wskazano wcześniej, konstrukcja oprocentowania nie

ogranicza natomiast w analogiczny sposób wrażliwości instrumentów na wzrost premii za ryzyko kredytowe emitenta.

Trzecim z analizowanych czynników jest *duration* portfela, które pozwala ocenić skalę zmiany jego wartości w reakcji na zmianę rentowności obligacji – im wyższe *duration*, tym silniejsza zmiana wartości portfela przy danej zmianie rentowności. Po osiągnięciu maksymalnego poziomu 2,93 w czerwcu 2021 r. *duration* wyraźnie się obniżyło, osiągając wartość 2,06 pod koniec 2022 r. W kolejnych latach nastąpił jednak jego częściowy wzrost i na koniec I kwartału 2026 r. wynosiło 2,27. Pomimo tego wzrostu *duration* pozostawało jednak niższe niż w szczytowym momencie 2021 r., co oznacza mniejszą wrażliwość wartości portfela na zmiany rentowności niż w tamtym okresie. Oznacza to, że również w tym przypadku tendencja do ograniczania wrażliwości portfela nie miała charakteru jednokierunkowego.

Analiza wskazuje zatem, że w badanym okresie nastąpiło częściowe ograniczenie wrażliwości portfela SPW sektora bankowego na wzrost rentowności, choć skala tego ograniczenia była zróżnicowana w czasie i zależała od poszczególnych cech portfela. Nie oznacza to jednak wyeliminowania ryzyka związanego ze zmianami rentowności. Skala ich potencjalnego oddziaływania na sektor bankowy pozostaje bowiem uzależniona nie tylko od wielkości posiadanej ekspozycji, lecz również od charakterystyki portfela oraz źródła samego szoku.



Rys. 53. Wybrane cechy portfela skarbowych papierów wartościowych sektora bankowego determinujące jego wrażliwość na zmiany rentowności

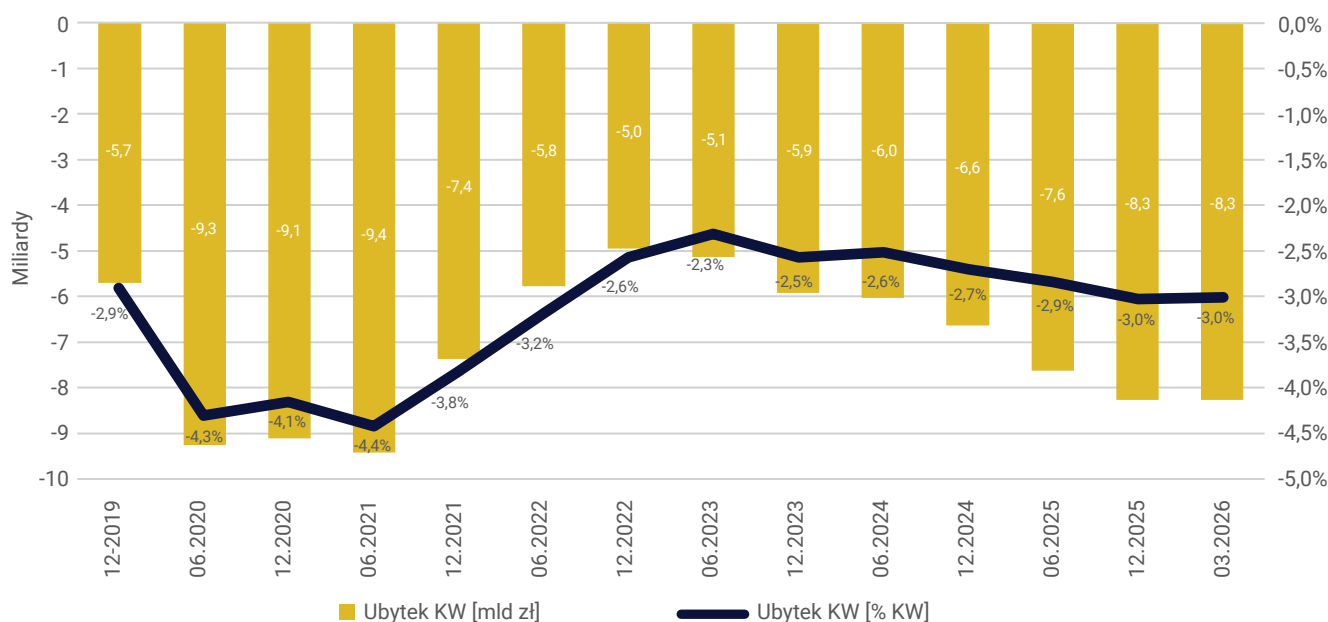
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF

3.6. Analiza scenariuszowa wpływu wzrostu rentowności na kapitały własne banków

Dotychczasowa analiza pozwoliła zidentyfikować czynniki determinujące wrażliwość portfela SPW sektora bankowego na zmiany rentowności oraz wskazać, że skala ich oddziaływania zależy również od źródła samego szoku. Kolejnym etapem jest ocena potencjalnych konsekwencji materializacji ryzyka wzrostu rentowności posiadanych obligacji skarbowych dla sytuacji sektora bankowego. W tym celu przeprowadzono analizę scenariuszową, w której odrębnie rozpatrzono wzrost rynkowych stóp procentowych oraz wzrost premii za ryzyko kredytowe emitenta, każdorazowo o 1 pp. i 3 pp. Ze względu na cel analizy, którym jest oszacowanie bezpośredniego wpływu zmian wyceny obligacji na kapitały własne sektora bankowego, w obliczeniach uwzględniono portfel instrumentów klasyfikowanych jako FVOCI, w przypadku których zmiany wartości godziwej odnoszone są bezpośrednio na kapitały własne. Analiza pozwala ocenić nie tylko potencjalny wpływ obu rodzajów szoku na kapitały własne banków, lecz

również konsekwencje ich obniżenia dla adekwatności kapitałowej sektora oraz jego zdolności do finansowania gospodarki.

W pierwszej kolejności przeanalizowano zmianę wrażliwości kapitałów własnych sektora bankowego na wzrost rynkowych stóp procentowych o 1 pp. w okresie od grudnia 2019 r. do marca 2026 r. W przypadku tego rodzaju szoku potencjalny ubytek kapitałów wynika ze spadku wartości wyłącznie obligacji stałokuponowych. Największy potencjalny ubytek odnotowano by w czerwcu 2021 r. i wyniósłby on 9,4 mld zł, co odpowiadałoby 4,4% ówczesnej wartości kapitałów własnych. Następnie wrażliwość sektora zmniejszała się, osiągając najniższy poziom w ujęciu względnym w czerwcu 2023 r. – 5,1 mld zł, tj. 2,3% kapitałów własnych. Od połowy 2023 r. ponownie wzrastała, a w marcu 2026 r. analizowany szok prowadziłby do ubytku kapitałów własnych o 8,3 mld zł, tj. 3,0% ich wartości. Pomimo wzrostu w ostatnich latach względna skala potencjalnego ubytku pozostawałaby zatem niższa od maksimum odnotowanego w czerwcu 2021 r.



Rys. 54. Wrażliwość kapitałów własnych banków na szok stóp procentowych w wysokości 1 pp.

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: NBP

W przypadku wzrostu premii za ryzyko kredytowe emitenta o 1 pp. przebieg wrażliwości kapitałów własnych był zbliżony, jednak skala potencjalnego ubytku pozostawała większa. Wynika to z szerszego zakresu oddziaływania tego szoku, który – w przeciwieństwie do wzrostu rynkowych stóp procentowych – obejmuje cały analizowany portfel obligacji klasyfikowanych jako FVOCI, niezależnie od konstrukcji ich

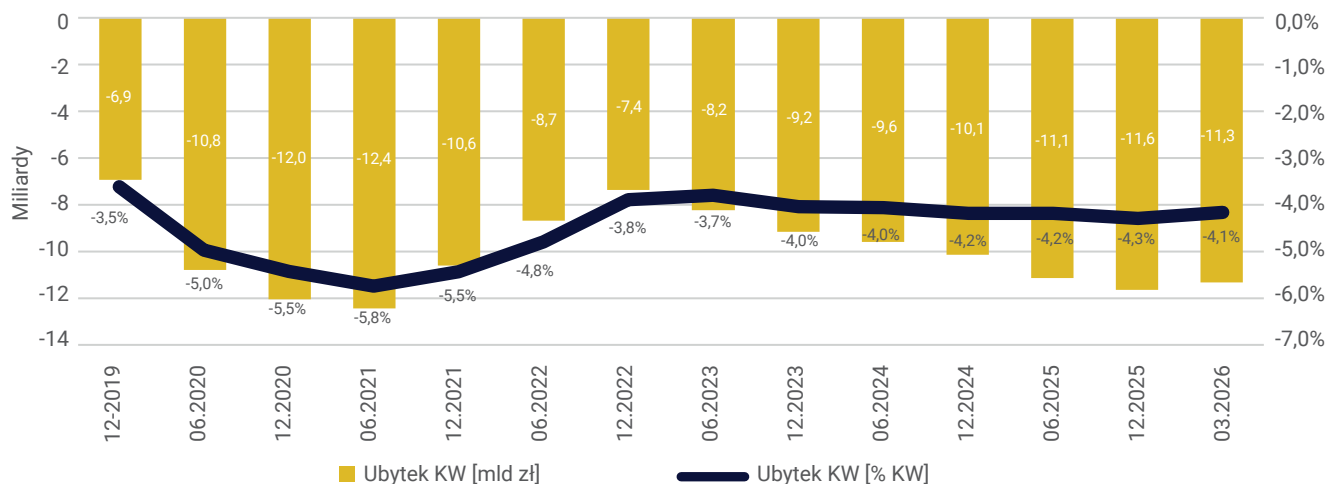
oprocentowania, a więc zarówno obligacje stałokuponowe, jak i zmiennokuponowe.

Największą względną wrażliwość również odnotowano by w czerwcu 2021 r., kiedy potencjalny ubytek kapitałów własnych wyniósłby 12,4 mld zł, tj. 5,8% ówczesnej wartości. W kolejnych okresach jego skala zmniejszała się, osiągając 3,7% w czerwcu 2023 r., po



czym ponownie zaczęła wzrastać. W marcu 2026 r. wzrost premii za ryzyko kredytowe emitenta o 1 pp.

prowadziłby do ubytku kapitałów własnych w wysokości 11,3 mld zł, odpowiadającego 4,1% ich wartości.



Rys. 55. Wrażliwość kapitałów własnych banków na szok związany ze wzrostem premii za ryzyko kredytowe emitenta w wysokości 1 pp.

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: NBP

Porównanie obu rodzajów szoku wskazuje zatem, że przy jednakowej skali wzrostu rentowności jego źródło ma istotne znaczenie dla potencjalnych konsekwencji kapitałowych banków. Według stanu na koniec marca 2026 r. wzrost rynkowych stóp procentowych o 1 pp. skutkowałby ubytkiem wynoszącym 8,3 mld zł, tj. 3,0% kapitałów własnych, podczas gdy wzrost premii za ryzyko kredytowe emitenta

o 1 pp. prowadziłby do ubytku kapitałów własnych o 11,3 mld zł, tj. 4,1% ich wartości. Potencjalny ubytek byłby zatem w drugim przypadku większy o 3,0 mld zł, co wynika przede wszystkim z objęcia szokiem premii za ryzyko szerszej części portfela FVOCI. Ze względu na zbliżony przebieg wrażliwości w czasie wyniki obu wariantów dla szoku w wysokości 3 pp. zestawiono zbiorczo w tabeli 5.

Tab. 5. Wrażliwość kapitałów własnych banków na wzrost rynkowych stóp procentowych i premii za ryzyko kredytowe emitenta o 3 pp.

Okres/miara	Szok stóp procentowych o 3 pp.	Szok premii za ryzyko kredytowe o 3 pp.
VI 2021 – ubytek kapitałów [mld zł]	28,3	37,3
VI 2021 – ubytek kapitałów [%]	13,2	17,4
VI 2023 – ubytek kapitałów [mld zł]	15,4	24,7
VI 2023 – ubytek kapitałów [%]	7,0	11,2
III 2026 – ubytek kapitałów [mld zł]	24,8	34,0
III 2026 – ubytek kapitałów [%]	9,1	12,4

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: NBP

Wyniki zaprezentowane w tab. 5 potwierdzają zależności obserwowane dla wariantu 1 pp. W obu przypadkach największa względna wrażliwość przypadała na czerwiec 2021 r., następnie zmniejszała się

do połowy 2023 r., po czym ponownie wzrastała. Również przy szoku wynoszącym 3 pp. wzrost premii za ryzyko kredytowe emitenta prowadziłby do większego ubytku kapitałów własnych niż analogiczny

wzrost rynkowych stóp procentowych. Według stanu na koniec marca 2026 r. potencjalny ubytek kapitałów własnych wyniósłby odpowiednio 34,0 mld zł i 24,8 mld zł, tj. 12,4% i 9,1% ich wartości. Różnica pomiędzy oboma rodzajami szoku wyniosłaby zatem 9,2 mld zł, czyli 3,3 pp. wartości kapitałów własnych.

Na skalę potencjalnego ubytku kapitałów własnych wpływa nie tylko rodzaj i wielkość szoku, lecz również charakterystyka posiadanego przez banki portfela obligacji oraz wielkość ich bazy kapitałowej. W celu oceny znaczenia tych czynników dla oddziaływania zmian rentowności na sytuację kapitałową sektora bankowego przeanalizowano wpływ zmiany *duration*, wolumenu portfela FVOCI oraz wartości kapitałów własnych, każdorazowo przy założeniu niezmienności pozostałych parametrów.

Skalę zmian poszczególnych parametrów przyjęto na podstawie zmian ich wartości obserwowanych pomiędzy końcem 2024 r. a końcem 2025 r. W przypadku *duration* założono jego wzrost o 0,12, natomiast wartość kapitałów własnych zwiększono o 11,59%. W przypadku wolumenu portfela FVOCI skala przyjętej zmiany była zróżnicowana w zależności od analizowanego scenariusza. Dla szoku stóp procentowych założono wzrost wolumenu portfela o 18,3%, natomiast dla szoku premii za ryzyko kredytowe emitenta – o 14,2% w wariancie szoku o 1 pp. oraz o 8,92% w wariancie szoku o 3 pp. Wyniki analizy, przedstawione jako zmiana potencjalnego ubytku kapitałów własnych względem scenariusza bazowego, zestawiono w tab. 6.

Tab. 6. Wpływ zmian wybranych parametrów na skalę potencjalnego ubytku kapitałów własnych sektora bankowego – marzec 2026 r.

Analizowany wariant	Szok stóp o 1 pp.	Szok stóp o 3 pp.	Szok premii za ryzyko o 1 pp.	Szok premii za ryzyko o 3 pp.
Scenariusz bazowy – ubytek kapitałów [mld zł]	8,3	24,8	11,3	34,0
Wzrost <i>duration</i> – zmiana ubytku [mld zł]	+0,44	+1,31	+0,6	+1,6
Wzrost wolumenu FVOCI – zmiana ubytku [mld zł]	+1,51	+4,55	+1,6	+3,0
Wzrost kapitałów własnych – zmiana ubytku w relacji do KW [pp.]	–0,3	–0,9	–0,4	–1,3

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: NBP

Wyniki analizy wskazują, że wzrost *duration* oraz wolumenu portfela FVOCI prowadziłby we wszystkich analizowanych scenariuszach do zwiększenia potencjalnego ubytku kapitałów własnych. W ramach przyjętych założeń większy wzrost ubytku występował w przypadku zwiększenia wolumenu portfela FVOCI niż w przypadku analizowanego wzrostu *duration*. Nie oznacza to jednak, że zmiana wolumenu portfela FVOCI oddziałuje na skalę potencjalnego ubytku silniej niż zmiana *duration*, ponieważ w analizie przyjęto różną skalę zmian obu parametrów. Dodatkowo wielkość zakładanego wzrostu wolumenu FVOCI różniła się pomiędzy poszczególnymi wariantami.

Odmienne charakter miało zwiększenie bazy kapitałowej sektora. Nie wpływało ono na nominalną wartość potencjalnego ubytku wynikającego ze spadku wyceny portfela obligacji, lecz sprawiało, że ten sam ubytek stanowił mniejszą część kapitałów własnych sektora. Tym samym większa baza kapitałowa

zwiększała zdolność sektora do absorpcji potencjalnych strat, przy czym efekt ten był wyraźniejszy wraz ze wzrostem skali analizowanego szoku.

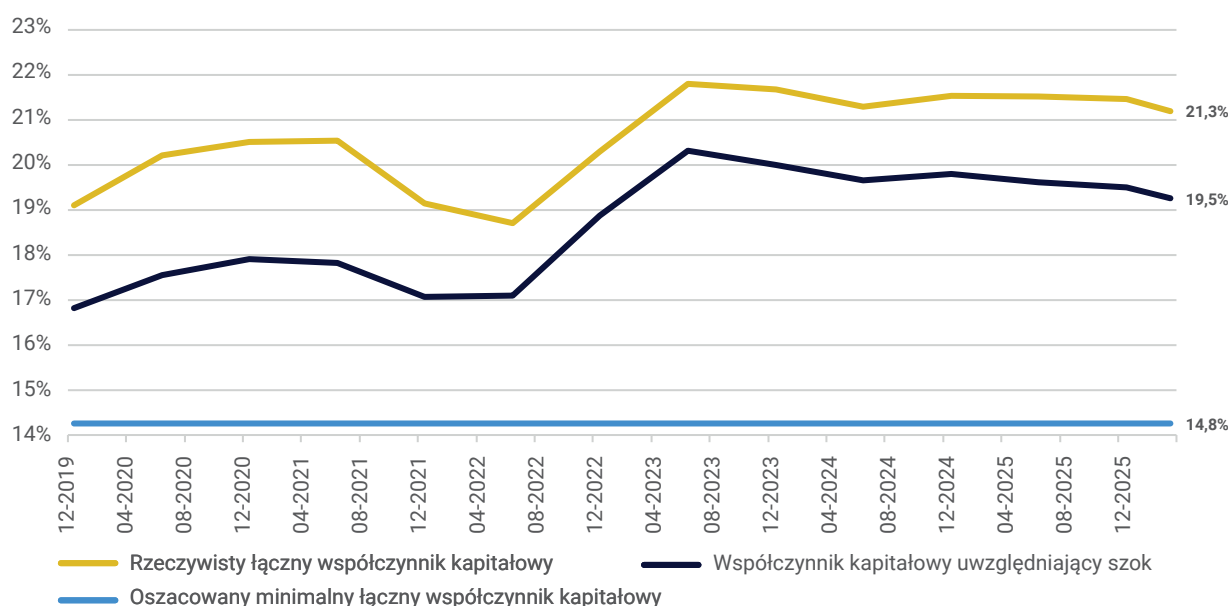
3.7. Wpływ szoków na adekwatność kapitałową sektora bankowego

Przedstawiona dotychczas analiza koncentrowała się na wpływie analizowanych szoków na wartość kapitałów własnych sektora bankowego. Kolejnym etapem oceny potencjalnych konsekwencji wzrostu rentowności obligacji jest określenie, w jakim stopniu wynikający z niego ubytek kapitałów własnych wpływa na poziom współczynników adekwatności kapitałowej. W tym celu przeanalizowano oddziaływanie wzrostu rynkowych stóp procentowych oraz wzrostu premii za ryzyko kredytowe emitenta, każdorazowo o 3 pp., na podstawowe współczynniki adekwatności kapitałowej sektora, tj. TCR, Tier I oraz CET1. Pozwala

to ocenić, w jakim stopniu pogorszenie pozycji kapitałowej sektora w wyniku materializacji takiego szoku mogłoby przełożyć się na jego zdolność do spełnienia wymogów ostrożnościowych.

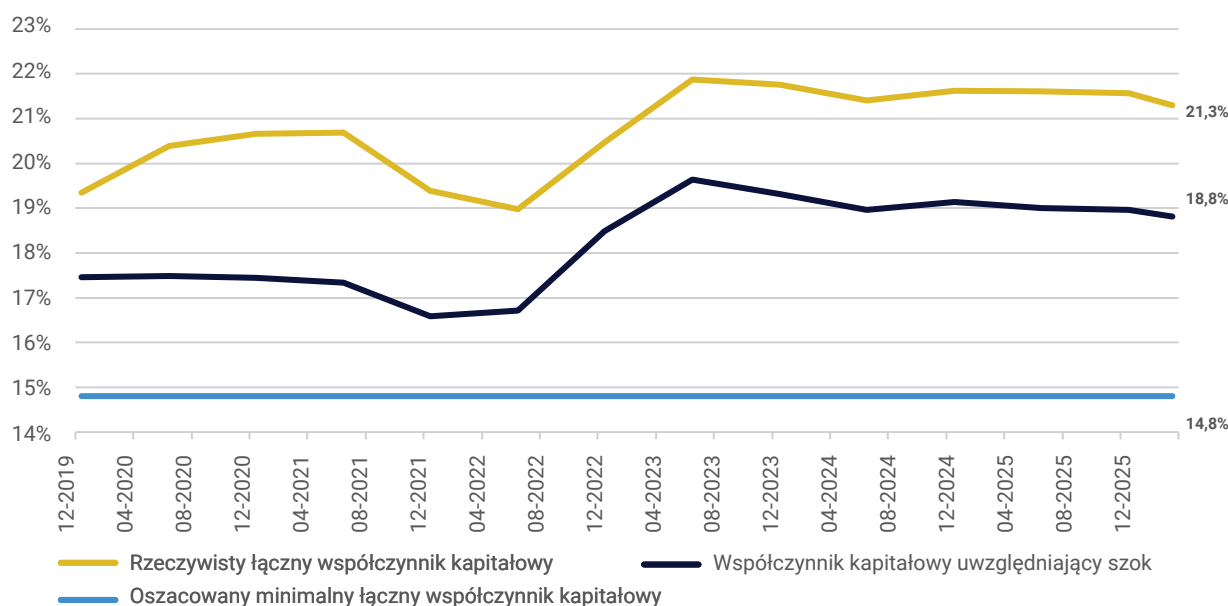
Punktem odniesienia dla analizy wpływu rozpatrywanych szoków na łączny współczynnik kapitałowy była jego wartość na koniec marca 2026 r., wynosząca 21,3%, oraz przyjęty minimalny poziom tego współczynnika (minimalny wymóg ostrożnościowy), oszacowany na 14,8%. Poziom minimalny wyznaczono

jako sumę wymogu wynikającego z Filaru I (8%), bufora zabezpieczającego (2,5%), docelowego poziomu bufora antycyklicznego przyjętego na potrzeby analizy (2%), wymogu w ramach Filaru II (P2R – 1,7%) oraz średniego bufora dla innych instytucji o znaczeniu systemowym (O-SII – 0,6%). Analogicznie wyznaczono minimalne poziomy współczynników Tier I i CET1, wynoszące odpowiednio 13,0% i 12,6%. Przyjęte poziomy minimalne pozwalają ocenić, czy po materializacji analizowanych szoków sektor nadal spełniałby założone w analizie wymogi kapitałowe.



Rys. 56. Współczynniki adekwatności kapitałowej sektora bankowego po uwzględnieniu szoków stóp procentowych w wysokości 3 pp.

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF



Rys. 57. Wpływ wzrostu premii za ryzyko kredytowe emitenta o 3 pp. na łączny współczynnik kapitałowy (TCR)

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF



Wzrost rynkowych stóp procentowych o 3 pp. prowadziłby we wszystkich analizowanych okresach do obniżenia TCR, przy czym skala tego wpływu byłaby zróżnicowana w czasie. Największe obniżenie współczynnika wystąpiłoby w czerwcu 2021 r. i wyniosłoby 2,5 pp., natomiast najmniejsze – 1,3 pp. – w grudniu 2022 r. Według stanu na koniec marca 2026 r. TCR obniżyłby się z 21,3% do 19,5%, a więc o 1,8 pp. Pomimo tego pozostawałby powyżej przyjętego minimalnego poziomu 14,8%, a nadwyżka ponad tym poziomem wynosiłaby 4,7 pp.

Silniejsze oddziaływanie na TCR wystąpiłoby w przypadku wzrostu premii za ryzyko kredytowe emitenta o 3 pp. Wynika to z objęcia szokiem szerszej części portfela obligacji FVOCI, co prowadziłoby do większego ubytku kapitałów własnych niż w przypadku szoku stóp procentowych. Według stanu na koniec marca

2026 r. TCR obniżyłby się z 21,3% do 18,8%, a więc o 2,5 pp. Pomimo większej skali oddziaływania również w tym scenariuszu TCR pozostawałby powyżej przyjętego minimalnego poziomu 14,8%, a nadwyżka ponad tym poziomem wynosiłaby 4,0 pp.

Porównanie obu scenariuszy wskazuje, że wzrost premii za ryzyko kredytowe emitenta prowadziłby do silniejszego obniżenia TCR niż analogiczny wzrost rynkowych stóp procentowych. Według stanu na koniec marca 2026 r. w przypadku szoku premii za ryzyko kredytowe emitenta TCR obniżyłby się do 18,8%, wobec 19,5% w przypadku szoku stóp procentowych. Różnica w skali spadku współczynnika wynosiłaby zatem 0,7 pp. Analogicznej ocenie poddano również współczynniki Tier I i CET1, a wyniki dla wszystkich trzech miar adekwatności kapitałowej zestawiono w tab. 7.

Tab. 7. Wpływ wzrostu rynkowych stóp procentowych i premii za ryzyko kredytowe emitenta o 3 pp. na współczynniki adekwatności kapitałowej sektora bankowego – marzec 2026 r.

Analizowana miara	TCR	Tier I	CET1
Wartość bazowa [%]	21,3	19,8	19,4
Przyjęty poziom minimalny [%]	14,8	13,0	12,6
Szok stóp procentowych o 3 pp.			
Wartość po szoku [%]	19,5	18,0	17,6
Spadek [pp.]	-1,8	-1,8	-1,8
Nadwyżka nad minimum [pp.]	4,7	5,0	5,0
Szok premii za ryzyko kredytowe emitenta o 3 pp.			
Wartość po szoku [%]	18,8	17,3	17,0
Spadek [pp.]	-2,5	-2,5	-2,5
Nadwyżka nad minimum [pp.]	4,0	4,3	4,4

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF

Zestawienie wyników wskazuje, że różnica w sile oddziaływania obu rodzajów szoku obserwowana w przypadku TCR występuje również dla współczynników Tier I i CET1. Wzrost rynkowych stóp procentowych o 3 pp. prowadziłby do obniżenia wszystkich trzech współczynników o ok. 1,8 pp., podczas gdy wzrost premii za ryzyko kredytowe emitenta o tej samej skali skutkowałby ich spadkiem o ok. 2,5 pp. Silniejsze oddziaływanie szoku premii za ryzyko kredytowe emitenta odzwierciedla większy ubytek kapitałów własnych wynikający z objęcia tym szokiem szerszej części portfela FVOCI.

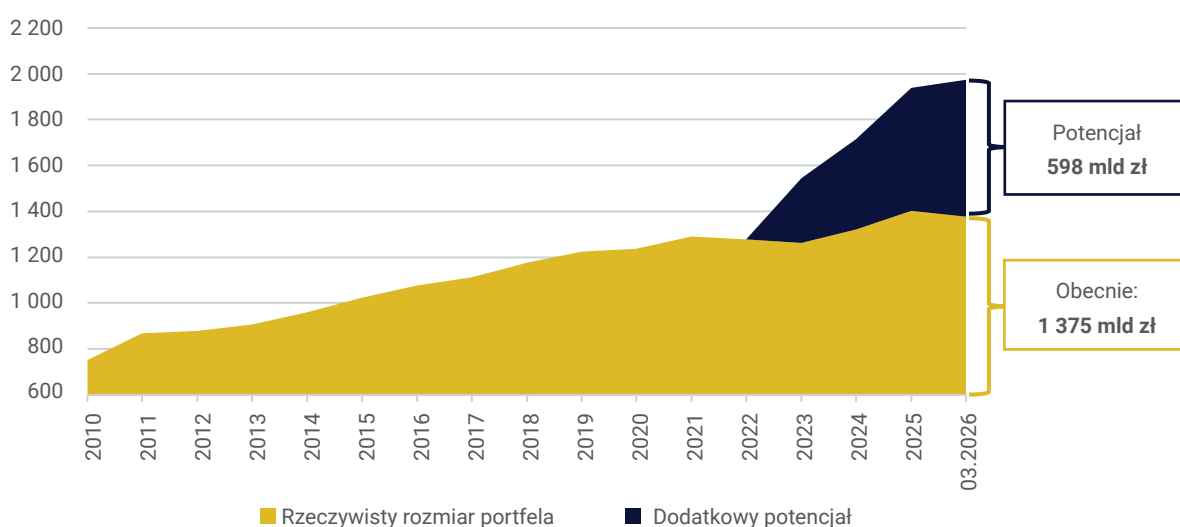
Pomimo pogorszenia adekwatności kapitałowej żaden z analizowanych scenariuszy nie prowadziłby do obniżenia TCR, Tier I ani CET1 poniżej minimalnych poziomów przyjętych na potrzeby analizy. W przypadku silniejszego szoku premii za ryzyko kredytowe emitenta nadwyżka ponad tymi poziomami wynosiłaby na koniec marca 2026 r. odpowiednio 4,0 pp. dla TCR, 4,3 pp. dla Tier I oraz 4,4 pp. dla CET1. Oznacza to, że nawet w scenariuszu silniejszego wzrostu premii za ryzyko kredytowe emitenta sektor bankowy zachowałby zdolność do spełniania przyjętych wymogów kapitałowych, choć dysponowałby mniejszą nadwyżką ponad przyjętymi poziomami minimalnymi niż w przypadku szoku stóp procentowych.

3.8. Konsekwencje dla potencjału akcji kredytowej i ocena ryzyka systemowego

Ograniczenie nadwyżki kapitałowej sektora w wyniku materializacji analizowanych szoków może mieć konsekwencje wykraczające poza obniżenie wartości kapitałów własnych i wynikające z niego pogorszenie współczynników adekwatności kapitałowej. Mniejsza nadwyżka kapitałowa ponad przyjęte minimalne poziomy oznacza bowiem ograniczenie przestrzeni sektora bankowego do dalszego zwiększania finansowania gospodarki. Dlatego w kolejnym etapie analizy oceniono, w jakim stopniu analizowane wcześniej szoki – wzrost rynkowych stóp procentowych oraz wzrost premii za ryzyko kredytowe emitenta, w obu

przypadkach o 3 pp. – mogłyby wpłynąć na potencjał sektora bankowego do prowadzenia akcji kredytowej.

Punktem odniesienia dla tej części analizy jest potencjał kredytowy sektora bankowego oszacowany w warunkach bazowych, na podstawie jego rzeczywistej sytuacji na koniec I kwartału 2026 r. Wartość portfela kredytowego wynosiła wówczas 1 375 mld zł, natomiast przy zachowaniu przyjętych wymogów kapitałowych istniała możliwość jego dalszego zwiększenia o 598,1 mld zł. Oznacza to, że poziom kapitałów własnych sektora bankowego na koniec I kwartału 2026 r. pozostawiał przestrzeń do zwiększenia akcji kredytowej o 43,5% względem ówczesnej wartości portfela kredytowego.

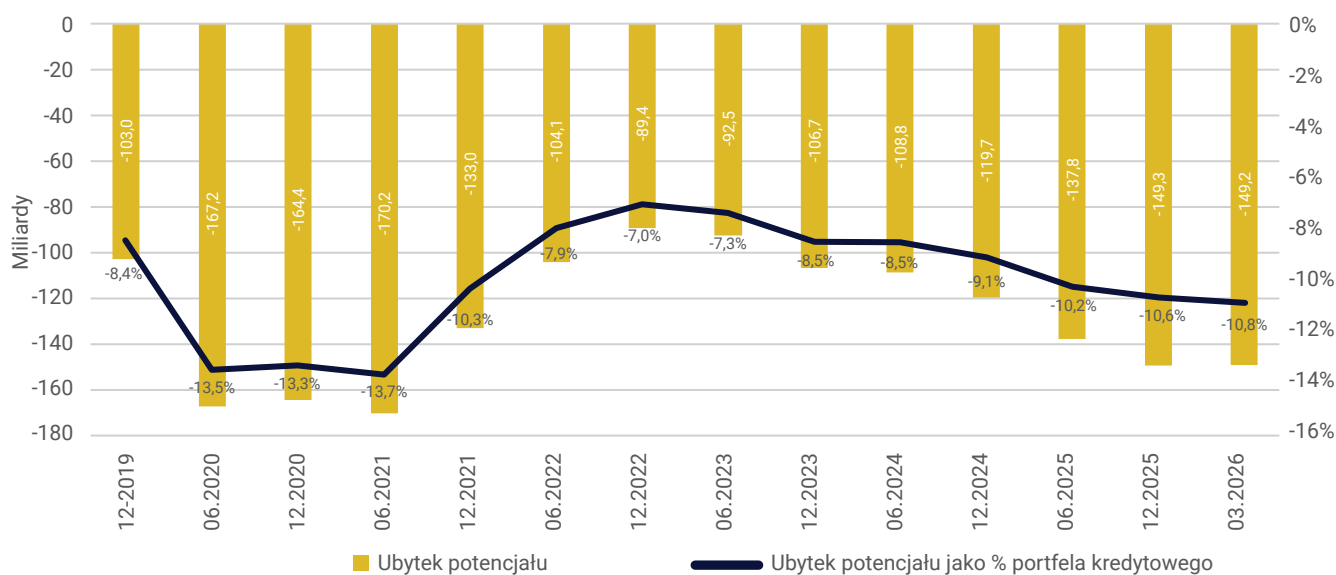


Rys. 58. Dodatkowy potencjał sektora bankowego do finansowania gospodarki – stan na I kw. 2026 r. [zł]

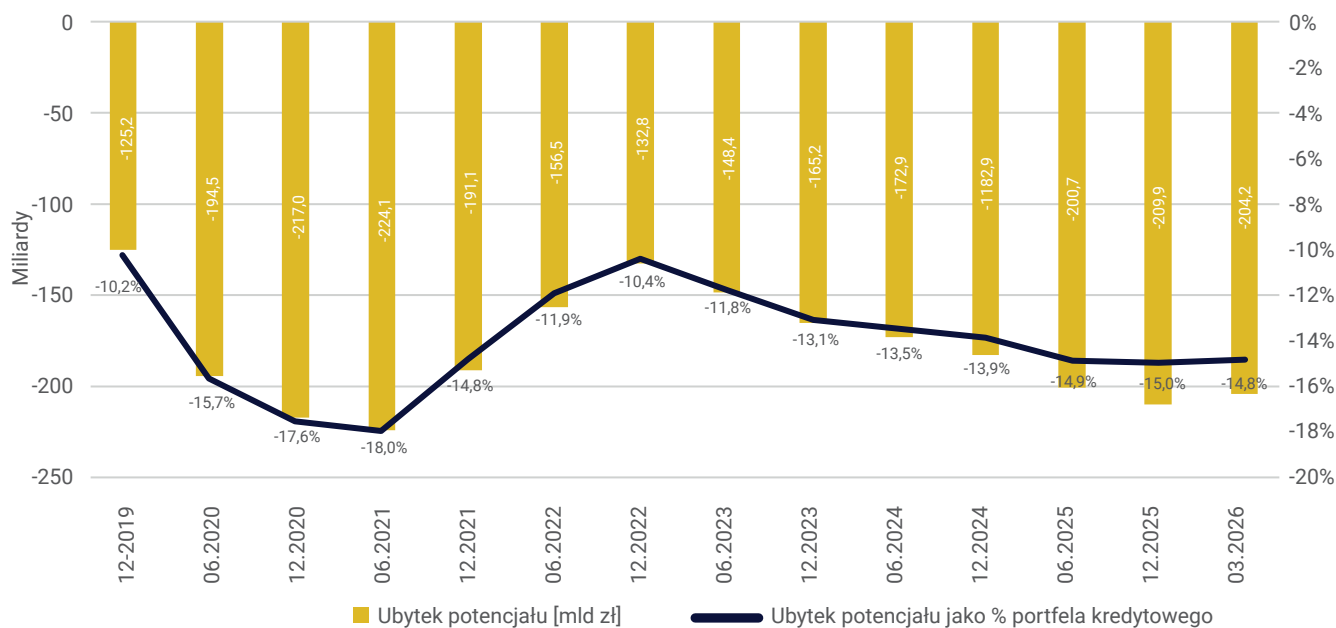
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF

Materializacja szoku stóp procentowych o 3 pp. prowadziłaby do ograniczenia potencjału sektora bankowego do dalszego zwiększania akcji kredytowej, przy czym skala tego wpływu byłaby zróżnicowana w czasie wraz ze zmianami wrażliwości kapitałów własnych na analizowany szok. Największy ubytek potencjału wystąpiłby w czerwcu 2021 r. i wyniósłby 170,2 mld zł, co odpowiadałoby 13,7% ówczesnej wartości portfela kredytowego. Do końca 2022 r. ubytek zmniejszyłby się do 89,4 mld zł, tj. 7,0% wartości portfela kredytowego, po czym ponownie zacząłby wzrastać. Według stanu na koniec marca 2026 r. analizowany szok ograniczyłby dodatkowy potencjał akcji kredytowej o 149,2 mld zł, czyli o 24,9% względem poziomu oszacowanego w warunkach bazowych. Ubytek ten odpowiadałby jednocześnie 10,8% wartości portfela kredytowego sektora, a pozostały potencjał zwiększenia akcji kredytowej wynosiłby ok. 449 mld zł.

Wpływ wzrostu premii za ryzyko kredytowe emitenta o 3 pp. na potencjał akcji kredytowej byłby silniejszy niż w przypadku analogicznego wzrostu rynkowych stóp procentowych. Największe ograniczenie potencjału również w tym scenariuszu przypadałoby na czerwiec 2021 r. i wyniosłoby 224,1 mld zł, czyli 18,0% ówczesnej wartości portfela kredytowego. Do końca 2022 r. ubytek zmniejszyłby się do 132,8 mld zł, po czym ponownie zacząłby wzrastać. Według stanu na koniec marca 2026 r. wzrost premii za ryzyko kredytowe emitenta o 3 pp. ograniczyłby dodatkowy potencjał akcji kredytowej o 204,2 mld zł, tj. o 34,1% względem potencjału oszacowanego w warunkach bazowych. Ubytek ten odpowiadałby 14,8% wartości portfela kredytowego sektora, a pozostały potencjał zwiększenia akcji kredytowej wynosiłby ok. 394 mld zł.

**Rys. 59.** Ubytek potencjału akcji kredytowej w reakcji na szok stóp procentowych w wysokości 3 pp.

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF

**Rys. 60.** Ubytek potencjału akcji kredytowej w reakcji na szok premii za ryzyko kredytowe emitenta w wysokości 3 pp.

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: KNF

Porównanie obu scenariuszy potwierdza silniejsze oddziaływanie wzrostu premii za ryzyko kredytowe emitenta na potencjał sektora do finansowania gospodarki. Według stanu na koniec marca 2026 r. wzrost premii za ryzyko kredytowe emitenta o 3 pp. ograniczyłby dodatkowy potencjał akcji kredytowej o 204,2 mld zł, wobec 149,2 mld zł w przypadku wzrostu rynkowych stóp procentowych o tej samej skali. Różnica pomiędzy oboma scenariuszami wyniosłaby zatem 55,0 mld zł, czyli 9,2 pp. bazowego potencjału kredytowego sektora. Silniejsze ograniczenie

potencjału akcji kredytowej w scenariuszu wzrostu premii za ryzyko kredytowe emitenta wynika z większego ubytku kapitałów własnych i silniejszego pogorszenia współczynników adekwatności kapitałowej, wykazanych w poprzednich częściach analizy.

Przeprowadzona analiza wskazuje, że znaczna ekspozycja sektora bankowego na skarbowe papiery wartościowe stanowi istotny kanał transmisji zmian zachodzących na rynku długu publicznego do sytuacji kapitałowej banków. Wzrost rentowności obligacji

skarbowych, prowadząc do spadku wyceny instrumentów klasyfikowanych jako FVOCI, może obniżyć wartość kapitałów własnych sektora, przy czym skala tego oddziaływania zależy od źródła i wielkości szoku oraz wartości, struktury i *duration* portfela. Zaznaczyć przy tym należy, że silniejsze oddziaływanie wystąpiłoby w przypadku wzrostu premii za ryzyko kredytowe emitenta niż w przypadku analogicznego wzrostu rynkowych stóp procentowych.

Materializacja analizowanych szoków nie prowadziłaby jednak do naruszenia przyjętych minimalnych poziomów TCR, Tier I i CET1 ani do wyczerpania potencjału sektora do dalszego finansowania gospodarki. Nawet w przypadku silniejszego z analizowanych scenariuszy, tj. wzrostu premii za ryzyko kredytowe emitenta o 3 pp., sektor zachowałby ok. 394 mld zł przestrzeni do dalszego zwiększania akcji kredytowej. Analizowane szoki prowadziłyby zatem do pogorszenia pozycji kapitałowej sektora i ograniczenia jego zdolności do zwiększania finansowania gospodarki, jednak skala tych efektów nie wskazuje na wyczerpanie istniejących buforów kapitałowych i potencjału kredytowego.

Otrzymane wyniki wskazują zatem, że przy obecnej skali ekspozycji sektora bankowego na skarbowe papiery wartościowe oraz jego aktualnej pozycji kapitałowej analizowany kanał bilansowy sprzężenia fiskalno-bankowego nie stanowi bezpośredniego zagrożenia dla stabilności polskiego sektora bankowego. Otrzymane wyniki potwierdzają jednak istnienie mechanizmu, w ramach którego pogorszenie sytuacji na rynku długu publicznego może, za pośrednictwem wyceny aktywów i sytuacji kapitałowej banków, ograniczać ich możliwości finansowania gospodarki. Mechanizm ten mógłby nabrać większego znaczenia w warunkach jednoczesnego pogorszenia sytuacji finansów publicznych i koniunktury gospodarczej, prowadząc do wzmocnienia wzajemnych zależności pomiędzy sektorem publicznym, sektorem bankowym i gospodarką realną.

3.9. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze

7. Jakie mechanizmy prowadzą do procyklicznego sprzężenia kryzysu fiskalnego i destabilizacji sektora bankowego?

Sprzężenie fiskalno-bankowe polega na wzajemnym przenoszeniu się negatywnych impulsów między finansami publicznymi, sektorem bankowym i gospodarką realną. W Polsce podstawowe znaczenie ma kanał bilansowy, wynikający

z dużego udziału skarbowych papierów wartościowych w aktywach banków.

Pogorszenie sytuacji fiskalnej, wzrost deficytu i długu albo obniżenie wiarygodności kredytowej państwa mogą prowadzić do wzrostu rentowności obligacji skarbowych. Wzrost rentowności oznacza spadek wartości rynkowej wcześniej wyemitowanych papierów. W przypadku obligacji wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody, określanych skrótem FVOCI, spadek wyceny obniża bezpośrednio kapitały własne banków. W przypadku instrumentów wycenianych przez wynik finansowy straty wpływają natomiast na rachunek zysków i strat.

Ubytek kapitałów powoduje *spadek* współczynników adekwatności kapitałowej i ograniczenie nadwyżki ponad wymaganiami ostrożnościowymi. Banki mogą wówczas zmniejszać akcję kredytową, zaostrzać kryteria udzielania kredytów lub podnosić ich oprocentowanie. Osłabienie finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych ogranicza inwestycje, konsumpcję oraz tempo wzrostu gospodarczego.

Spowolnienie gospodarki ponownie pogarsza stan finansów publicznych: obniża dochody podatkowe i zwiększa wydatki związane z działaniem automatycznych stabilizatorów. Prowadzi to do wzrostu deficytu i potrzeb pożyczkowych państwa, zwiększenia emisji obligacji oraz możliwego dalszego wzrostu premii za ryzyko. Powstaje w ten sposób samowzmacniająca się sekwencja: pogorszenie sytuacji fiskalnej obniża wartość portfeli banków, osłabienie banków ogranicza kredytowanie, a słabsza gospodarka ponownie pogarsza sytuację budżetową.

Odpowiadając na pierwsze pytanie, należy zatem stwierdzić, że procykliczne sprzężenie powstaje przede wszystkim przez połączenie wysokiej ekspozycji banków na dług państwa, rynkowej wyceny części portfela obligacji oraz zależności podaży kredytu od sytuacji kapitałowej banków. Największe ryzyko występuje wówczas, gdy wzrost rentowności obligacji zbiega się ze spowolnieniem gospodarczym i wzrostem potrzeb pożyczkowych państwa.

8. Jak wzrost rentowności obligacji Skarbu Państwa wpływa na wycenę portfeli obligacyjnych banków oraz poziom ich kapitałów własnych?

Wpływ wzrostu rentowności zależy od źródła szoku, wartości i struktury portfela obligacji, sposobu jego wyceny oraz *duration*, czyli miary



wrażliwości ceny obligacji na zmianę rentowności. Wzrost rynkowych stóp procentowych oddziałuje przede wszystkim na obligacje stałokuponowe. Wzrost premii za ryzyko kredytowe państwa obejmuje natomiast zarówno obligacje stało-, jak i zmiennokuponowe, dlatego jego skutki są silniejsze.

Mechanizm ten ujawnił się w latach 2021–2022. Rentowność dziesięcioletnich obligacji Skarbu Państwa wzrosła wówczas z 1,16% do 8,39%. Ujemny wpływ zmian wyceny instrumentów dłużnych na kapitały banków osiągnął w październiku 2022 r. 38,7 mld zł, a łączny współczynnik kapitałowy obniżył się z 20,7% do około 18,3%. Spadek nie był trwały – już pod koniec 2022 r. współczynnik ponownie wzrósł do 20,5%.

Podobny mechanizm wystąpił w marcu 2026 r. Wzrost rentowności dziesięcioletnich obligacji o 0,97 pkt proc. spowodował pogorszenie wpływu ich wyceny na kapitały banków z dodatnich 2,23 mld zł do ujemnych 5,17 mld zł. Oznaczało to zmianę o 7,4 mld zł w ciągu jednego miesiąca. Pokazuje to, że przy dużej wartości portfela nawet relatywnie niewielka zmiana rentowności może istotnie oddziaływać na kapitały.

Według analizy scenariuszowej, przy stanie portfela z marca 2026 r. wzrost rynkowych stóp procentowych o 1 pkt proc. obniżyłby kapitały własne o około 8,3 mld zł, czyli o 3%. Analogiczny wzrost premii za ryzyko państwa zmniejszyłby je o 11,3 mld zł, czyli o 4,1%. W przypadku szoku wynoszącego 3 pkt proc. ubytek kapitałów wyniósłby odpowiednio 24,8 mld zł, czyli 9,1%, oraz 34 mld zł, czyli 12,4%.

Skala strat rośnie przede wszystkim wraz ze wzrostem wartości portfela obligacji wycenianych rynkowo oraz jego *duration*. Z kolei wzrost bazy kapitałowej nie zmniejsza nominalnej wartości straty, lecz ogranicza jej znaczenie w relacji do kapitałów banków. Spadek udziału instrumentów FVOCI w portfelu częściowo zmniejszył jego wrażliwość, jednak nominalna wartość tych instrumentów nadal rośnie, dlatego kanał bilansowy pozostaje istotny.

Odpowiadając na drugie pytanie, należy stwierdzić, że wzrost rentowności prowadzi do spadku wartości rynkowej obligacji, obniżenia kapitałów własnych i pogorszenia współczynników kapitałowych. Silniejsze konsekwencje wywołuje wzrost premii za ryzyko państwa niż analogiczny wzrost rynkowych stóp procentowych, ponieważ obejmuje większą część portfela banków.

9. Czy możliwe jest zidentyfikowanie progów ryzyka, po których przekroczeniu sprzężenie fiskalno-bankowe nabiera charakteru systemowego?

Nie można wskazać jednego, uniwersalnego poziomu rentowności, którego przekroczenie automatycznie wywołuje kryzys systemowy. Próg ryzyka zależy jednocześnie od wielkości szoku, jego źródła, wartości portfela obligacji, udziału instrumentów wycenianych rynkowo, *duration* oraz początkowej wielkości kapitałów i buforów ostrożnościowych banków.

Za praktyczny próg ostrzegawczy można uznać sytuację, w której straty z wyceny zaczynają prowadzić do zbliżania się współczynników kapitałowych do wymaganych poziomów minimalnych i wymuszają ograniczenie akcji kredytowej. W analizie przyjęto minimalny poziom łącznego współczynnika kapitałowego na poziomie 14,8%, Tier I na poziomie 13%, a CET1 na poziomie 12,6%.

Przeprowadzone symulacje nie wskazują, aby badane szoki prowadziły obecnie do przekroczenia tych progów. Przy wzroście stóp procentowych o 3 pkt proc. łączny współczynnik kapitałowy obniżyłby się z 21,3% do 19,49%. Silniejszy szok premii za ryzyko państwa zmniejszyłby współczynniki kapitałowe w większym stopniu, jednak również pozostałyby one powyżej przyjętych minimów. Oznacza to, że sektor zachowałby zdolność do absorpcji strat.

Szoki wyraźnie ograniczyłyby jednak potencjał kredytowy banków. W warunkach bazowych dodatkowa przestrzeń do zwiększenia akcji kredytowej została oszacowana na około 598 mld zł. Szok stóp procentowych o 3 pkt proc. ograniczyłby ją o 149,2 mld zł, czyli o 24,9%, natomiast analogiczny wzrost premii za ryzyko państwa – o 204,2 mld zł, czyli o 34,1%. Banki nadal mogłyby zwiększać finansowanie gospodarki, ale ich zdolność kredytowa byłaby istotnie mniejsza.

Odpowiadając na trzecie pytanie, należy stwierdzić, że przy obecnej pozycji kapitałowej banków analizowany kanał bilansowy nie stanowi bezpośredniego zagrożenia systemowego. Możliwe jest jednak wskazanie warunków, po których spełnieniu ryzyko nabrałoby takiego charakteru: silnego wzrostu premii za ryzyko państwa, dalszego zwiększania portfela obligacji, wzrostu jego *duration*, zmniejszenia buforów kapitałowych oraz jednoczesnego pogorszenia koniunktury. Charakter systemowy pojawiłby się więc nie po przekroczeniu jednego poziomu rentowności, lecz w wyniku kumulacji strat z wyceny, osłabienia kapitałów i wymuszonego ograniczenia finansowania gospodarki.

ROZDZIAŁ 4. WRAŻLIWOŚĆ SYSTEMU NA SZOKI ZEWNĘTRZNE

4.1. Wprowadzenie

Historia współczesnych kryzysów pokazuje, że źródłem zagrożeń dla stabilności sektora bankowego mogą być zarówno szoki geopolityczne, energetyczne i finansowe, jak również decyzje podejmowane w ramach krajowej polityki gospodarczej. Z tego względu ocena odporności sektora bankowego wymaga analizy różnych, często skrajnych, lecz ekonomicznie spójnych scenariuszy rozwoju wydarzeń.

Celem niniejszego rozdziału jest ocena wrażliwości finansów publicznych oraz sektora bankowego na wybrane szoki zewnętrzne, przeprowadzona na podstawie analiz warunkowych (*ceteris paribus*) i hipotetycznych scenariuszy stresowych. W odróżnieniu od analiz przedstawionych w rozdziale 3, opartych na badaniu wpływu określonych szoków na podstawie danych historycznych, w niniejszym rozdziale zastosowano podejście scenariuszowe, polegające na konstruowaniu hipotetycznych ścieżek rozwoju zdarzeń i ocenie ich potencjalnych konsekwencji. Analiza służy identyfikacji potencjalnych źródeł ryzyka oraz ocenie możliwych skutków materializacji wybranych szoków gospodarczych, geopolitycznych i fiskalnych dla finansów publicznych i krajowego sektora bankowego.

Realizacja powyższego celu zostanie osiągnięta przez udzielenie odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

10. Jak wrażliwe są finanse publiczne i sektor bankowy na wzrost rentowności obligacji skarbowych?
11. Jakie skutki dla kosztów obsługi długu publicznego oraz stabilności sektora bankowego mogą mieć zmiany ratingów kredytowych Polski?
12. W jaki sposób osłabienie kursu złotego wpływa na sytuację fiskalną państwa oraz bilanse sektora bankowego?
13. Które kanały transmisji szoków zewnętrznych stanowią największe zagrożenie dla stabilności systemowej oraz w jakich warunkach ich oddziaływanie ulega wzmocnieniu?

Analiza scenariuszowa stanowi jedno z podstawowych narzędzi wykorzystywanych przez banki centralne, organy nadzoru finansowego oraz instytucje międzynarodowe do oceny odporności sektora finansowego na zdarzenia o niskim prawdopodobieństwie, lecz

potencjalnie bardzo wysokich kosztach ekonomicznych. Jej celem nie jest przewidywanie przyszłości ani ocena prawdopodobieństwa wystąpienia określonych zjawisk, lecz zbadanie, jak zachowywałyby się banki oraz cała gospodarka w przypadku materializacji określonych rodzajów ryzyka. Z tego względu scenariusze stresowe opisują sytuacje bardziej pesymistyczne niż ścieżka bazowa wykorzystywana w standardowych prognozach makroekonomicznych. Każdy z przedstawionych scenariuszy przedstawia hipotetyczny, lecz ekonomicznie spójny przebieg kryzysu, służący wyeksponowaniu określonych mechanizmów transmisji ryzyka do sektora bankowego oraz całej gospodarki. W praktyce rzeczywiste kryzysy bardzo rzadko przebiegają zgodnie z jednym, jasno zdefiniowanym scenariuszem i zwykle stanowią kombinację kilku jednocześnie występujących szoków, których wzajemne oddziaływanie może prowadzić do efektów silniejszych niż suma poszczególnych czynników.

Przy konstrukcji scenariuszy przyjęto założenie, że każdy z nich eksponuje inny dominujący mechanizm transmisji ryzyka, choć w praktyce poszczególne kanały oddziaływania często współwystępują. Dzięki temu możliwe jest oddzielenie wpływu poszczególnych czynników na sytuację sektora bankowego oraz ocena względnego znaczenia poszczególnych źródeł ryzyka. Takie podejście pozwala również na przeprowadzenie bardziej przejrzystych analiz wrażliwości oraz ocenę odporności sektora bankowego na różne rodzaje szoków.

4.2. Założenia metodyczne analizy scenariuszowej

We wszystkich analizowanych scenariuszach zastosowano jednolitą metodykę oceny wpływu hipotetycznych szoków na sektor bankowy, gospodarkę oraz finanse publiczne. Jej zastosowanie umożliwia porównanie konsekwencji różnych rodzajów kryzysów przy zachowaniu wspólnych zasad modelowania i prezentacji wyników. Analiza nie stanowi kompleksowego testu warunków skrajnych sektora bankowego, lecz koncentruje się na wybranych mechanizmach transmisji istotnych z punktu widzenia powiązań pomiędzy sytuacją finansów publicznych, rynkiem skarbowych papierów wartościowych, sektorem bankowym i gospodarką realną.

W części dotyczącej sektora bankowego zakres modelowania ilościowego został ograniczony do skutków zmian rentowności skarbowych papierów wartościowych oraz zwiększonego zaangażowania banków w finansowanie długu publicznego. Pozostałe konsekwencje analizowanych szoków, które mogą oddziaływać na sytuację banków, uwzględniono



jakościowo. Rozróżnienie to jest istotne dla interpretacji wyników, ponieważ przedstawiane w dalszej części rozdziału wartości liczbowe nie obejmują pełnego

wpływu poszczególnych kryzysów na sytuację sektora bankowego. Zakres obu części analizy przedstawiono w tab. 8.

Tab. 8. Zakres analizy wpływu scenariuszy na sektor bankowy

Obszar oddziaływania	Sposób uwzględnienia	Zakres analizy
Wycena portfela skarbowych papierów wartościowych	ilościowo	wpływ zmian bazowej krzywej stóp procentowych oraz premii za ryzyko Polski
Fundusze własne	ilościowo	wpływ zmian wartości portfela skarbowych papierów wartościowych
Współczynniki kapitałowe	ilościowo	wpływ zmian funduszy własnych na współczynniki kapitałowe sektora
Potencjał sektora bankowego do finansowania gospodarki	ilościowo	wpływ zmian sytuacji kapitałowej oraz zwiększonego zaangażowania banków w finansowanie długu publicznego
Wynik odsetkowy	jakościowo	potencjalny wpływ zmian stóp procentowych na oprocentowanie aktywów i koszty finansowania
Jakość portfela kredytowego i oczekiwane straty kredytowe	jakościowo	potencjalny wpływ pogorszenia sytuacji kredytobiorców na jakość kredytów, ryzyko kredytowe i odpisy
Koszty finansowania, koszty operacyjne i płynność	jakościowo	pozostałe potencjalne skutki analizowanych szoków dla sytuacji banków
Pozostałe elementy rachunku zysków i strat	jakościowo	skutki nieuwzględnione w modelowaniu ilościowym

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Przedstawione rozróżnienie wyznacza zakres interpretacji wyników analizy scenariuszowej. Wyniki ilościowe odnoszą się do wpływu analizowanych szoków na wycenę portfela skarbowych papierów wartościowych, fundusze własne i współczynniki kapitałowe sektora bankowego oraz jego potencjał do finansowania gospodarki. Nie obejmują natomiast pełnego wpływu poszczególnych scenariuszy na sytuację banków, w szczególności poprzez wynik odsetkowy, jakość portfela kredytowego, koszty finansowania i działalności operacyjnej oraz płynność. Skutki te są uwzględniane w dalszej analizie jakościowej.

Ilościowa ocena wpływu analizowanych scenariuszy na sektor bankowy opiera się na trzech podstawowych kanałach transmisji, przyjętych wspólnie dla wszystkich sześciu scenariuszy: zmianie bazowej krzywej stóp procentowych, zmianie premii za ryzyko Polski oraz wzroście potrzeb pożyczkowych państwa i związanej z nim dodatkowej absorpcji skarbowych papierów wartościowych przez banki. Kanały te różnią się źródłem szoku oraz sposobem oddziaływania na sytuację sektora bankowego, dlatego ich mechanizmy przedstawiono odrębnie w tab. 9.

Tab. 9. Podstawowe kanały transmisji analizowanych szoków do sektora bankowego

Kanał transmisji	Źródło zmiany	Mechanizm oddziaływania	Skutek uwzględniany w analizie
Zmiana bazowej krzywej stóp procentowych	głównie reakcja polityki pieniężnej NBP na zmiany warunków makroekonomicznych	zmiana wartości przede wszystkim obligacji stałokuponowych; słabszy wpływ na obligacje zmiennokuponowe	wycena SPW → fundusze własne → współczynniki kapitałowe → potencjał finansowania gospodarki
Zmiana premii za ryzyko Polski	zmiana postrzegania ryzyka Polski przez inwestorów, m.in. wskutek czynników geopolitycznych, fiskalnych i gospodarczych	zmiana wartości całego analizowanego portfela SPW wycenianego FVOCI, niezależnie od rodzaju kuponu	wycena SPW → fundusze własne → współczynniki kapitałowe → potencjał finansowania gospodarki
Wzrost potrzeb pożyczkowych państwa i absorpcji SPW przez banki	wzrost potrzeb pożyczkowych państwa i podaży długu publicznego w postaci instrumentów dłużnych	wzrost udziału SPW w aktywach banków i ograniczenie przestrzeni bilansowej na finansowanie sektora prywatnego	ograniczenie potencjału finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz wzmocnienie powiązań fiskalno-bankowych

Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

W modelu przyjęto, że łączna zmiana rentowności obligacji skarbowych stanowi sumę zmiany bazowej krzywej stóp procentowych oraz zmiany premii za ryzyko Polski. Wpływ obu czynników jest jednak szacowany odrębnie, co pozwala rozdzielić efekt zmian stóp procentowych, oddziałujących przede wszystkim na portfel obligacji stałokuponowych, od efektu zmian premii za ryzyko, obejmującego cały analizowany portfel obligacji skarbowych wycenianych według wartości godziwej przez inne całkowite dochody. Wzrost potrzeb pożyczkowych państwa i dodatkowej absorpcji SPW przez banki nie wpływa natomiast w modelu bezpośrednio na rentowność obligacji, lecz oddziałuje na strukturę aktywów banków i ich potencjał do finansowania gospodarki. Na tej podstawie określany jest łączny wpływ analizowanego

scenariusza na fundusze własne, współczynniki kapitałowe oraz potencjał sektora bankowego do finansowania gospodarki.

Ocena wpływu analizowanych scenariuszy na gospodarkę i sytuację fiskalną również została oparta na wspólnej dla wszystkich sześciu scenariuszy strukturze kanałów transmisji. Wyróżniono trzy podstawowe kanały: makroekonomiczny, finansowy oraz fiskalno-bankowy. Pozwala to nie tylko oszacować łączny wpływ poszczególnych scenariuszy na PKB, lecz także wskazać, za pośrednictwem jakich mechanizmów analizowany szok oddziałuje na gospodarkę. Zakres poszczególnych kanałów oraz uwzględnione w nich mechanizmy przedstawiono w tab. 10.

**Tab. 10.** Podstawowe kanały transmisji analizowanych szoków do gospodarki

Kanał transmisji	Źródło zmiany	Mechanizm oddziaływania	Skutek uwzględniany w analizie
Kanał makroekonomiczny	zmiany konsumpcji prywatnej, inwestycji przedsiębiorstw i eksportu wynikające z charakteru danego szoku	bezpośrednie oddziaływanie zmian poszczególnych komponentów popytu na aktywność gospodarczą	zmiana PKB względem ścieżki bazowej
Kanał finansowy	zmiany bazowej krzywej stóp procentowych, premii za ryzyko Polski oraz kursu walutowego	zmiana warunków finansowania i konkurencyjności cenowej wpływająca na inwestycje przedsiębiorstw i eksport	zmiana PKB względem ścieżki bazowej
Kanał fiskalno-bankowy	wzrost potrzeb pożyczkowych państwa i dodatkowej absorpcji SPW przez banki	wypieranie finansowania sektora prywatnego oraz ograniczenie potencjału banków do finansowania gospodarki	zmiana PKB poprzez ograniczenie inwestycji i podaży kredytu

Źródło: opracowanie własne Zespołu SGH

Ocena łącznego wpływu poszczególnych scenariuszy na PKB została przeprowadzona poprzez połączenie efektów wynikających z trzech wskazanych kanałów transmisji. W kanale makroekonomicznym wykorzystano bezpośrednio zmiany konsumpcji prywatnej, inwestycji przedsiębiorstw i eksportu przyjęte w poszczególnych scenariuszach. W kanale finansowym zastosowano ekspercko dobrane elastyczności opisujące reakcję inwestycji przedsiębiorstw na zmianę kosztu kapitału oraz reakcję eksportu na zmianę kursu złotego. Kanał fiskalno-bankowy uwzględnia natomiast efekt wypierania finansowania sektora prywatnego wskutek zwiększonej absorpcji SPW przez banki oraz wpływ ograniczenia ich potencjału do finansowania gospodarki poprzez kanał podaży kredytu. Przyjęte elastyczności mają charakter modelowy i są jednakowe dla wszystkich sześciu scenariuszy, co zapewnia porównywalność uzyskanych wyników.

Dla wszystkich sześciu scenariuszy przyjęto wspólny, pięcioletni horyzont analizy. W celu określenia średniookresowych skutków analizowanych szoków zastosowano ścieżkę dostosowawczą typu U, zakładającą stopniowe wygasanie ich wpływu na gospodarkę. Stanowi ona wariant pośredni pomiędzy ścieżką V, oznaczającą relatywnie szybki powrót

gospodarki do ścieżki bazowej, a ścieżką L, zakładającą bardziej trwałe utrzymywanie się skutków szoku. Zastosowanie tej samej ścieżki dostosowawczej we wszystkich scenariuszach zapewnia porównywalność uzyskanych wyników. Prezentowane wartości średniookresowe należy interpretować jako średnioroczny wpływ danego scenariusza na tempo wzrostu PKB w pięcioletnim horyzoncie analizy, wyrażony w punktach procentowych rocznie.

W analizie uwzględniono sześć hipotetycznych scenariuszy kryzysowych, dobranych w taki sposób, aby objąć różne źródła ryzyka mogące oddziaływać na sektor bankowy, gospodarkę oraz finanse publiczne. Obejmują one zarówno szoki zewnętrzne, pozostające poza bezpośrednią kontrolą krajowej polityki gospodarczej, jak i szoki wewnętrzne związane z krajowymi uwarunkowaniami fiskalnymi, a także ryzyko operacyjne. Każdy ze scenariuszy został skonstruowany w taki sposób, aby wyeksponować odmienne źródło ryzyka i dominujący mechanizm jego transmisji, przy czym w praktyce poszczególne kanały mogą występować równocześnie i wzajemnie się wzmacniać. Charakter analizowanych scenariuszy oraz dominujące w nich źródła ryzyka przedstawiono w tab. 11.

Tab. 11. Scenariusze kryzysowe przyjęte w analizie

Scenariusz	Charakter szoku	Dominujące źródło ryzyka
1. Eskalacja konfliktu zbrojnego w Europie Wschodniej	zewnętrzny	wzrost ryzyka geopolitycznego
2. Europejski kryzys energetyczny	zewnętrzny	zakłócenia dostaw surowców energetycznych i wzrost ich cen
3. Kryzys wiarygodności finansów publicznych	wewnętrzny	pogorszenie wiarygodności fiskalnej i wzrost premii za ryzyko Polski
4. Globalny kryzys finansowy i głęboka recesja światowa	zewnętrzny	wzrost globalnej awersji do ryzyka i spadek aktywności gospodarczej
5. Skoordynowany cyberatak na infrastrukturę finansową i energetyczną	operacyjny	zakłócenia funkcjonowania infrastruktury krytycznej
6. Ekspansja fiskalna i silny wzrost potrzeb pożyczkowych państwa	wewnętrzny	wzrost potrzeb pożyczkowych państwa i absorpcji SPW przez sektor bankowy

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP oraz Zespołu SGH

Przyjęte w poszczególnych scenariuszach wartości parametrów makroekonomicznych, finansowych i fiskalnych mają charakter ekspercki i służą celom modelowym. Nie należy ich zatem interpretować jako prognoz przyszłego przebiegu analizowanych zmiennych ani jako oceny prawdopodobieństwa wystąpienia poszczególnych scenariuszy. Uzyskane wyniki mają charakter warunkowy i pokazują, jakie byłyby konsekwencje dla sektora bankowego i gospodarki, gdyby zmaterializował się określony scenariusz przy przyjętych dla niego założeniach. Zastosowanie jednolitej metodyki i wspólnych założeń dla wszystkich sześciu scenariuszy umożliwia natomiast porównanie skali i mechanizmów ich potencjalnego oddziaływania.

4.3. Analiza scenariuszowa potencjalnych kryzysów i ich wpływu na polską gospodarkę oraz stabilność sektora bankowego

4.3.1. Eskalacja konfliktu zbrojnego w Europie Wschodniej – scenariusz 1

Charakterystyka scenariusza

Scenariusz zakłada istotne pogorszenie sytuacji geopolitycznej w Europie Wschodniej w wyniku eskalacji wojny rosyjsko-ukraińskiej. Konflikt rozszerza się poza dotychczasowy obszar działań wojennych i obejmuje regularne ataki na infrastrukturę energetyczną, transportową i telekomunikacyjną Ukrainy oraz szlaki logistyczne wykorzystywane do dostarczania pomocy

wojskowej i humanitarnej. Jednocześnie nasilają się działania hybrydowe wobec państw NATO, obejmujące cyberataki, zakłócenia funkcjonowania infrastruktury krytycznej, sabotaż, naruszanie przestrzeni powietrznej oraz kampanie dezinformacyjne.

Polska nie staje się bezpośrednią stroną konfliktu, jednak ze względu na położenie geograficzne, rolę zaplecza logistycznego oraz znaczenie wschodniej flanki NATO jest postrzegana przez inwestorów jako gospodarka szczególnie narażona na ekonomiczne skutki eskalacji. Wzrost niepewności prowadzi do ograniczenia zaangażowania inwestorów w aktywa regionu, osłabienia złotego oraz wzrostu premii za ryzyko Polski. W scenariuszu przyjęto jej wzrost o 150 pkt bazowych.

Oslabienie złotego oraz wzrost kosztów transportu, ubezpieczeń i zabezpieczenia infrastruktury zwiększają presję inflacyjną. W odpowiedzi na ryzyko utrwalenia wtórnych efektów inflacyjnych i dalszej deprecjacji złotego przyjęto podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 150 pkt bazowych oraz równoległe przesunięcie bazowej krzywej stóp procentowych o taką samą wartość. Łączny wzrost rentowności obligacji skarbowych wynosi zatem 300 pkt bazowych.

Eskalacja konfliktu wymusza jednocześnie zwiększenie wydatków publicznych związanych m.in. z obronnością, ochroną infrastruktury krytycznej, cyberbezpieczeństwem i pomocą dla Ukrainy. Dodatkowe potrzeby pożyczkowe państwa zwiększają się o około 120 mld zł, z czego około 80 mld zł dodatkowej emisji obligacji zostaje zaabsorbowane przez krajowy sektor bankowy.



Oddziaływanie na sektor bankowy

Kanały transmisji

W scenariuszu uruchamiane są wszystkie trzy ilościowe kanały transmisji do sektora bankowego

określone w podrozdziale 4.2, a także dodatkowe efekty jakościowe związane z wynikiem odsetkowym i jakością portfela kredytowego.

Tab. 12. Kanały transmisji scenariusza 1 do sektora bankowego

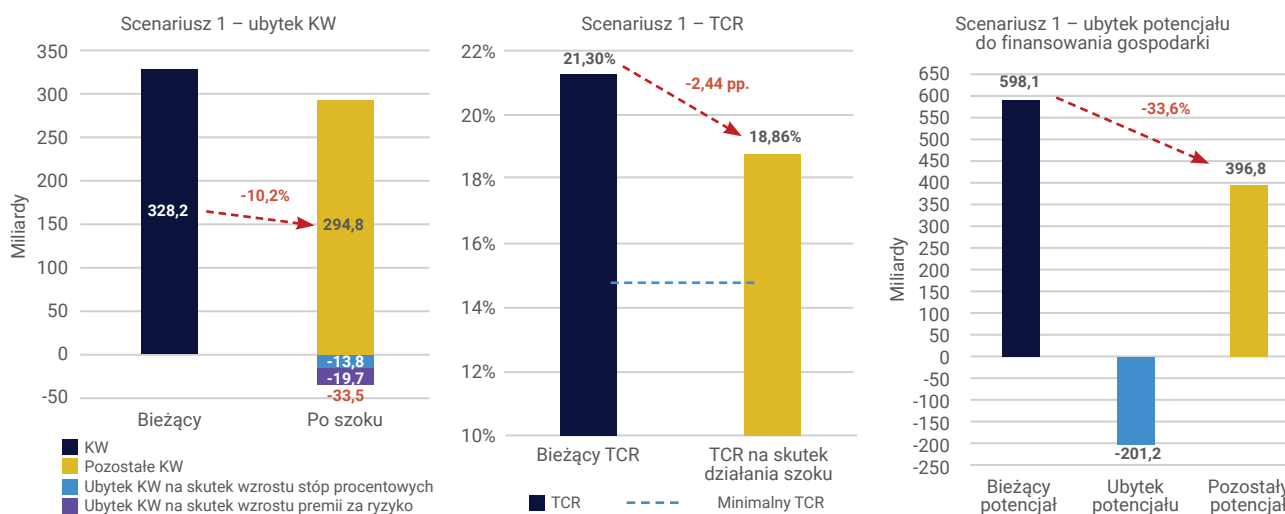
Kanał oddziaływania	Parametr/ impuls w scenariuszu	Znaczenie dla sektora bankowego	Sposób ujęcia
Zmiana premii za ryzyko Polski	+150 pkt bazowych	wzrost ryzyka geopolitycznego i przecena portfela SPW	ilościowo
Zmiana bazowej krzywej stóp procentowych	+150 pkt bazowych	reakcja polityki pieniężnej na wzrost presji inflacyjnej i osłabienie złotego	ilościowo
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+80 mld zł		ilościowo
Wynik odsetkowy i jakość portfela kredytowego	wzrost stóp oraz pogorszenie sytuacji gospodarstw domowych i przedsiębiorstw	możliwa krótkookresowa poprawa wyniku odsetkowego, a następnie wzrost kosztu finansowania banków, osłabienie popytu na kredyt i wzrost kosztów ryzyka kredytowego	jakościowo

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Wyniki analizy ilościowej

Na łączny ubytek funduszy własnych sektora bankowego składałyby się 19,7 mld zł strat wynikających ze wzrostu bazowej krzywej stóp procentowych oraz 13,8 mld zł związanych ze wzrostem premii za ryzyko Polski.

Łącznie materializacja scenariusza prowadziłaby do obniżenia funduszy własnych sektora bankowego z 328,2 mld zł do 294,8 mld zł, tj. o 33,5 mld zł (10,2%). Potencjał sektora do finansowania gospodarki zmniejszyłby się z około 598,1 mld zł do 396,8 mld zł, czyli



Rys. 61. Scenariusz 1 – zmiana funduszy własnych, potencjału do finansowania gospodarki oraz TCR sektora bankowego

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

o 201,2 mld zł (33,6%). Jednocześnie łączny współczynnik kapitałowy TCR obniżyłby się z 21,30% do 18,86%, tj. o 2,44 pkt proc., pozostając jednak powyżej przyjętego minimalnego poziomu kapitałowego.

Wyniki wskazują, że eskalacja ryzyka geopolitycznego oddziaływałaby na sektor bankowy równocześnie poprzez przecenę portfela skarbowych papierów wartościowych oraz wzrost jego zaangażowania w finansowanie długu publicznego. Pomimo utrzymania TCR powyżej przyjętego poziomu minimalnego, zmniejszenie nadwyżki kapitałowej i potencjału do finansowania gospodarki ograniczałoby przestrzeń sektora bankowego do zwiększania akcji kredytowej w warunkach pogorszenia koniunktury. Ograniczenie podaży kredytu mogłoby z kolei pogłębiać spowolnienie gospodarcze i pośrednio prowadzić do dalszego pogorszenia sytuacji finansów publicznych, wzmacniając mechanizm sprzężenia pomiędzy sektorem publicznym i bankowym.

Wniosek: w warunkach szoku geopolitycznego zdolność sektora bankowego do łagodzenia skutków szoku i zwiększania finansowania gospodarki byłaby ograniczona, szczególnie w okresie zwiększonego zapotrzebowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych na finansowanie.

Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne

Materializacja scenariusza prowadzi do jednoczesnego pogorszenia warunków finansowania, osłabienia zaufania oraz wzrostu presji inflacyjnej wynikającej z deprecjacji złotego i wzrostu kosztów importu. Wzrost niepewności ogranicza konsumpcję prywatną i skłonność przedsiębiorstw do podejmowania nowych inwestycji, natomiast pogorszenie koniunktury w regionie oraz zakłócenia logistyczne osłabiają eksport. Jednocześnie zwiększone wydatki związane z bezpieczeństwem oraz wyższe koszty obsługi długu, przy słabszej dynamice dochodów podatkowych, prowadzą do pogorszenia sytuacji finansów publicznych.

Z ekonomicznego punktu widzenia o sile oddziaływania analizowanego scenariusza decyduje nie pojedynczy impuls, lecz jednoczesne wystąpienie kilku wzajemnie wzmacniających się mechanizmów transmisji. Przyjęty w scenariuszu wzrost premii za ryzyko oraz towarzyszące mu zaostrzenie warunków monetarnych prowadzą do podwyższenia kosztu kapitału w całej gospodarce, podczas gdy wzrost niepewności ogranicza skłonność przedsiębiorstw do podejmowania nowych przedsięwzięć inwestycyjnych, a gospodarstw domowych do zwiększania wydatków na dobra trwałego użytku. Materializacja analizowanego

scenariusza oddziaływałaby zatem równocześnie poprzez kanał finansowy, kanał oczekiwań oraz kanał aktywności gospodarczej, co zwiększałoby skalę jego wpływu na gospodarkę realną. [International Monetary Fund (2025), *Global Financial Stability Report: Enhancing Resilience amid Uncertainty*, April 2025, Chapter 2: "Geopolitical Risks: Implications for Asset Prices and Financial Stability", Washington, DC; Bloom, N. (2009), "The Impact of Uncertainty Shocks", *Econometrica*, Vol. 77, No. 3, pp. 623–685, <https://doi.org/10.3982/ECTA6248>.]

Szczególnie silna reakcja inwestycji prywatnych znajduje uzasadnienie zarówno w teorii ekonomii, jak i w doświadczeniach międzynarodowych. Projekty inwestycyjne mają charakter długookresowy i w znacznie większym stopniu niż bieżąca konsumpcja zależą od stabilności oczekiwań dotyczących przyszłych warunków prowadzenia działalności gospodarczej oraz dostępności finansowania zewnętrznego. Wzrost kosztu kapitału oraz niepewności powoduje zatem odraczanie lub rezygnację z przedsięwzięć inwestycyjnych, zwłaszcza w sektorach kapitałochłonnych oraz silnie zintegrowanych z międzynarodowymi łańcuchami wartości. Wyniki analiz Europejskiego Banku Centralnego wskazują, że w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej wzrost ryzyka geopolitycznego oddziałował relatywnie silniej na inwestycje niż na konsumpcję prywatną, co wiązano z wysoką otwartością regionu oraz jego integracją z międzynarodowymi łańcuchami wartości. [Bijsterbosch, M., Falagiarda, M. and Žideková, L. (2025), "From Headlines to Hard Data: Mapping the Uneven Impact of Geopolitical Risk in Europe", *The ECB Blog*, European Central Bank, 28 November 2025; Bobasu, A. and De Santis, R. A. (2022), "The impact of the Russian invasion of Ukraine on euro area activity via the uncertainty channel", *ECB Economic Bulletin*, Issue 4/2022, Box 2.]

Z perspektywy finansów publicznych szczególnego znaczenia nabiera fakt, że pogorszenie koniunktury gospodarczej oraz wzrost kosztów finansowania występują równocześnie. Spowolnienie aktywności gospodarczej ogranicza dynamikę dochodów podatkowych, podczas gdy wyższe rentowności obligacji skarbowych stopniowo zwiększają koszt obsługi długu oraz ograniczają dostępną przestrzeń fiskalną. Oznacza to, że nawet przejściowy szok geopolityczny może prowadzić do bardziej trwałego pogorszenia warunków prowadzenia polityki fiskalnej, zwłaszcza jeżeli materializuje się w okresie podwyższonych potrzeb pożyczkowych państwa. [International Monetary Fund (2025), *Global Financial Stability Report*, April 2025; Jonasson, T. and Papaioannou, M. G. (2018), "A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks", IMF Working Paper No. 2018/074.]

W ramach analizowanego scenariusza największym kosztem ekonomicznym nie byłoby zatem samo krótkookresowe obniżenie tempa wzrostu gospodarczego, lecz osłabienie zdolności gospodarki do finansowania inwestycji oraz zwiększania produktywności. Wolniejsza akumulacja kapitału prywatnego, w połączeniu z ograniczeniem przestrzeni fiskalnej, mogłaby prowadzić do obniżenia potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego również po ustąpieniu bezpośrednich napięć geopolitycznych. Z tego względu wyniki ilościowe dotyczące wpływu analizowanego scenariusza na aktywność gospodarczą należy interpretować nie tylko jako ocenę

jego krótkookresowych skutków makroekonomicznych, lecz również jako ilustrację potencjalnych konsekwencji dla długookresowego potencjału rozwojowego gospodarki. [OECD (2025), *OECD Economic Outlook, Volume 2025 Issue 2: Resilient Growth but with Increasing Fragilities*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9f653ca1-en>]

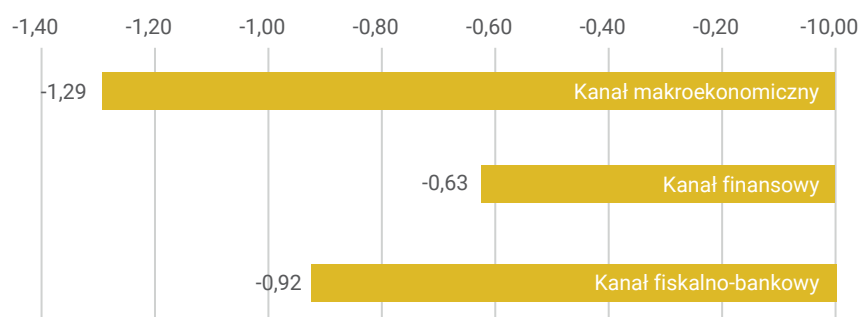
W celu ilościowej oceny wpływu analizowanego scenariusza na polską gospodarkę wykorzystano parametry zestawione w Tabeli 13. Wyniki symulacji przedstawiono w rozbiciu na trzy kanały transmisji: makroekonomiczny, finansowy oraz fiskalno-bankowy.

Tab. 13. Parametry modelu dla scenariusza 1

Parametr	Przyjęta zmiana
Bazowa krzywa stóp procentowych	+150 pb
Premia za ryzyko Polski	+150 pb
Kurs EUR/PLN	+15%
Konsumpcja prywatna	-2%
Inwestycje przedsiębiorstw	-8%
Eksport	-5%
Dodatkowe potrzeby pożyczkowe państwa	+120 mld zł
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+80 mld zł

Wyniki symulacji wskazują (Rys. 62), że w pierwszym roku łączny wpływ analizowanego scenariusza na PKB wynosi -2,84 pkt proc. względem ścieżki bazowej.

Wyniki te należy interpretować jako warunkowy efekt przyjętej parametryzacji scenariusza, zgodnie z metodą przedstawioną w podrozdziale 4.1.

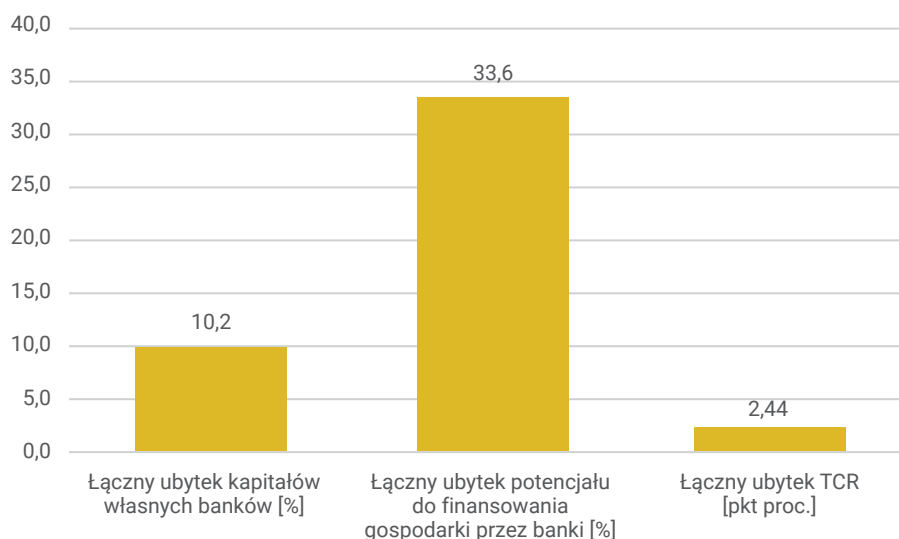


Rys. 62. Scenariusz 1 – wpływ na PKB [pkt proc.] w rozbiciu na kanały transmisji

Źródło: opracowanie własne Zespołu SGH

Dekompozycja wyniku pokazuje, że największy wkład do spadku PKB ma kanał makroekonomiczny (-1,29 pkt proc.). Odzwierciedla on przede wszystkim bezpośrednie skutki przyjętego w scenariuszu osłabienia konsumpcji prywatnej, inwestycji przedsiębiorstw

i eksportu. Wynik ten jest spójny z jakościowym mechanizmem opisanym powyżej: wzrost niepewności i pogorszenie oczekiwań ograniczają aktywność gospodarczą jeszcze przed pełnym ujawnieniem się skutków finansowych i fiskalnych szoku.



Rys. 63. Scenariusz 1 – wpływ na sektor bankowy

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP i Zespołu SGH

Drugim co do wielkości kanałem jest kanał fiskalno-bankowy, którego wkład wynosi $-0,92$ pkt proc. (Rys. 62). W tym przypadku negatywny efekt wiąże się z pogorszeniem sytuacji finansów publicznych, wzrostem potrzeb pożyczkowych państwa oraz ograniczeniem potencjału sektora bankowego do finansowania gospodarki. Zwiększona absorpcja skarbowych papierów wartościowych przez banki, przy równoczesnym ubytku ich funduszy własnych, ogranicza przestrzeń do finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, wzmacniając oddziaływanie pierwotnego szoku na gospodarkę realną.

Kanał finansowy odpowiada za $-0,63$ pkt proc. zmiany PKB. Jego znaczenie wynika z przyjętego wzrostu stóp procentowych i premii za ryzyko Polski, które podnoszą koszt kapitału i pogarszają warunki finansowania sektora prywatnego. Choć jego bezpośredni wkład jest mniejszy niż w przypadku dwóch pozostałych kanałów, pozostaje on istotnym elementem transmisji szoku, ponieważ oddziałuje równocześnie na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw oraz warunki finansowania gospodarstw domowych.

4.3.2. Europejski kryzys energetyczny wywołany eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie – scenariusz 2

Charakterystyka scenariusza

Scenariusz zakłada gwałtowną eskalację konfliktu zbrojnego na Bliskim Wschodzie, prowadzącą do trwałego ograniczenia transportu ropy naftowej przez Cieśninę Ormuz oraz zakłócenia dostaw skroplonego gazu ziemnego do Europy. Napięcia obejmują nie

tylko bezpośrednie działania wojenne, lecz również ataki na terminale naftowe, instalacje przesyłowe, porty oraz statki transportujące surowce energetyczne. Ubezpieczyciele znacząco podnoszą stawki za obsługę transportu morskiego w regionie, a część armatorów czasowo wycofuje jednostki z najbardziej ryzykownych szlaków.

W rezultacie na światowym rynku pojawia się niedobór ropy i gazu. Cena ropy Brent wzrasta o około 80%, natomiast hurtowe ceny gazu ziemnego w Europie zwiększają się o około 200% w stosunku do średnich poziomów sprzed eskalacji napięć. Wzrost cen surowców szybko przekłada się na ceny paliw, energii elektrycznej, ogrzewania, nawozów, transportu oraz produktów wytwarzanych przez branże energochłonne. Szczególnie silnie dotknięte zostają przemysł chemiczny, hutnictwo, produkcja materiałów budowlanych, transport i sektor spożywczy.

Szok energetyczny ma charakter stagflacyjny. Z jednej strony prowadzi do wyraźnego wzrostu inflacji, z drugiej zaś ogranicza aktywność gospodarczą poprzez spadek realnych dochodów gospodarstw domowych i wzrost kosztów prowadzenia działalności gospodarczej. Przedsiębiorstwa stają przed koniecznością przenoszenia części wyższych kosztów na odbiorców albo ograniczenia marż, produkcji i zatrudnienia. W gospodarstwach domowych rośnie udział wydatków na energię, paliwa i żywność, co ogranicza możliwość zakupu pozostałych dóbr i usług.

Oslabienie perspektyw wzrostu gospodarczego pogarsza nastroje inwestorów wobec regionu Europy Środkowo-Wschodniej i prowadzi do wzrostu premii za ryzyko Polski. Głównym źródłem wzrostu



rentowności obligacji pozostaje jednak reakcja polityki pieniężnej na wzrost presji inflacyjnej. W scenariuszu przyjęto podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 250 pkt bazowych oraz równoległe przesunięcie bazowej krzywej stóp procentowych o taką samą wartość. Premia za ryzyko Polski wzrasta dodatkowo o 100 pkt bazowych, co oznacza łączny wzrost rentowności obligacji skarbowych o 350 pkt bazowych. Dominującym źródłem przeceny obligacji pozostaje zatem zmiana stóp procentowych, natomiast wzrost premii za ryzyko ma znaczenie uzupełniające.

Kryzys prowadzi również do pogorszenia finansów publicznych. Rząd wprowadza czasowe rekompensaty dla części gospodarstw domowych, przedsiębiorstw energochłonnych i instytucji publicznych. Rosną wydatki na dopłaty do energii, wsparcie transportu publicznego oraz zabezpieczenie dostaw paliw

i gazu, a spowolnienie gospodarcze ogranicza wpływy podatkowe. Dodatkowe potrzeby pożyczkowe państwa zwiększają się o około 100 mld zł, z czego około 60 mld zł nowej emisji długu zostaje zaabsorbowane przez krajowy sektor bankowy.

Oddziaływanie na sektor bankowy

Kanały transmisji

W scenariuszu uruchamiane są wszystkie trzy ilościowe kanały transmisji do sektora bankowego określone w podrozdziale 4.2, przy czym dominujące znaczenie ma wzrost bazowej krzywej stóp procentowych. Dodatkowe efekty jakościowe dotyczą wyniku odsetkowego oraz jakości portfela kredytowego, szczególnie w przypadku przedsiębiorstw najbardziej narażonych na wzrost cen energii.

Tab. 14. Kanały transmisji scenariusza 2 do sektora bankowego

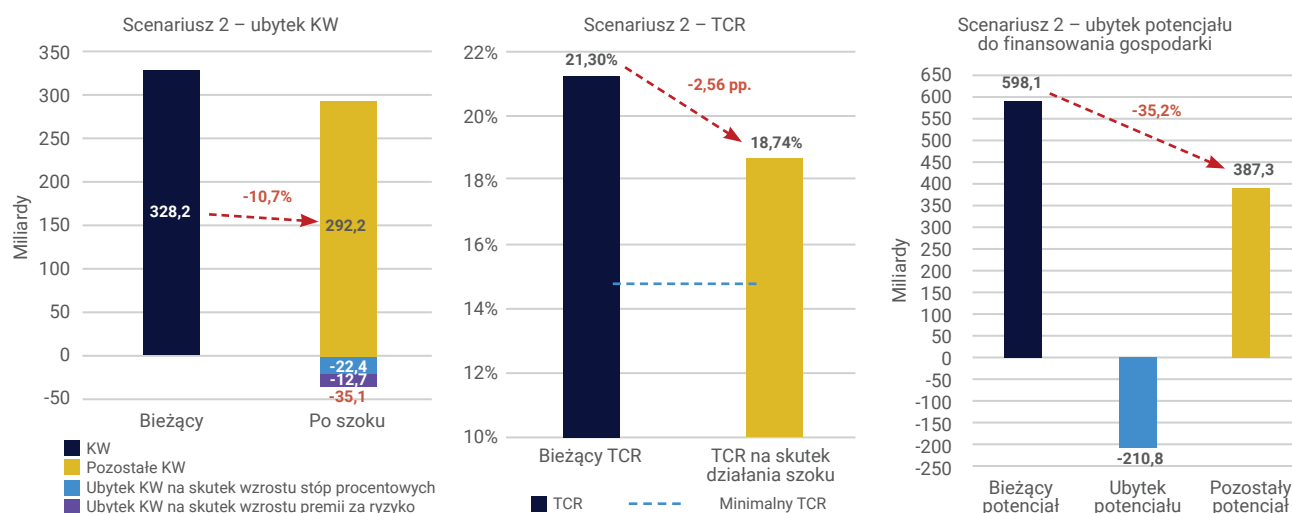
Kanał oddziaływania	Parametr / impuls w scenariuszu	Znaczenie dla sektora bankowego	Sposób ujęcia
Zmiana bazowej krzywej stóp procentowych	+250 pkt bazowych	dominujące źródło przeceny portfela SPW w następstwie reakcji polityki pieniężnej na wzrost presji inflacyjnej	ilościowo
Zmiana premii za ryzyko Polski	+100 pkt bazowych	dodatkowa przecena portfela SPW związana z pogorszeniem oceny ryzyka Polski	ilościowo
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+60 mld zł	wzrost zaangażowania banków w finansowanie długu publicznego i ograniczenie przestrzeni do finansowania sektora prywatnego	ilościowo
Wynik odsetkowy i jakość portfela kredytowego	wzrost stóp oraz kosztów energii	możliwa krótkookresowa poprawa wyniku odsetkowego, a następnie wzrost kosztu finansowania banków, osłabienie popytu na kredyt i wzrost kosztów ryzyka kredytowego, szczególnie w branżach energochłonnych	jakościowo

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Wyniki analizy ilościowej

Na łączny ubytek funduszy własnych sektora bankowego składałoby się 22,4 mld zł strat wynikających ze wzrostu bazowej krzywej stóp procentowych oraz 12,7 mld zł związanych ze wzrostem premii za ryzyko Polski. Dominującym źródłem strat byłoby zatem silne zacieśnienie polityki pieniężnej będące reakcją na utrzymującą się wysoką inflację.

Łącznie materializacja scenariusza prowadziłaby do obniżenia funduszy własnych sektora bankowego z 328,2 mld zł do 293,2 mld zł, tj. o 35,1 mld zł (10,7%). Potencjał sektora do finansowania gospodarki zmniejszyłby się z około 598,1 mld zł do 387,3 mld zł, czyli o 210,8 mld zł (35,2%). Jednocześnie łączny współczynnik kapitałowy TCR obniżyłby się z 21,30% do 18,74%, tj. o 2,56 pkt proc., pozostając jednak powyżej przyjętego minimalnego poziomu kapitałowego.



Rys. 64. Scenariusz 2 – zmiana funduszy własnych, potencjału do finansowania gospodarki oraz TCR sektora bankowego

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Wyniki wskazują, że kryzys energetyczny oddziaływałby na sektor bankowy przede wszystkim poprzez wzrost stóp procentowych i związaną z nim przecenę portfela skarbowych papierów wartościowych, przy dodatkowym wpływie wzrostu premii za ryzyko Polski oraz większego zaangażowania banków w finansowanie długu publicznego. Pomimo utrzymania TCR powyżej przyjętego poziomu minimalnego, zmniejszenie nadwyżki kapitałowej i potencjału do finansowania gospodarki ograniczałoby przestrzeń sektora bankowego do zwiększania akcji kredytowej. W warunkach stagflacji efekt ten mógłby wzmacniać skutki wzrostu kosztów energii i finansowania dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz wydłużać proces dostosowania gospodarki do szoku energetycznego.

Wniosek: kryzys energetyczny ograniczałby zdolność sektora bankowego do łagodzenia skutków stagflacji i zwiększania finansowania gospodarki, mimo utrzymania przez sektor buforów kapitałowych.

Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne

Szok energetyczny prowadzi do jednoczesnego wzrostu presji inflacyjnej i osłabienia aktywności gospodarczej. Wyższe ceny energii i paliw ograniczają realne dochody gospodarstw domowych oraz zwiększają koszty przedsiębiorstw, osłabiając konsumpcję i aktywność inwestycyjną. Skutki pierwotnego szoku podaźowego są dodatkowo wzmacniane przez zaostrenie polityki pieniężnej i pogorszenie warunków finansowania. Jednocześnie wzrost wydatków ośłonowych, kosztów funkcjonowania sektora publicznego i obsługi długu, przy słabszej dynamice dochodów podatkowych, prowadzi do pogorszenia sytuacji finansów publicznych.

Z ekonomicznego punktu widzenia o istocie analizowanego scenariusza decyduje konflikt pomiędzy koniecznością ograniczenia inflacji a potrzebą utrzymania aktywności gospodarczej. W przeciwieństwie do klasycznego szoku popytowego źródłem zaburzeń pozostaje tutaj negatywny szok podaźowy, którego polityka pieniężna nie jest w stanie usunąć. Może ona jedynie ograniczyć jego wtórne konsekwencje w postaci utrwalenia oczekiwań inflacyjnych. Oznacza to, że materializacja analizowanego scenariusza prowadziłaby do jednoczesnego oddziaływania pierwotnego szoku podaźowego oraz restrykcyjnej reakcji polityki pieniężnej, której krótkookresowym kosztem byłoby dodatkowe osłabienie aktywności gospodarczej. [Beaudry, P., Carter, T. J. and Lahiri, A. (2026), *The Central Bank's Dilemma: Look Through Supply Shocks or Control Inflation Expectations?*, IMF Working Paper No. 2026/097; International Monetary Fund (2022), *World Economic Outlook, October 2022: Countering the Cost-of-Living Crisis*.]

Szczególnie istotnym kanałem transmisji pozostaje wzrost kosztu finansowania, który w warunkach utrzymującej się niepewności oraz wysokich cen energii prowadzi do wyraźnego ograniczenia aktywności inwestycyjnej sektora prywatnego. Przedsiębiorstwa funkcjonują bowiem w warunkach jednoczesnego wzrostu kosztów produkcji, kosztów finansowania oraz pogorszenia perspektyw popytu. Taka konfiguracja powoduje odraczanie przede wszystkim projektów wymagających znacznych nakładów kapitałowych lub długiego okresu zwrotu, podczas gdy bieżąca działalność przedsiębiorstw koncentruje się na utrzymaniu płynności i dostosowaniu do pogarszających się warunków kosztowych. W przypadku Polski znaczenie tego mechanizmu zwiększa relatywnie wysoki udział kredytów o zmiennym oprocentowaniu oraz silna



zależność inwestycji przedsiębiorstw od finansowania bankowego. Wzrost kosztu kredytu oddziałuje zatem stosunkowo szybko zarówno na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw, jak i na aktywność sektora mieszkaniowego. Wyniki analiz Europejskiego Banku Centralnego wskazują, że aktywność przemysłowa oraz inwestycje, w tym inwestycje mieszkaniowe, należą do obszarów szczególnie wrażliwych na zaciśnienie polityki pieniężnej. [Lane, P. R. (2024), "The Effectiveness and Transmission of Monetary Policy in the Euro Area", contribution to the panel "Reassessing the Effectiveness and Transmission of Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, 24 August 2024; Battistini, N. and Gareis, J. (2023), *Monetary policy and the recent slowdown in manufacturing and services*, ECB Economic Bulletin, Issue 8/2023; Greszta, M. i in. (2023), *Monetary policy transmission mechanism in Poland. What do we know in 2023?*, NBP Working Paper No. 365; Battistini, N., Delle Chiaie, S. and Gareis, J. (2023), "Monetary Policy and Housing Investment in the Euro Area and the United States", *ECB Economic Bulletin*, Issue 3/2023, Box 1.]

Z perspektywy finansów publicznych analizowany scenariusz prowadzi do szczególnie niekorzystnej kombinacji zjawisk. Wysoka inflacja zwiększa nominalne dochody części sektora finansów publicznych, jednak efekt ten jest stopniowo ograniczany przez wzrost wydatków ostonowych, indeksację świadczeń oraz rosnące koszty obsługi długu. Jednocześnie spowolnienie aktywności gospodarczej ogranicza dynamikę dochodów podatkowych, zmniejszając przestrzeń do prowadzenia aktywnej polityki fiskalnej. Oznacza to, że polityka fiskalna staje wobec podobnego dylematu jak polityka pieniężna – konieczności łagodzenia skutków szoku dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw przy jednoczesnym zachowaniu długookresowej stabilności finansów publicznych. Jednoczesne występowanie wysokiej inflacji,

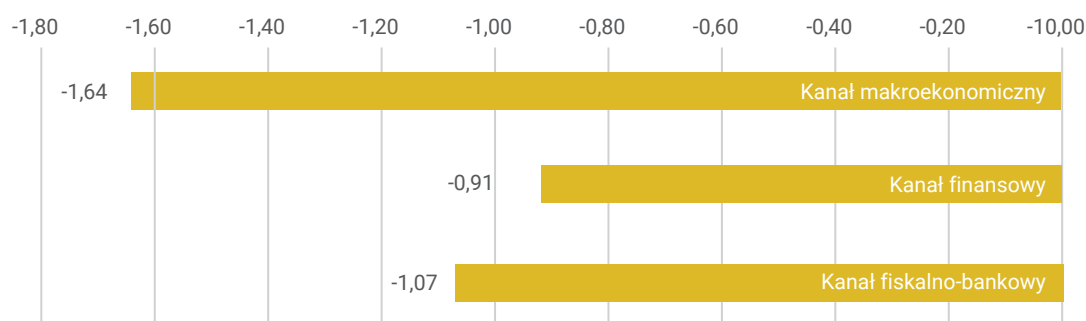
rosnących kosztów finansowania oraz spowolnienia gospodarczego oznacza, że zarówno polityka fiskalna, jak i polityka pieniężna funkcjonują w warunkach ograniczonego pola manewru. Każda decyzja stabilizacyjna poprawiająca sytuację w jednym obszarze może bowiem zwiększać koszty dostosowania w innym. [Garcia-Macia, D. (2023), *The Effects of Inflation on Public Finances*, IMF Working Paper No. 2023/093; International Monetary Fund (2023), *Fiscal Monitor*, April 2023: *On the Path to Policy Normalization*.]

W ramach analizowanego scenariusza największym wyzwaniem dla gospodarki nie byłby sam wzrost inflacji, lecz pogorszenie warunków wzrostu wynikające z równoczesnego oddziaływania trwałego szoku podażowego i restrykcyjnej polityki pieniężnej. Wyniki ilościowe należy zatem interpretować jako ilustrację kosztów dostosowania gospodarki do trwałego wzrostu cen energii i surowców, a nie wyłącznie jako efekt podwyższenia stóp procentowych. To właśnie współwystępowanie obu mechanizmów sprawia, że skutki analizowanego scenariusza dla aktywności inwestycyjnej i potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego mogłyby utrzymywać się dłużej niż sam okres podwyższonej inflacji.

W celu ilościowej oceny wpływu analizowanego scenariusza na polską gospodarkę wykorzystano parametry zestawione w Tabeli 15. Wyniki symulacji wskazują, że w pierwszym roku łączny wpływ scenariusza na PKB wynosi –3,62 pkt proc. względem ścieżki bazowej. Dekompozycja wyniku (Rys. 65) pokazuje, że największy wkład ma kanał makroekonomiczny (–1,64 pkt proc.), odzwierciedlający przede wszystkim skutki przyjętego w scenariuszu osłabienia konsumpcji prywatnej, inwestycji przedsiębiorstw i eksportu. Wynik ten jest spójny z opisanym powyżej mechanizmem stagflacyjnym, w którym wzrost cen energii ogranicza realne dochody i aktywność gospodarczą, a jednocześnie zwiększa niepewność przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Tab. 15. Parametry modelu dla scenariusza 2

Parametr	Przyjęta zmiana
Bazowa krzywa stóp procentowych	+250 pb
Premia za ryzyko Polski	+100 pb
Kurs EUR/PLN	+10%
Konsumpcja prywatna	-2%
Inwestycje przedsiębiorstw	-10%
Eksport	-5%
Dodatkowe potrzeby pożyczkowe państwa	+100 mld zł
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+60 mld zł

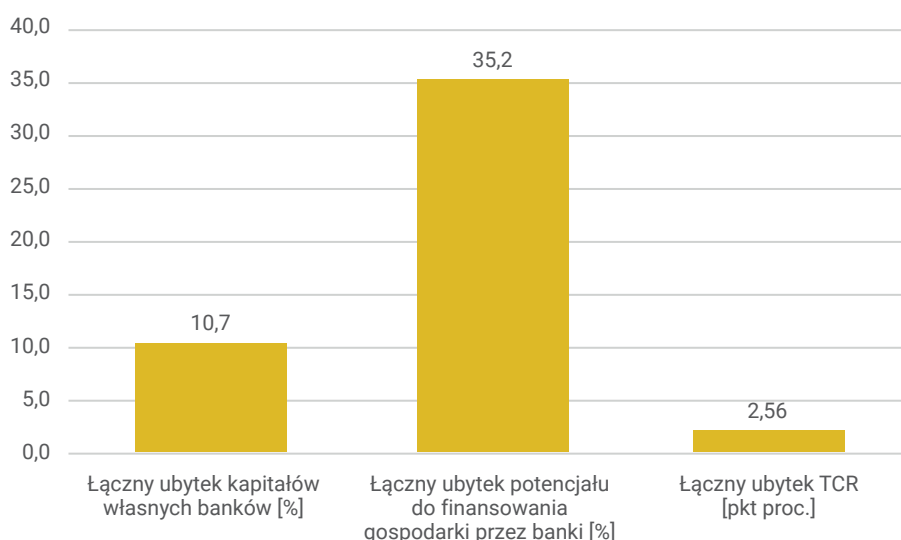


Rys. 65. Scenariusz 2 – wpływ na PKB [pkt proc.] w rozbiciu na kanały transmisji

Źródło: opracowanie własne Zespołu SGH

Drugim co do wielkości kanałem jest kanał fiskalno-bankowy, którego wkład wynosi $-1,07$ pkt proc. (Rys. 65). Negatywny efekt wiąże się ze wzrostem potrzeb pożyczkowych państwa oraz dodatkową absorpcją skarbowych papierów wartościowych przez sektor bankowy. W warunkach równoczesnego pogorszenia sytuacji kapitałowej banków ogranicza to ich potencjał do finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, wzmacniając transmisję szoku energetycznego do gospodarki realnej.

Kanał finansowy odpowiada za $-0,91$ pkt proc. zmiany PKB. Jego znaczenie wynika przede wszystkim z przyjętego wzrostu bazowej krzywej stóp procentowych, premii za ryzyko Polski oraz osłabienia złotego, które pogarszają warunki finansowania sektora prywatnego. W scenariuszu energetycznym kanał ten ma szczególne znaczenie, ponieważ restrykcyjna reakcja polityki pieniężnej nakłada się na pierwotny wzrost kosztów energii, dodatkowo ograniczając inwestycje i popyt finansowany kredytem.



Rys. 66. Scenariusz 2 – wpływ na sektor bankowy

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP i Zespołu SGH

W pięcioletnim horyzoncie średnioroczny wpływ analizowanego scenariusza na PKB wynosi około $-3,61$ pkt proc. Przy przyjętej parametryzacji jest to efekt większy niż w scenariuszu eskalacji konfliktu

zbrojnego w Europie Wschodniej. Porównanie to należy interpretować wyłącznie jako wynik założeń przyjętych dla obu scenariuszy, a nie jako ocenę ich względnego prawdopodobieństwa lub ogólnej „dotkliwości”.

4.3.3. Kryzys wiarygodności finansów publicznych – scenariusz 3

Charakterystyka scenariusza

Scenariusz zakłada stopniową, a następnie gwałtowną utratę zaufania inwestorów do trwałości polskich finansów publicznych. Źródłem kryzysu jest jednocześnie utrzymywanie wysokiego deficytu, szybki wzrost długu, rosnące koszty jego obsługi oraz brak wiarygodnego planu konsolidacji fiskalnej. Dodatkowym czynnikiem jest rozszerzanie wydatków poza centralnym budżetem państwa oraz rosnąca niepewność dotycząca rzeczywistej skali zobowiązań sektora publicznego.

Początkowo inwestorzy zagraniczni ograniczają udział w nowych emisjach polskich obligacji. Kolejne aukcje długu charakteryzują się niższym popytem i wyższą oczekiwaną rentownością. Agencje ratingowe obniżają perspektywę ratingu Polski, a następnie jedna z nich dokonuje obniżenia ratingu o jeden stopień. Rosną notowania kontraktów zabezpieczających przed niewypłacalnością państwa, a spread polskich obligacji względem papierów niemieckich zwiększa się.

Kryzys nie oznacza bezpośredniej niewypłacalności państwa, lecz trwały wzrost kosztu pozyskania finansowania oraz zmniejszenie gotowości inwestorów zagranicznych do absorpcji nowego długu. Skarb Państwa nadal ma dostęp do rynku, jednak finansowanie staje się wyraźnie droższe i w większym stopniu zależne od inwestorów krajowych.

Dominującym elementem scenariusza jest wzrost premii za ryzyko Polski o 250 pkt bazowych. Reakcja

polityki pieniężnej pozostaje ograniczona. Inflacja wzrasta umiarkowanie w następstwie osłabienia zło- tego, jednak jednocześnie następuje wyraźne pogor- szenie koniunktury. NBP podnosi stopę referencyjną o 50 pkt bazowych, głównie w celu ograniczenia presji kursowej i utrzymania stabilności oczekiwań inflacyjnych. Bazowa krzywa stóp procentowych przesuwana jest zatem w górę o 50 pkt bazowych, co wraz ze wzrostem premii za ryzyko oznacza łączny wzrost rentowności obligacji skarbowych o 300 pkt bazowych. W przeciwieństwie do scenariusza kryzy- su energetycznego głównym źródłem szoku jest za- tem wzrost ryzyka fiskalnego, a nie reakcja polityki pieniężnej.

Pogorszenie warunków finansowania zbiega się z koniecznością refinansowania dużej wartości za- padającego długu i pokrycia wysokiego deficytu. Dodatkowe potrzeby pożyczkowe państwa rosną o 250 mld zł. Ponieważ zaangażowanie inwestorów zagranicznych maleje, krajowy sektor bankowy ab- sorbuje około 180 mld zł dodatkowej emisji obligacji skarbowych.

Oddziaływanie na sektor bankowy

Kanały transmisji

W scenariuszu uruchamiane są wszystkie trzy ilo- ściowe kanały transmisji do sektora bankowego określone w podrozdziale 4.2, przy czym dominujące znaczenie ma wzrost premii za ryzyko Polski. Dodat- kowe efekty jakościowe dotyczą kosztu finansowania banków oraz jakości portfela kredytowego.

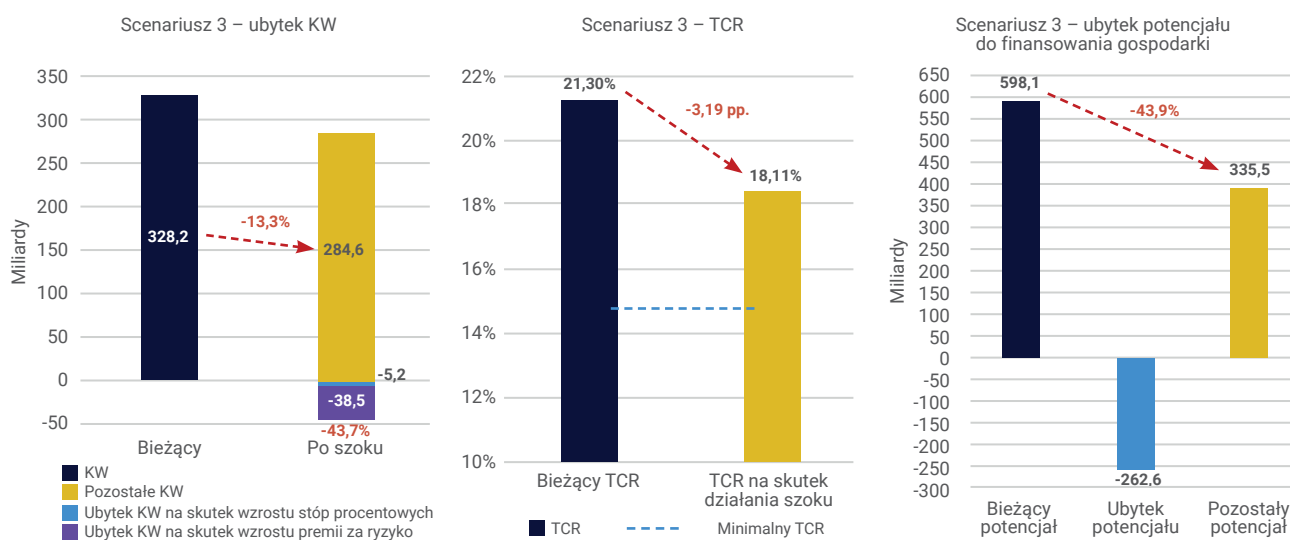
Tab. 16. Kanały transmisji scenariusza 3 do sektora bankowego

Kanał oddziaływania	Parametr / impuls w scenariuszu	Znaczenie dla sektora bankowego	Sposób ujęcia
Zmiana premii za ryzyko Polski	+250 pkt bazowych	dominujące źródło przeceny portfela SPW w następstwie utraty wiarygodności fiskalnej	ilościowo
Zmiana bazowej krzywej stóp procentowych	+50 pkt bazowych	dodatkowa przecena portfela SPW związana z reakcją polityki pieniężnej	ilościowo
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+180 mld zł	wzrost ekspozycji banków na sektor publiczny i ograniczenie przestrzeni do finansowania sektora prywatnego	ilościowo
Koszty finansowania i jakość portfela kredytowego	wzrost ryzyka kraju i pogorszenie koniunktury	wzrost kosztów finansowania banków, w tym instrumentów MREL, oraz wzrost kosztów ryzyka kredytowego	jakościowo

Wyniki analizy ilościowej

Na łączny ubytek funduszy własnych sektora bankowego składałoby się 38,5 mld zł strat wynikających ze wzrostu premii za ryzyko Polski oraz 5,2 mld zł związanych ze wzrostem bazowej krzywej stóp procentowych. Dominującym źródłem strat byłoby zatem pogorszenie wiarygodności fiskalnej państwa, przy relatywnie niewielkim znaczeniu reakcji polityki pieniężnej.

Łącznie materializacja scenariusza prowadziłaby do obniżenia funduszy własnych sektora bankowego z 328,2 mld zł do 284,6 mld zł, tj. o 43,7 mld zł (13,3%). Potencjał sektora do finansowania gospodarki zmniejszyłby się z około 598,1 mld zł do 335,5 mld zł, czyli o 262,6 mld zł (43,9%). Jednocześnie łączny współczynnik kapitałowy TCR obniżyłby się z 21,30% do 18,11%, tj. o 3,19 pkt proc., pozostając jednak powyżej przyjętego minimalnego poziomu kapitałowego.



Rys. 67. Scenariusz 3 – zmiana funduszy własnych, potencjału do finansowania gospodarki oraz TCR sektora bankowego

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Wyniki wskazują, że utrata wiarygodności finansów publicznych oddziaływałaby na sektor bankowy równocześnie poprzez silną przecenę portfela skarbowych papierów wartościowych oraz wzrost jego zaangażowania w finansowanie długu publicznego. Pomimo utrzymania TCR powyżej przyjętego poziomu minimalnego, zmniejszenie nadwyżki kapitałowej i potencjału do finansowania gospodarki ograniczałoby przestrzeń sektora bankowego do zwiększania akcji kredytowej. Ograniczenie podaży kredytu mogłoby z kolei osłabiać aktywność gospodarczą i dochody sektora finansów publicznych, prowadząc do dalszego wzrostu premii za ryzyko i wzmacniając mechanizm sprzężenia pomiędzy sektorem publicznym i bankowym.

Wniosek: w rezultacie pogorszenie kondycji finansów publicznych osłabiałoby również sektor bankowy, zwiększając ryzyko, że poprzez zmiany wyceny aktywów i ograniczenie potencjału kredytowego stanie się on jednym z kanałów transmisji szoku fiskalnego do gospodarki.

Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne

Utrata wiarygodności fiskalnej prowadzi do wzrostu kosztu kapitału w całej gospodarce, ponieważ wyższe rentowności długu publicznego przekładają się na warunki finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. W rezultacie słabnie aktywność inwestycyjna i popyt prywatny, a deprecjacja złotego zwiększa presję inflacyjną. Jednocześnie wzrost kosztów obsługi długu i osłabienie dochodów podatkowych pogarszają sytuację finansów publicznych, prowadząc do dalszego wzrostu potrzeb pożyczkowych i zwiększając ryzyko powstania negatywnego sprzężenia zwrotnego pomiędzy kondycją fiskalną państwa a aktywnością gospodarczą.

Z ekonomicznego punktu widzenia o istocie analizowanego scenariusza decyduje utrata wiarygodności finansów publicznych. Jest to jeden z najbardziej kosztownych ekonomicznie rodzajów zaburzeń, ponieważ prowadzi do wzrostu kosztu kapitału w całej gospodarce, a nie wyłącznie kosztu finansowania państwa. W przeciwieństwie do scenariuszy opartych



na szokach zewnętrznych, głównym źródłem zaburzeń nie jest tutaj pogorszenie otoczenia międzynarodowego ani reakcja polityki pieniężnej, lecz zmiana oczekiwań inwestorów dotyczących długookresowej stabilności fiskalnej państwa. Szczególnego znaczenia nabierają przy tym oczekiwania dotyczące przyszłego kierunku polityki fiskalnej. Nawet przy niezmiennych bieżących fundamentach gospodarczych przekonanie, że proces stabilizacji finansów publicznych będzie odkładany w czasie, może prowadzić do wzrostu wymaganej premii za ryzyko i wcześniejszego wzrostu kosztów finansowania. W rezultacie wzrost premii za ryzyko oddziałuje jednocześnie na rentowność obligacji skarbowych, koszt finansowania przedsiębiorstw oraz decyzje inwestycyjne sektora prywatnego, uruchamiając mechanizm stopniowego przenoszenia problemów fiskalnych do gospodarki realnej. [International Monetary Fund (2025), *Global Financial Stability Report*, April 2025, Chapter 2; Baldacci, E. and Kumar, M. S. (2010), *Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields*, IMF Working Paper No. 2010/184.]

Szczególnie istotnym kanałem transmisji pozostaje wzrost kosztu kapitału. Rentowności obligacji skarbowych stanowią punkt odniesienia dla wyceny szeregu instrumentów finansowych wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Wzrost rentowności długu publicznego przekłada się zatem na wyższy koszt kredytu, emisji obligacji korporacyjnych oraz finansowania projektów inwestycyjnych. W warunkach utrzymującej się niepewności fiskalnej przedsiębiorstwa ograniczają przedsięwzięcia o długim okresie zwrotu, koncentrując się na utrzymaniu płynności i ograniczaniu ryzyka. W przypadku Polski mechanizm ten ma dodatkowe znaczenie ze względu na relatywnie wysoką rolę sektora bankowego w finansowaniu przedsiębiorstw oraz znaczenie krajowego rynku obligacji skarbowych dla kształtowania kosztu kapitału. Oznacza to szczególnie silną reakcję inwestycji prywatnych, które należą do najbardziej wrażliwych komponentów popytu makroekonomicznego. [Li, D., Magud, N. E., Werner, A. M. and Witte, S. (2021), *The Long-Run Impact of Sovereign Yields on Corporate Yields in Emerging Markets*, IMF Working Paper No. 2021/155; Gilchrist, S. and Zakrajšek, E. (2007), *Investment and the Cost of Capital: New Evidence from the Corporate Bond Market*, NBER Working Paper No. 13174.]

Z perspektywy finansów publicznych szczególnego znaczenia nabiera możliwość uruchomienia mechanizmu o charakterze negatywnego sprzężenia zwrotnego. Wzrost rentowności obligacji zwiększa koszt obsługi długu oraz pogarsza saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych, co prowadzi do dalszego wzrostu potrzeb pożyczkowych. Jeżeli równocześnie pogarsza się aktywność gospodarcza i maleją dochody podatkowe, wzrost kosztów finansowania może zostać dodatkowo wzmocniony przez pogorszenie oczekiwań dotyczących przyszłej sytuacji fiskalnej państwa. W takich warunkach pogorszenie wiarygodności fiskalnej staje się nie tylko skutkiem nierównowagi finansów publicznych, ale również czynnikiem utrwalającym jej narastanie. [Corsetti, G., Kuester, K., Meier, A. and Müller, G. J. (2012), *Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability*, IMF Working Paper No. 2012/033; Kemoe, L. and Zhan, Z. (2018), *Fiscal Transparency, Borrowing Costs, and Foreign Holdings of Sovereign Debt*, IMF Working Paper No. 2018/189.]

W ramach analizowanego scenariusza najistotniejszą konsekwencją ekonomiczną nie byłby zatem sam wzrost kosztów obsługi długu publicznego, lecz trwałe pogorszenie warunków finansowania całej gospodarki. Wyniki ilościowe należy interpretować jako ilustrację skali oddziaływania utraty wiarygodności fiskalnej na aktywność inwestycyjną, tempo wzrostu gospodarczego oraz możliwości prowadzenia stabilizacyjnej polityki fiskalnej. W tym sensie wiarygodność finansów publicznych stanowi nie tylko kategorię fiskalną, lecz również jeden z podstawowych aktywów gospodarki, decydujący o zdolności państwa do absorbowania przyszłych szoków bez trwałego pogorszenia warunków wzrostu gospodarczego. [OECD (2025), *Quality Budget Institutions: Developments in OECD Countries*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/8e811202-en>; Arbatli Saxegaard, E. C. and Escolano, J. (2012), *Fiscal Transparency, Fiscal Performance and Credit Ratings*, IMF Working Paper No. 2012/156.]

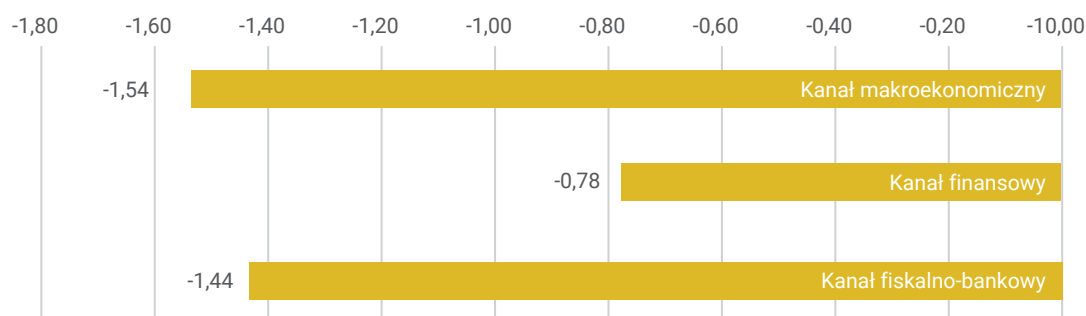
W celu ilościowej oceny wpływu kryzysu wiarygodności finansów publicznych na polską gospodarkę wykorzystano parametry zestawione w Tabeli 17. Wyniki symulacji przedstawiono w rozbiciu na trzy kanały transmisji: makroekonomiczny, finansowy oraz fiskalno-bankowy.

Tab. 17. Parametry modelu dla scenariusza 3

Parametr	Przyjęta zmiana
Bazowa krzywa stóp procentowych	+50 pb
Premia za ryzyko Polski	+250 pb
Kurs EUR/PLN	+12%
Konsumpcja prywatna	-1,5%
Inwestycje przedsiębiorstw	-10%
Eksport	-7%
Dodatkowe potrzeby pożyczkowe państwa	+250 mld zł
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+180 mld zł

Dekompozycja wyniku (Rys. 68) pokazuje, że największy wkład do spadku PKB ma kanał makroekonomiczny (-1,54 pkt proc.). Odzwierciedla on przede wszystkim bezpośrednie skutki przyjętego w scenariuszu osłabienia konsumpcji prywatnej, inwestycji

przedsiębiorstw i eksportu. Wynik ten jest spójny z opisanym powyżej mechanizmem: utrata wiarygodności fiskalnej pogarsza oczekiwania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, zwiększa niepewność oraz ogranicza aktywność inwestycyjną i popyt prywatny.



Rys. 68. Scenariusz 3 – wpływ na PKB [pkt proc.] w rozbiciu na kanały transmisji

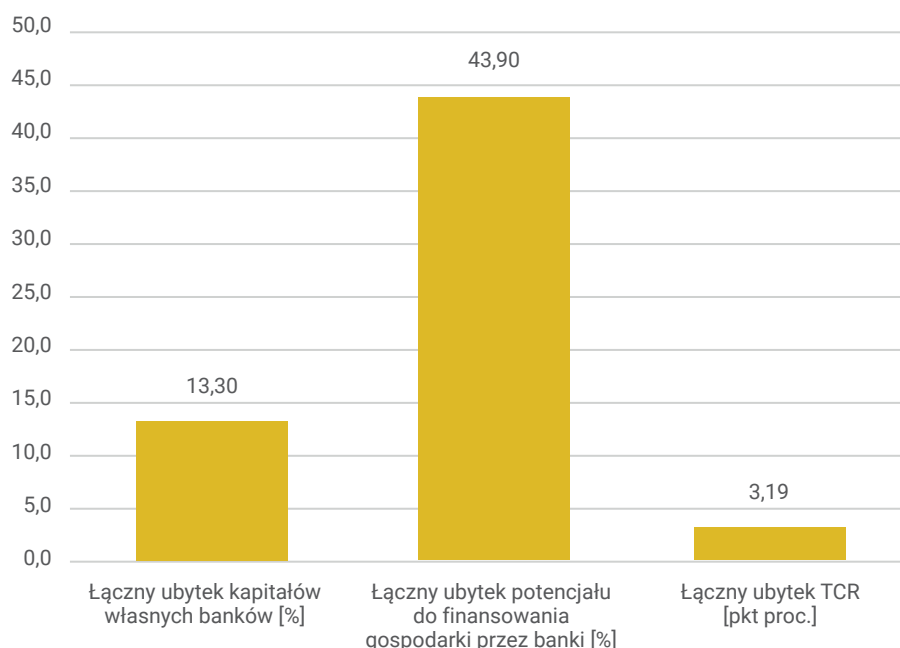
Źródło: opracowanie własne Zespołu SGH

Niemal równie silny jest kanał fiskalno-bankowy, którego wkład wynosi -1,44 pkt proc. (Rys. 68). Wysoka wartość tego komponentu odzwierciedla szczególną konstrukcję analizowanego scenariusza: gwałtowny wzrost potrzeb pożyczkowych państwa i dodatkowej absorpcji skarbowych papierów wartościowych przez banki występuje równocześnie z istotnym pogorszeniem sytuacji kapitałowej sektora bankowego. Ogranicza to potencjał banków do finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, przez co problemy finansów publicznych są transmitowane do gospodarki realnej również poprzez podaż finansowania.

Kanał finansowy odpowiada za -0,78 pkt proc. zmiany PKB. Jego znaczenie wynika przede wszystkim z przyjętego wzrostu premii za ryzyko Polski,

przesunięcia bazowej krzywej stóp procentowych oraz osłabienia złotego, które prowadzą do wzrostu kosztu kapitału i pogorszenia warunków finansowania sektora prywatnego. W scenariuszu kryzysu wiarygodności finansów publicznych kanał ten stanowi bezpośrednie ogniwo transmisji wzrostu ryzyka państwa do kosztu finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Łączny wpływ trzech kanałów w pierwszym roku wynosi około -3,76 pkt proc. względem ścieżki bazowej. W pięcioletnim horyzoncie średnioroczny wpływ scenariusza na PKB wynosi około -3,73 pkt proc. Szczególnie istotnym wynikiem jest relatywnie wysoki udział kanału fiskalno-bankowego, którego znaczenie jest zbliżone do kanału makroekonomicznego.



Rys. 69. Scenariusz 3 – wpływ na sektor bankowy

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP i Zespołu SGH

Pokazuje to, że przy przyjętej parametryzacji kryzys wiarygodności finansów publicznych oddziałuje na gospodarkę nie tylko poprzez wzrost kosztu kapitału i pogorszenie oczekiwań, lecz również poprzez ograniczenie zdolności sektora bankowego do finansowania gospodarki.

4.3.4. Globalny kryzys finansowy i głęboka recesja w gospodarce światowej – scenariusz 4

Charakterystyka scenariusza

Scenariusz zakłada wystąpienie globalnego kryzysu finansowego, którego źródłem jest gwałtowna korekta cen nieruchomości i aktywów finansowych w największych gospodarkach świata. Problemy części funduszy inwestycyjnych, instytucji finansowych i silnie zadłużonych przedsiębiorstw prowadzą do utraty zaufania na rynku międzybankowym i ograniczenia dostępności finansowania.

Spadki cen aktywów ujawniają wysoki poziom dźwigni finansowej w sektorze pozabankowym. Fundusze są zmuszone do sprzedaży aktywów w celu uzupełnienia zabezpieczeń, co pogłębia korektę. Na rynkach finansowych rośnie awersja do ryzyka, a inwestorzy wycofują kapitał z rynków wschodzących i kierują go do najbardziej płynnych aktywów w dolarze i euro.

Polska zostaje dotknięta kryzysem poprzez kanał finansowy, handlowy i kryzys zaufania. Eksport spada wskutek recesji w głównych gospodarkach europejskich. Zagraniczne przedsiębiorstwa ograniczają inwestycje, a część inwestorów portfelowych redukuje ekspozycję na polskie aktywa.

W przeciwieństwie do scenariusza energetycznego globalny kryzys finansowy powoduje presję deflacyjną. NBP reaguje obniżeniem stopy referencyjnej o 100 pkt bazowych, a bazowa krzywa stóp procentowych przesuwają się w dół o taką samą wartość. Jednocześnie wzrost awersji do ryzyka prowadzi do zwiększenia premii za ryzyko Polski o 350 pkt bazowych. Łączny efekt obu zmian oznacza zatem wzrost rentowności obligacji skarbowych o 250 pkt bazowych. Spadek bazowej krzywej częściowo ogranicza wpływ wzrostu premii za ryzyko na wycenę obligacji, jednak nie jest w stanie go zneutralizować.

Recesja powoduje gwałtowne pogorszenie finansów publicznych. Maleją wpływy podatkowe, a rosną wydatki na świadczenia społeczne i wsparcie przedsiębiorstw. Dodatkowe potrzeby pożyczkowe państwa wynoszą około 150 mld zł, z czego około 90 mld zł dodatkowej emisji obligacji zostaje zaabsorbowane przez krajowy sektor bankowy.

Oddziaływanie na sektor bankowy

Kanały transmisji

W scenariuszu uruchamiane są wszystkie trzy ilościowe kanały transmisji do sektora bankowego określone w podrozdziale 4.2, przy czym wzrost premii za ryzyko Polski jest częściowo

kompensowany przez spadek bazowej krzywej stóp procentowych. Istotne znaczenie mają również jakościowe efekty głębokiej recesji związane z pogorszeniem jakości portfela kredytowego, wynikiem odsetkowym oraz wzrostem kosztów finansowania banków.

Tab. 18. Kanały transmisji scenariusza 4 do sektora bankowego

Kanał oddziaływania	Parametr/impuls w scenariuszu	Znaczenie dla sektora bankowego	Sposób ujęcia
Zmiana premii za ryzyko Polski	+350 pkt bazowych	dominujące źródło przeceny portfela SPW w warunkach globalnego wzrostu awersji do ryzyka	ilościowo
Zmiana bazowej krzywej stóp procentowych	–100 pkt bazowych	częściowa kompensacja strat wynikających ze wzrostu premii za ryzyko Polski	ilościowo
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+90 mld zł	wzrost zaangażowania banków w finansowanie długu publicznego i ograniczenie przestrzeni do finansowania sektora prywatnego	ilościowo
Wynik odsetkowy, jakość portfela kredytowego i koszty finansowania	głęboka recesja i globalny wzrost awersji do ryzyka	presja na wynik odsetkowy, wzrost kosztów ryzyka kredytowego i finansowania hurtowego oraz zaostrzenie polityki kredytowej	jakościowo

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

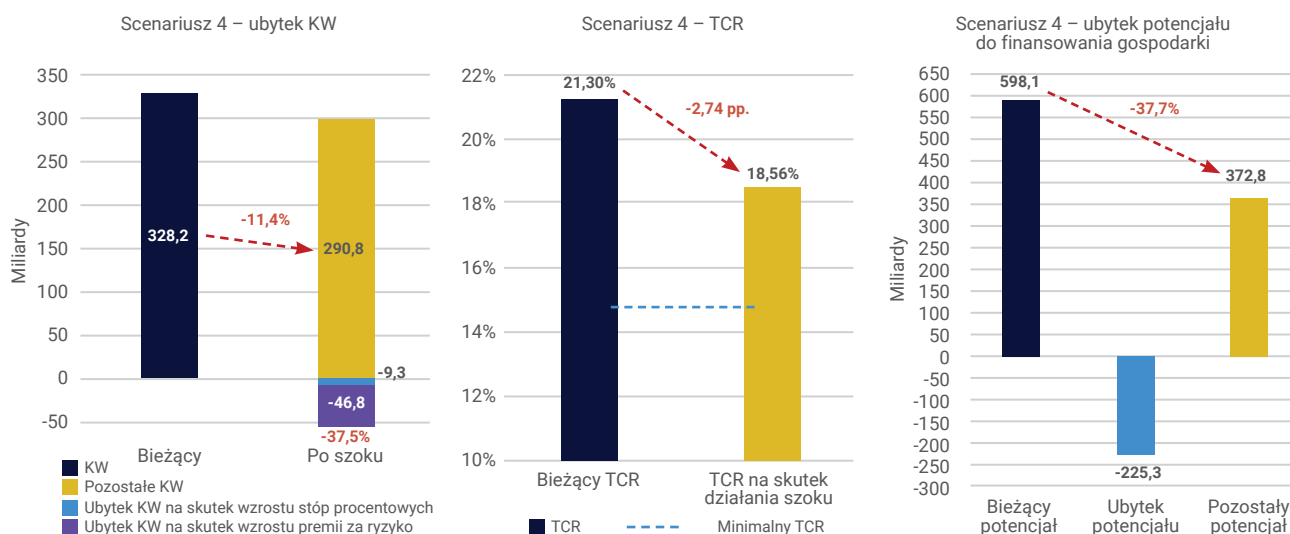
Wyniki analizy ilościowej

Na łączny ubytek funduszy własnych sektora bankowego składałoby się 46,8 mld zł strat wynikających ze wzrostu premii za ryzyko Polski, częściowo skompensowanych przez 9,3 mld zł dodatniego efektu spadku bazowej krzywej stóp procentowych. Łagodzenie polityki pieniężnej ograniczałoby zatem skalę strat, jednak jego wpływ byłby wyraźnie słabszy od skutków wzrostu premii za ryzyko.

Łącznie materializacja scenariusza prowadziłaby do obniżenia funduszy własnych sektora bankowego z 328,2 mld zł do 290,8 mld zł, tj. o 37,5 mld zł (11,4%). Potencjał sektora do finansowania gospodarki zmniejszyłby się z około 598,1 mld zł do 372,8 mld zł, czyli o 225,3 mld zł (37,7%). Jednocześnie łączny współczynnik kapitałowy TCR obniżyłby się z 21,30% do 18,56%, tj. o 2,74 pkt proc., pozostając jednak powyżej przyjętego minimalnego poziomu kapitałowego.

Wyniki wskazują, że globalny kryzys finansowy oddziaływałby na sektor bankowy równocześnie poprzez wzrost premii za ryzyko i pogorszenie sytuacji w gospodarce realnej. Obniżenie bazowej krzywej stóp procentowych częściowo ograniczałoby straty z tytułu wyceny portfela SPW, jednak efekt ten nie kompensowałby silnego wzrostu premii za ryzyko. Jednocześnie pogorszenie jakości portfela kredytowego, wzrost kosztów ryzyka i finansowania hurtowego oraz dodatkowa absorpcja SPW ograniczałaby zdolność sektora bankowego do zwiększania akcji kredytowej w warunkach głębokiej recesji.

Wniosek: nawet łagodzenie polityki pieniężnej nie eliminowałoby ograniczeń zdolności sektora bankowego do wspierania wychodzenia gospodarki z recesji, wynikających z pogorszenia jakości aktywów, wzrostu premii za ryzyko oraz osłabienia sytuacji kapitałowej.



Rys. 70. Scenariusz 4 – zmiana funduszy własnych, potencjału do finansowania gospodarki oraz TCR sektora bankowego

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne

Globalny kryzys finansowy prowadzi do głębokiego osłabienia aktywności gospodarczej poprzez równoczesny spadek popytu zagranicznego, inwestycji przedsiębiorstw i konsumpcji prywatnej. Pogorszenie sytuacji na rynku pracy ogranicza dochody gospodarstw domowych i wzmacnia ostrożnościowe zachowania konsumentów, natomiast osłabienie popytu wywołuje presję dezinflacyjną, częściowo ograniczaną przez deprecjację złotego. Recesja prowadzi również do silnego działania automatycznych stabilizatorów: maleją dochody podatkowe, rosną wydatki społeczne i pogarsza się saldo sektora finansów publicznych.

Z ekonomicznego punktu widzenia o istocie analizowanego scenariusza decyduje równoczesne pogorszenie zewnętrznych warunków finansowania oraz załamanie popytu zagranicznego, które prowadzą do synchronicznego spowolnienia aktywności gospodarczej w gospodarce światowej. W przeciwieństwie do scenariuszy opartych na krajowych (endogenicznych) źródłach negatywnych szoków gospodarka krajowa reaguje tutaj przede wszystkim na pogorszenie warunków zewnętrznych, obejmujących ograniczenie światowego handlu, spadek aktywności inwestycyjnej oraz wzrost globalnej awersji do ryzyka. Materializacja analizowanego scenariusza prowadziłaby zatem do jednoczesnego oddziaływania kanału handlowego, finansowego oraz kanału oczekiwań przedsiębiorstw i inwestorów. To właśnie równoczesne oddziaływanie tych mechanizmów odróżnia analizowany scenariusz od pozostałych wariantów uwzględnionych w niniejszym rozdziale. [International Monetary Fund (2026), World Economic Outlook Update, July 2026: Global Economy in Crosscurrents of War and Technology,

Washington, DC.; International Monetary Fund (2025), *Global Financial Stability Report: Enhancing Resilience amid Uncertainty*, April 2025, Washington, DC]

Dla gospodarki silnie zintegrowanej z europejskimi i światowymi łańcuchami wartości szczególnego znaczenia nabiera załamanie popytu zagranicznego. Ograniczenie eksportu oddziałuje bezpośrednio na aktywność przemysłu przetwórczego, a pogorszenie perspektyw sprzedaży prowadzi przedsiębiorstwa do ograniczenia nowych inwestycji i zwiększenia ostrożności w zakresie zatrudnienia. Jednocześnie pogorszenie warunków finansowania oraz wzrost awersji do ryzyka utrudniają dostęp do kapitału, wzmacniając negatywny wpływ spowolnienia na aktywność inwestycyjną. W przypadku Polski, której model wzrostu pozostaje silnie oparty na eksporcie oraz inwestycjach przedsiębiorstw, oba mechanizmy wzajemnie się wzmacniają, zwiększając skalę reakcji gospodarki realnej oraz wydłużając okres dostosowania do nowych warunków makroekonomicznych. [Hakobyan, S., Meleshchuk, S. and Zymek, R. (2023), *Divided We Fall: Differential Exposure to Geopolitical Fragmentation in Trade*, IMF Working Paper No. 2023/270; Pellényi, G. M. (2020), *The Role of Central and Eastern Europe in Global Value Chains: Evidence from Occupation-Level Employment Data*, European Economy Economic Brief 062, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.]

Z perspektywy finansów publicznych analizowany scenariusz oznacza przede wszystkim silne działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury. Pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz spadek aktywności gospodarczej ograniczają dochody podatkowe, jednocześnie zwiększając wydatki związane z systemem

zabezpieczenia społecznego i programami stabilizującymi koniunkturę. W odróżnieniu od scenariusza utraty wiarygodności fiskalnej pogorszenie sytuacji finansów publicznych ma tutaj charakter przede wszystkim cykliczny, choć jego skala może prowadzić do trwałego zwiększenia potrzeb pożyczkowych państwa oraz wzrostu relacji długu publicznego do PKB. To właśnie odróżnia analizowany scenariusz od scenariusza trzeciego, w którym pogorszenie sytuacji finansów publicznych wynika przede wszystkim z utraty wiarygodności fiskalnej i ma charakter bardziej strukturalny niż cykliczny. [Maravalle, A. and Rawdanowicz, Ł. (2020), "How Effective Are Automatic Fiscal Stabilisers in the OECD Countries?", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1635, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/f1fb9d6a-en>.]

W ramach analizowanego scenariusza najistotniejszą konsekwencją ekonomiczną nie byłby zatem wyłącznie spadek bieżącej aktywności gospodarczej, lecz jednocześnie ograniczenie popytu zagranicznego, inwestycji prywatnych oraz dostępności finansowania zewnętrznego. Wyniki ilościowe należy interpretować jako ilustrację skutków synchronizacji światowego spowolnienia gospodarczego dla polskiej gospodarki, której otwartość oraz silne powiązania z międzynarodowymi łańcuchami wartości powodują relatywnie wysoką wrażliwość na zaburzenia występujące poza

jej granicami. W takich warunkach tempo odbudowy aktywności gospodarczej zależałoby nie tylko od krajowej polityki makroekonomicznej, lecz również od skali i trwałości ożywienia gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, co wyraźnie odróżnia analizowany scenariusz od wariantów opartych przede wszystkim na krajowych źródłach zaburzeń. [OECD (2026), *OECD Economic Outlook, Volume 2026 Issue 1: Under Pressure*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/2d1956f0-en>; European Commission (2026), *European Economic Forecast: Spring 2026*, Institutional Paper 341, Publications Office of the European Union, Luxembourg, <https://doi.org/10.2765/0071034>]

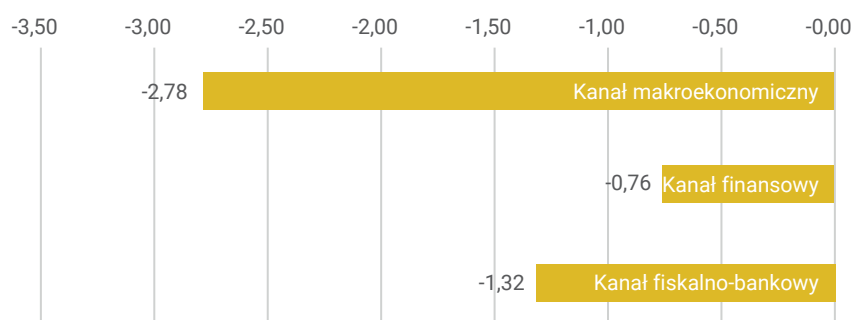
W celu ilościowej oceny wpływu globalnego kryzysu finansowego i głębokiej recesji w gospodarce światowej na polską gospodarkę wykorzystano parametry zestawione w Tabeli 19. Wyniki symulacji wskazują, że w pierwszym roku łączny wpływ analizowanego scenariusza na PKB wynosi około -4,86 pkt proc. względem ścieżki bazowej. Dekompozycja wyniku (Rys. 71) pokazuje, że największy wkład ma kanał makroekonomiczny (-2,78 pkt proc.), odzwierciedlający przede wszystkim skutki przyjętego w scenariuszu silnego spadku konsumpcji prywatnej, inwestycji przedsiębiorstw i eksportu. Wynik ten jest spójny z opisanym powyżej mechanizmem równoczesnego załamania popytu zagranicznego, inwestycji i aktywności krajowej.

Tab. 19. Parametry modelu dla scenariusza 4

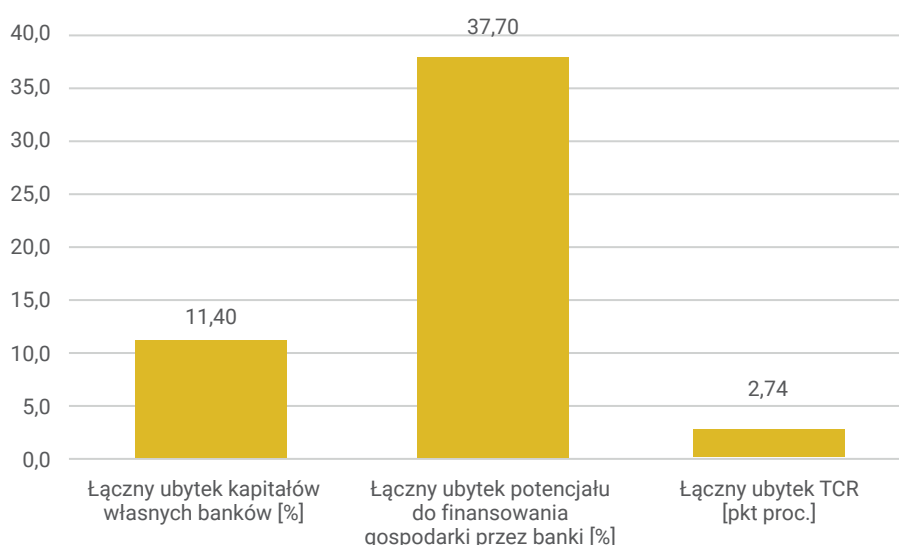
Parametr	Przyjęta zmiana
Bazowa krzywa stóp procentowych	-100 pb
Premia za ryzyko Polski	+350 pb
Kurs EUR/PLN	+10%
Konsumpcja prywatna	-3%
Inwestycje przedsiębiorstw	-15%
Eksport	-8%
Dodatkowe potrzeby pożyczkowe państwa	+150 mld zł
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+90 mld zł

Drugim co do wielkości kanałem jest kanał fiskalno-bankowy, którego wkład wynosi -1,32 pkt proc. (Rys. 71). W warunkach głębokiej recesji wzrost potrzeb pożyczkowych państwa i dodatkowa absorpcja skarbowych papierów wartościowych przez banki występują równocześnie z pogorszeniem sytuacji kapitałowej sektora bankowego. Ogranicza to potencjał finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, wzmacniając przenoszenie globalnego szoku do gospodarki krajowej.

Kanał finansowy odpowiada za -0,76 pkt proc. zmiany PKB. Jego znaczenie wynika z gwałtownego wzrostu premii za ryzyko Polski i osłabienia złotego, które pogarszają warunki finansowania sektora prywatnego. Jednocześnie obniżenie bazowej krzywej stóp procentowych częściowo amortyzuje ten mechanizm, ale nie neutralizuje skutków wzrostu globalnej awersji do ryzyka.

**Rys. 71.** Scenariusz 4 – wpływ na PKB [pkt proc.] w rozbiciu na kanały transmisji

Źródło: opracowanie własne Zespołu SGH

**Rys. 72.** Scenariusz 4 – wpływ na sektor bankowy

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP i Zespołu SGH

W pięcioletnim horyzoncie średnioroczny wpływ analizowanego scenariusza na PKB wynosi około -4,83 pkt proc. Przy przyjętej parametryzacji jest to najsilniejszy średnioroczny negatywny wpływ na tempo wzrostu PKB spośród sześciu analizowanych scenariuszy. Wynik ten odzwierciedla równoczesne występowanie silnego szoku makroekonomicznego, pogorszenia warunków finansowych oraz ograniczenia potencjału sektora bankowego do finansowania gospodarki. Nie oznacza to jednak, że model identyfikuje dodatkowy efekt interakcji pomiędzy trzema kanałami ponad ich przedstawioną dekompozycję.

4.3.5. Skoordynowany cyberatak na infrastrukturę finansową i energetyczną – scenariusz 5

Charakterystyka scenariusza

Scenariusz zakłada skoordynowany cyberatak na kluczowe elementy polskiej infrastruktury krytycznej. Ataki obejmują systemy banków, infrastrukturę rozliczeniową, operatorów płatności, wybrane elementy administracji publicznej, operatorów energetycznych oraz dostawców usług telekomunikacyjnych.

Celem ataku nie jest trwałe zniszczenie całego systemu finansowego, lecz wywołanie chaosu operacyjnego, utraty zaufania i zakłóceń w realizacji płatności. Przez kilka dni część klientów ma ograniczony dostęp do bankowości elektronicznej i płatności bezgotówkowych. Występują opóźnienia w rozliczeniach międzybankowych, wypłacie świadczeń publicznych i obsłudze płatności przedsiębiorstw. Jednocześnie

rozpowszechniane są fałszywe informacje o utracie danych klientów, niewypłacalności wybranych banków i planowanym ograniczeniu wypłat gotówki, co prowadzi do gwałtownego wzrostu popytu na gotówkę i czasowego odpływu części depozytów.

Atak na systemy energetyczne powoduje lokalne przerwy w dostawach energii oraz czasowe ograniczenia produkcji w wybranych branżach. Zakłócenia nie trwają na tyle długo, aby doprowadzić do głębokiej recesji, lecz powodują wymierne straty gospodarcze.

Scenariusz nie generuje trwałej presji inflacyjnej, dlatego NBP nie zmienia poziomu stóp procentowych, a bazowa krzywa stóp procentowych pozostaje bez zmian. Rośnie natomiast premia za ryzyko Polski, ponieważ inwestorzy zaczynają kwestionować odporność infrastruktury państwa i systemu finansowego. W scenariuszu przyjęto jej wzrost o 150 pkt bazowych. Oznacza to, że wzrost rentowności obligacji skarbowych wynika w całości ze wzrostu premii za ryzyko Polski.

Państwo zwiększa wydatki na odbudowę systemów, cyberbezpieczeństwo, rekompensaty dla części przedsiębiorstw oraz zabezpieczenie infrastruktury krytycznej. Dodatkowe potrzeby pożyczkowe wynoszą około 30 mld zł, z czego około 20 mld zł dodatkowej emisji obligacji zostaje zaabsorbowane przez krajowy sektor bankowy.

Oddziaływanie na sektor bankowy

Kanały transmisji

W scenariuszu ilościowe oddziaływanie na sektor bankowy następuje poprzez wzrost premii za ryzyko Polski oraz dodatkową absorpcję SPW przez banki, podczas gdy bazowa krzywa stóp procentowych pozostaje bez zmian. W odróżnieniu od pozostałych scenariuszy szczególnego znaczenia nabierają jednak efekty jakościowe związane z zakłóceniami operacyjnymi, przejściowym pogorszeniem płynności oraz jakością portfela kredytowego.

Tab. 20. Kanały transmisji scenariusza 5 do sektora bankowego

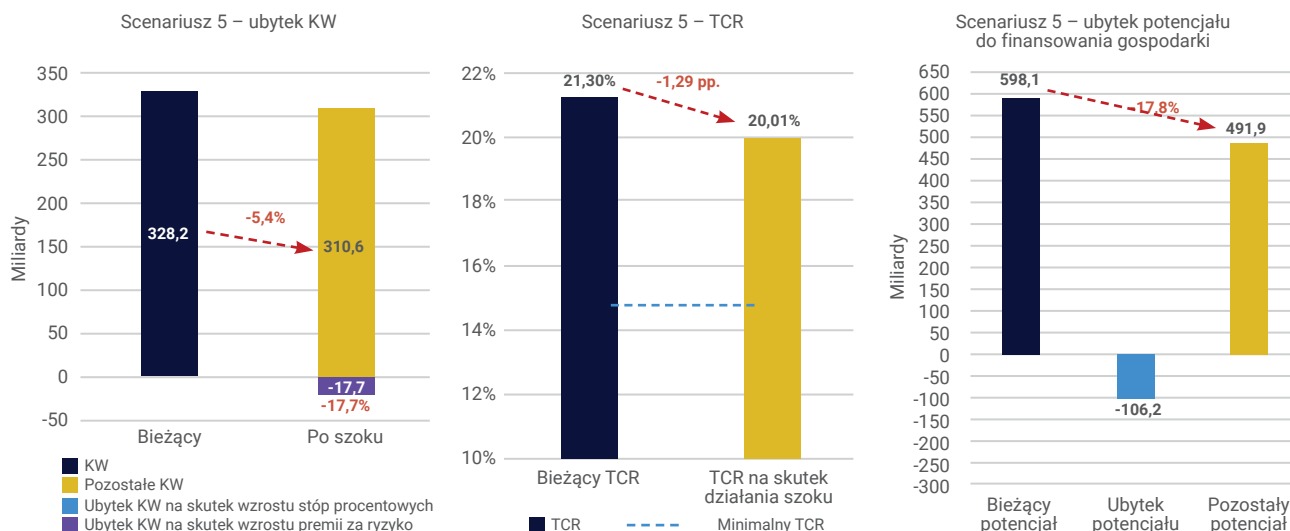
Kanał oddziaływania	Parametr/impuls w scenariuszu	Znaczenie dla sektora bankowego	Sposób ujęcia
Zmiana premii za ryzyko Polski	+150 pkt bazowych	przecena portfela SPW w następstwie wzrostu ryzyka związanego z odpornością infrastruktury państwa i systemu finansowego	ilościowo
Zmiana bazowej krzywej stóp procentowych	0 pkt bazowych	brak wpływu zmian bazowej krzywej na wycenę portfela SPW	ilościowo
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+20 mld zł	wzrost zaangażowania banków w finansowanie długu publicznego w okresie zwiększonego zapotrzebowania na płynność	ilościowo
Zakłócenia operacyjne i płynnościowe oraz jakość portfela kredytowego	zakłócenia systemów bankowych i płatniczych, czasowy odpływ depozytów	wzrost kosztów operacyjnych, zwiększenie zapotrzebowania na płynność i bufor bezpieczeństwa oraz wzrost kosztów ryzyka kredytowego części przedsiębiorstw	jakościowo

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Wyniki analizy ilościowej

Na łączny ubytek funduszy własnych sektora bankowego składałoby się 17,7 mld zł strat wynikających ze wzrostu premii za ryzyko Polski. Ponieważ

bazowa krzywa stóp procentowych pozostaje bez zmian, w scenariuszu nie występuje efekt wyceny związany ze zmianą stóp procentowych.



Rys. 73. Scenariusz 5 – zmiana funduszy własnych, potencjału do finansowania gospodarki oraz TCR sektora bankowego

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Łącznie materializacja scenariusza prowadziłaby do obniżenia funduszy własnych sektora bankowego z 328,2 mld zł do 310,6 mld zł, tj. o 17,7 mld zł (5,4%). Potencjał sektora do finansowania gospodarki zmniejszyłby się z około 598,1 mld zł do 491,9 mld zł, czyli o 106,2 mld zł (17,8%). Jednocześnie łączny współczynnik kapitałowy TCR obniżyłby się z 21,30% do 20,01%, tj. o 1,29 pkt proc., pozostając powyżej przyjętego minimalnego poziomu kapitałowego.

Wyniki wskazują, że spośród analizowanych scenariuszy cyberatak powodowałby najmniejsze pogorszenie sytuacji kapitałowej sektora bankowego. Nie oznacza to jednak, że jego wpływ na funkcjonowanie sektora byłby pomijalny. Zakłócenia systemów bankowych i płatniczych, przejściowy odpływ depozytów, wzrost kosztów operacyjnych oraz konieczność zwiększenia buforów płynnościowych mogłyby ograniczać zdolność banków do finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych mimo relatywnie niewielkiego ubytku funduszy własnych. W tym scenariuszu ograniczenie akcji kredytowej wynikałoby zatem w większym stopniu z czynników operacyjnych, płynnościowych i ostrożnościowej reakcji banków niż z niedoboru kapitału regulacyjnego.

Wniosek: nawet przejściowe zakłócenia funkcjonowania infrastruktury krytycznej mogą istotnie ograniczyć zdolność sektora bankowego do zapewnienia

ciągłości finansowania gospodarki właśnie w okresie największej niepewności.

Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne

Cyberatak prowadzi do przejściowych zakłóceń płatności, dostaw energii, produkcji i świadczenia usług, ograniczając bieżącą aktywność gospodarczą. Część utraconych transakcji może zostać zrealizowana po przywróceniu sprawności systemów, jednak nie wszystkie straty są możliwe do odrobienia. Przedsiębiorstwa czasowo ograniczają lub odkładają inwestycje, koncentrując zasoby na przywróceniu działalności operacyjnej i zwiększeniu bezpieczeństwa cyfrowego. Wpływ na inflację pozostaje ograniczony i przejściowy, natomiast finanse publiczne obciążają dodatkowe wydatki związane z odbudową infrastruktury, cyberbezpieczeństwem i wsparciem poszkodowanych podmiotów.

Z ekonomicznego punktu widzenia o istocie analizowanego scenariusza decyduje czasowa utrata zaufania do zdolności państwa oraz instytucji finansowych do zapewnienia ciągłości funkcjonowania podstawowych usług gospodarczych. W przeciwieństwie do pozostałych scenariuszy źródłem kosztów ekonomicznych nie jest tutaj trwałe pogorszenie fundamentów makroekonomicznych, lecz zakłócenie mechanizmów

koordynujących bieżące funkcjonowanie gospodarki. Materializacja analizowanego scenariusza prowadziłaby przede wszystkim do wzrostu niepewności operacyjnej, zakłócenia procesów płatniczych oraz przejściowego osłabienia zaufania uczestników rynku. To właśnie utrata zaufania do ciągłości działania infrastruktury krytycznej stanowi główny kanał transmisji szoku do gospodarki realnej. [International Monetary Fund (2024), *Global Financial Stability Report*, April 2024, Chapter 3: *Cyber Risk: A Growing Concern for Macroeconomic Stability*, Washington, DC; Khiaonrong, T. and Zheng, S. (2026), *The Rise of Cyber Events and Digital Fraud in the Financial Sector*, IMF Working Paper No. 2026/062, International Monetary Fund, <https://doi.org/10.5089/9798229043557.001>.]

Największe koszty ekonomiczne analizowanego scenariusza nie wynikają z fizycznego zniszczenia infrastruktury, lecz z czasowego zakłócenia przepływu informacji, płatności i rozliczeń. Nawet krótkotrwałe ograniczenie możliwości zawierania i rozliczania transakcji prowadzi do wzrostu kosztów transakcyjnych, odraczania decyzji gospodarczych oraz zwiększenia zapotrzebowania przedsiębiorstw na płynność. Sprawność infrastruktury finansowej stanowi zatem jeden z podstawowych warunków ciągłości procesów gospodarczych. Jej czasowe zakłócenie może oddziaływać na aktywność przedsiębiorstw znacznie szerzej, niż wynikałoby to z bezpośrednich strat operacyjnych, ponieważ skutki ograniczenia płatności i rozliczeń przenoszą się również na podmioty spoza sektora finansowego. [OECD (2026), *Cybersecurity and Geopolitical Risks in Financial Markets*, OECD Business and Finance Policy Papers, No. 104, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/1002b1fd-en>; OECD (2015), *Digital Security Risk Management for Economic and Social Prosperity: OECD Recommendation and Companion Document*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264245471-en>.]

Z perspektywy finansów publicznych analizowany scenariusz oznacza konieczność szybkiego uruchomienia dodatkowych środków na odbudowę infrastruktury, zwiększenie odporności cyfrowej oraz przywrócenie zaufania do funkcjonowania instytucji publicznych. W odróżnieniu od wcześniejszych

scenariuszy wzrost potrzeb pożyczkowych ma tutaj przede wszystkim charakter przejściowy, jednak jego ekonomiczne znaczenie zależy od szybkości odbudowy zaufania uczestników rynku oraz sprawności instytucji odpowiedzialnych za zarządzanie kryzysowe. Im krótszy okres zakłóceń oraz szybszy powrót do normalnego funkcjonowania infrastruktury krytycznej, tym mniejsze ryzyko utrwalenia negatywnych skutków dla aktywności gospodarczej i sytuacji finansów publicznych. [International Monetary Fund (2024), *Global Financial Stability Report*, April 2024, Chapter 3; OECD (2026), *Cybersecurity and Geopolitical Risks in Financial Markets*.]

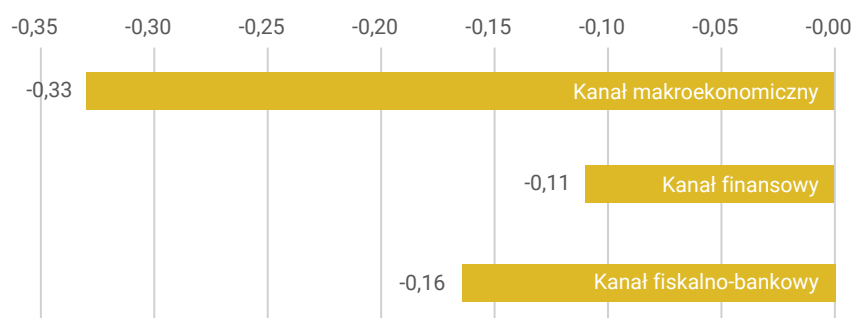
W ramach analizowanego scenariusza najistotniejszym kosztem ekonomicznym nie byłoby zatem samo czasowe ograniczenie aktywności gospodarczej, lecz osłabienie zaufania do instytucji zapewniających ciągłość funkcjonowania gospodarki. Wyniki ilościowe należy interpretować jako ilustrację kosztów utraty odporności operacyjnej państwa i sektora finansowego, której odbudowa może wymagać więcej czasu niż samo usunięcie technicznych skutków cyberataku. W tym sensie analizowany scenariusz pokazuje, że odporność instytucjonalna stanowi współcześnie jeden z podstawowych czynników warunkujących stabilność makroekonomiczną oraz zdolność gospodarki do szybkiego powrotu na ścieżkę wzrostu po wystąpieniu szoku o charakterze operacyjnym i technologicznym.

W celu ilościowej oceny wpływu skoordynowanego cyberataku na infrastrukturę finansową i energetyczną na polską gospodarkę wykorzystano parametry zestawione w Tabeli 21. Wyniki symulacji wskazują, że w pierwszym roku łączny wpływ analizowanego scenariusza na PKB wynosi około -0,60 pkt proc. względem ścieżki bazowej. Dekompozycja wyniku (Rys. 74) pokazuje, że największy wkład ma kanał makroekonomiczny (-0,33 pkt proc.), odzwierciedlający przede wszystkim skutki przyjętego w scenariuszu osłabienia konsumpcji prywatnej, inwestycji przedsiębiorstw i eksportu. W tym przypadku pogorszenie aktywności ma przede wszystkim charakter przejściowy i wiąże się z zakłóceniami funkcjonowania infrastruktury krytycznej oraz wzrostem niepewności operacyjnej.



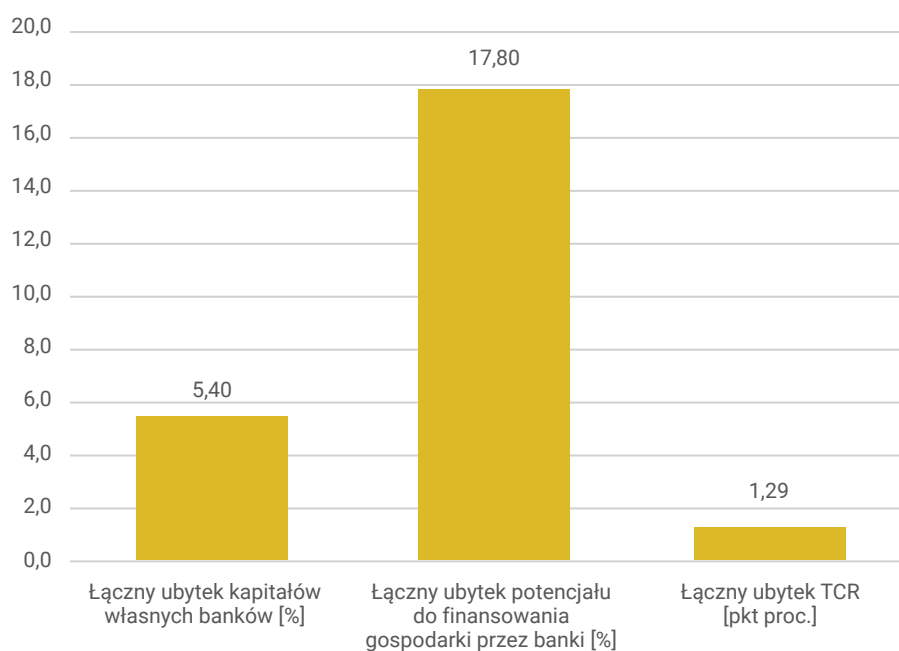
Tab. 21. Parametry modelu dla scenariusza 5

Parametr	Przyjęta zmiana
Bazowa krzywa stóp procentowych	0 pb
Premia za ryzyko Polski	+150 pb
Kurs EUR/PLN	+8%
Konsumpcja prywatna	-2%
Inwestycje przedsiębiorstw	-4%
Eksport	-5%
Dodatkowe potrzeby pożyczkowe państwa	+30 mld zł
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+20 mld zł



Rys. 74. Scenariusz 5 – wpływ na PKB [pkt proc.] w rozbiciu na kanały transmisji

Źródło: opracowanie własne Zespołu SGH



Rys. 75. Scenariusz 5 – wpływ na sektor bankowy

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP i Zespołu SGH

Drugim co do wielkości kanałem jest kanał fiskalno-bankowy, którego wkład wynosi $-0,16$ pkt proc. (Rys. 74). Wzrost potrzeb pożyczkowych państwa i dodatkowa absorpcja skarbowych papierów wartościowych przez banki występują tu w relatywnie niewielkiej skali, jednak nakładają się na przejściowe pogorszenie warunków funkcjonowania sektora bankowego. W rezultacie ograniczeniu ulega potencjał finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, choć efekt ten pozostaje wyraźnie słabszy niż w scenariuszach makrofinansowych i fiskalnych.

Kanał finansowy odpowiada za $-0,11$ pkt proc. zmiany PKB. Jego znaczenie wynika z przyjętego wzrostu premii za ryzyko Polski oraz osłabienia złotego, które pogarszają warunki finansowania sektora prywatnego. Brak zmiany bazowej krzywej stóp procentowych ogranicza skalę tego kanału, co odróżnia scenariusz cyberataku od większości pozostałych analizowanych wariantów.

W pięcioletnim horyzoncie średnioroczny wpływ analizowanego scenariusza na PKB wynosi około $-0,60$ pkt proc. Przy przyjętej parametryzacji jest to najslabszy średnioroczny negatywny wpływ na tempo wzrostu PKB spośród sześciu analizowanych scenariuszy. Nie oznacza to jednak niewielkiego znaczenia ryzyka cybernetycznego jako takiego: wynik odzwierciedla konkretną konstrukcję scenariusza, zakładającą relatywnie krótkotrwałe zakłócenia i brak trwałej zmiany stóp procentowych. Jego specyfika polega przede wszystkim na operacyjnym charakterze szoku oraz znaczeniu szybkości przywrócenia ciągłości działania infrastruktury krytycznej.

4.3.6. Ekspansja fiskalna i wypychanie finansowania gospodarki przez dług publiczny – scenariusz 6

Charakterystyka scenariusza

Scenariusz ma charakter hipotetyczny i zakłada, że w warunkach spowolnienia gospodarczego oraz nasilającej się konkurencji politycznej dochodzi do wdrożenia szerokiego pakietu działań fiskalnych mających na celu pobudzenie popytu krajowego oraz zwiększenie dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych. Jednocześnie państwo utrzymuje wysoki poziom wydatków związanych z modernizacją sił zbrojnych, transformacją energetyczną, inwestycjami infrastrukturalnymi oraz wsparciem jednostek samorządu terytorialnego.

Pakiet obejmuje m.in. zwiększenie transferów społecznych, zmiany w systemie podatkowym zwiększające dochody gospodarstw domowych, dodatkowe świadczenia, wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym oraz rozszerzenie programów dopłat. W pierwszych kwartałach gospodarka reaguje pozytywnie poprzez wzrost konsumpcji prywatnej, jednak impuls fiskalny pojawia się w warunkach ograniczonych możliwości podaży gospodarki. Część dodatkowego popytu kierowana jest na import, a krajowe przedsiębiorstwa napotykają bariery podaży i rosnące koszty pracy.

Rosnąca inflacja oraz brak wiarygodnego planu stabilizacji finansów publicznych prowadzą do pogorszenia oceny ryzyka Polski przez inwestorów. Jednocześnie szybki wzrost wydatków publicznych powoduje istotne zwiększenie potrzeb pożyczkowych sektora instytucji rządowych i samorządowych. W scenariuszu przyjęto ich wzrost o około 350 mld zł względem scenariusza bazowego.

NBP reaguje na narastającą presję inflacyjną poprzez zaostrzenie polityki pieniężnej. Bazowa krzywa stóp procentowych przesuwana się w górę o 150 pkt bazowych, natomiast premia za ryzyko Polski wzrasta o 100 pkt bazowych. Łączny wzrost rentowności obligacji skarbowych wynosi zatem 250 pkt bazowych.

Rosnąca podaż obligacji przekracza możliwości zwiększenia zaangażowania inwestorów zagranicznych. W rezultacie krajowy sektor bankowy zwiększa portfel obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa o około 250 mld zł. Istotą scenariusza nie jest utrata dostępu państwa do finansowania ani gwałtowny kryzys zadłużeniowy, lecz stopniowe wypieranie finansowania sektora prywatnego przez rosnące potrzeby pożyczkowe państwa, któremu towarzyszy przecena obligacji skarbowych znajdujących się w portfelach banków.

Oddziaływanie na sektor bankowy

Kanały transmisji

W scenariuszu uruchamiane są wszystkie trzy ilościowe kanały transmisji do sektora bankowego określone w podrozdziale 4.2, przy czym szczególnego znaczenia nabiera skala dodatkowej absorpcji SPW przez banki. Dodatkowe efekty jakościowe dotyczą kosztu finansowania banków oraz warunków prowadzenia akcji kredytowej.

Tab. 22 Kanały transmisji scenariusza 6 do sektora bankowego

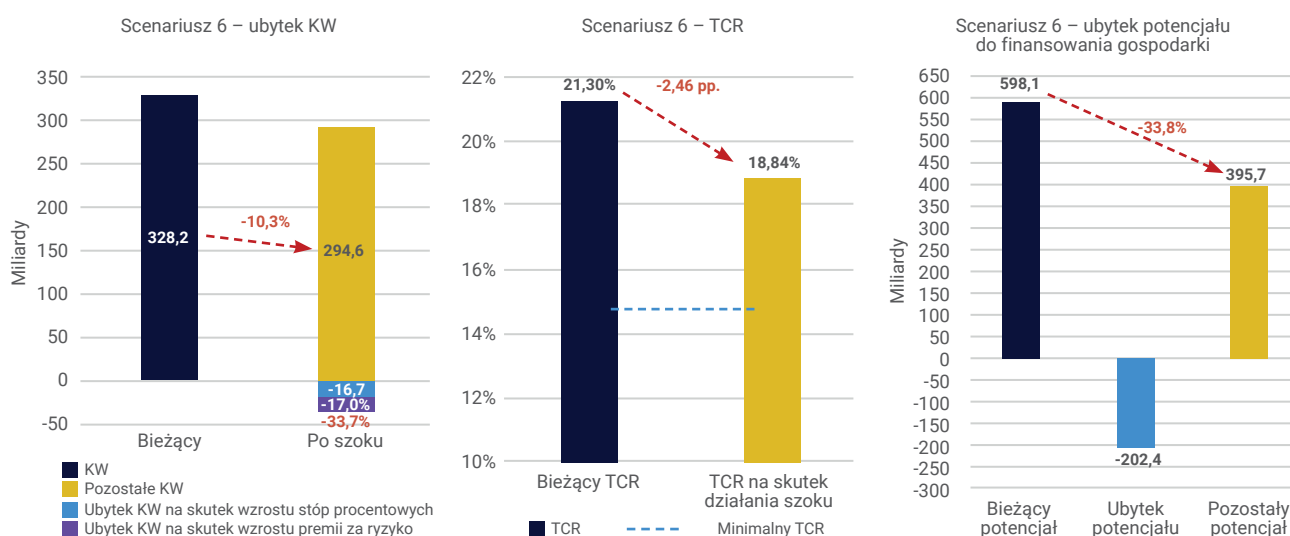
Kanał oddziaływania	Parametr/impuls w scenariuszu	Znaczenie dla sektora bankowego	Sposób ujęcia
Zmiana bazowej krzywej stóp procentowych	+150 pkt bazowych	przecena portfela SPW w następstwie zaostrzenia polityki pieniężnej	ilościowo
Zmiana premii za ryzyko Polski	+100 pkt bazowych	dodatkowa przecena portfela SPW związana z pogorszeniem perspektyw fiskalnych	ilościowo
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+250 mld zł	wzrost zaangażowania banków w finansowanie długu publicznego i wypieranie finansowania sektora prywatnego	ilościowo
Koszty finansowania i warunki akcji kredytowej	wzrost stóp procentowych i ryzyka kraju	wzrost kosztów finansowania banków, w tym instrumentów MREL, oraz zaostrzenie warunków finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych	jakościowo

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Wyniki analizy ilościowej

Na łączny ubytek funduszy własnych sektora bankowego składałyby się 16,7 mld zł strat wynikających ze wzrostu bazowej krzywej stóp procentowych oraz 17,0 mld zł związanych ze wzrostem premii za ryzyko Polski. Oznacza to, że oba komponenty wzrostu rentowności obligacji miałyby zbliżony wpływ na sytuację kapitałową sektora bankowego.

Łącznie materializacja scenariusza prowadziłaby do obniżenia funduszy własnych sektora bankowego z 328,2 mld zł do 294,6 mld zł, tj. o 33,7 mld zł (10,3%). Potencjał sektora do finansowania gospodarki zmniejszyłby się z około 598,1 mld zł do 395,7 mld zł, czyli o 202,4 mld zł (33,8%). Jednocześnie łączny współczynnik kapitałowy TCR obniżyłby się z 21,30% do 18,84%, tj. o 2,46 pkt proc., pozostając jednak powyżej przyjętego minimalnego poziomu kapitałowego.



Rys. 76. Scenariusz 6 – zmiana funduszy własnych, potencjału do finansowania gospodarki oraz TCR sektora bankowego

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP

Wyniki wskazują, że ekspansja fiskalna oddziaływała by na sektor bankowy równocześnie poprzez przece-
nę portfela skarbowych papierów wartościowych oraz
wzrost jego zaangażowania w finansowanie długu pu-
blicznego. Szczególne znaczenie ma w tym scenari-
uszu absorpcja przez banki około 250 mld zł dodatkowej
emisji SPW, która zwiększałaby udział finansowania
sektora publicznego w bilansach banków i ograniczała
przestrzeń do finansowania przedsiębiorstw i gospo-
darstw domowych. Pomimo utrzymania TCR powyżej
przyjętego poziomu minimalnego, zmniejszenie nad-
wyżki kapitałowej i potencjału do finansowania gospo-
darki wzmacniałoby mechanizm wypierania finanso-
wania sektora prywatnego przez dług publiczny.

Wniosek: długotrwała ekspansja fiskalna i związany
z nią wzrost potrzeb pożyczkowych państwa mogą
prowadzić do efektu wypychania (*crowding out*),
w którym rosnące zaangażowanie sektora bankowe-
go w finansowanie długu publicznego ogranicza do-
stępność finansowania dla przedsiębiorstw i gospo-
darstw domowych.

Dodatkowy wariant analizy – wpływ wzrostu duration portfela obligacji

W celu oceny wrażliwości wyników na zmianę struk-
tury portfela obligacji skarbowych przeprowadzono
dodatkowy wariant analizy dla scenariusza ekspansji
fiskalnej. Przyjęto, że utrzymujące się wysokie potrze-
by pożyczkowe państwa (około 350 mld zł ponad sce-
nariusz bazowy), przy jednoczesnym ograniczonym
popycie inwestorów zagranicznych, prowadzą do
zwiększonej absorpcji przez krajowy sektor bankowy
przede wszystkim średnio- i długoterminowych obli-
gacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. W kon-
sekwencji wzrasta średnia duration portfela obligacji
wycenianych według wartości godziwej, zwiększając
jego wrażliwość na zmiany rynkowych stóp procento-
wych oraz premii za ryzyko.

W analizie przyjęto wzrost średniej duration portfe-
la o 30% względem wariantu bazowego. Historyczne
dane wskazują, że duration portfela obligacji sektora
bankowego podlegało istotnym zmianom wraz z ewo-
lucją struktury emisji długu Skarbu Państwa oraz stra-
tegi inwestycyjnych banków. W latach 2022–2026
średnia duration wzrosła z około 2,1 roku do blisko
3 lat, osiągając maksymalnie 2,93 roku. Przyjęty
wzrost odpowiada zatem skali zmian obserwowanej
historycznie, przy czym w analizowanym scenariuszu
wynika on z konieczności zwiększonej absorpcji dłu-
goterminowych emisji obligacji przez sektor bankowy.

Wydłużenie duration powoduje wzrost wrażliwości
wyceny portfela obligacji na zmiany rentowności.

Oznacza to, że przy identycznym wzroście bazowej
krzywej stóp procentowych oraz premii za ryzyko
wartość rynkowa obligacji spada silniej niż w wari-
ancie bazowym, prowadząc do większego obniżenia
skumulowanych innych całkowitych dochodów (OCI),
funduszy własnych oraz współczynników kapitało-
wych sektora bankowego.

Przeprowadzona symulacja wskazuje, że przy wzro-
ście duration o 30% fundusze własne sektora banko-
wego obniżyłyby się do **284,5 mld zł**, co oznacza uby-
tek **43,7 mld zł (13,3%)**, wobec **33,7 mld zł (10,3%)**
w wariancie bazowym. Jednocześnie potencjał finan-
sowania gospodarki zmniejszyłby się o **263,1 mld zł
(44,0%)**, wobec **202,4 mld zł (33,8%)** w scenariuszu
bazowym, natomiast łączny współczynnik kapita-
łowy (TCR) obniżyłby się z **21,30% do 18,10%**, czyli
o **3,20 pkt proc.**

Wyniki te wskazują, że struktura portfela obligacji
skarbowych może mieć równie istotne znaczenie dla
odporności sektora bankowego jak sama skala szoku
rynkowego. Im większy udział długoterminowych obli-
gacji o stałym oprocentowaniu znajduje się w bilan-
sach banków, tym silniejszy staje się wpływ zmian ren-
towności obligacji na fundusze własne oraz zdolność
sektora bankowego do finansowania gospodarki.

Oddziaływanie na gospodarkę i finanse publiczne

W pierwszym okresie ekspansja fiskalna zwiększa
dochody rozporządzalne gospodarstw domowych
i konsumpcję prywatną, prowadząc do przejściowego
przyspieszenia aktywności gospodarczej. Efekt ten
ma jednak charakter krótkookresowy. W warunkach
ograniczeń podaży wzrost popytu zwiększa pre-
się inflacyjną, prowadzi do zaostrzenia polityki pie-
niężnej i pogorszenia warunków finansowania sekto-
ra prywatnego.

W średnim okresie rosnące potrzeby pożyczkowe
państwa zwiększają zaangażowanie sektora ban-
kowego w finansowanie długu publicznego i ograni-
czają dostępność finansowania dla przedsiębiorstw.
Osłabia to inwestycje prywatne i przesuwa strukturę
wzrostu w kierunku konsumpcji finansowanej ros-
nącym długiem publicznym. Wyższe koszty obsługi
długu oraz wolniejszy wzrost gospodarczy mogą jed-
nocześnie pogarszać sytuację finansów publicznych,
wzmacniając mechanizm wypierania finansowania
sektora prywatnego.

Z ekonomicznego punktu widzenia o istocie anali-
zowanego scenariusza decyduje stopniowa zmiana
struktury wzrostu gospodarczego, polegająca na
zastępowaniu wzrostu opartego na inwestycjach



prywatnych wzrostem napędzanym ekspansją fiskalną finansowaną rosnącym długiem publicznym. W krótkim okresie zwiększenie wydatków publicznych może prowadzić do przyspieszenia aktywności gospodarczej oraz wzrostu konsumpcji, jednak efekt ten ma charakter przejściowy. Wraz ze wzrostem potrzeb pożyczkowych państwa oraz kosztu finansowania coraz większa część dostępnych zasobów kapitałowych kierowana jest do sektora publicznego, ograniczając możliwości finansowania inwestycji prywatnych. Materializacja analizowanego scenariusza prowadziła zatem do stopniowego przesuwania źródeł wzrostu gospodarczego z inwestycji prywatnych na konsumpcję wspieraną ekspansją fiskalną. [International Monetary Fund and World Bank (2022), *Making Debt Work for Development and Macroeconomic Stability*, IMF Policy Paper No. 2022/019; OECD (2026), *Global Debt Report 2026: Sustaining Debt Market Resilience under Growing Pressure*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/e9d80efd-en>.]

Najważniejszym kanałem transmisji pozostaje efekt wypierania finansowania prywatnego (crowding out). Rosnąca podaż obligacji skarbowych oraz wzrost ich rentowności powodują zwiększenie zaangażowania sektora finansowego w finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa, ograniczając jednocześnie dostępność kapitału dla przedsiębiorstw. W rezultacie rośnie koszt finansowania nowych przedsięwzięć inwestycyjnych, a przedsiębiorstwa – zwłaszcza realizujące projekty o wysokiej kapitałochłonności i długim okresie zwrotu – ograniczają skalę nowych inwestycji. W gospodarce, w której finansowanie przedsiębiorstw pozostaje w znacznym stopniu oparte na kredycie bankowym, mechanizm ten prowadzi do relatywnie silnego osłabienia aktywności inwestycyjnej sektora prywatnego. [Fang, X., Hardy, B. and Lewis, K. K. (2023), *Who Holds Sovereign Debt and Why It Matters*, BIS Working Papers No. 1099; Li, D., Magud, N. E., Werner, A. M. and Witte, S. (2021), *The Long-Run Impact of Sovereign Yields on Corporate Yields in Emerging Markets*, IMF Working Paper No. 2021/155.]

Ekonomiczne konsekwencje analizowanego scenariusza zależą jednak nie tylko od skali wzrostu potrzeb pożyczkowych państwa, lecz również od sposobu wykorzystania pozyskanego finansowania. Ekspansja fiskalna finansująca inwestycje zwiększające produktywność, poprawiające jakość infrastruktury lub usuwające bariery rozwojowe może ograniczać skalę efektu wypierania, a w określonych

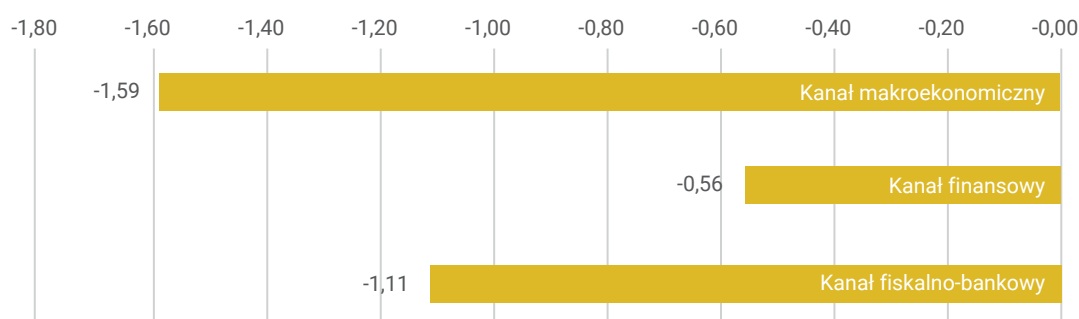
warunkach prowadzić nawet do efektu crowding in. Odmienne należy oceniać sytuację, w której dodatkowe zadłużenie finansuje przede wszystkim trwały wzrost wydatków bieżących, nieprzyczyniających się do zwiększenia potencjału wytwórczego gospodarki. Z ekonomicznego punktu widzenia zasadnicze znaczenie ma zatem nie sam wzrost długu publicznego, lecz struktura finansowanych nim wydatków. [De Santis, R. A. and Vinci, F. (2025), *Private Investment, R&D and European Structural and Investment Funds: Crowding-in or Crowding-out?*, ECB Working Paper Series No. 3098; Guerson, A. D. (2013), *The Composition of Fiscal Consolidation Matters: Policy Simulations for Hungary*, IMF Working Paper No. 2013/207, International Monetary Fund, Washington, DC, <https://doi.org/10.5089/9781484305225.001>.]

W ramach analizowanego scenariusza najistotniejszą konsekwencją ekonomiczną nie byłby zatem sam wzrost zadłużenia publicznego, lecz trwała zmiana struktury wzrostu gospodarczego prowadząca do ograniczenia inwestycji prywatnych, spowolnienia wzrostu produktywności oraz obniżenia potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego. Wyniki ilościowe należy interpretować przede wszystkim jako ilustrację potencjalnych kosztów przesuwania zasobów finansowych z sektora prywatnego do sektora publicznego. W tym sensie analizowany scenariusz pokazuje, że zdolność państwa do wspierania rozwoju gospodarczego zależy nie tylko od skali prowadzonej ekspansji fiskalnej, lecz przede wszystkim od jakości finansowanych wydatków oraz ich wpływu na przyszły potencjał wzrostowy gospodarki. [International Monetary Fund (2025), *Fiscal Monitor: Fiscal Policy under Uncertainty*, April 2025, Washington, DC; OECD (2026), *Global Debt Report 2026*.]

W celu ilościowej oceny wpływu analizowanego scenariusza na polską gospodarkę wykorzystano parametry zestawione w Tabeli 23. Wyniki symulacji wskazują, że w pierwszym roku łączny wpływ scenariusza na PKB wynosi około -3,26 pkt proc. względem ścieżki bazowej. Dekompozycja wyniku (Rys. 77) pokazuje, że największy wkład ma kanał makroekonomiczny (-1,59 pkt proc.), odzwierciedlający przede wszystkim przyjęte w scenariuszu osłabienie inwestycji przedsiębiorstw, konsumpcji prywatnej i eksportu. Wynik symulacji odnosi się do łącznego oddziaływania parametrów przyjętych w Tabeli 23 i nie stanowi odrębnego oszacowania krótkookresowego dodatniego efektu samego impulsu fiskalnego.

Tab. 23. Parametry modelu dla scenariusza 6

Parametr	Przyjęta zmiana
Bazowa krzywa stóp procentowych	+150 pb
Premia za ryzyko Polski	+100 pb
Kurs EUR/PLN	+12%
Konsumpcja prywatna	-2%
Inwestycje przedsiębiorstw	-10%
Eksport	-7%
Dodatkowe potrzeby pożyczkowe państwa	+350 mld zł
Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	+250 mld zł

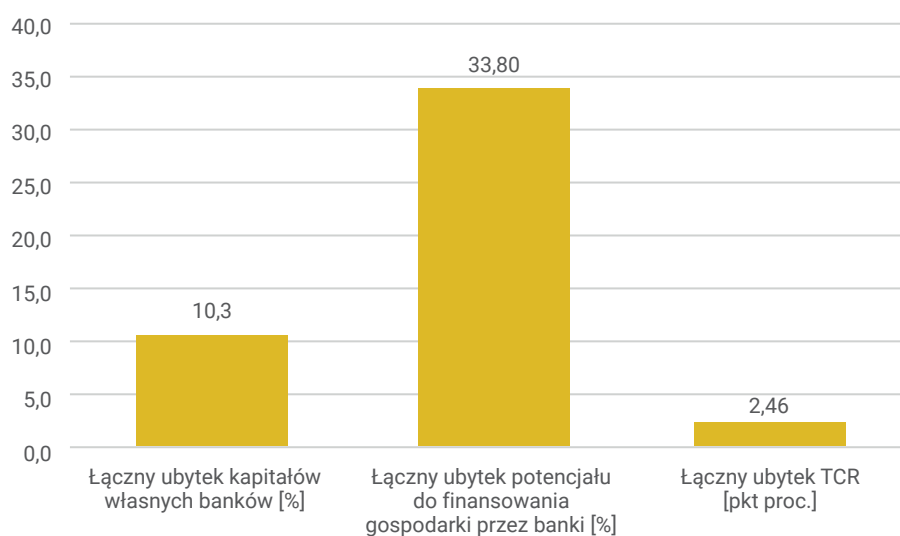


Rys. 77. Scenariusz 6 – wpływ na PKB [pkt proc.] w rozbiciu na kanały transmisji

Źródło: opracowanie własne Zespołu SGH

Drugim co do wielkości kanałem jest kanał fiskalno-bankowy, którego wkład wynosi -1,11 pkt proc. (Rys. 77). W tym scenariuszu jego znaczenie wynika przede wszystkim ze skali wzrostu potrzeb pożyczkowych państwa oraz dodatkowej absorpcji skarbowych papierów

wartościowych przez sektor bankowy. Przy równoczesnym pogorszeniu sytuacji kapitałowej banków prowadzi to do ograniczenia ich potencjału do finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, uruchamiając mechanizm wypierania finansowania sektora prywatnego.



Rys. 78. Scenariusz 6 – wpływ na sektor bankowy

Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP i Zespołu SGH

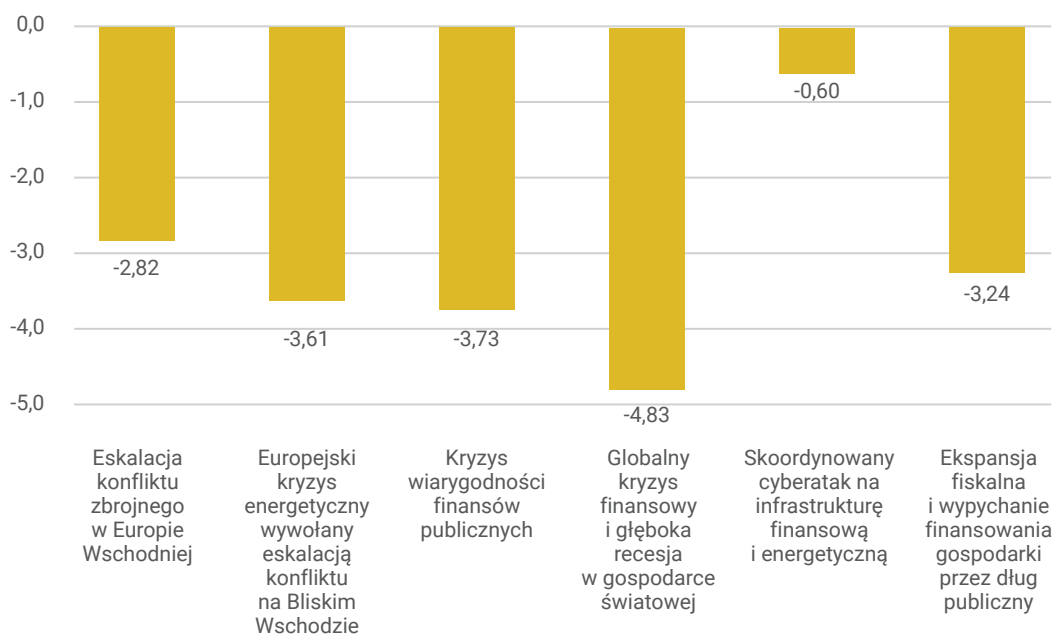


Kanał finansowy odpowiada za $-0,56$ pkt proc. zmiany PKB. Jego znaczenie wynika z przyjętego wzrostu bazowej krzywej stóp procentowych, premii za ryzyko Polski oraz osłabienia złotego, które podnoszą koszt kapitału i pogarszają warunki finansowania sektora prywatnego. Kanał ten uzupełnia mechanizm fiskalno-bankowy, ale pozostaje od niego analitycznie odrębny.

W pięcioletnim horyzoncie średnioroczny wpływ analizowanego scenariusza na PKB wynosi około $-3,24$ pkt proc. Przy przyjętej parametryzacji skala ubytku wynika przede wszystkim z osłabienia inwestycji i eksportu, pogorszenia warunków finansowania oraz największego spośród analizowanych scenariuszy wzrostu potrzeb pożyczkowych państwa i zaangażowania sektora bankowego w finansowanie długu publicznego. Dekompozycja pokazuje równoczesne oddziaływanie trzech kanałów, nie przesądza natomiast o występowaniu dodatkowego efektu interakcji pomiędzy nimi ponad wartości przedstawione w symulacji.

4.4. Porównanie wyników analiz scenariuszowych

Porównanie wyników sześciu analizowanych scenariuszy wskazuje, że skala oddziaływania na gospodarkę zależy zarówno od siły przyjętych parametrów, jak i od struktury uruchamianych kanałów transmisji. We wszystkich scenariuszach największy wkład w zmianę PKB ma kanał makroekonomiczny, jednak znaczenie kanału fiskalno-bankowego jest również istotne, szczególnie w wariantach związanych z utratą wiarygodności finansów publicznych oraz silnym wzrostem potrzeb pożyczkowych państwa. Kanał finansowy ma relatywnie mniejszy bezpośredni wkład, ale jego znaczenie wzrasta w scenariuszach obejmujących silny wzrost premii za ryzyko lub zaostrzenie warunków monetarnych. Porównanie wyników należy traktować jako ocenę konsekwencji przyjętej parametryzacji poszczególnych scenariuszy, a nie jako ranking prawdopodobieństwa ich wystąpienia.



Rys. 79. Średnioroczny wpływ na tempo wzrostu PKB w horyzoncie 5 lat [pkt proc./rok]

Źródło: opracowanie własne Zespołu SGH

Wyniki wskazują na znaczne zróżnicowanie skali wpływu poszczególnych scenariuszy na PKB. Najmniejszy efekt uzyskano dla skoordynowanego cyberataku na infrastrukturę finansową i energetyczną ($-0,60$ pkt proc. średniorocznie), co wynika z przyjętej konstrukcji scenariusza zakładającej relatywnie krótkotrwałe zakłócenia i brak zmiany bazowej krzywej stóp procentowych.

Silniejsze efekty występują w pozostałych scenariuszach. Eskalacja konfliktu zbrojnego w Europie

Wschodniej obniża PKB średniorocznie o około $2,82$ pkt proc., natomiast ekspansja fiskalna i wypychanie finansowania gospodarki przez dług publiczny – o około $3,24$ pkt proc. W obu przypadkach istotne znaczenie ma równoczesne pogorszenie warunków finansowania sektora prywatnego oraz ograniczenie potencjału sektora bankowego do finansowania gospodarki.

Jeszcze silniejszy negatywny wpływ na tempo wzrostu PKB uzyskano w scenariuszu europejskiego

kryzysu energetycznego (–3,61 pkt proc.) oraz kryzysu wiarygodności finansów publicznych (–3,73 pkt proc.). W pierwszym przypadku dominują skutki stagflacyjnego szoku podażyowego i restrykcyjnej reakcji polityki pieniężnej, natomiast w drugim szczególnego znaczenia nabiera wzrost kosztu kapitału oraz silny kanał fiskalno-bankowy.

Najsilniejszy średnioroczny negatywny wpływ na tempo wzrostu PKB przy przyjętych założeniach modelowych występuje w scenariuszu globalnego kryzysu finansowego i głębokiej recesji w gospodarce światowej (–4,83 pkt proc.). Wynik ten odzwierciedla przede wszystkim skalę przyjętego szoku makroekonomicznego, obejmującego silny spadek eksportu, inwestycji i konsumpcji, któremu towarzyszy pogorszenie warunków finansowych oraz ograniczenie zdolności sektora bankowego do finansowania gospodarki.

Dodatkowo przeprowadzono analizę wpływu sześciu scenariuszy kryzysowych w perspektywie sektorowej mierzonej wartością dodaną brutto (WDB). Wyliczenia bazują na najnowszej dostępnej macierzy input–output z 2020 r. i wskazują na szerokie i zróżnicowane sektorowo skutki szoków (Tabela 26). We wszystkich wariantach obserwuje się spadek WDB w zdecydowanej większości sekcji PKD, przy czym skala reakcji zależy zarówno od charakteru scenariusza, jak i od strukturalnej pozycji danego sektora w gospodarce. Najsilniej reagują sektory kapitałochłonne, silnie wrażliwe na pogorszenie koniunktury oraz powiązane międzygałęziowo, natomiast najmniejsze spadki dotyczą działalności publicznej i usług o charakterze niecyklicznym.

W sektorach produkcyjnych – rolnictwie, górnictwie, przetwórstwie przemysłowym oraz energetyce – spadki wartości dodanej brutto mieszczą się zazwyczaj w przedziale od około 6% do 11%. Wynika to z ich wysokiej zależności od popytu krajowego i zagranicznego, a także z silnych powiązań w łańcuchach dostaw. W scenariuszu globalnego kryzysu finansowego i głębokiej recesji światowej spadki są wyraźnie większe, co odzwierciedla podatność tych sektorów na zaburzenia w handlu międzynarodowym, inwestycjach oraz kosztach finansowania. Sektory infrastrukturalne – energia, woda i odpady oraz transport – również wykazują istotne spadki, choć ich amplituda jest nieco mniejsza. Wynika to z częściowo nieelastycznego charakteru popytu na usługi infrastrukturalne, który amortyzuje część negatywnych impulsów.

Usługi rynkowe, obejmujące handel, zakwaterowanie i gastronomię, informację i komunikację, finanse,

działalność profesjonalną oraz pozostałe usługi, wykazują wyraźną wrażliwość na pogorszenie koniunktury. Spadki wartości dodanej w tych sektorach mieszczą się najczęściej w przedziale od 5% do 10%, co odzwierciedla ich silną zależność od popytu konsumpcyjnego, nastrojów gospodarstw domowych oraz dostępności finansowania. W scenariuszach związanych z kryzysem finansów publicznych lub globalnym załamaniem rynków finansowych spadki są szczególnie widoczne, co wskazuje na istotną podatność części usług rynkowych na pogorszenie warunków popytowych i finansowych.

Sektory publiczne – administracja, edukacja oraz opieka zdrowotna – wykazują najmniejszą wrażliwość na analizowane scenariusze. Spadki wartości dodanej brutto w tych obszarach są relatywnie niewielkie i w analizowanych scenariuszach nie przekraczają 4,7%, co wynika z ich stabilnego finansowania, mniej cyklicznego charakteru popytu oraz ograniczonej wrażliwości na część analizowanych kanałów transmisji. W scenariuszu cyberataku, który ma charakter krótkookresowy i techniczny, spadki są szczególnie niewielkie, co wskazuje na relatywną odporność sektora publicznego na tego typu zaburzenia.

Najsilniejszą reakcję spośród wszystkich sekcji PKD wykazuje budownictwo. W zależności od scenariusza spadek wartości dodanej brutto w tej sekcji wynosi od 6,8% do 14,6%, przy czym największy ubytek występuje w scenariuszu globalnego kryzysu finansowego i głębokiej recesji światowej. Relatywnie silne spadki występują również w działalności gospodarstw domowych jako pracodawców i producentów na własne potrzeby, gdzie wynoszą od 6,0% do 13,5%. Wyniki wskazują zatem na szczególnie wysoką wrażliwość części działalności silnie zależnych od bieżącej koniunktury i zmian popytu.

Łącznie wyniki wskazują, że negatywne szoki makroekonomiczne prowadzą do szerokiego i strukturalnie zróżnicowanego spadku wartości dodanej brutto. Najsilniejszą reakcję wykazuje budownictwo, a relatywnie duże spadki występują również w części działalności produkcyjnych i usługowych silnie zależnych od bieżącej koniunktury, podczas gdy sektory publiczne wykazują większą odporność. Struktura spadków jest zgodna z klasyczną logiką transmisji w modelach input–output, w których skutki zmian popytu i kosztów wynikających z przyjętych scenariuszy rozchodzą się poprzez powiązania międzygałęziowe, prowadząc do zróżnicowanych reakcji sektorowych i zróżnicowanego sektorowo obniżenia aktywności gospodarczej.

Tab. 24. Zestawienie parametrów modelowych scenariuszy

Scenariusz	Zmiana bazowej krzywej stóp procentowych	Zmiana premii za ryzyko Polski	Zmiana kursu EUR/PLN	Dodatkowe potrzeby pożyczkowe państwa	Dodatkowa absorpcja SPW przez banki	Zmiana konsumpcji prywatnej	Zmiana inwestycji przedsiębiorstw	Zmiana eksportu
1. Eskalacja konfliktu zbrojnego w Europie Wschodniej	+150 pb	+150 pb	+15%	+120 mld zł	+80 mld zł	-2,0%	-8%	-5%
2. Europejski kryzys energetyczny	+250 pb	+100 pb	+10%	+100 mld zł	+60 mld zł	-2,0%	-10%	-5%
3. Kryzys wiarygodności finansów publicznych	+50 pb	+250 pb	+12%	+250 mld zł	+180 mld zł	-1,5%	-10%	-7%
4. Globalny kryzys finansowy i głęboka recesja	-100 pb	+350 pb	+10%	+150 mld zł	+90 mld zł	-3,0%	-15%	-8%
5. Skoordynowany cyberatak na infrastrukturę finansową i energetyczną	0 pb	+150 pb	+8%	+30 mld zł	+20 mld zł	-2,0%	-4%	-5%
6. Ekspansja fiskalna i wypychanie finansowania gospodarki przez dług publiczny	+150 pb	+100 pb	+12%	+350 mld zł	+250 mld zł	-2,0%	-10%	-7%

Tab. 25. Zestawienie wyników modelowych scenariuszy

Scenariusz	Średnioroczny wpływ na tempo wzrostu PKB w horyzoncie 5 lat [pkt proc./rok]	Łączny ubytek kapitałów własnych banków	Łączny ubytek potencjału do finansowania gospodarki przez banki	Łączny ubytek TCR
1. Eskalacja konfliktu zbrojnego w Europie Wschodniej	-2,82	-33,47 mld zł (-10,2%)	-201,2 mld zł (-33,6%)	-2,44
2. Europejski kryzys energetyczny	-3,61	-35,1 mld zł (-10,7%)	-210,8 mld zł (-35,2%)	-2,56
3. Kryzys wiarygodności finansów publicznych	-3,73	-43,7 mld zł (-13,3%)	-262,6 mld zł (-43,9%)	-3,19
4. Globalny kryzys finansowy i głęboka recesja	-4,83	-37,5 mld zł (-11,4%)	-225,3 mld zł (-37,7%)	-2,74
5. Skoordynowany cyberatak na infrastrukturę finansową i energetyczną	-0,60	-17,7 mld zł (-5,4%)	-106,2 mld zł (-17,8%)	-1,29
6. Ekspansja fiskalna i wypychanie finansowania gospodarki przez dług publiczny	-3,24	-33,7 mld zł (-10,3%)	-202,4 mld zł (-33,8%)	-2,46

Źródło: opracowanie własne Zespołu SGH i Zespołu Badań i Analiz ZBP

Tab. 26. Zestawienie wyników modelowych scenariuszy w ujęciu sektorowym

Sekcja PKD	Nazwa sekcji PKD 2007	Eskałacja konfliktu zbrojnego w Europie Wschodniej	Europejski kryzys energetyczny wywołany eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie	Kryzys wiarygodności finansów publicznych	Globalny kryzys finansowy i głęboka recesja w gospodarce światowej	Skoordynowany cyberatak na infrastrukturę finansową i energetyczną	Ekspansja fiskalna i wypychanie finansowania gospodarki przez dług publiczny
A	Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	-6,0%	-6,8%	-6,5%	-9,0%	-4,0%	-6,5%
B	Górnictwo i wydobywanie	-8,3%	-9,3%	-9,7%	-11,1%	-5,1%	-8,9%
C	Przetwórstwo przemysłowe	-7,6%	-8,8%	-8,7%	-10,0%	-4,6%	-8,0%
D	Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę	-6,5%	-7,3%	-7,3%	-9,5%	-4,3%	-7,1%
E	Dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami; rekultywacja	-6,0%	-6,8%	-6,9%	-8,4%	-3,8%	-6,5%
F	Budownictwo	-11,7%	-13,3%	-13,9%	-14,6%	-6,8%	-12,5%
G	Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych	-6,3%	-7,2%	-7,1%	-8,7%	-4,0%	-6,7%
H	Transport i gospodarka magazynowa	-5,2%	-6,0%	-6,0%	-6,8%	-3,2%	-5,5%
I	Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	-6,3%	-7,0%	-6,9%	-9,7%	-4,3%	-7,0%
J	Informacja i komunikacja	-7,3%	-8,3%	-8,4%	-9,7%	-4,5%	-7,8%
K	Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	-6,9%	-7,8%	-7,7%	-10,3%	-4,6%	-7,6%
L	Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	-5,8%	-6,6%	-6,3%	-9,1%	-4,1%	-6,5%
M	Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	-8,1%	-9,2%	-9,5%	-10,2%	-4,8%	-8,5%
N	Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	-7,5%	-8,4%	-8,7%	-10,2%	-4,7%	-8,1%
O	Administracja publiczna i obrona narodowa; obowiązkowe zabezpieczenia społeczne	-2,8%	-3,0%	-3,6%	-3,3%	-1,5%	-3,0%
P	Edukacja	-3,7%	-3,9%	-4,6%	-4,7%	-2,2%	-4,0%
Q	Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	-3,0%	-3,2%	-3,5%	-4,1%	-1,9%	-3,3%
R	Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	-4,9%	-5,4%	-5,6%	-7,1%	-3,2%	-5,4%
S	Pozostała działalność usługowa	-6,9%	-7,7%	-7,7%	-10,3%	-4,6%	-7,6%
T	Gospodarstwa domowe zatrudniające pracowników; działalność na własne potrzeby	-9,1%	-9,9%	-10,5%	-13,5%	-6,0%	-10,2%

Źródło: opracowanie własne Zespołu SGH



4.5. Dyskusja wyników analiz scenariuszowych

Przedstawione scenariusze nie stanowią prognozy przyszłego rozwoju sytuacji gospodarczej ani katalogu najbardziej prawdopodobnych zagrożeń dla polskiego sektora bankowego. Ich celem jest identyfikacja najważniejszych mechanizmów, które w przypadku materializacji różnych rodzajów kryzysów mogłyby prowadzić do pogorszenia sytuacji kapitałowej banków, ograniczenia ich zdolności do finansowania gospodarki oraz wzrostu ryzyka dla stabilności finansowej.

Zaprezentowane scenariusze obejmują szerokie spektrum potencjalnych źródeł ryzyka – od zagrożeń geopolitycznych, energetycznych i finansowych, przez ryzyko operacyjne związane z cyberbezpieczeństwem, aż po ryzyka wynikające z krajowej polityki fiskalnej i wzrostu potrzeb pożyczkowych państwa. Choć każdy z nich opisuje odmienny przebieg hipotetycznego kryzysu, wszystkie prowadzą do uruchomienia podobnych mechanizmów ekonomicznych oddziałujących na sektor bankowy.

W zdecydowanej większości analizowanych przypadków pogorszenie sytuacji banków rozpoczyna się od wzrostu rentowności obligacji skarbowych. Źródłem tego wzrostu mogą być zarówno zmiany krajowej polityki pieniężnej, wzrost premii za ryzyko Polski, jak również jednoczesne oddziaływanie obu tych czynników. Spadek wartości rynkowej obligacji wpływa następnie na skumulowane inne całkowite dochody banków, prowadząc do obniżenia funduszy własnych oraz współczynników kapitałowych. Skala tego efektu zależy od struktury portfela papierów wartościowych, udziału instrumentów wycenianych według wartości godziwej oraz ich wrażliwości na zmiany rentowności.

Jednocześnie większość analizowanych scenariuszy prowadzi do zwiększenia potrzeb pożyczkowych państwa oraz wzrostu udziału sektora bankowego w finansowaniu długu publicznego. Oznacza to, że obok bezpośrednich strat wynikających z przeceny obligacji pojawia się również efekt bilansowy polegający na zwiększeniu zaangażowania banków w finansowanie sektora publicznego. W konsekwencji maleje przestrzeń do finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, co prowadzi do osłabienia inwestycji prywatnych, ograniczenia akcji kredytowej oraz wolniejszego wzrostu gospodarczego. Mechanizm ten wzmacnia wzajemne powiązania pomiędzy kondycją finansów publicznych a stabilnością sektora bankowego.

Analiza pokazuje również, że podobny wzrost rentowności obligacji może wynikać z całkowicie

odmiennych przyczyn ekonomicznych. W jednym przypadku dominującym czynnikiem może być reakcja polityki pieniężnej na wzrost inflacji, w innym pogorszenie oceny ryzyka kraju przez inwestorów, a jeszcze w innym konieczność sfinansowania znacząco wyższych potrzeb pożyczkowych państwa. Z punktu widzenia oceny odporności sektora bankowego rozróżnienie tych mechanizmów ma istotne znaczenie, ponieważ prowadzą one do odmiennych skutków dla jakości portfela kredytowego, wyniku odsetkowego banków oraz przyszłej zdolności sektora do finansowania gospodarki.

Należy również podkreślić, że w praktyce rzeczywiste kryzysy bardzo rzadko mają charakter jednowymiarowy. Doświadczenia ostatnich lat pokazują, że szoki geopolityczne mogą prowadzić do wzrostu cen energii i inflacji, pogorszenie sytuacji fiskalnej może zwiększać premię za ryzyko kraju, natomiast osłabienie koniunktury gospodarczej może jednocześnie ograniczać dochody budżetowe i zwiększać potrzeby pożyczkowe państwa. W efekcie rzeczywisty przebieg kryzysu najczęściej stanowi kombinację kilku wzajemnie wzmacniających się mechanizmów. Z tego względu przedstawione scenariusze należy traktować jako narzędzie analityczne służące izolacji poszczególnych kanałów transmisji ryzyka, a nie jako wzajemnie wykluczające się wizje przyszłości.

Przeprowadzone analizy ilościowe w odniesieniu do sytuacji sektora bankowego wskazują, że we wszystkich analizowanych scenariuszach dochodzi do pogorszenia sytuacji kapitałowej sektora bankowego oraz ograniczenia jego zdolności do finansowania gospodarki. Ubytek funduszy własnych banków wynosi od 5,4% w scenariuszu cyberataku do 13,3% w scenariuszu kryzysu wiarygodności finansów publicznych (oraz do 13,3% w dodatkowym wariancie uwzględniającym wzrost duration portfela obligacji).

Niezależnie od źródła szoku, wspólnym mianownikiem wszystkich analizowanych scenariuszy jest osłabienie zdolności sektora bankowego do pełnienia jego podstawowej funkcji, jaką jest finansowanie gospodarki realnej właśnie w okresie, w którym zapotrzebowanie na finansowanie jest największe. Potencjał finansowania gospodarki w sześciu podstawowych scenariuszach zmniejsza się od 17,8% do 43,9%, natomiast łączny współczynnik kapitałowy (TCR) obniża się od 1,29 do 3,19 pkt proc. W dodatkowym wariancie scenariusza 6, uwzględniającym wzrost duration portfela obligacji, spadek TCR sięga 3,20 pkt proc. We wszystkich analizowanych wariantach TCR pozostaje jednak powyżej minimalnych wymogów regulacyjnych. Oznacza to, że nawet w przypadku zachowania zgodności z wymogami ostrożnościowymi sektor

bankowy dysponuje istotnie mniejszą przestrzenią do absorpcji kolejnych szoków oraz finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Wyniki analizy wskazują ponadto, że relatywnie niewielkie pogorszenie sytuacji kapitałowej banków może prowadzić do nieproporcjonalnie dużego ograniczenia ich potencjału kredytowego. Wynika to z regulacyjnego charakteru wymogów kapitałowych oraz wysokiego mnożnika kapitałowego, który powoduje, że każda utracona złotówka funduszy własnych przekłada się na wielokrotnie większy spadek zdolności sektora bankowego do finansowania gospodarki. Z punktu widzenia stabilności makroekonomicznej oznacza to, że skutki kryzysów nie ograniczają się do bezpośrednich strat ponoszonych przez banki, lecz mogą prowadzić do wtórnego ograniczenia podaży kredytu, pogłębiając skalę spowolnienia gospodarczego.

Z perspektywy gospodarki realnej przeprowadzona analiza scenariuszowa prowadzi do zbliżonych wniosków. Choć poszczególne scenariusze różnią się źródłem szoku oraz dominującymi kanałami transmisji, wszystkie prowadzą do stopniowego pogorszenia warunków finansowania działalności gospodarczej, ograniczenia aktywności inwestycyjnej oraz osłabienia aktywności gospodarczej.

Analiza poszczególnych scenariuszy wskazuje, że mechanizmy prowadzące do osłabienia aktywności gospodarczej mają odmienny charakter. W scenariuszu geopolitycznym dominującą rolę odgrywają wzrost niepewności oraz premii za ryzyko, w scenariuszu szoku podażowego – konflikt pomiędzy stabilizacją inflacji i aktywności gospodarczej, w scenariuszu kryzysu wiarygodności finansów publicznych – wzrost kosztu kapitału, natomiast w scenariuszach globalnej recesji, cyberataku i ekspansji fiskalnej odpowiednio załamanie popytu zagranicznego, utrata zaufania do ciągłości funkcjonowania instytucji oraz wypieranie finansowania prywatnego przez sektor publiczny. Pomimo odmiennych źródeł wszystkie analizowane mechanizmy prowadzą jednak do podobnego kierunku oddziaływania na gospodarkę – ograniczenia aktywności sektora prywatnego, pogorszenia warunków finansowania oraz osłabienia aktywności inwestycyjnej.

Wyniki analiz ilościowych należy interpretować jako warunkową ocenę wpływu poszczególnych scenariuszy na aktywność gospodarczą przy przyjętej parametryzacji oraz pięcioletnim horyzoncie analizy. Z ekonomicznego punktu widzenia największym zagrożeniem dla odporności gospodarki nie jest sam moment materializacji szoku, lecz możliwość wystąpienia długotrwałych skutków w postaci

ograniczenia inwestycji, pogorszenia jakości finansów publicznych, wzrostu kosztu kapitału lub osłabienia zaufania do instytucji gospodarczych. W tym sensie przeprowadzona analiza scenariuszowa wskazuje, że odporność gospodarki na przyszłe kryzysy zależy nie tylko od zdolności sektora bankowego do absorpcji strat, ale również od jakości instytucji publicznych, przestrzeni fiskalnej oraz utrzymania warunków sprzyjających długookresowym inwestycjom i wzrostowi produktywności.

Odpowiedź na pytanie badawcze dotyczące mechanizmów transmisji analizowanych szoków prowadzi zatem do wniosku, że ich znaczenie dla gospodarki zależy nie tylko od pierwotnego źródła zaburzenia, lecz przede wszystkim od skali uruchomienia kanału makroekonomicznego, finansowego i fiskalno-bankowego. We wszystkich analizowanych wariantach największy bezpośredni wkład do spadku PKB ma kanał makroekonomiczny, jednak w scenariuszach związanych z silnym pogorszeniem sytuacji fiskalnej znaczenie kanału fiskalno-bankowego staje się porównywalne. Wspólnym mianownikiem scenariuszy jest ograniczenie warunków finansowania inwestycji i aktywności sektora prywatnego, co może przenosić krótkookresowy szok na długookresowy potencjał wzrostowy gospodarki.

4.6. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze

10. Jak wrażliwe są finanse publiczne i sektor bankowy na wzrost rentowności obligacji skarbowych?

Wzrost rentowności obligacji skarbowych oddziałuje jednocześnie na finanse publiczne i sektor bankowy. W przypadku finansów publicznych prowadzi do stopniowego zwiększenia kosztów obsługi długu wraz z jego refinansowaniem oraz emisją nowych papierów wartościowych, ograniczając przestrzeń do finansowania pozostałych wydatków. W sektorze bankowym powoduje natomiast spadek wartości rynkowej obligacji wycenianych według wartości godziwej, obniżenie funduszy własnych i współczynników kapitałowych oraz zmniejszenie potencjału finansowania gospodarki. W zależności od konfiguracji przyjętego scenariusza ubytek funduszy własnych banków wynosi od 5,4% do 13,3%, spadek łącznego współczynnika kapitałowego od 1,29 do 3,19 p.p., natomiast ograniczenie potencjału finansowania gospodarki od 17,8% do 43,9%. Skala oddziaływania zależy przede wszystkim od wielkości i źródła wzrostu rentowności, struktury oraz *duration* portfela obligacji, a także wielkości dodatkowych potrzeb pożyczkowych państwa.



11. Jakie skutki dla kosztów obsługi długu publicznego oraz stabilności sektora bankowego mogą mieć zmiany ratingów kredytowych Polski?

Pogorszenie perspektywy ratingowej lub obniżenie ratingu Polski może prowadzić do wzrostu premii za ryzyko wymaganej przez inwestorów, ograniczenia popytu na polskie obligacje i zwiększenia kosztów finansowania potrzeb pożyczkowych państwa. W scenariuszu kryzysu wiarygodności finansów publicznych mechanizm ten wywołuje najsilniejsze spośród analizowanych wariantów pogorszenie sytuacji kapitałowej banków: fundusze własne zmniejszają się o 43,7 mld zł, czyli o 13,3%, łączny współczynnik kapitałowy spada o 3,19 pkt proc., a potencjał finansowania gospodarki obniża się o 262,6 mld zł, czyli o 43,9%. Zmiana ratingu może zatem wzmacniać sprzężenie fiskalno-bankowe, jednak skala jej oddziaływania zależy od reakcji inwestorów, początkowego poziomu wiarygodności fiskalnej oraz zdolności państwa do przedstawienia wiarygodnej ścieżki stabilizacji finansów publicznych.

12. W jaki sposób osłabienie kursu złotego wpływa na sytuację fiskalną państwa oraz bilanse sektora bankowego?

Osłabienie złotego wpływa na sytuację fiskalną przede wszystkim poprzez wzrost cen importowanych surowców i dóbr, nasilenie presji inflacyjnej oraz możliwość zaostrzenia polityki pieniężnej. Prowadzi to do wzrostu rynkowych stóp procentowych i kosztów obsługi długu, a także może zwiększać wyrażoną w złotych wartość zadłużenia denominowanego w walutach obcych. W sektorze bankowym deprecjacja złotego oddziałuje głównie pośrednio: poprzez wzrost rentowności obligacji i spadek wartości ich portfeli, pogorszenie sytuacji finansowej kredytobiorców oraz wzrost ryzyka kredytowego przedsiębiorstw zależnych od importu. W przyjętym modelu

ilościowym wpływ kursu walutowego nie został wyodrębniony jako samodzielny efekt bilansowy banków, lecz stanowi element szerszego kanału finansowego i makroekonomicznego.

13. Które kanały transmisji szoków zewnętrznych stanowią największe zagrożenie dla stabilności systemowej oraz w jakich warunkach ich oddziaływanie ulega wzmocnieniu?

We wszystkich analizowanych wariantach największy bezpośredni wkład w spadek PKB ma kanał makroekonomiczny, obejmujący ograniczenie konsumpcji, inwestycji i eksportu. W scenariuszach związanych z silnym pogorszeniem sytuacji fiskalnej porównywalnego znaczenia nabiera jednak kanał fiskalno-bankowy, w ramach którego wzrost potrzeb pożyczkowych państwa, przecena obligacji oraz zwiększona absorpcja długu publicznego przez banki ograniczają finansowanie sektora prywatnego. Kanał finansowy ma mniejszy bezpośredni udział w zmianie PKB, ale wzmacnia pozostałe mechanizmy poprzez wzrost stóp procentowych, premii za ryzyko i osłabienie złotego. Oddziaływanie szoków ulega wzmocnieniu przede wszystkim wtedy, gdy kilka kanałów uruchamia się jednocześnie, potrzeby pożyczkowe państwa są wysokie, popyt inwestorów zagranicznych maleje, a banki zwiększają zaangażowanie w obligacje skarbowe przy równoczesnym spadku funduszy własnych.

Łączne wyniki wskazują, że podstawowym zagrożeniem nie jest wyłącznie bezpośrednia strata kapitałowa sektora bankowego, lecz możliwość przekształcenia początkowego szoku w samowzmacniające się sprzężenie pomiędzy finansami publicznymi, sektorem bankowym i gospodarką realną. Mimo że we wszystkich analizowanych scenariuszach sektor bankowy zachowuje zgodność z minimalnymi wymogami kapitałowymi, wyraźnie zmniejsza się jego zdolność do absorpcji kolejnych strat i finansowania gospodarki.

Finanse publiczne a rozwój polskiej gospodarki





ROZDZIAŁ 5. ARCHITEKTURA FINANSÓW PUBLICZNYCH I PRZEJRZYSTOŚĆ BUDŻETU I FUNKCJA INFORMACYJNA FINANSÓW PUBLICZNYCH

5.1. Wprowadzenie

Przedstawiona we wcześniejszych częściach raportu diagnoza sytuacji polskich finansów publicznych wskazuje, że ocena ich stabilności wymaga uwzględnienia nie tylko poziomu deficytu, długu publicznego i potrzeb pożyczkowych państwa, lecz również instytucjonalnej architektury, w ramach której działalność fiskalna jest planowana, finansowana i raportowana. Wzrost znaczenia mechanizmów pozabudżetowych powoduje, że szczególnej wagi nabiera pytanie o możliwość uzyskania kompletnego i spójnego obrazu bieżącej sytuacji fiskalnej państwa oraz jego przyszłych zobowiązań. Problem ten ma znaczenie wykraczające poza kwestie sprawozdawcze, ponieważ jakość informacji fiskalnej wpływa na warunki podejmowania decyzji zarówno przez władze publiczne, jak i przez podmioty sektora prywatnego.

Celem niniejszego rozdziału jest zatem ocena dwóch wzajemnie powiązanych aspektów funkcjonowania polskiego systemu finansów publicznych. Po pierwsze, analizie poddano wpływ jego obecnej architektury na przejrzystość budżetu oraz dostępność i użyteczność informacji niezbędnej do oceny faktycznego stanu finansów publicznych. Po drugie, przedmiotem analizy są konsekwencje braku pełnej konsolidacji informacji fiskalnej dla zdolności państwa do planowania i realizacji długookresowej polityki rozwojowej oraz dla przewidywalności otoczenia, w którym decyzje podejmuje sektor prywatny. Takie ujęcie pozwala potraktować przejrzystość fiskalną nie tylko jako element prawidłowego zarządzania finansami państwa, lecz również jako jeden z instytucjonalnych warunków stabilnego rozwoju gospodarczego.

Osiągnięcie tego celu wiąże się z udzieleniem odpowiedzi na dwa pytania badawcze:

14. W jakim stopniu obecna architektura finansów publicznych ogranicza przejrzystość budżetu państwa oraz dostępność i użyteczność informacji budżetowej dla oceny faktycznego stanu finansów publicznych?
15. Jak brak pełnej konsolidacji finansów publicznych wpływa na zdolność państwa do planowania i realizacji długookresowej polityki rozwojowej oraz na przewidywalność otoczenia dla sektora prywatnego?

5.2. Przejrzystość fiskalna jako element jakości instytucjonalnej państwa

Przejrzystość finansów publicznych nie jest wyłącznie zagadnieniem rachunkowym ani technicznym. Stanowi jeden z podstawowych elementów jakości instytucjonalnej państwa, ponieważ warunkuje możliwość właściwej oceny jego bieżącej sytuacji fiskalnej, identyfikacji przyszłych zobowiązań oraz wiarygodnego planowania polityki gospodarczej. Międzynarodowy Fundusz Walutowy ujmuje przejrzystość fiskalną przez takie cechy informacji publicznej, jak klarowność, wiarygodność, częstotliwość, terminowość i istotność raportowania oraz otwartość informacji. (IMF, 2018).

Znaczenie przejrzystości wynika przede wszystkim z tego, że decyzje dotyczące finansów publicznych są podejmowane w warunkach niepewności. Rząd musi oceniać nie tylko bieżący poziom dochodów i wydatków, lecz również przyszłe konsekwencje podejmowanych zobowiązań, potencjalne ryzyka fiskalne oraz koszty alternatywnych instrumentów polityki. Jeżeli część operacji państwa pozostaje poza głównym systemem budżetowym albo jest prezentowana w sposób utrudniający ich łączne ujęcie, pogarsza się jakość informacji wykorzystywanej w procesie decyzyjnym (IMF, 2018; OECD, 2025b).

Przejrzystość pełni przy tym trzy odrębne, choć wzajemnie powiązane funkcje. Po pierwsze, ma funkcję zarządczą: umożliwia władzom publicznym ocenę faktycznej sytuacji fiskalnej i podejmowanie decyzji na podstawie pełnego obrazu zobowiązań państwa. Po drugie, ma funkcję kontrolną: pozwala parlamentowi, organom kontroli, opinii publicznej i rynkom finansowym ocenić sposób gromadzenia oraz wydatkowania środków publicznych. Po trzecie, ma funkcję informacyjną wobec sektora prywatnego, ponieważ przedsiębiorstwa i inwestorzy wykorzystują informacje o sytuacji fiskalnej państwa do oceny przyszłych warunków podatkowych, kosztów finansowania, ryzyka makroekonomicznego oraz stabilności polityki gospodarczej (Kemoe & Zhan, 2018; OECD, 2025b).

W tym sensie przejrzystość finansów publicznych należy traktować jako element systemu informacji, na którym opierają się decyzje gospodarcze. Im pełniejsza i bardziej porównywalna jest informacja o zobowiązaniach, dochodach, wydatkach i ryzykach sektora publicznego, tym mniejsza jest przestrzeń dla błędnej oceny sytuacji fiskalnej zarówno przez decydentów, jak i przez podmioty prywatne. Odwrotnie, fragmentaryzacja informacji może zwiększać niepewność oraz utrudniać ocenę rzeczywistej skali przyszłych dostosowań fiskalnych (Escolano & Arbatli Saxegaard, 2012).

Standardy międzynarodowe jednoznacznie wskazują przy tym, że pełna informacja fiskalna powinna obejmować nie tylko operacje klasycznego budżetu centralnego, lecz również działalność pozabudżetową, zobowiązania warunkowe, działalność quasi-fiskalną oraz skonsolidowaną pozycję sektora instytucji rządowych i samorządowych (IMF, 2018).

Oznacza to, że sam fakt prowadzenia części działalności poza budżetem państwa nie musi automatycznie oznaczać naruszenia zasad prawidłowego zarządzania finansami publicznymi. W wielu państwach funkcjonują fundusze celowe, agencje, podmioty publiczne lub instrumenty finansowe realizujące konkretne funkcje gospodarcze. Problem powstaje wówczas, gdy sposób ich organizacji i raportowania powoduje, że budżet przestaje stanowić wystarczająco pełne źródło informacji o skali działalności fiskalnej państwa, a część zobowiązań lub wydatków podlega odmiennym standardom planowania, sprawozdawczości albo kontroli (IMF, 2018; Radev & Allen, 2010).

Takie rozumienie problemu jest szczególnie istotne w przypadku Polski, gdzie w ostatnich latach wyraźnie wzrosło znaczenie mechanizmów finansowania zadań publicznych realizowanych poza klasycznym budżetem państwa.

Ekonomiczne konsekwencje takiej fragmentacji występują na dwóch wzajemnie powiązanych poziomach. Po pierwsze, niepełna lub rozproszona informacja fiskalna może utrudniać ocenę faktycznej sytuacji finansów publicznych, w tym skali zobowiązań państwa, przyszłych potrzeb finansowych, ryzyk fiskalnych oraz dostępnej przestrzeni fiskalnej. Po drugie, może ograniczać zdolność do prowadzenia długookresowej polityki gospodarczej, ponieważ pogarsza jakość informacji wykorzystywanej zarówno przez podmioty publiczne przy planowaniu wydatków i zobowiązań, jak i przez sektor prywatny przy formułowaniu oczekiwań dotyczących przyszłej polityki podatkowej, kosztów finansowania i warunków prowadzenia działalności gospodarczej. Te dwa wymiary – informacyjny oraz decyzyjny – stanowią podstawę dalszej oceny architektury polskich finansów publicznych.

5.3. Fragmentacja finansów publicznych a kompletność informacji fiskalnej

Jak wykazano w rozdziale pierwszym, w ostatnich latach istotnie wzrosło znaczenie operacji fiskalnych realizowanych poza klasycznym budżetem państwa, w szczególności za pośrednictwem funduszy obsługiwanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego oraz innych instrumentów finansowania zadań

publicznych. Proces ten znalazł odzwierciedlenie zarówno we wzroście skali operacji pozabudżetowych, jak i w utrzymywaniu się znaczącej różnicy pomiędzy państwowym długiem publicznym, obliczanym według metodologii krajowej, a zadłużeniem sektora instytucji rządowych i samorządowych według metodologii unijnej. Dane przedstawione w rozdziale pierwszym wskazują zatem na występowanie istotnej fragmentacji instytucjonalnej i informacyjnej polskiego systemu finansów publicznych.

Z punktu widzenia przejrzystości fiskalnej zasadnicze znaczenie ma nie samo istnienie mechanizmów pozabudżetowych, lecz możliwość uzyskania kompletnego i spójnego obrazu działalności fiskalnej państwa. Jak wskazano wyżej, wyodrębnione fundusze i podmioty mogą pełnić uzasadnione funkcje, o ile ich działalność podlega odpowiednim zasadom planowania, sprawozdawczości i kontroli oraz może zostać skonsolidowana z pozostałymi elementami sektora finansów publicznych (IMF, 2018; Radev & Allen, 2010).

Problem pojawia się wówczas, gdy rozproszenie operacji pomiędzy budżet państwa, fundusze celowe, fundusze obsługiwane przez publiczne instytucje finansowe oraz inne podmioty powoduje, że żaden pojedynczy dokument nie dostarcza wystarczająco kompletnej informacji o skali działalności fiskalnej państwa. Formalna dostępność danych dotyczących poszczególnych elementów systemu nie jest w takim przypadku równoznaczna z jego przejrzystością. Informacja może być publicznie dostępna, a jednocześnie pozostawać rozproszona pomiędzy dokumentami przygotowywanymi według różnych zasad, w różnych terminach i dla odmiennie zdefiniowanych zakresów sektora publicznego. Z punktu widzenia użytkownika informacji fiskalnej zasadniczego znaczenia nabiera więc nie tylko jej dostępność, lecz również możliwość konsolidacji, porównania i interpretacji (IMF, 2018; OECD, 2025b).

Fragmentacja systemu oddziałuje w pierwszej kolejności na możliwość oceny bieżącej sytuacji fiskalnej państwa. Jeżeli zakres operacji prezentowanych w budżecie centralnym jest węższy niż zakres faktycznej działalności fiskalnej sektora publicznego, analiza samego budżetu nie pozwala na pełną ocenę skali dochodów, wydatków, zobowiązań oraz potrzeb finansowych państwa. Szczególnego znaczenia nabiera wówczas konsekwentne posługiwanie się skonsolidowanymi kategoriami sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz równoległe prezentowanie informacji pozwalających wyjaśnić różnice pomiędzy poszczególnymi miarami deficytu i długu. Różnica między stosowanymi kategoriami nie jest bowiem sama w sobie problemem ekonomicznym; problem powstaje wtedy, gdy utrudnia ona

odbiorcy ustalenie, która miara najlepiej odzwierciedla całkowitą skalę zobowiązań związanych z realizacją zadań publicznych.

Drugi problem dotyczy oceny przyszłych obciążeń fiskalnych. Część instrumentów wykorzystywanych przez sektor publiczny może generować koszty dopiero w kolejnych okresach, a zobowiązania warunkowe mogą wpływać na finanse państwa dopiero w przypadku urzeczywistnienia się określonego ryzyka. Pełna ocena sytuacji fiskalnej wymaga zatem informacji wykraczającej poza bieżące przepływy dochodów i wydatków. Powinna obejmować również strukturę zobowiązań, gwarancje, przyszłe koszty finansowania oraz inne ryzyka mogące prowadzić do powstania dodatkowych potrzeb fiskalnych. W tym sensie przejrzystość oznacza nie tylko poprawne przedstawienie stanu bieżącego, ale również możliwość identyfikacji zobowiązań i ryzyk, które mogą wpływać na sytuację finansów publicznych w przyszłości (IMF, 2018).

Trzecia konsekwencja dotyczy porównywalności informacji w czasie oraz pomiędzy planem i wykonaniem. Jeżeli zakres działalności realizowanej przez poszczególne elementy sektora publicznego zmienia się pomiędzy kolejnymi okresami, obserwowana poprawa lub pogorszenie określonej kategorii budżetowej może częściowo wynikać ze zmiany sposobu organizacji i finansowania zadań, a nie z rzeczywistej zmiany pozycji fiskalnej. Stabilność zakresu sprawozdawczości oraz możliwość uzgadniania i porównywania danych pochodzących z różnych części sektora są zatem warunkiem prawidłowej oceny kierunku polityki fiskalnej (OECD, 2025b).

Ocena polskiej architektury finansów publicznych powinna jednocześnie uwzględniać zmiany zmierzające do zwiększenia kompletności informacji fiskalnej. W ostatnim okresie rozszerzono zakres informacji dotyczących działalności części funduszy pozabudżetowych, a ich plany finansowe zostały włączone do dokumentacji towarzyszącej budżetowi państwa. Międzynarodowy Fundusz Walutowy odnotował m.in. włączenie planów finansowych funduszy pozabudżetowych obsługiwanych przez BGK jako załącznika do budżetu oraz rozpoczęcie kwartalnego publikowania informacji o ich wykonaniu (IMF, 2025c). Zwiększa to możliwość uzyskania bardziej kompletnego obrazu działalności fiskalnej państwa, choć nie eliminuje znaczenia problemu fragmentacji instytucjonalnej ani potrzeby dalszej konsolidacji informacji.

Z perspektywy pytania o przejrzystość budżetu zasadniczym problemem polskiej architektury finansów publicznych nie jest zatem samo funkcjonowanie instrumentów i podmiotów pozabudżetowych, lecz stopień, w jakim ich działalność może zostać

przedstawiona w jednym spójnym systemie informacji fiskalnej. Im większa część działalności państwa wymaga rekonstruowania jego faktycznej sytuacji fiskalnej na podstawie wielu dokumentów, metodologii i źródeł danych, tym słabiej budżet państwa pełni funkcję kompleksowego źródła informacji o działalności fiskalnej. O jakości systemu decyduje więc nie formalne miejsce realizacji określonej operacji, lecz kompletność, porównywalność i użyteczność informacji umożliwiającej ocenę całkowitego zaangażowania finansowego państwa.

5.4. Ewolucja architektury polskich finansów publicznych

Obecna architektura polskich finansów publicznych jest rezultatem nakładających się na siebie procesów, które w kolejnych okresach oddziaływały na stopień centralizacji, przejrzystości i średniookresowego charakteru zarządzania fiskalnego. Jednym z nich było stopniowe wzmacnianie reguł fiskalnych i średniookresowego planowania. Istotnym elementem tego procesu stało się wprowadzenie, od roku 2014, stabilizującej reguły wydatkowej, zaprojektowanej tak, aby objąć nią zdecydowaną większość wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych. Jej konstrukcja wiązała dopuszczalną dynamikę wydatków ze średniookresowym tempem wzrostu gospodarczego oraz sytuacją fiskalną, ograniczając możliwość trwałego zwiększania wydatków w oderwaniu od zdolności gospodarki do ich finansowania. W kolejnych latach regułę modyfikowano, a począwszy od projektu ustawy budżetowej na 2025 r. rozszerzono jej zakres i dostosowano ją do zreformowanych unijnych ram zarządzania gospodarczego (Korniluk, 2014; Ministerstwo Finansów, 2024a).

Odmienny kierunek zmian widoczny był od roku 2020, kiedy istotnie wzrosło znaczenie finansowania zadań publicznych poza klasycznym budżetem państwa, przede wszystkim za pośrednictwem funduszy obsługiwanych przez BGK. Według NIK w 2024 r. ze środków tych funduszy sfinansowano zadania o wartości ponad 135 mld zł, odpowiadającej ponad 16% wydatków budżetu państwa i blisko 3,7% PKB, a ich zadłużenie na koniec roku sięgało niemal 350 mld zł. Zwiększyło to elastyczność finansowania części zadań publicznych, ale jednocześnie osłabiło rolę ustawy budżetowej jako dokumentu przedstawiającego całościowy obraz działalności fiskalnej państwa (NIK, 2025).

Od roku 2024 widoczny był zarazem kierunek zmian zmierzających do ponownego zwiększenia kompletności informacji oraz wzmocnienia średniookresowego wymiaru zarządzania finansami publicznymi. Opisane

wyżej rozszerzenie raportowania funduszy obsługiwanych przez BGK zostało uzupełnione przez wprowadzenie *Średniookresowego planu budżetowo-strukturalnego na lata 2025–2028*, którego centralnym elementem jest wieloletnia ścieżka wydatków netto. Od początku roku 2026 dodatkowym elementem architektury instytucjonalnej stała się Rada Fiskalna; jej znaczenie dla funkcji informacyjnej systemu omówiono szerzej w dalszej części rozdziału. Kolejnym etapem jest reforma systemu budżetowego, w tym nowa klasyfikacja budżetowa stosowana po raz pierwszy przy planowaniu budżetu na 2027 r. (Ministerstwo Finansów, 2024b; Rozporządzenie Ministra Finansów i Gospodarki z dnia 20 kwietnia 2026 r. w sprawie szczegółowej klasyfikacji dochodów, wydatków, przychodów i rozchodów oraz środków pochodzących ze źródeł zagranicznych, 2025; Ustawa z dnia 20 grudnia 2024 r. o Radzie Fiskalnej, 2025).

Zmiany te nie oznaczają prostego powrotu do modelu, w którym całość działalności państwa koncentruje się w budżecie centralnym. Wskazują raczej na stopniowe kształtowanie architektury, w której zróżnicowaniu instrumentów i podmiotów finansujących zadania publiczne mają towarzyszyć pełniejsza konsolidacja informacji, silniejszy wymiar średniookresowy oraz niezależna ocena polityki fiskalnej. Z perspektywy przejrzystości zasadniczym kryterium oceny tego procesu pozostaje zatem nie liczba funkcjonujących funduszy i instrumentów, lecz możliwość uzyskania kompletnego, porównywalnego i odpowiednio wczesnego obrazu ich wpływu na sytuację finansową państwa.

Zestawienie opisanych wyżej trendów zaprezentowano w Tab. 27.

Tab. 27. Główne etapy ewolucji architektury polskich finansów publicznych

Okres	Zmiana instytucjonalna	Znaczenie dla architektury finansów publicznych	Znaczenie dla przejrzystości
od 2014 r.	Stabilizująca reguła wydatkowa	Objęcie regułą zdecydowanej większości wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz powiązanie ich dynamiki ze średniookresowym wzrostem oraz sytuacją fiskalną	Wzmocnienie średniookresowej dyscypliny i przewidywalności polityki wydatkowej
szczególnie 2020–2024	Wzrost znaczenia funduszy obsługiwanych przez BGK i innych mechanizmów pozabudżetowych	Zwiększenie roli finansowania poza klasycznym budżetem państwa	Większa fragmentacja informacji i osłabienie roli ustawy budżetowej jako całościowego obrazu działalności fiskalnej
od 2024 r.	Kwartalne raportowanie funduszy BGK i włączenie ich planów finansowych do dokumentacji budżetowej	Częściowe ponowne powiązanie działalności pozabudżetowej z procesem budżetowym	Zwiększenie kompletności, częstotliwości i dostępności informacji
od 2025 r.	Średniookresowy plan budżetowo-strukturalny	Silniejsze powiązanie rocznych decyzji budżetowych z wieloletnią ścieżką wydatków	Większa czytelność średniookresowych ograniczeń fiskalnych
od 2026 r.	Rada Fiskalna	Niezależna ocena prognoz, reguł i ram budżetowych	Wzmocnienie zewnętrznej kontroli i wiarygodności informacji fiskalnej
budżet na 2027 r. i kolejne	Reforma systemu budżetowego i nowa klasyfikacja	Zmiana sposobu klasyfikowania i prezentowania operacji budżetowych	Potencjalnie większa spójność ewidencji, porównywalność i czytelność informacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ministerstwa Finansów, NIK, IMF oraz ustawy o Radzie Fiskalnej.

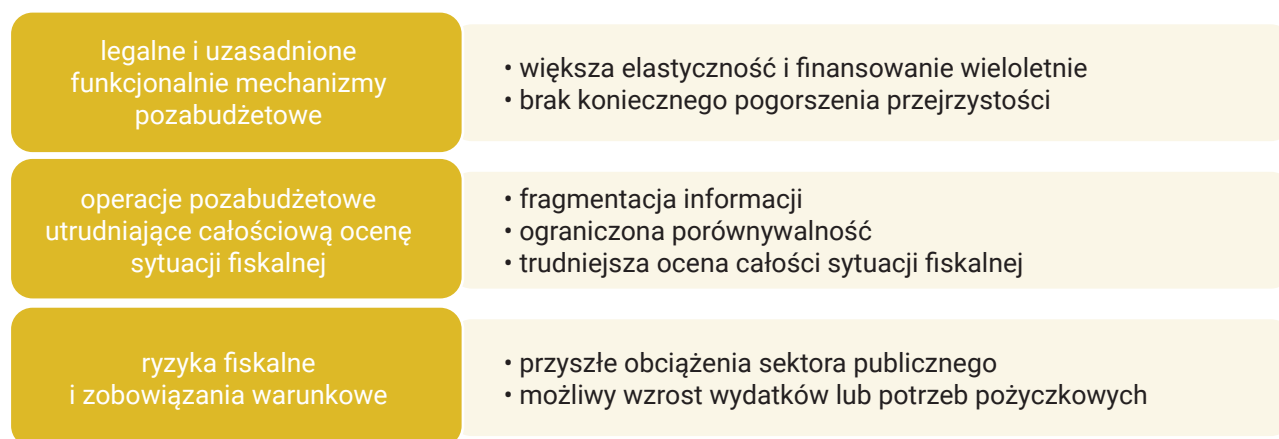


5.5. Mechanizmy pozabudżetowe – problemy definicyjne i informacyjne

W debacie publicznej określenie „szara strefa finansów publicznych” jest często używane jako zbiorcze określenie różnych mechanizmów finansowania pozostających poza budżetem państwa. Z analitycznego punktu widzenia termin ten wymaga jednak ostrożności. Nie każda działalność pozabudżetowa jest nieprzejrzysta, podobnie jak formalne ujęcie danej operacji w budżecie nie gwarantuje

automatycznie wysokiej jakości informacji fiskalnej. Posługiwanie się kategorią „szarej strefy” powinno zatem odnosić się przede wszystkim do jakości informacji o działalności fiskalnej państwa, a nie wyłącznie do instytucjonalnego miejsca realizacji określonych operacji.

Zasadne jest w związku z tym rozróżnienie przynajmniej trzech kategorii mechanizmów pozostających poza klasycznym budżetem państwa, które zilustrowano na Rys. 80.



Rys. 80. Mechanizmy pozabudżetowe

Pierwszą stanowią legalne i uzasadnione funkcjonalnie mechanizmy pozabudżetowe, których zakres działalności, zobowiązania i sposób finansowania są jasno raportowane i podlegają odpowiedniej kontroli. Ich wyodrębnienie może wynikać ze specyfiki realizowanych zadań, potrzeby zapewnienia wieloletniego finansowania albo konieczności zwiększenia elastyczności działania państwa. Jeżeli działalność takich podmiotów jest właściwie ujmowana w skonsolidowanej informacji fiskalnej, samo pozostawanie poza centralnym budżetem nie musi pogarszać przejrzystości finansów publicznych.

Drugą kategorię tworzą operacje pozabudżetowe utrudniające całościową ocenę sytuacji fiskalnej, nawet jeżeli są zgodne z obowiązującymi przepisami. Problemem jest tutaj nie ich legalność, lecz fragmentacja informacji, odmienne zasady planowania i sprawozdawczości albo ograniczona możliwość zestawienia ich z operacjami klasycznego budżetu państwa. W takim przypadku formalna dostępność informacji dotyczących poszczególnych podmiotów nie musi prowadzić do przejrzystości systemu jako całości, jeżeli uzyskanie pełnego obrazu działalności fiskalnej wymaga łączenia danych pochodzących z wielu źródeł i sporządzanych według różnych zasad (IMF, 2018; OECD, 2025b).

Trzecią kategorią są ryzyka fiskalne i zobowiązania warunkowe, które nie muszą wpływać na bieżący deficyt lub dług, ale mogą w przyszłości generować istotne obciążenia sektora publicznego. Mogą do nich należeć m.in. gwarancje, zobowiązania określonych podmiotów publicznych, mechanizmy wsparcia przedsiębiorstw czy inne instrumenty powodujące przeniesienie części ryzyka na państwo. Z perspektywy oceny sytuacji fiskalnej ich znaczenie wynika właśnie z asymetrii czasowej: koszt może nie być widoczny w bieżących przepływach budżetowych, ale urzeczywistnienie się ryzyka może w przyszłości prowadzić do gwałtownego wzrostu wydatków lub potrzeb pożyczkowych. Międzynarodowe standardy przejrzystości fiskalnej wskazują dlatego na potrzebę identyfikowania, kwantyfikowania i ujawniania tego rodzaju ryzyk (IMF, 2018).

Takie rozróżnienie pozwala uniknąć normatywnej pułapki polegającej na utożsamieniu każdej formy gospodarki pozabudżetowej z nieprawidłowością. Kryterium oceny powinno stanowić przede wszystkim to, czy przyjęte rozwiązanie zapewnia kompletność, porównywalność, wiarygodność i dostępność informacji o rzeczywistym zaangażowaniu finansowym państwa oraz umożliwia włączenie tej informacji do

skonsolidowanej oceny jego sytuacji fiskalnej. Z tego punktu widzenia problem związany z mechanizmami pozabudżetowymi ma charakter przede wszystkim informacyjny i instytucjonalny: pojawia się wtedy, gdy sposób organizacji systemu utrudnia ocenę rzeczywistej skali działalności fiskalnej lub przyszłych zobowiązań państwa.

Takie ujęcie ma również znaczenie dla kierunku ewentualnych reform. Ich celem nie powinno być mechaniczne przeniesienie każdej operacji do centralnego budżetu państwa ani likwidacja wszystkich wyodrębnionych form finansowania. Istotniejsze jest zapewnienie takich zasad planowania, raportowania i konsolidacji, aby niezależnie od formy instytucjonalnej realizacji danego zadania można było uzyskać jeden, spójny obraz sytuacji fiskalnej państwa. Pozwala to zachować potencjalne korzyści wynikające ze specjalizacji lub większej elastyczności niektórych instrumentów, nie rezygnując jednocześnie z funkcji informacyjnej i kontrolnej finansów publicznych (IMF, 2018; Radev & Allen, 2010).

W tym kontekście istotną zmianą instytucjonalną jest rozpoczęcie w 2026 r. działalności Rady Fiskalnej, której zadania obejmują m.in. ocenę prognoz makroekonomicznych, zgodności budżetu z krajowymi i unijnymi regułami fiskalnymi oraz spójności ram budżetowych. Z punktu widzenia funkcji informacyjnej finansów publicznych niezależna ocena polityki fiskalnej może zwiększać możliwość identyfikowania niespójności pomiędzy różnymi elementami systemu oraz zwiększać wiarygodność informacji wykorzystywanej w debacie publicznej i procesie decyzyjnym. Nie zastępuje ona jednak potrzeby zapewnienia kompletności i konsolidacji informacji fiskalnej u źródła: skuteczność niezależnego nadzoru fiskalnego zależy również od jakości, zakresu i porównywalności danych, na podstawie których dokonywana jest ocena.

5.6. Konsolidacja informacji fiskalnej a zdolność państwa do planowania długookresowego

Znaczenie kompletnej i skonsolidowanej informacji o finansach publicznych wykracza poza możliwość prawidłowej oceny bieżącego deficytu i długu. Informacja fiskalna stanowi również jeden z warunków prowadzenia długookresowej polityki gospodarczej. Decyzje dotyczące inwestycji publicznych, infrastruktury, transformacji energetycznej, bezpieczeństwa, ochrony zdrowia czy polityki społecznej generują zobowiązania rozłożone na wiele lat i konkurują o ograniczone zasoby publiczne. Racjonalne ustalenie hierarchii tych wydatków wymaga zatem nie tylko informacji o bieżących wydatkach, lecz także możliwie

pełnej wiedzy o istniejących zobowiązaniach, przyszłych kosztach ich obsługi, ryzykach fiskalnych oraz przestrzeni dostępnej dla podejmowania nowych działań (IMF, 2018; OECD, 2025b).

Fragmentacja finansów publicznych może osłabiać tę funkcję poprzez rozproszenie procesu planowania pomiędzy wiele podmiotów, instrumentów i horyzontów czasowych. Jeżeli część programów i zobowiązań jest planowana poza centralnym procesem budżetowym, trudniejsze staje się równoczesne porównanie ich kosztów, korzyści oraz wpływu na przyszłą sytuację fiskalną. Poszczególne przedsięwzięcia mogą być uzasadnione z perspektywy instytucji, które je realizują, a mimo to ich łączna skala może ograniczać możliwość finansowania innych priorytetów państwa. Problem ma więc charakter nie tylko informacyjny, ale również alokacyjny: brak skonsolidowanego obrazu zobowiązań utrudnia ocenę kosztu alternatywnego poszczególnych decyzji oraz wybór pomiędzy konkurującymi celami polityki publicznej (OECD, 2025b).

Szczególnego znaczenia nabiera w tym kontekście średnio- i długookresowa przestrzeń fiskalna. Jej ocena nie może opierać się wyłącznie na bieżącym saldzie budżetu państwa, ponieważ możliwość finansowania nowych działań zależy również od trajektorii długu, kosztów jego obsługi, przyszłych wydatków wynikających z już podjętych zobowiązań oraz urzeczywistnienia się ryzyk fiskalnych. Niepełna konsolidacja informacji zwiększa ryzyko, że przestrzeń fiskalna zostanie oceniona jako większa, niż wynikałoby to z pełnego obrazu sytuacji sektora publicznego. Może to sprzyjać podejmowaniu nowych zobowiązań bez dostatecznego uwzględnienia ich łącznych konsekwencji oraz prowadzić do konieczności silniejszego dostosowania fiskalnego w przyszłości (IMF, 2018, 2025a).

Z punktu widzenia polityki rozwojowej istotne znaczenie ma również struktura ewentualnego przyszłego dostosowania. Wzrost kosztów obsługi długu i realizacja wcześniej podjętych zobowiązań zmniejszają zasoby dostępne na nowe cele. W warunkach ograniczonej przestrzeni fiskalnej wzrost kosztów obsługi długu może zwiększać presję na pozostałe kategorie wydatków, w tym na inwestycje publiczne i inne wydatki wspierające długookresowy wzrost (IMF, 2025b). Znaczenie struktury dostosowania dla wzrostu i stabilności fiskalnej jest szerzej analizowane w rozdziale 6.

W konsekwencji fragmentacja informacji fiskalnej może generować koszt, który nie jest bezpośrednio widoczny w bieżących wskaźnikach deficytu i długu. Jest nim ograniczenie zdolności państwa do stabilnego ustalania i realizowania wieloletnich priorytetów rozwojowych. Jeżeli pełna skala istniejących zobowiązań i przyszłych kosztów staje się widoczna



dopiero w momencie, gdy zaczynają one obciążać finanse publiczne, polityka fiskalna może w większym stopniu przyjmować charakter doraźny: zamiast realizacji wcześniej ustalonej hierarchii celów konieczne staje się dostosowywanie wydatków do pojawiających się ograniczeń finansowych. Z perspektywy polityki rozwojowej szczególnie istotne jest więc nie tylko przestrzeganie określonych limitów fiskalnych, lecz także istnienie systemu informacji pozwalającego odpowiednio wcześniej identyfikować przyszłe ograniczenia i uwzględniać je w procesie planowania.

Znaczenie skonsolidowanej informacji fiskalnej wzrasta dodatkowo w warunkach nakładania się długo-okresowych potrzeb wydatkowych. Starzenie się ludności, transformacja energetyczna, zwiększone nakłady na bezpieczeństwo oraz potrzeby infrastrukturalne tworzą konkurujące ze sobą zobowiązania, których realizacja wykracza poza horyzont pojedynczej ustawy budżetowej. W takich warunkach rola budżetu i średniookresowych ram fiskalnych nie powinna ograniczać się do zapewnienia zgodności rocznych przepływów dochodów i wydatków. Powinny one umożliwiać ocenę międzyokresowego kosztu alternatywnego decyzji publicznych – pokazując, w jakim stopniu finansowanie jednego priorytetu ogranicza możliwości realizacji innych celów w kolejnych latach (OECD, 2025b).

Pełniejsza konsolidacja informacji nie eliminuje oczywiście politycznych konfliktów dotyczących wyboru priorytetów ani nie gwarantuje optymalnej struktury wydatków. Poprawia jednak jakość procesu decyzyjnego, ponieważ pozwala podejmować decyzje przy pełniejszej wiedzy o ich międzyokresowych konsekwencjach. Z tego punktu widzenia przejrzystość fiskalna i konsolidacja informacji są nie tylko elementami kontroli finansów państwa, lecz również warunkiem prowadzenia wiarygodnej długookresowej polityki rozwojowej. Im bardziej kompletny jest obraz istniejących i przyszłych zobowiązań sektora publicznego, tym większa możliwość wcześniejszego identyfikowania napięć, ustalania priorytetów oraz dokonywania stopniowych dostosowań zamiast gwałtownych korekt wymuszanych przez pogorszenie sytuacji fiskalnej.

5.7. Funkcja informacyjna finansów publicznych a przewidywalność otoczenia dla sektora prywatnego

Informacja o stanie finansów publicznych jest wykorzystywana nie tylko przez podmioty odpowiedzialne za prowadzenie polityki gospodarczej. Stanowi również jeden z elementów otoczenia informacyjnego, w którym przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe

oraz inwestorzy podejmują decyzje dotyczące konsumpcji, oszczędności, finansowania i inwestycji. Znaczenie ma przy tym nie tylko bieżący poziom deficytu i długu publicznego, lecz również możliwość oceny przyszłej trajektorii polityki fiskalnej. Decyzje inwestycyjne podejmowane są bowiem w horyzoncie wykraczającym poza pojedynczy rok budżetowy, a ich oczekiwana rentowność zależy m.in. od przyszłych warunków podatkowych, kosztu kapitału oraz stabilności otoczenia makroekonomicznego. W tym sensie przejrzystość finansów publicznych wpływa na sektor prywatny poprzez ograniczanie niepewności dotyczącej przyszłych działań państwa (Kemoe & Zhan, 2018; OECD, 2025b).

Brak pełnej konsolidacji informacji fiskalnej może zwiększać tę niepewność nawet w sytuacji, w której wszystkie zobowiązania państwa są formalnie raportowane w różnych częściach systemu. Jeżeli odtworzenie faktycznej sytuacji fiskalnej wymaga łączenia wielu źródeł danych, a zakres poszczególnych kategorii zmienia się w czasie, podmioty prywatne dysponują słabszą podstawą do formułowania oczekiwań dotyczących przyszłej polityki. Szczególne znaczenie ma możliwość oceny, czy obecna ścieżka wydatków i zadłużenia może zostać utrzymana bez przyszłego zwiększenia obciążeń podatkowych, ograniczenia innych wydatków lub trwałego wzrostu potrzeb pożyczkowych. Fragmentacja informacji nie przesądza o wystąpieniu żadnego z tych dostosowań, ale może zwiększać niepewność co do ich przyszłej skali i struktury.

Wpływ takiej niepewności na decyzje przedsiębiorstw może być szczególnie istotny w przypadku inwestycji charakteryzujących się wysokimi kosztami początkowymi, długim okresem zwrotu i ograniczoną odwracalnością. W warunkach zwiększonej niepewności wartość ekonomiczna odroczenia decyzji inwestycyjnej rośnie, ponieważ przedsiębiorstwo może oczekiwać na pojawienie się dodatkowej informacji przed zaangażowaniem zasobów w przedsięwzięcie, którego wycofanie lub zmiana skali byłoby kosztowne. Badania dotyczące szoków niepewności wskazują, że mechanizm ten może prowadzić do przejściowego ograniczenia inwestycji i zatrudnienia, nawet jeżeli podstawowe determinanty długookresowej rentowności projektów nie ulegają natychmiastowej zmianie (Bloom, 2009).

W odniesieniu do polityki fiskalnej znaczenie ma w szczególności niepewność dotycząca przyszłych decyzji władz publicznych. Jeżeli przedsiębiorstwa nie są w stanie dostatecznie wiarygodnie ocenić przyszłej ścieżki podatków, wydatków, regulacji związanych z finansowaniem określonych polityk lub warunków finansowania państwa, rośnie liczba możliwych

scenariuszy, które muszą brać pod uwagę przy podejmowaniu decyzji. Literatura dotycząca niepewności polityki gospodarczej wskazuje na jej związek z ograniczeniem inwestycji oraz aktywności przedsiębiorstw (Baker et al., 2016). Nie oznacza to, że fragmentacja finansów publicznych jest autonomicznym źródłem takiej niepewności, ale może ją wzmacniać poprzez utrudnienie oceny przyszłych ograniczeń fiskalnych i prawdopodobnego sposobu ich rozwiązania.

Drugim kanałem oddziaływania jest koszt finansowania. Informacja o stanie finansów publicznych wpływa na ocenę wiarygodności fiskalnej państwa, a ta z kolei może oddziaływać na premię za ryzyko i rentowność długu publicznego. Badania wskazują na związek większej przejrzystości fiskalnej z niższymi kosztami finansowania państwa oraz większym udziałem inwestorów zagranicznych w rynku długu (Kemoe & Zhan, 2018; Li et al., 2021). Znaczenie tego mechanizmu nie ogranicza się do sektora publicznego. Rentowność długu państwa stanowi punkt odniesienia dla wyceny wielu instrumentów finansowych, dlatego trwałe pogorszenie oceny ryzyka fiskalnego może przekładać się również na koszt kapitału przedsiębiorstw. Mechanizm ten został szerzej omówiony w analizie scenariuszowej w rozdziale 4.

Nie należy przy tym utożsamiać przewidywalności polityki fiskalnej z jej niezmiennością. Zdolność państwa do reagowania na kryzysy wymaga możliwości modyfikowania podatków, wydatków i instrumentów finansowania w odpowiedzi na zmieniające się warunki gospodarcze. Z perspektywy sektora prywatnego kluczowe znaczenie ma raczej możliwość zrozumienia ograniczeń, reguł i kierunku prowadzonej polityki oraz wiarygodna informacja o przesłankach podejmowanych decyzji. Przejrzysty system finansów publicznych może więc zwiększać przewidywalność otoczenia gospodarczego bez ograniczania niezbędnej elastyczności polityki fiskalnej.

W tym kontekście szczególnego znaczenia nabierają średniookresowe ramy budżetowe, wiarygodne prognozy fiskalne oraz spójność informacji dotyczących budżetu centralnego i pozostałych elementów sektora instytucji rządowych i samorządowych. Ich funkcją jest nie tylko dyscyplinowanie procesu budżetowego, lecz również informowanie sektora prywatnego o konsekwencjach prowadzonej polityki w kolejnych okresach. Jeżeli przedsiębiorstwa i inwestorzy mogą ocenić, w jaki sposób bieżące decyzje wpływają na przyszłe potrzeby finansowe państwa, maleje ryzyko gwałtownej rewizji oczekiwań wywołanej ujawnieniem wcześniej niedostatecznie widocznych zobowiązań lub koniecznością nieoczekiwanego dostosowania fiskalnego (IMF, 2018; OECD, 2025b).

Z ekonomicznego punktu widzenia funkcja informacyjna finansów publicznych stanowi zatem jeden z mechanizmów łączących jakość instytucjonalną państwa z warunkami prowadzenia działalności gospodarczej. Pełniejsza konsolidacja informacji nie eliminuje ryzyka fiskalnego ani nie przesądza o kierunku przyszłej polityki, ale zmniejsza ryzyko, że decyzje sektora prywatnego będą podejmowane na podstawie niepełnego obrazu sytuacji państwa. W dłuższym okresie większa przewidywalność może ograniczać premię za niepewność uwzględnianą w decyzjach inwestycyjnych i finansowych oraz ułatwiać przedsiębiorstwom planowanie przedsięwzięć o długim horyzoncie realizacji. W tym sensie jakość informacji fiskalnej jest nie tylko elementem prawidłowego zarządzania sektorem publicznym, lecz także jednym z instytucjonalnych warunków stabilnego otoczenia dla inwestycji prywatnych.

5.8. Dyskusja wyników

Przeprowadzona analiza wskazuje, że obecna architektura polskich finansów publicznych ogranicza przejrzystość budżetu przede wszystkim poprzez fragmentację informacji potrzebnej do oceny faktycznej sytuacji fiskalnej państwa. Problemem nie jest samo funkcjonowanie instrumentów i podmiotów pozabudżetowych, które mogą pełnić uzasadnione funkcje, lecz stopień, w jakim ich działalność można ująć w kompletnym, spójnym i porównywalnym systemie informacji. Wzrost znaczenia finansowania realizowanego poza klasycznym budżetem sprawił, że sam budżet państwa nie jest wystarczającym źródłem do pełnej oceny bieżących przepływów, zadłużenia, przyszłych zobowiązań i ryzyk fiskalnych. Podejmowane w ostatnich latach działania zwiększające zakres raportowania oraz rozpoczęcie działalności Rady Fiskalnej wzmacniają przejrzystość systemu, nie eliminują jednak potrzeby dalszej konsolidacji informacji fiskalnej. Właściwym kierunkiem zmian nie musi być zatem mechaniczne przeniesienie wszystkich operacji do budżetu centralnego, lecz zapewnienie kompletności, porównywalności i użyteczności informacji o działalności całego sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Brak pełnej konsolidacji informacji fiskalnej może równocześnie osłabiać zdolność państwa do prowadzenia długookresowej polityki rozwojowej oraz pogarszać przewidywalność otoczenia dla sektora prywatnego. Po stronie państwa utrudnia ocenę rzeczywistej przestrzeni fiskalnej, kosztu już podjętych zobowiązań i możliwości finansowania nowych priorytetów, zwiększając ryzyko późniejszych, gwałtowniejszych dostosowań oraz ograniczenia wydatków rozwojowych. Po stronie sektora prywatnego niepełny



obraz bieżących i przyszłych zobowiązań fiskalnych może zwiększać niepewność dotyczącą przyszłych podatków, wydatków publicznych, potrzeb pożyczkowych i kosztów finansowania, a tym samym utrudniać podejmowanie decyzji inwestycyjnych o długim horyzoncie. Przewidywalność polityki fiskalnej nie oznacza przy tym jej niezmienności, lecz możliwość wiarygodnej oceny jej ograniczeń, kierunku i międzyokresowych konsekwencji.

Przejrzystość finansów publicznych pełni zatem funkcję znacznie szerszą niż kontrola prawidłowości procesu budżetowego. Stanowi element infrastruktury instytucjonalnej gospodarki, wpływający na jakość decyzji podejmowanych zarówno przez państwo, jak i przez sektor prywatny. Pełna i skonsolidowana informacja fiskalna nie gwarantuje właściwego wyboru priorytetów ani nie eliminuje konieczności dokonywania trudnych wyborów budżetowych, lecz pozwala podejmować je przy pełniejszej wiedzy o ich kosztach i konsekwencjach. Zwiększa tym samym zdolność państwa do stabilnego planowania długookresowego oraz ogranicza ryzyko, że podmioty prywatne będą podejmowały decyzje na podstawie niepełnego obrazu sytuacji fiskalnej.

5.9. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze

14. W jakim stopniu obecna architektura finansów publicznych ogranicza przejrzystość budżetu państwa oraz dostępność i użyteczność informacji budżetowej dla oceny faktycznego stanu finansów publicznych?

Obecna architektura polskich finansów publicznych w istotnym stopniu ogranicza przejrzystość budżetu państwa, przede wszystkim ze względu na instytucjonalne i informacyjne rozproszenie działalności fiskalnej. Wzrost znaczenia funduszy oraz innych mechanizmów funkcjonujących poza klasycznym budżetem powoduje, że analiza samej ustawy budżetowej nie pozwala na uzyskanie pełnego obrazu dochodów, wydatków, zadłużenia, potrzeb pożyczkowych, przyszłych zobowiązań i ryzyk fiskalnych państwa. Ocena faktycznej sytuacji finansów publicznych wymaga łączenia informacji pochodzących z wielu dokumentów, publikowanych w różnych terminach i sporządzanych według odmiennych zasad metodologicznych.

Problemem nie jest jednak samo istnienie podmiotów i instrumentów pozabudżetowych. Mogą one pełnić uzasadnione funkcje, związane między innymi z realizacją wyspecjalizowanych

zadań, zapewnieniem wieloletniego finansowania lub zwiększeniem elastyczności działania państwa. O stopniu przejrzystości decyduje możliwość objęcia ich działalności jednolitym systemem planowania, sprawozdawczości, kontroli i konsolidacji. Z tego względu pojęcie „szarej strefy” finansów publicznych powinno odnosić się przede wszystkim do niekompletności i ograniczonej użyteczności informacji, a nie automatycznie do każdej działalności prowadzonej poza budżetem centralnym.

Podejmowane działania, w tym rozszerzenie informacji o funduszach pozabudżetowych oraz rozpoczęcie działalności Rady Fiskalnej, zwiększają przejrzystość systemu. Nie eliminują jednak potrzeby dalszego integrowania danych i wyjaśniania różnic pomiędzy krajowymi oraz unijnymi miarami deficytu i długu. Właściwym kierunkiem zmian nie musi być zatem przeniesienie wszystkich operacji do budżetu państwa, lecz stworzenie kompletnego, spójnego i porównywalnego systemu informacji o działalności całego sektora instytucji rządowych i samorządowych. Przejrzystość wymaga bowiem nie tylko dostępności danych, lecz także ich terminowości, porównywalności w czasie oraz możliwości uzgodnienia informacji o planie, wykonaniu i zobowiązaniach całego sektora.

15. Jak brak pełnej konsolidacji finansów publicznych wpływa na zdolność państwa do planowania i realizacji długookresowej polityki rozwojowej oraz na przewidywalność otoczenia dla sektora prywatnego?

Brak pełnej konsolidacji informacji fiskalnej ogranicza zdolność państwa do prawidłowej oceny dostępnej przestrzeni fiskalnej, kosztów już podjętych zobowiązań oraz możliwości finansowania nowych priorytetów. Rozproszenie procesu planowania pomiędzy wiele podmiotów i instrumentów utrudnia porównywanie kosztów oraz korzyści poszczególnych programów, a także ocenę ich łącznych konsekwencji w perspektywie wieloletniej. Może to prowadzić do przeszacowania możliwości finansowych państwa, podejmowania zobowiązań bez pełnego uwzględnienia ich kosztu alternatywnego oraz konieczności przeprowadzenia silniejszych dostosowań fiskalnych w przyszłości. Utrudnia również porównywanie konkurujących priorytetów rozwojowych i ocenę, w jakim stopniu finansowanie jednych celów ogranicza możliwości realizacji innych.

Konsekwencją może być również zwiększenie reaktywności polityki fiskalnej. Jeżeli przyszłe

zobowiązania i ryzyka nie są odpowiednio wcześnie uwzględniane w procesie planowania, ich późniejsza materializacja może wymuszać ograniczenie innych wydatków, w tym inwestycji publicznych i nakładów wspierających długookresowy rozwój. Pełniejsza konsolidacja informacji nie rozstrzyga konfliktów dotyczących wyboru priorytetów, ale pozwala podejmować decyzje przy lepszym rozpoznaniu ich międzyokresowych skutków.

Niepełna informacja fiskalna pogarsza również przewidywalność otoczenia dla sektora prywatnego. Utrudnia przedsiębiorstwom i inwestorom ocenę przyszłej ścieżki podatków, wydatków publicznych, potrzeb pożyczkowych państwa oraz kosztów finansowania. Zwiększona niepewność może prowadzić do odraczania inwestycji, szczególnie przedsięwzięć wymagających wysokich nakładów początkowych i charakteryzujących się długim okresem zwrotu. Pogorszenie oceny wiarygodności fiskalnej może ponadto zwiększać rentowność długu publicznego i pośrednio podnosić koszt kapitału dla przedsiębiorstw.

Przejrzystość finansów publicznych pełni zatem funkcję szerszą niż kontrola prawidłowości procesu budżetowego. Stanowi element infrastruktury instytucjonalnej gospodarki, wpływający na jakość decyzji podejmowanych przez państwo i sektor prywatny. Pełna, porównywalna i skonolidowana informacja fiskalna nie tylko zwiększa zdolność państwa do prowadzenia długookresowej polityki rozwojowej i ogranicza ryzyko gwałtownych dostosowań, lecz także zwiększa przewidywalność otoczenia dla prywatnych decyzji inwestycyjnych.

ROZDZIAŁ 6. PROBLEM ZADŁUŻENIA I KONSOLIDACJI FISKALNEJ NA TLE DOŚWIADCZEŃ MIĘDZYNARODOWYCH

6.1. Wprowadzenie

Analizy przeprowadzone w rozdziałach 1-5 wykazały, że chociaż Polska nie należy jeszcze do najbardziej zadłużonych państw Unii Europejskiej, jej sytuację charakteryzują wysoki deficyt finansów publicznych, szybki wzrost długu publicznego i kosztów jego obsługi oraz mało elastyczna struktura wydatków. Dodatkowymi ograniczeniami są silne powiązania między finansami publicznymi i sektorem bankowym oraz fragmentacja informacji fiskalnej. Ustalenia te stanowią punkt wyjścia do dalszej analizy i nie są w niniejszym rozdziale ponownie szczegółowo omawiane.

Celem niniejszego rozdziału jest dokonanie oceny modeli konsolidacji stosowanych w państwach o wysokim długu publicznym oraz wskazanie rozwiązań, które mogą służyć stabilizacji finansów publicznych w Polsce. W analizach procesów konsolidacyjnych uwzględniony zostanie wpływ tempa i struktury dostosowania na wzrost gospodarczy, stabilność fiskalną i odporność makroekonomiczną, a także znaczenie instytucji ograniczających procykliczność polityki fiskalnej. W analizach tych wykorzystano doświadczenia międzynarodowe, dokumenty instytucji europejskich i międzynarodowych oraz wyniki wywiadów eksperckich.

Osiągnięcie tego celu wiąże się z udzieleniem odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

16. Jakie modele konsolidacji fiskalnej stosują państwa o wysokim długu publicznym i w jakim stopniu ograniczają one procykliczność polityki fiskalnej?
17. Jak struktura dostosowań fiskalnych, w tym relacja między wydatkami rozwojowymi i socjalnymi, wpływa na tempo wzrostu gospodarczego, stabilność fiskalną i odporność makroekonomiczną?
18. Jakie rozwiązania instytucjonalne skutecznie ograniczają procykliczność polityki fiskalnej i mogą zostać zastosowane w Polsce?

W pierwszej kolejności, na podstawie ustaleń wcześniejszych rozdziałów, określono uwarunkowania i kryteria oceny konsolidacji fiskalnej w Polsce. Następnie porównano modele stosowane w państwach o wysokim długu oraz przeanalizowano znaczenie struktury dostosowań i rozwiązań instytucjonalnych. Rozdział zamykają dyskusja wyników i wnioski dla Polski.



6.2. Uwarunkowania konsolidacji fiskalnej w Polsce: punkt wyjścia

Przeprowadzone w poprzednich rozdziałach analizy pozwalają określić warunki, w jakich musiałaby zostać przeprowadzona konsolidacja fiskalna w Polsce. Kluczowe ustalenia dotyczące tych warunków wraz z implikacjami dla oceny modelu konsolidacji

zaprezentowano w Tab. 27. Przedstawione w niej uwarunkowania wskazują, że problem Polski nie wynika jeszcze z wyjątkowo wysokiego poziomu długu, lecz z połączenia głębokiego deficytu, szybkiej dynamiki zadłużenia, rosnących kosztów odsetkowych i ograniczonej elastyczności budżetu. Oznacza to potrzebę podjęcia działań, zanim wzrost długu i kosztów jego obsługi wymusi dostosowanie o charakterze kryzysowym.

Tab. 28. Uwarunkowania i kryteria oceny konsolidacji fiskalnej w Polsce

Obszar i podstawa diagnozy	Punkt wyjścia Polski na tle UE	Ryzyko dla procesu konsolidacji	Kryterium oceny modelu konsolidacji
Saldo fiskalne i pozycja w cyklu (rozdz. 1 i 4)	Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł w 2025 r. 7,3% PKB i należał do najwyższych w UE. Utrzymywał się mimo dodatniego wzrostu gospodarczego.	Odkładanie dostosowania w okresie dobrej koniunktury może wymusić gwałtowną i procykliczną konsolidację podczas przyszłego spowolnienia.	Konsolidacja powinna być wieloletnia, wiarygodna i odpowiednio rozłożona w cyklu koniunkturalnym.
Dług i koszty jego obsługi (rozdz. 1, 3 i 4)	Poziom długu nie należy jeszcze do najwyższych w UE, ale jego tempo wzrostu jest jednym z najwyższych. Polska ponosi również relatywnie wysokie koszty finansowania.	Rosnące wydatki odsetkowe mogą zwiększać deficyt i potrzeby pożyczkowe, uruchamiając mechanizm samowzmacniającego się wzrostu długu.	Program konsolidacji powinien prowadzić do trwałej poprawy salda pierwotnego i stabilizacji relacji długu do PKB, a nie tylko do przejściowego ograniczenia deficytu.
Baza dochodowa (rozdz. 1)	Dochody publiczne są o około 2 pkt proc. PKB niższe od średniej UE. Polska silniej opiera się na podatkach pośrednich i składkach społecznych, a słabiej na podatkach bezpośrednich i majątkowych.	Koncentracja działań na opodatkowaniu pracy, konsumpcji lub wybranych sektorów może osłabić inwestycje, zatrudnienie i wzrost.	Działania dochodowe powinny poszerzać bazę podatkową, ograniczać nieskuteczne preferencje i uwzględniać wpływ poszczególnych podatków na wzrost.
Struktura i sztywność wydatków (rozdz. 1)	Polska przeszła do grupy państw o wydatkach przekraczających średnią UE, zachowując umiarkowaną bazę dochodową. Udział wydatków sztywnych wynosi około 76–78%.	Linijowe cięcia mogą objąć przede wszystkim inwestycje, ponieważ są one łatwiejsze do ograniczenia niż ustawowo zagwarantowane transfery i inne wydatki bieżące.	Konsolidacja powinna być selektywna i oparta na przeglądach wydatków, lepszym adresowaniu świadczeń oraz ograniczaniu programów o niskiej efektywności.
Wydatki rozwojowe i odporność gospodarki (rozdz. 1 i 4)	Polska musi równocześnie finansować obronność, transformację energetyczną, infrastrukturę, ochronę zdrowia i skutki zmian demograficznych. Potrzeby te są szczególnie wysokie na tle wielu państw UE.	Ograniczenie inwestycji może szybko poprawić saldo, lecz zarazem obniżyć produktywność, przyszłą bazę podatkową i zdolność gospodarki do reagowania na szoki.	Ochronie powinny podlegać najbardziej produktywne wydatki, oceniane według ich efektywności i wpływu na potencjał wzrostowy, a nie jedynie formalnej klasyfikacji.
Architektura i przejrzystość finansów publicznych (rozdz. 1 i 5)	Znaczna różnica między krajową i unijną miarą długu oraz rola funduszy pozabudżetowych utrudniają ocenę pełnej skali zobowiązań i porównania międzynarodowe.	Niepełna informacja może obniżać wiarygodność programu konsolidacji, utrudniać planowanie wieloletnie i prowadzić do podejmowania zobowiązań bez pełnej oceny ich kosztów.	Program konsolidacji powinien obejmować cały sektor instytucji rządowych i samorządowych oraz opierać się na spójnych ramach średniookresowych i niezależnej ocenie fiskalnej.

Tab. 28. cd.

Obszar i podstawa diagnozy	Punkt wyjścia Polski na tle UE	Ryzyko dla procesu konsolidacji	Kryterium oceny modelu konsolidacji
Finansowanie długu przez sektor bankowy (rozdz. 2–4)	Skarbowe instrumenty dłużne stanowiły 24,7% aktywów polskich banków, co było najwyższą wartością wśród analizowanych państw UE.	Dalszy wzrost długu lub zwiększanie obciążeń fiskalnych banków może wzmacniać sprzężenie fiskalno-bankowe i ograniczać finansowanie gospodarki.	Model konsolidacji nie powinien zakładać nieograniczonej absorpcji długu ani przenoszenia nadmiernej części dostosowania na sektor bankowy.
Podatność na szoki zewnętrzne (rozdz. 4)	Polska jest silnie narażona na szoki geopolityczne, energetyczne, kursowe i ratingowe, które mogą jednocześnie zwiększać wydatki oraz koszty finansowania.	Brak buforów fiskalnych może wymusić podwyżki podatków lub cięcia wydatków w okresie kryzysu, wzmacniając spadek aktywności gospodarczej.	Ramy fiskalne powinny łączyć dyscyplinę z kontrolowanymi klauzulami wyjścia, rezerwami fiskalnymi i możliwością działania automatycznych stabilizatorów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie ustaleń rozdziałów 1–5.

Przedstawione uwarunkowania wyznaczają kryteria oceny modelu konsolidacji odpowiedniego dla Polski. Powinien on prowadzić do trwałej poprawy salda pierwotnego i stabilizacji relacji długu do PKB, a zarazem ograniczać ryzyko nadmiernego obciążenia wzrostu gospodarczego. Ocenie podlegać będą zatem struktura działań dochodowych i wydatkowych, tempo dostosowania, ochrona produktywnych wydatków publicznych, zdolność do odbudowy buforów fiskalnych oraz wiarygodność ram instytucjonalnych.

W kolejnych podrozdziałach kryteria te zostaną wykorzystane do oceny modeli konsolidacji stosowanych w państwach o wysokim zadłużeniu, wpływu struktury dostosowania na wzrost i odporność gospodarki oraz znaczenia instytucji ograniczających procykliczność. Dopiero połączenie wyników tych analiz pozwoli sformułować wnioski dotyczące modelu konsolidacji właściwego dla Polski.

6.3. Modele konsolidacji fiskalnej w świetle doświadczeń międzynarodowych

Polska nie należy obecnie do państw o najwyższej relacji długu publicznego do PKB, jednak utrzymywanie się głębokiego deficytu, szybki wzrost zadłużenia i kosztów jego obsługi oraz narastające potrzeby

wydatkowe wskazują na stopniowe ograniczanie przestrzeni fiskalnej. Analiza doświadczeń państw wysoko zadłużonych ma zatem charakter wyprzedzający: służy wskazaniu cech konsolidacji, które pozwalają ustabilizować dług bez nadmiernego osłabienia wzrostu gospodarczego i ograniczenia produktywnych wydatków publicznych.

6.3.1. Typologia modeli konsolidacji fiskalnej

Podstawowym kryterium klasyfikacji programów konsolidacyjnych jest struktura zastosowanych instrumentów. Na tej podstawie można wyróżnić trzy zasadnicze modele: dochodowy, wydatkowy i mieszany. Porównanie tych modeli zaprezentowano w Tab. 29. Typologia ta ma charakter ogólny, jednak w państwach o wysokim długu jej zastosowanie wymaga uwzględnienia szczególnych kryteriów. Program powinien nie tylko poprawiać bieżące saldo, lecz prowadzić do trwałego zwiększenia salda pierwotnego i skierowania relacji długu do PKB na ścieżkę spadkową, bez nadmiernego osłabienia wzrostu gospodarczego. Z tego względu istotna jest zarówno struktura instrumentów, jak i ich wpływ na potencjał gospodarki, przyszłą bazę podatkową oraz koszty obsługi i refinansowania długu.

**Tab. 29.** Typologia modeli konsolidacji fiskalnej

Model	Dominujący mechanizm	Typowe instrumenty	Potencjalne korzyści	Główne ryzyka
Dochodowy	Trwałe zwiększenie dochodów publicznych	podwyższenie stawek podatkowych, poszerzenie bazy opodatkowania, ograniczenie ulg i zwolnień, zwiększenie składek, poprawa ściągальności podatków	możliwość stosunkowo szybkiego zwiększenia wpływów; zachowanie poziomu usług i inwestycji publicznych; dostosowanie dochodów do trwale wyższego zakresu zadań państwa	osłabienie konsumpcji, podaży pracy i inwestycji; wzrost kosztów działalności gospodarczej; ryzyko przesunięcia aktywności do szarej strefy
Wydatkowy	Ograniczenie poziomu lub dynamiki wydatków	redukcja transferów, funduszu wynagrodzeń i konsumpcji publicznej, likwidacja programów o niskiej efektywności, ograniczenie subsydiów oraz części inwestycji	trwałe obniżenie bazy wydatkowej; ograniczenie potrzeb pożyczkowych; możliwość poprawy efektywności sektora publicznego	pogorszenie jakości usług publicznych; wzrost nierówności; ograniczenie inwestycji i potencjału wzrostowego; wysokie koszty społeczne i polityczne
Mieszany	Łączenie działań dochodowych i wydatkowych	poszerzenie bazy podatkowej, poprawa poboru podatków, przeglądy wydatków, lepsze adresowanie transferów i ochrona inwestycji	rozłożenie ciężaru dostosowania; większa elastyczność konstrukcji programu; możliwość ochrony wydatków rozwojowych i grup najbardziej wrażliwych	rozproszenie odpowiedzialności; duża złożoność programu; ryzyko zastąpienia reform trwałych działaniami doraźnymi

Źródło: opracowanie własne na podstawie Devries et al. (2011), Alesina et al. (2017) i Ando et al. (2023).

Przedstawiona typologia porządkuje instrumenty konsolidacji, ale nie przesądza o skuteczności poszczególnych modeli. Zależy ona od sytuacji wyjściowej państwa, trwałości zastosowanych działań oraz ich wpływu na wzrost i przyszłą bazę podatkową. Model dochodowy może być uzasadniony przy zbyt wąskiej bazie dochodowej, natomiast model wydatkowy – przy nadmiernej dynamice trwałych zobowiązań. W praktyce duże programy konsolidacyjne najczęściej łączą oba rodzaje działań, a zasadniczym problemem staje się dobór instrumentów, nie zaś ich formalne przyporządkowanie do jednego modelu.

6.3.2. Doświadczenia wybranych państw

Analiza doświadczeń międzynarodowych prowadzi do wniosku, że konsolidacja fiskalna może przyjmować różne formy, a jej rezultaty zależą zarówno od zastosowanych instrumentów, jak i warunków prowadzenia dostosowania. W Tab. 30 przedstawiono działania podejmowane w Niemczech, Włoszech, Grecji, Hiszpanii i Francji po 2009 r. oraz towarzyszące im zmiany gospodarcze i społeczne. Z kolei dane przedstawione

w Tab. 31, rozszerzają analizę o wcześniejsze epizody w Irlandii, Kanadzie i Szwecji oraz trwający program rumuński, zestawiając punkt wyjścia, strukturę dostosowania i rezultaty fiskalne. Grecja występuje w obu zestawieniach jako przykład konsolidacji prowadzonej w warunkach kryzysu finansowania. Porównanie ma charakter ilustracyjny. Różnice między okresami, definicjami danych, reżimami monetarnymi i uwarunkowaniami zewnętrznymi ograniczają możliwość bezpośredniego porównywania skuteczności programów.

Przypadki przedstawione w Tab. 30 wskazują, że konsolidacja w praktyce rzadko przyjmuje czystą postać modelu dochodowego lub wydatkowego. Państwa łączyły działania po obu stronach budżetu, różniąc się ich proporcjami, tempem wdrażania oraz zakresem reform instytucjonalnych. W Niemczech większy nacisk położono na kontrolę wydatków i wzmocnienie reguł fiskalnych. We Włoszech i Francji istotną rolę, zwłaszcza w początkowych fazach dostosowania, odgrywały działania dochodowe. Hiszpania i Grecja realizowały szerokie pakiety obejmujące zarówno podwyżki podatków, jak i ograniczenia wydatków, przy czym program grecki był prowadzony pod szczególnie silną presją finansową.

Poprawie salda towarzyszyły zróżnicowane wyniki gospodarcze. Niemcy korzystały ze sprzyjających warunków finansowania i ożywienia gospodarczego, lecz kontrola wydatków współwystępowała z narastaniem potrzeb inwestycyjnych. We Włoszech ograniczenie deficytu nie rozwiązało problemów niskiego wzrostu i produktywności. Doświadczenia Hiszpanii i Grecji pokazują natomiast skalę trudności związanych z dostosowaniem w warunkach kryzysowych. We Francji

stopniowemu ograniczaniu deficytu towarzyszyło utrzymywanie się wysokiego udziału wydatków publicznych i dalszy wzrost relacji długu do PKB. Przypadki te wskazują, że poprawa bieżącego wyniku fiskalnego nie jest równoznaczna z usunięciem źródeł nierównowagi ani z trwałą stabilizacją zadłużenia. Nie wszystkie obserwowane zmiany można przy tym przypisać samej konsolidacji, ponieważ na wyniki wpływały również koniunktura i wcześniejsze problemy strukturalne.

Tab. 30. Przykłady konsolidacji fiskalnych dokonanych w wybranych państwach unijnych

Wybrane cechy konsolidacji	Zalety konsolidacji	Wady konsolidacji
Niemcy: 2009-2020 Typ: oparta głównie na ograniczaniu wydatków publicznych, relatywnie przyjazna wzrostowi. Stopniowa konsolidacja.		
Działania dochodowe: wprowadzenie kilku nowych opłat i podatków, np. podatek bankowy, od ruchu lotniczego, jądrowy; rosnące wpływy budżetowe z powodu ożywienia gospodarczego. Działania wydatkowe: zmniejszenie transferów do funduszy ubezpieczeń społecznych, wygaszanie pakietów stymulacyjnych; kontrola wzrostu wydatków publicznych; redukcja kosztów operacyjnych ministerstw; redukcja zatrudnienia i zamrożenie płac w administracji rządowej; redukcja liczby personelu wojskowego, reforma zasiłków dla bezrobotnych; ograniczenie inwestycji publicznych. Inne działania: wprowadzenie konstytucyjnego „hamulca zadłużenia” (debt brake) ograniczającego strukturalny deficyt federalny do 0,35% PKB od 2016 r.; wymóg strukturalnie zrównoważonych budżetów landów od 2020 r.; możliwość zastosowania klauzuli wyjścia wobec „hamulca zadłużenia” w sytuacjach nadzwyczajnych; wprowadzenie rachunku kontrolnego; utworzenie Rady Stabilności (monitorowanie sytuacji budżetowej na poziomie federalnym i landów); wprowadzenie ogólnokrajowego systemu szybkiego ostrzegania; płatności pomocowe dla 5 landów znajdujących się w szczególnie trudnej sytuacji fiskalne, uzależnione od przestrzegania uzgodnionej ścieżki konsolidacji; budżetowanie odrębne.	Większa wiarygodność polityki fiskalnej, wzmocnienie wiarygodności rynkowej, szybka konsolidacja budżetu rządu federalnego; nadwyżka budżetowa w budżecie federalnym od 2013 r. spełnienie wymogów z hamulca zadłużenia przez budżet federalny nawet po uwzględnieniu operacji pozabudżetowych; spadek wskaźnika długu publicznego poniżej 60% PKB określonego w Traktacie z Maastricht, reformy instytucjonalne.	Osiągnięcia konsolidacyjne głównie z powodu sprzyjających okoliczności (ożywienie gospodarcze, wyjątkowo niskie stopy procentowe), a także z efektów jednorazowych (np. wygaszenie pakietów stymulacyjnych); ograniczenie niezbędnych inwestycji publicznych, tzw. luka inwestycyjna, np. w infrastrukturę, ochronę zdrowia, edukację, cyfryzację, transformację energetyczną; słabe wyniki gospodarcze Niemiec przejawiające się niskim wzrostem PKB od 2012 r. i niską produktywnością w porównaniu do innych krajów strefy euro; niedostosowanie do rosnących potrzeb w zakresie wydatków klimatycznych i obronnych, pogorszenie jakości usług publicznych, pogłębienie problemu ubóstwa pracujących.



Tab. 30. cd.

Wybrane cechy konsolidacji	Zalety konsolidacji	Wady konsolidacji
Włochy: 2011-2014 Typ: konsolidacja mieszana z przewagą działań dochodowych.		
Działania dochodowe: Podniesienie stawek podatku VAT, podwyżka stawek regionalnego podatku od działalności produkcyjnej, wprowadzenie podatku od nieruchomości i podatku od luksusu, walka z oszustwami podatkowymi. Działania wydatkowe: ustalenie maksymalnego limitu wzrostu agregatu wydatków, redukcja wydatków ministerstw, redukcja zatrudnienia w administracji, zamrożenie płac w sektorze publicznym, reforma systemu emerytalnego, redukcja wydatków, reforma rynku pracy. Inne działania: działania stymulujące wzrost gospodarczy (m.in. liberalizacja działalności gospodarczej).	Relatywnie wysoka nadwyżka salda pierwotnego, istotna konsolidacja finansów publicznych, spowolnienie tempa wzrostu zadłużenia, spadek deficytu poniżej 3% PKB od 2014 r., wzrost wiarygodności kredytowej państwa.	Wydłużony czas na wyjście z recesji, niski wzrost gospodarczy, niski poziom produktywności, nierozwiązane problemy strukturalne, problem bezrobocia (wzrost bezrobocia zwłaszcza wśród młodych), wysoki odsetek upadłości przedsiębiorstw w pierwszych latach konsolidacji, spadek dochodów gospodarstw domowych w związku z cięciami wydatków socjalnych, wzrostem podatków i depresją płac, ograniczony popyt wewnętrzny, niska konkurencyjność gospodarki, wzrost ubóstwa, emigracja młodych, wykształconych Włochów.
Grecja: 2010-2018 Typ: mieszana (redukcja wydatków i zwiększenie dochodów), bardzo restrykcyjna (najsurowsza).		
Działania dochodowe: zwiększenie dochodów funduszu ubezpieczeń społecznych, zmniejszenie zwolnień podatkowych, poprawa ściągальności podatków, podwyższenie podatków pośrednich, zwłaszcza VAT, wprowadzenie podatku od nieruchomości. Działania wydatkowe: reforma emerytalna (m.in. jednolity, ustawowy wiek emerytalny wynoszący 65 lat), wprowadzenie reguł fiskalnych (np. reguła ograniczająca zatrudnianie nowych pracowników do 1 na 5 odejść na emeryturę w sektorze publicznym; reguły ograniczające udzielanie nowych gwarancji dla przedsiębiorstw państwowych), limity wydatków dla ministerstw, ograniczenie wydatków m.in. na obronność, ochronę zdrowia, farmaceutyki, operacyjnych, funduszy pozabudżetowych, optymalizacja budżetu inwestycji publicznych. Inne działania: konsolidacja przy wsparciu KE, EBC i MFW, umorzenia długu publicznego, 3 rodzaje działań: horyzontalne, celowane i strukturalne, średniookresowa strategia fiskalna.	Drastyczna redukcja deficytu budżetowego, uratowanie przed niekontrolowanym bankructwem (utrzymanie płynności finansowej i pozostanie w strefie euro) dzięki pakietom pomocowym, przeprowadzenie reform strukturalnych i instytucjonalnych, umorzenie części długu przez sektor prywatny, dalsza modernizacja państwa, odbudowa wiarygodności państwa.	Głęboka i długotrwała recesja gospodarcza, załamanie popytu wewnętrznego, depresja płac, ogromny koszt społeczny (zubożenie obywateli), wysokie bezrobocie, zwłaszcza wśród młodych, emigracja wysoko wykształconych Greków (drenaż mózgów), obniżenie standardu życia, zbyt mały nacisk na impulsy wzrostowe (zbyt duże cięcia wydatków fiskalnych), wzrost nierówności społecznych, tempo narzuconych spłat utrudniające wychodzenie z kryzysu.

Tab. 30. cd.

Wybrane cechy konsolidacji	Zalety konsolidacji	Wady konsolidacji
Hiszpania: 2010-2014 Typ: mieszany (cięcia wydatków i wzrost dochodów).		
Działania dochodowe: tymczasowa podwyżka PIT, podatku od oszczędności, podatku od nieruchomości (lokalnego), podniesienie stawek podatku VAT, akcyzy, uszczelnienie systemu podatkowego. Działania wydatkowe: wprowadzenie konstytucyjnego limitu wzrostu wydatków powiązanego z średniookresowym wzrostem PKB, zamrożenie płac w sektorze publicznym, emerytur i płacy minimalnej, likwidacja dopłat do wynajmu, restrukturyzacja urzędów rządowych, redukcja zatrudnienia w sektorze publicznym, cięcia wydatków socjalnych, edukacyjnych i infrastrukturalnych, reforma systemu ubezpieczeń społecznych. Inne działania: zerowy limit deficytu strukturalnego, warunki emisji długu przez regiony i samorząd lokalny: długoterminowe zadłużenie powinno być przeznaczane na finansowanie wydatków majątkowych, koszty obsługi długu nie powinny przekraczać 25% dochodów, uzyskanie zgody rządu federalnego na emisję długu, powołanie niezależnej rady fiskalnej.	Odzyskanie wiarygodności rynkowej, przeprowadzenie reform strukturalnych i instytucjonalnych (m.in. wprowadzenie hamulca dla długu, uzyskanie kontroli przez rząd federalny nad wydatkami regionów, powołanie niezależnej rady fiskalnej), uzdrowienie sektora bankowego w Hiszpanii dzięki pomocy zewnętrznej, spadek deficytu sektora finansów publicznych, wzrost eksportu, nadwyżka na rachunku obrotowych bieżących.	Pomimo konsolidacji wysoka relacja długu publicznego do PKB, wysoki poziom bezrobocia, negatywny wpływ na dochód rozporządzalny gospodarstw domowych, ogromny koszt społeczny, ograniczenie wydatków inwestycyjnych negatywnie wpływający na potencjał rozwojowy gospodarki w dłuższym okresie, osłabienie popytu wewnętrznego, recesja gospodarcza.
Francja: 2010-2017 Typ: mieszana z przewagą działań po stronie dochodów w pierwszej fazie; konsolidacja stopniowa.		
Działania dochodowe: likwidacja luk w systemie podatkowym i ubezpieczeń społecznych, ograniczenie lub likwidacja ulg podatkowych, podwyżka stawek podatku dochodowego, podniesienie stawki podatku VAT i akcyzy, likwidacja tarczy podatkowej, reforma podatku od darowizn, wprowadzenie minimalnego poziomu nowych działań po stronie dochodowej. Działania wydatkowe: reforma ubezpieczeń społecznych, w tym emerytalnych, racjonalizacja wydatków publicznych, redukcja zatrudnienia w służbie cywilnej, zamrożenie płac, redukcja wydatków operacyjnych rządu, zamrożenie dotacji dla samorządów w ujęciu nominalnym, kontrola wydatków na ochronę zdrowia. Inne działania: wydzielenie budżetu na badania naukowe, inwestowanie w projekty długoterminowe (np. inwestycje na rzecz przyszłości), obowiązek przeznaczania wszelkich nadwyżek na redukcję deficytu publicznego, zakaz zaciągania przez agencje rządu centralnego nowych pożyczek i kredytów o zapadalności powyżej 1 roku, możliwość zaciągania pożyczek i kredytów przez samorządy lokalne tylko na cele inwestycyjne, wprowadzenie wieloletnich ustaw o planowaniu finansów publicznych.	Znaczące ograniczenie deficytu sektora publicznego, wzrost wiarygodności fiskalnej, uniknięcie recesji gospodarczej, utrzymanie systemu państwa opiekuńczego, utrzymanie niskich kosztów obsługi długu, ochrona inwestycji w przyszłość, przeprowadzenie kluczowych reform strukturalnych, w tym w zakresie ram budżetowych, uniknięcie wzrostu ubóstwa i skrajnych nierówności społecznych, wyjście z procedury nadmiernego deficytu.	Niewystarczające reformy strukturalne, brak redukcji nieefektywnych wydatków sztywnych, jeden z najwyższych udziałów wydatków publicznych w PKB, wysoka stopa bezrobocia, zwłaszcza wśród młodych, dalszy wzrost relacji długu publicznego do PKB, wzrost obciążeń podatkowych ograniczających konkurencyjność przedsiębiorstw i inwestycje prywatne, jeden z najwyższych wskaźników fiskalizmu w Europie, osłabienie popytu wewnętrznego i w efekcie stagnacja gospodarcza, niska konkurencyjność gospodarki.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: OECD (2012), Rietzler and Truger (2018), Heimberger (2024), Gechert and Rannenberg (2015), Kubin (2016), Ptak (2022), Lubik (2025), European Parliament (2018), Romano (2021), Ministero dell'Economia e delle Finanze (2017), Engler and Klein (2017), Hallaert and Queyranne (2016).



Szerszą perspektywę daje zestawienie w Tab. 31. Obejmuje ono programy o wyraźnej przewadze działań wydatkowych, dostosowanie łączące oba rodzaje instrumentów z reformami instytucjonalnymi oraz współczesny program z przewagą działań dochodowych. Pozwala także odróżnić zakładaną skalę działań od zmian salda i długu. Wielkości te nie są tożsame: na wynik fiskalny wpływają również koniunktura, koszty obsługi zadłużenia i inne czynniki pozostające poza bezpośrednim zakresem programu.

Irlandia i Kanada ilustrują konsolidację z wyraźną przewagą działań wydatkowych, którym towarzyszyła poprawa sytuacji fiskalnej przy dodatnim wzroście gospodarczym. W Irlandii średnia relacja wydatków pierwotnych do PKB spadła z 40,6% w latach 1985–1986 do 35,3% w latach 1987–1989, przy niezminionej średniej relacji dochodów do PKB. Działania obejmowały ograniczenie transferów, wynagrodzeń i zatrudnienia w sektorze publicznym, konsumpcji publicznej oraz inwestycji. Nie oznacza to jednak, że przyspieszenie wzrostu można przypisać samemu ograniczaniu wydatków. Znaczenie miały również warunki zewnętrzne i poprawa konkurencyjności. Ponieważ redukcje obejmowały także inwestycje, przypadku tego nie należy traktować jako wzorca ochrony wydatków rozwojowych.

Kanadyjski program wyróżniał się systematycznym przeglądem programów i funkcji państwa. Przewidziane w budżecie z 1995 r. redukcje wydatków były znacznie większe niż działania zwiększające dochody, ale dostosowanie nie polegało na jednakowych cięciach we wszystkich obszarach. Obejmowało ocenę zasadności finansowania poszczególnych zadań, szczebla odpowiedzialności za nie oraz sposobu ich

realizacji. Przykład ten pokazuje, że istotą konsolidacji wydatkowej może być zmiana struktury i zakresu programów publicznych. Jego interpretacja wymaga jednak uwzględnienia federalnego zakresu danych oraz równoległych działań prowincji. Dla Polski oznacza to potrzebę powiązania przeglądów wydatków z ustalaniem hierarchii zadań publicznych oraz oceną kosztu alternatywnego finansowania poszczególnych programów.

Szwecja zastosowała program mieszany z przewagą działań wydatkowych, połączony ze wzmacnianiem średniookresowych ram fiskalnych i kontroli wydatków. Poprawie salda do nadwyżki w 1998 r. towarzyszyło obniżenie relacji długu do PKB. Doświadczenie to wskazuje na znaczenie powiązania bieżącego dostosowania z rozwiązaniami ułatwiającymi utrzymanie dyscypliny budżetowej w kolejnych latach. Sam podział działań na wydatkowe i dochodowe nie oddaje zatem pełnej konstrukcji programu.

Na tle tych przypadków Grecja pokazuje ograniczenia konsolidacji prowadzonej po utracie dostępu do finansowania rynkowego. Pomimo znacznej poprawy salda zadłużenie pozostawało wysokie, a gospodarce towarzyszyły głęboka recesja i wysokie bezrobocie. Nie można całego kosztu kryzysu przypisać dostosowaniu fiskalnemu, ponieważ na wyniki wpływały również problemy banków, słabości strukturalne i ograniczenia wynikające z członkostwa w unii walutowej. Przypadek ten pokazuje jednak, jak silna presja finansowa ogranicza wybór tempa i instrumentów konsolidacji oraz możliwość łagodzenia jej kosztów. Wcześniejsze rozpoczęcie działań nie usuwa tych kosztów, ale pozostawia większą swobodę ich rozłożenia w czasie.

Tab. 31. Wybrane epizody konsolidacji fiskalnej – punkt wyjścia, struktura dostosowania i rezultaty

Kraj i okres	Sytuacja wyjściowa	Struktura i skala dostosowania	Rezultat fiskalny	Kontekst i rezultat makroekonomiczny
Irlandia 1987–1989	Deficyt sektora: 10,6% PKB w 1986 r.; dług: 116,2% PKB w 1987 r.	Dostosowanie głównie wydatkowe. Średnia relacja wydatków pierwotnych do PKB spadła z 40,6% w latach 1985–1986 do 35,3% w latach 1987–1989. Średnia relacja dochodów do PKB w obu okresach wynosiła 35,9%.	W 1989 r. deficyt sektora wyniósł 1,8% PKB, a dług 103,4% PKB.	Wzrost realnego PKB przyspieszył z 3,7% w 1986 r. do 6,1% w 1989 r. Bezrobocie spadło z 17,6% w 1987 r. do 15,6% w 1989 r.
Kanada 1994/95–1997/98	Deficyt federalny: 4,8% PKB; federalny dług netto: 70,6% PKB.	Program z wyraźną przewagą działań wydatkowych, oparty na przeglądzie programów publicznych. Budżet z 1995 r. przewidywał redukcje wydatków o 25,3 mld CAD oraz działania zwiększające dochody o 3,7 mld CAD.	Nadwyżka federalna: 0,4% PKB; federalny dług netto: 65,5% PKB.	Wzrost realnego PKB pozostał dodatni; po osłabieniu do 1,7% w 1996 r. przyspieszył do 4,0% w 1997 r. Bezrobocie spadło z 10,4% w 1994 r. do 8,3% w 1998 r.
Szwecja 1994–1998	Deficyt sektora: 10,3% PKB; dług: 79,3% PKB.	Program o zakładanej skali około 8% PKB, obejmujący około 60% działań wydatkowych i 40% dochodowych. Dostosowaniu towarzyszyło wzmacnianie średniookresowych ram fiskalnych i kontroli wydatków.	W 1998 r. nadwyżka sektora wyniosła 1,6% PKB, a dług 74,3% PKB.	Wzrost realnego PKB osłabł do 1,3% w 1996 r., a następnie przyspieszył do 3,0% w 1998 r. Bezrobocie spadło z 12,5% w 1996 r. do 10,9% w 1998 r.
Grecja 2010–2018	Deficyt sektora: 15,1% PKB w 2009 r.; utrata dostępu do finansowania rynkowego.	Pierwszy program na lata 2010–2013 przewidywał działania o skali 11,0% PKB: 3,9 pkt proc. po stronie dochodowej i 7,1 pkt proc. po stronie wydatkowej. Kolejne programy obejmowały dalsze dostosowania.	Nadwyżka sektora wyniosła 0,8% PKB w 2017 r.; dług wynosił około 181% PKB w 2018 r.	Realny PKB spadł o około 26% w latach 2008–2016. Bezrobocie osiągnęło 27,5% w 2013 r. i pozostawało wysokie w 2018 r. Wyniki odzwierciedlają łączne oddziaływanie kryzysu i działań dostosowawczych.
Rumunia od 2025 r.	Deficyt sektora: 9,3% PKB w 2024 r.; dług poniżej 55% PKB.	Szacowany efekt pakietu w 2026 r.: 3,4% PKB, w tym 2,1 pkt proc. po stronie dochodowej i 1,3 pkt proc. po stronie wydatkowej. Ograniczaniu części wydatków bieżących towarzyszy próba ochrony inwestycji publicznych.	Deficyt sektora: 7,9% PKB w 2025 r. Prognoza KE: 6,2% PKB w 2026 r. i 5,8% PKB w 2027 r.	KE prognozuje wzrost realnego PKB o 0,1% w 2026 r. i 2,3% w 2027 r. Inwestycje publiczne mają pozostać wysokie. Program trwa, dlatego jego ostatecznych rezultatów nie można jeszcze ocenić.

Uwagi: Uwaga: Dane nie są w pełni porównywalne pod względem definicji, zakresu sektora i okresów odniesienia. Określenie „sektor” oznacza sektor instytucji rządowych i samorządowych. Dane fiskalne dla Kanady dotyczą szczebla federalnego, a dług przedstawiono w ujęciu netto. Historyczne definicje długu różnią się między państwami. Relacje wydatków pierwotnych i dochodów do PKB dla Irlandii są średnimi dla lat 1985–1986 i 1987–1989. Skala dostosowania w Grecji dotyczy pierwszego programu na lata 2010–2013, a nie całego okresu do 2018 r. Wartości deficytu i wzrostu PKB dla Rumunii na lata 2026–2027 są prognozami Komisji Europejskiej z maja 2026 r.; efekt pakietu fiskalnego na 2026 r. jest szacunkiem przytoczonym za IMF (2025). Zmiany makroekonomiczne odzwierciedlają również oddziaływanie czynników innych niż konsolidacja fiskalna.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Alesina and Perotti (1996), IMF (; 1997; 1998; 2002; 2010a; 2010b; 2025d), Statistics Canada, European Commission (2026a), OECD (2020).



Rumunia stanowi przykład programu, którego ostateczne rezultaty pozostają nieznane. Przewaga działań dochodowych łączy się w nim z ograniczaniem części wydatków bieżących, między innymi przez zamrożenie płac w sektorze publicznym i emerytur, oraz próbą utrzymania wysokich inwestycji publicznych wspieranych środkami europejskimi. Prognozowany spadek deficytu ma następować przy bardzo słabym wzroście w pierwszej fazie dostosowania. Przypadek ten pozwala więc oceniać konstrukcję programu i napięcia między jego celami, ale nie daje jeszcze podstaw do uznania przyjętego rozwiązania za skuteczny model konsolidacji. Pokazuje natomiast, że ochrona inwestycji może stanowić świadomy element programu dostosowawczego.

Z obu zestawień wynikają trzy wnioski. Po pierwsze, udział działań wydatkowych i dochodowych nie wystarczy do oceny programu. Znaczenie ma dobór konkretnych instrumentów, ich trwałość oraz wpływ na aktywność gospodarczą. Doświadczenia Irlandii, Kanady i Szwecji pokazują, że duży udział działań wydatkowych może współwystępować z poprawą sytuacji fiskalnej, ale nie dowodzą przewagi każdego rodzaju cięć nad działaniami dochodowymi. Po drugie, podobnej poprawie salda mogą towarzyszyć odmienne zmiany zadłużenia i wzrostu. Ocena powinna zatem obejmować także warunki finansowania i zdolność gospodarki do odbudowy potencjału rozwojowego. Po trzecie, zakres dostępnych rozwiązań zależy od momentu rozpoczęcia dostosowania. Utrata dostępu do rynku ogranicza możliwość rozłożenia działań w czasie i zwiększa presję na szybkie uzyskanie oszczędności.

Z perspektywy Polski doświadczenia te przemawiają za wiarygodną, wieloletnią i selektywną konsolidacją rozpoczętą przed utratą przestrzeni manewru. Dobór działań powinien odpowiadać źródłom krajowej nierównowagi oraz łączyć trwałą poprawę salda z przeglądem efektywności wydatków i ochroną inwestycji oraz innych nakładów wspierających potencjał wzrostowy. Kanadyjski przegląd programów i szwedzkie reformy ram fiskalnych dostarczają przykładów rozwiązań organizacyjnych, a doświadczenia Grecji wskazują na ograniczenia dostosowania wymuszonego kryzysem finansowania. Porównanie nie wyznacza jednej właściwej proporcji działań dochodowych i wydatkowych. Stanowi podstawę do określenia cech skutecznego modelu konsolidacji, przedstawionych w kolejnym podrozdziale, oraz punkt wyjścia do dalszych badań nad szczegółową konstrukcją programu dla Polski.

6.3.3. Cechy skutecznego modelu konsolidacji w państwach o wysokim długu

Porównania międzynarodowe nie pozwalają wskazać jednego modelu konsolidacji odpowiedniego dla wszystkich państw o wysokim długu. Umożliwiają jednak określenie cech strategii zwiększających prawdopodobieństwo trwałej stabilizacji zadłużenia. Simon et al. (2012) przeanalizowali 26 historycznych epizodów rozpoczynających się po przekroczeniu przez dług publiczny brutto poziomu 100% PKB. Blöchliger et al. (2012) zbadali trzynaście dużych, wieloletnich konsolidacji przeprowadzonych w państwach OECD w latach 1980–2000, natomiast Moretti and Rabbitt (2025) zestawili te doświadczenia ze współczesnymi uwarunkowaniami polityki fiskalnej. Badania te wskazują, że skuteczność konsolidacji zależy przede wszystkim od trwałości działań, ich struktury, tempa wdrażania, warunków makroekonomicznych oraz jakości instytucji fiskalnych.

Pierwszą cechą skutecznego modelu jest oparcie go na trwałych zmianach strukturalnych. Dochody z prywatyzacji, czasowe podatki, jednorazowe ograniczenia wydatków lub niesprecyzowane oszczędności mogą poprawić saldo w pojedynczym roku, ale nie zmieniają przyszłej dynamiki zobowiązań. Simon et al. (2012) wskazują, że trwalszą redukcję zadłużenia osiągnęto wówczas, gdy konsolidacja obejmowała reformy świadczeń, emerytur, transferów oraz zatrudnienia publicznego.

Drugą cechą jest odpowiednie połączenie działań dochodowych i wydatkowych. Moretti and Rabbitt (2025) wskazują, że duże konsolidacje zazwyczaj wymagają wykorzystania instrumentów po obu stronach budżetu, ale ich proporcje powinny wynikać z sytuacji wyjściowej państwa. W gospodarkach o relatywnie niskich dochodach publicznych większe znaczenie może mieć poszerzanie bazy podatkowej i ograniczanie nieskutecznych preferencji. Jeżeli źródłem nierównowagi jest natomiast szybki wzrost trwałych zobowiązań, konieczne stają się reformy wydatkowe. Model mieszany nie oznacza zatem równego podziału dostosowania, lecz dobór kombinacji instrumentów zapewniającej trwałą poprawę salda przy możliwie niskich kosztach gospodarczych.

Trzecią cechą jest selektywność dostosowania. Blöchliger et al. (2012) wykazali, że konsolidacje często prowadziły do silniejszego ograniczenia inwestycji publicznych niż wynagrodzeń, świadczeń i innych wydatków bieżących. Inwestycje są bowiem łatwiejsze do przesunięcia lub redukcji niż wydatki wynikające z trwałych uprawnień. Taka struktura może szybko poprawić saldo, ale jednocześnie osłabić produktywność, przyszłą bazę podatkową i zdolność obsługi

długu. Skuteczny model powinien więc opierać się na ocenie programów i realokacji środków, a nie na jednakowych cięciach we wszystkich częściach budżetu. Wpływ struktury dostosowania na wzrost zostanie szerzej omówiony w podrozdziale 6.4.

Czwartą cechą jest osiągnięcie poprawy salda pierwotnego wystarczającej do odwrócenia dynamiki długu. Simon et al. (2012) wykazali, że w epizodach spadku relacji długu do PKB przeciętna nadwyżka pierwotna wynosiła około 2,4% PKB, wobec około 1,2% PKB w przypadkach dalszego wzrostu zadłużenia. Jednocześnie po piętnastu latach od przekroczenia przez dług poziomu 100% PKB mediana zadłużenia była jedynie o około 10 pkt proc. niższa niż na początku badanych epizodów. Oznacza to, że redukcja wysokiego długu jest procesem długotrwałym, a przejściowa poprawa salda nie może być utożsamiana z zakończeniem konsolidacji.

Piątą cechą jest połączenie wieloletniego horyzontu z odpowiednio wczesnym podjęciem decyzji. Stopniowe dostosowanie może ograniczać negatywny wpływ na wzrost i ułatwiać utrzymanie poparcia dla reform, nie powinno jednak oznaczać odkładania działań. Instrumenty, harmonogram i docelowa ścieżka salda powinny zostać przyjęte na początku programu. Im wyższe jest zadłużenie i szybsze tempo jego wzrostu, tym mniejsza pozostaje możliwość łagodnego rozłożenia konsolidacji w czasie (Moretti & Rabbitte).

Skuteczność programu zależy również od warunków gospodarczych. Simon et al. (2012) wskazują, że nawet wysoka nadwyżka pierwotna może nie prowadzić do spadku relacji długu do PKB, jeżeli towarzyszą jej niski wzrost i wysokie realne koszty finansowania. Z kolei Blöchliger et al. (2012) pokazują, że powodzeniu wielu konsolidacji sprzyjały poprawa koniunktury, spadek długoterminowych stóp procentowych i wzrost konkurencyjności. Nie oznacza to możliwości zastąpienia konsolidacji oczekiwaniem na korzystne otoczenie, lecz potrzebę takiego doboru jej tempa i struktury, aby nie osłabiała głównych źródeł wzrostu.

Ostatnią wspólną cechą jest instytucjonalne zakotwiczenie programu. Wieloletnie ramy budżetowe, reguły fiskalne, przeglądy wydatków i niezależna ocena fiskalna zwiększają prawdopodobieństwo utrzymania osiągniętej poprawy. Program powinien przy tym obejmować cały sektor instytucji rządowych i samorządowych, ponieważ przenoszenie wydatków lub zadłużenia między jego częściami nie prowadzi do rzeczywistej konsolidacji. Szczegółowa ocena tych mechanizmów zostanie przedstawiona w podrozdziale 6.6.

Wnioski z literatury znajdują potwierdzenie w przeprowadzonych na użytek tego opracowania wywiadach

pogłębionych. Eksperti E1, E4, E5, E6 i E7 wskazywali, że nie istnieje jeden model konsolidacji właściwy dla wszystkich państw, choć doświadczenia historyczne przemawiają za istotną rolą działań wydatkowych. Przy dużej skali nierównowagi dostosowanie nie może jednak zostać skoncentrowane wyłącznie po jednej stronie budżetu. Eksperti E1 i E7 opowiadali się w przypadku Polski za połączeniem działań dochodowych i wydatkowych, natomiast E4 podkreślał potrzebę rozłożenia korekty w czasie. Eksperti byli również zgodni, że konsolidacja rozpoczęta dopiero pod presją rynku może wzmacniać spowolnienie gospodarcze. Jej antycykliczny charakter zależy zatem nie tylko od zastosowanych instrumentów, lecz także od odpowiednio wczesnego rozpoczęcia i wiarygodnego zaplanowania działań.

Z porównań międzynarodowych wynika zatem, że największe prawdopodobieństwo stabilizacji wysokiego zadłużenia zapewnia model oparty na trwałych reformach, wykorzystujący odpowiednio dobrane działania dochodowe i wydatkowe, selektywny, wieloletni oraz instytucjonalnie zakotwiczony. W odniesieniu do Polski wnioski te należy zestawiać z diagnozą przedstawioną w podrozdziale 6.2: głębokim deficytem, rosnącymi kosztami obsługi długu, znaczną sztywnością wydatków i potrzebą finansowania obronności oraz inwestycji rozwojowych. Przemawia to za odpowiednio wczesnym rozpoczęciem dostosowania i odrzuceniem zarówno modelu opartego wyłącznie na zwiększaniu dochodów, jak i konsolidacji polegającej na liniowym ograniczaniu wydatków.

Istotnym kryterium oceny modelu konsolidacji powinna być również jego odporność na niekorzystne zmiany warunków gospodarczych. Strategia powinna prowadzić nie tylko do poprawy salda w scenariuszu bazowym, lecz także tworzyć odpowiedni margines bezpieczeństwa fiskalnego, ograniczający ryzyko ponownego wzrostu długu w przypadku spowolnienia gospodarczego, wzrostu kosztów finansowania lub wystąpienia nieprzewidzianych potrzeb wydatkowych. Z tego względu celem konsolidacji nie musi być szybkie osiągnięcie wysokiej nadwyżki pierwotnej, lecz stworzenie trwałej i wiarygodnej ścieżki prowadzącej najpierw do stabilizacji relacji długu do PKB, a następnie – w sprzyjających warunkach – do jej stopniowego obniżania.

6.4. Struktura konsolidacji a wzrost gospodarczy i stabilność fiskalna

Skutki konsolidacji fiskalnej zależą nie tylko od jej skali, ale również od struktury zastosowanych instrumentów. Programy prowadzące do podobnej poprawy salda mogą wywoływać odmienne konsekwencje



dla popytu, inwestycji, potencjalnego tempa wzrostu i przyszłej bazy podatkowej. Ocena konsolidacji powinna zatem uwzględniać nie tylko podział dostosowania na działania dochodowe i wydatkowe, lecz także rodzaj podnoszonych podatków, kategorie ograniczanych wydatków oraz trwałość uzyskiwanych efektów (IMF, 2024a).

Krótkookresowy koszt konsolidacji zależy od fazy cyklu koniunkturalnego, warunków monetarnych, sytuacji na rynku pracy i możliwości zastąpienia popytu publicznego popytem prywatnym. Gwałtowne zaciśnienie przeprowadzane podczas spowolnienia może silnie ograniczyć aktywność gospodarczą i częściowo osłabić zakładaną poprawę salda przez spadek dochodów podatkowych. Z drugiej strony odkładanie działań przy wysokim i rosnącym długu zwiększa koszty jego obsługi oraz ryzyko późniejszej, wymuszonej konsolidacji. Model dostosowania powinien więc równoważyć krótkookresowe koszty zaciśnienia z długookresowymi kosztami jego zaniechania.

Szczególne znaczenie ma ochrona produktywnych wydatków publicznych. Inwestycje w infrastrukturę, energetykę, cyfryzację, badania i rozwój mogą zwiększać produktywność sektora prywatnego oraz przysłać bazę podatkową. Ich wpływ zależy jednak od jakości wyboru i realizacji projektów. Badania wskazują, że efektywne inwestycje publiczne mogą zwiększać produkcję w krótkim i długim okresie oraz pobudzać inwestycje prywatne, podczas gdy projekty źle przygotowane zwiększają zadłużenie bez proporcjonalnego wzrostu potencjału gospodarki (Abiad et al., 2015; Afonso & González Alegre, 2008; Haroutunian et al., 2026).

Wydatki inwestycyjne są jednocześnie łatwiejsze do ograniczenia niż świadczenia wynikające z ustawowych uprawnień, wynagrodzenia lub inne trwałe wydatki bieżące. Konsolidacja oparta na redukcji inwestycji może szybko poprawić saldo, ale nie usuwa źródeł strukturalnej nierównowagi. Może natomiast obniżyć wzrost, dochody podatkowe i zdolność obsługi długu w kolejnych latach. Ochrona wydatków rozwojowych nie powinna przy tym wynikać wyłącznie z ich formalnego zaklasyfikowania jako inwestycji. Podstawą decyzji powinny być ich efektywność, wpływ na produktywność oraz znaczenie dla usuwania barier rozwojowych.

Podobnie nieuzasadnione jest mechaniczne przeciwstawianie wydatków rozwojowych wydatkom socjalnym. Słabo ukierunkowane transfery lub świadczenia rosnące szybciej niż baza dochodowa mogą pogłębiać nierównowagę strukturalną. Ich lepsze adresowanie może przynieść trwałe oszczędności bez ograniczania inwestycji. Jednocześnie część wydatków

społecznych działa jako automatyczny stabilizator, a nakłady na zdrowie, edukację i ochronę dzieci mogą zwiększać kapitał ludzki oraz aktywność zawodową. Dlatego wydatki społeczne powinny być oceniane według adekwatności, efektywności i trwałości finansowania, a nie traktowane jako jednolita kategoria wydatków „nieproduktywnych” (IMF, 2024b).

Z punktu widzenia stabilności fiskalnej pierwszeństwo powinny mieć działania zmieniające trwałą dynamikę dochodów i wydatków. Jednorazowe ograniczenie inwestycji lub czasowe zamrożenie wydatków może poprawić wynik bieżący, ale nie zastępuje reform programów generujących narastające zobowiązania. Skuteczna konsolidacja powinna zatem łączyć poszerzanie bazy dochodowej z przeglądami wydatków, lepszym adresowaniem transferów, ograniczaniem nieskutecznych preferencji oraz realokacją środków do programów o wyższej stopie zwrotu społecznego (OECD, 2026).

Wywiady potwierdzają potrzebę selektywnej, a nie liniowej konsolidacji, ale jednocześnie wskazują na ograniczenia prostego podziału wydatków na rozwojowe i socjalne. Ekspert E1 podkreślał, że funkcję rozwojową mogą pełnić nie tylko inwestycje rzeczowe, lecz również efektywne wydatki na zdrowie, edukację i kapitał ludzki. Ekspert E2 wskazywał natomiast, że system finansów publicznych powinien równocześnie sprzyjać akumulacji kapitału i zachowaniu spójności społecznej. Ekspert E7 zwracał uwagę na potrzebę lepszego adresowania transferów, a eksperci E4 i E6 – na ryzyko przenoszenia konsolidacji na inwestycje publiczne jako kategorię najłatwiejszą do ograniczenia. Z wypowiedzi tych wynika, że o ochronie danego wydatku nie powinna decydować jego formalna klasyfikacja, lecz rzeczywisty wpływ na produktywność, kapitał ludzki, spójność społeczną i trwałość finansów publicznych.

W odniesieniu do Polski oznacza to potrzebę konsolidacji selektywnej, a nie liniowej. Przy udziale wydatków sztywnych wynoszącym około 76–78% jednakowe ograniczenie wszystkich kategorii groziłoby przeniesieniem znacznej części dostosowania na inwestycje. Model odpowiedni dla Polski powinien więc koncentrować się na trwałych źródłach nierównowagi, obejmować ocenę skuteczności transferów, ulg i programów publicznych oraz chronić wydatki o największym znaczeniu dla produktywności. Nie istnieje przy tym uniwersalna proporcja między wydatkami rozwojowymi i socjalnymi – rozstrzygające znaczenie mają ich efektywność, trwałość finansowania i wpływ na wzrost.

Tak ukształtowana struktura konsolidacji może ograniczyć jej koszty gospodarcze, ale nie rozwiązuje

jeszcze problemu zdolności państwa do reagowania na przyszłe szoki. Zagadnienie odbudowy przestrzeni fiskalnej i odporności makroekonomicznej stanowi przedmiot kolejnego podrozdziału.

6.5. Przestrzeń fiskalna i odporność makroekonomiczna

Odbudowa przestrzeni fiskalnej jest jednym z podstawowych celów konsolidacji. Państwo utrzymujące wysoki deficyt strukturalny i szybko rosnący dług ma ograniczoną możliwość stabilizowania gospodarki w przypadku kryzysu. Kolejny szok może wówczas wymusić podwyżki podatków lub cięcia wydatków w okresie osłabienia aktywności, nadając polityce fiskalnej charakter procykliczny. Odpowiednio przeprowadzona konsolidacja powinna więc nie tylko stabilizować zadłużenie, ale również odbudowywać buforę umożliwiające reakcję na przyszłe zaburzenia.

Między poprawą salda a wzmacnianiem odporności nie musi występować trwała sprzeczność. Ograniczenie nieefektywnych wydatków, lepsze ukierunkowanie transferów, eliminacja nieskutecznych preferencji podatkowych oraz poprawa efektywności inwestycji mogą zmniejszać nierównowagę bez proporcjonalnego osłabienia potencjału gospodarki. Odwrotny skutek może przynieść konsolidacja oparta na liniowych cięciach, jeżeli obejmie wydatki wzmacniające bezpieczeństwo energetyczne, infrastrukturalne i cyfrowe albo ograniczy działanie automatycznych stabilizatorów.

Istotne znaczenie ma również tempo dostosowania. Konsolidacja rozłożona w czasie może być mniej kosztowna dla wzrostu niż gwałtowna korekta, ale pod warunkiem, że opiera się na wiarygodnej średniookresowej ścieżce i sprecyzowanych działaniach. Jeżeli uczestnicy rynku nie uznają programu za wykonalny, odkładanie dostosowania może prowadzić do wzrostu premii za ryzyko i kosztów obsługi długu. Wiarygodność nie wymaga zatem maksymalizacji

natychmiastowych cięć, lecz przyjęcia trwałych reform zapewniających stopniową poprawę salda strukturalnego i kontrolę dynamiki zadłużenia.

W przypadku Polski potrzeba odbudowy przestrzeni fiskalnej współistnieje z koniecznością finansowania obronności, transformacji energetycznej, infrastruktury i cyfryzacji. Strategia konsolidacji powinna dlatego odróżniać wydatki służące bieżącej ekspansji od nakładów rzeczywiście zwiększających bezpieczeństwo i potencjał wzrostowy. Istotne jest również wykorzystanie środków europejskich w sposób pozwalający utrzymać produktywnie inwestycje bez nadmiernego zwiększania krajowych potrzeb pożyczkowych (Council of the European Union, 2026; European Commission, 2026b).

Z punktu widzenia odporności właściwy model powinien łączyć dyscyplinę fiskalną z możliwością reagowania na nadzwyczajne zdarzenia. Oznacza to potrzebę tworzenia buforów w okresach dobrej koniunktury, zachowania automatycznych stabilizatorów oraz stosowania kontrolowanych klauzul wyjścia w sytuacji poważnych szoków. Skuteczność takiego podejścia zależy jednak od jakości instytucji fiskalnych, które powinny zapobiegać przekształcaniu czasowych odstępstw w trwałe osłabienie dyscypliny budżetowej. Zagadnienie to jest przedmiotem podrozdziału 6.6.

6.6. Instytucje ograniczające procykliczność: teoria i praktyka

Doświadczenia państw OECD pozwalają wskazać sześć podstawowych mechanizmów ograniczających procykliczność polityki fiskalnej: reguły fiskalne, budżetowanie średniookresowe, przeglądy wydatków, niezależne instytucje fiskalne, obiektywne prognozy oraz kompleksowość budżetu i zarządzanie ryzykiem fiskalnym. Wszystkie te rozwiązania zostały formalnie wprowadzone w Polsce. Ich funkcje i krajowe podstawy przedstawiono w Tab. 2929.

**Tab. 32.** Mechanizmy ograniczające procykliczność wskazywane przez OECD i ich formalne zastosowanie w Polsce

Mechanizm	Funkcja według OECD	Formalne zastosowanie w Polsce
Reguły fiskalne	Wyznaczają limity długu, deficytu lub wydatków. Tworzą ramy podejmowania decyzji fiskalnych i określają moment rozpoczęcia konsolidacji. Mogą zawierać klauzule wyjścia pozwalające reagować na nadzwyczajne wstrząsy.	Konstytucyjny limit państwowego długu publicznego wynoszący 60% PKB; procedury ostrożnościowe i sanacyjne określone w ustawie o finansach publicznych; stabilizująca reguła wydatkowa (SRW), ograniczająca dopuszczalny wzrost wydatków publicznych; unijna ścieżka wydatków netto oraz procedura nadmiernego deficytu.
Budżetowanie średniookresowe	Przedstawia wieloletnie prognozy, limity wydatkowe, scenariusze bazowe i kolejność działań dostosowawczych. Pozwala wcześniej identyfikować przyszłe luki fiskalne i rozkładać dostosowanie w czasie.	Wieloletni Plan Finansowy Państwa (WPFP); Średniookresowy Plan Budżetowo-Strukturalny na lata 2025–2028; czteroletnie planowanie wydatków przez dysponentów części budżetowych; wieloletnie programy i prognozy finansowe.
Przeglądy wydatków	Służą identyfikowaniu wydatków nieefektywnych, możliwych oszczędności i obszarów realokacji środków. Powinny być powiązane z procesem budżetowym i planowaniem średniookresowym.	Przeglądy wydatków zostały wprowadzone do ustawy o finansach publicznych w art. 175a–175h. Od 2024 r. obowiązuje rozporządzenie określające sposób ich prowadzenia, a Rada Ministrów przyjmuje wieloletni plan przeglądów. Wyniki przeglądów mają być uwzględniane w materiałach budżetowych.
Niezależna instytucja fiskalna	Weryfikuje prognozy, monitoruje przestrzeganie reguł fiskalnych, ocenia koszty działań publicznych oraz zwiększa przejrzystość i wiarygodność polityki fiskalnej.	Rada Fiskalna powołana na podstawie ustawy z 20 grudnia 2024 r., działająca od 1 stycznia 2026 r. Jej zadania obejmują m.in. ocenę prognoz makroekonomicznych, projektu budżetu oraz przestrzegania krajowych i unijnych reguł fiskalnych.
Obiektywne założenia makroekonomiczne i prognozy fiskalne	Ograniczają ryzyko wykorzystywania nadmiernie optymistycznych prognoz dochodów do finansowania trwałych wydatków. OECD wskazuje, że niezależna weryfikacja prognoz, analiza błędów ex post oraz scenariusze wrażliwości zmniejszają ryzyko procyklicznej reakcji na przejściowe nadwyżki dochodów.	Oficjalne prognozy makroekonomiczne i fiskalne Ministerstwa Finansów wykorzystywane w projekcie budżetu, WPFP i Średniookresowym Planie Budżetowo-Strukturalnym; od 2026 r. ich ocena należy również do zadań Rady Fiskalnej.
Kompleksowość budżetu i zarządzanie ryzykiem fiskalnym	Wszystkie formy finansowania powinny być ujmowane na równych zasadach: wydatki budżetowe, wydatki wynikające z odrębnych ustaw, ulgi podatkowe, pożyczki, gwarancje i zobowiązania warunkowe. Pełny zakres ogranicza przenoszenie ekspansji fiskalnej poza kontrolowane limity.	Ustawa budżetowa wraz z planami finansowymi jednostek i państwowych funduszy celowych; limity poręczeń i gwarancji; strategię zarządzania długiem; sprawozdawczość sektora „general government” według ESA 2010 oraz raportowanie państwowego długu publicznego.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Moretti and Rabbitte (2025), OECD (2025b) oraz krajowych regulacji fiskalnych.

Formalne wprowadzenie odpowiednich mechanizmów nie przesądza o ich wpływie na decyzje budżetowe. Dlatego samo istnienie reguł i procedur należy oddzielić od oceny ich zakresu, wiążącego charakteru i sposobu stosowania. Jak pokazują dane prezentowane w Tab. 30, oceny Komisji Europejskiej, IMF i NIK

są w tym zakresie zasadniczo zgodne: polski system jest formalnie rozwinięty, lecz jego zdolność do ograniczania ekspansji fiskalnej pozostaje niewystarczająca. Komisja koncentruje się na porównaniu ze standardami unijnymi, IMF – na stabilizacji długu, a NIK – na praktyce przygotowania i wykonania budżetu.

Tab. 33. Ogólna ocena stosowania mechanizmów ograniczających procykliczność w Polsce

Mechanizm	Komisja Europejska	IMF	NIK
Reguły fiskalne	Formalna siła polskich reguł jest zbliżona do średniej UE: wskaźnik C-FRSI wynosi 14,58 wobec średniej unijnej 14,81. Reguły nie zapobiegły jednak powstaniu deficytu wynoszącego 7,3% PKB w warunkach wysokiego wzrostu gospodarczego. Wysiłek konsolidacyjny przewidziany na 2026 r. jest mniejszy niż w planie średniookresowym, chociaż ścieżka wydatków netto pozostaje formalnie przestrzegana.	Rozszerzenie zakresu stabilizującej reguły wydatkowej uznano za krok we właściwym kierunku. Obecne reguły nie zapewniają jednak dostosowania wystarczającego do ustabilizowania długu. Obronna klauzula wyjścia powoduje, że reguły krajowe i unijne prawdopodobnie nie wymuszają dodatkowej konsolidacji przed 2029 r.	Ocena negatywna. Stabilizująca reguła wydatkowa nie zapobiegła nadmiernemu wzrostowi wydatków. NIK wskazuje na błędy w obliczeniu limitu oraz stosowanie mechanizmów omijających lub osłabiających działanie reguły.
Budżetowanie średniookresowe	Wskaźnik MTBFI wynosi dla Polski 0,33 wobec średniej UE na poziomie 0,72. Główną słabością jest ograniczone powiązanie planów wieloletnich z corocznymi decyzjami budżetowymi.	Dostosowanie wynikające z planów władz wynosi około 2% PKB do 2030 r., podczas gdy IMF rekomenduje co najmniej 4% PKB. Obecna ścieżka średniookresowa nie prowadzi więc do stabilizacji długu.	Planowanie wieloletnie ma ograniczone znaczenie operacyjne. Dane przygotowywane na kolejne lata nie stanowią podstawy decyzji dysponentów, a prognozy deficytu były wielokrotnie podwyższane i wyraźnie odbiegały od wykonania.
Przeglądy wydatków	Podstawy prawne zostały wzmocnione, ale przeglądy prowadzone od 2024 r. miały dotychczas ograniczony wpływ na realokację wydatków i uzyskiwanie oszczędności.	Przeglądy mogą być skutecznym narzędziem identyfikowania oszczędności i poprawy priorytetyzacji. IMF nie przedstawia jednak odrębnej oceny rezultatów polskich przeglądów.	Działania prowadzone w latach 2024–2025 nie wpłynęły na przygotowanie ani wykonanie budżetu na 2025 r. Do końca roku zakończono tylko jeden przegląd.
Niezależna instytucja fiskalna	Powołanie Rady Fiskalnej oceniono pozytywnie, ale instytucja pozostaje na etapie budowania zdolności. Jej mandat nie obejmuje regularnej oceny długookresowej stabilności finansów publicznych.	Utworzenie Rady Fiskalnej jest krokiem wzmacniającym zarządzanie fiskalne. Warunkiem skuteczności pozostają jej faktyczna niezależność, odpowiednie finansowanie i wystarczające zasoby analityczne.	Raport z wykonania budżetu za 2025 r. nie pozwala jeszcze ocenić skuteczności Rady. Biuro Rady rozpoczęło ponoszenie wydatków dopiero w ostatnim kwartale 2025 r., a sama Rada rozpoczęła działalność w 2026 r.



Tab. 33. cd.

Mechanizm	Komisja Europejska	IMF	NIK
Obiektywne założenia makroekonomiczne i prognozy fiskalne	Komisja nie przedstawia odrębnego ilościowego wskaźnika jakości polskich prognoz. Za wzmocnienie systemu uznaje powierzenie Radzie Fiskalnej oceny prognoz makroekonomicznych, zaznaczając jednocześnie, że instytucja dopiero buduje zdolności analityczne. Nie można zatem jeszcze ocenić jej wpływu na ograniczenie optymizmu prognostycznego.	IMF nie przedstawia odrębnej oceny krajowego systemu prognoz budżetowych. Analiza realności scenariusza bazowego IMF nie wykazuje systematycznego obciążenia historycznych błędów prognoz WEO, nie jest to jednak równoznaczne z oceną prognoz wykorzystywanych przez rząd w ustawie budżetowej. Fundusz podkreśla znaczenie niezależnej i odpowiednio finansowanej Rady Fiskalnej dla wiarygodności prognoz i planów fiskalnych (IMF, 2026, s. 12 i 44).	Ocena negatywna. Trzy kolejne prognozy dochodów podatkowych na lata 2023–2025 były znacząco zawyżone. Prognoza deficytu sektora na 2025 r. wzrosła z 5,5% PKB w projekcie budżetu do 6,3% w kwietniu i 6,9% we wrześniu, podczas gdy wykonanie wyniosło 7,3% PKB. NIK rekomenduje przyjmowanie ostrożniejszych scenariuszy dochodowych.
Kompleksowość budżetu i zarządzanie ryzykiem fiskalnym	Dojrzałość polskiej rachunkowości publicznej wynosi 67% wobec średniej UE na poziomie 65%. Polska nie stosuje jednak rachunkowości memoriałowej w funduszach zabezpieczenia społecznego. Komisja wskazuje również na słabą przejrzystość budżetowania inwestycji i brak systematycznych ocen ex post.	IMF pozytywnie ocenia rozszerzenie zakresu stabilizującej reguły wydatkowej oraz poprawę przejrzystości fiskalnej. W analizie stabilności długu stosuje szerokie ujęcie sektora general government i odnotowuje, że fundusze pozabudżetowe oraz fundusze zabezpieczenia społecznego posiadają znaczącą część długu administracji centralnej. Raport nie zawiera jednak osobnej, szczegółowej oceny polskiego finansowania pozabudżetowego.	Ocena negatywna. Sprawozdanie z wykonania budżetu nie przedstawiało całościowego obrazu finansów publicznych. W 2025 r. za pośrednictwem funduszy BGK sfinansowano poza budżetem zadania o wartości co najmniej 80,6 mld zł, a wydatki wszystkich funduszy i instrumentu wsparcia obsługiwanych przez BGK wyniosły 166,7 mld zł. Różnica między państwowym długiem publicznym a długiem sektora general government osiągnęła 421,6 mld zł. NIK uznała ten model za naruszający zasady jedności, zupełności i przejrzystości budżetu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Commission (2026b), IMF oraz NIK (2026a).

Szczególne znaczenie ma współistnienie formalnego przestrzegania części reguł z deficytem sektora wynoszącym 7,3% PKB w warunkach relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego. Zwiększone wydatki obronne wyjaśniają istotną część ekspansji fiskalnej,

ale nie tłumaczą błędów w obliczaniu limitów, przenoszenia wydatków poza kontrolowane agregaty ani słabości planowania i prognozowania. Ustalenia NIK dotyczące sposobów osłabiania poszczególnych mechanizmów przedstawiono w Tab. 31.

Tab. 34. Mechanizmy osłabiania skuteczności instytucji antycyklicznych – ustalenia NIK za 2025 r.

Mechanizm	Sposób omijania lub osłabiania	Konkretny przykład z budżetu za 2025 r.	Skutek
Reguły fiskalne	Zawyżanie kwoty wydatków objętych stabilizującą regułą wydatkową; wyłączanie określonych podmiotów i przepływów; finansowanie pozabudżetowe; przekazywanie obligacji zamiast dotacji; zmiany bazy zwiększające przyszłe limity.	Kwotę wydatków SRW zawyżono o 84,5 mld zł, a prawidłowo ustalony limit wydatków budżetu państwa powinien być niższy o 77,7 mld zł. Poza regułą zaplanowano ponad 29 mld zł dla Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 i Funduszu Pomocy. Dodanie do kwoty startowej 194,9 mld zł wydatków inwestycyjnych przyczyniło się do wzrostu kwoty SRW o 62% między 2022 a 2024 r.	Formalne przestrzeganie reguły nie ograniczało skutecznie wydatków i deficytu, a podwyższona baza zwiększała limity w kolejnych latach.
Budżetowanie średniookresowe	Niewykorzystywanie planów wieloletnich przez dysponentów; dostosowywanie kolejnych dokumentów do pogarszających się prognoz; zastosowanie SRW dopiero po wstępnym ustaleniu wydatków.	Czteroletnie plany części dysponentów nie były wykorzystywane jako podstawa decyzji finansowych. Prognozę deficytu podwyższono z 6,3% do 6,9% PKB, podczas gdy wykonanie wyniosło 7,3% PKB. Limit SRW ustalono dopiero w sierpniu 2024 r.	Planowanie średniookresowe miało głównie charakter prognostyczny i sprawozdawczy, a nie wiążący.
Przeglądy wydatków	Ograniczony zakres; brak aktualizacji planu mimo objęcia Polski procedurą nadmiernego deficytu; brak bieżącego powiązania wyników przeglądów z budżetem.	Plan obejmował cztery tematy i nie był aktualizowany. W 2025 r. zakończono przegląd programu „Czyste Powietrze”, ale działania z lat 2024–2025 nie wpłynęły na przygotowanie ani wykonanie budżetu na 2025 r. Obowiązek uwzględniania wyników przeglądów będzie stosowany od planowania budżetu na 2027 r.	Przeglądy nie prowadziły do realokacji środków, ograniczenia wydatków ani konsolidacji fiskalnej.
Obiektywne założenia i prognozy fiskalne	Nadmiernie optymistyczne prognozy dochodów; brak analizy wrażliwości dochodów na główne parametry makroekonomiczne; niedostateczne powiązanie prognoz z decyzjami budżetowymi.	Prognozy dochodów podatkowych na lata 2023–2025 były znacząco zawyżone. W uzasadnieniu projektu budżetu zabrakło analizy wrażliwości prognozy dochodów. Deficyt na 2025 r. prognozowano kolejno na 6,3% i 6,9% PKB, wobec wykonania wynoszącego 7,3% PKB.	Planowanie wydatków na podstawie zawyżonych dochodów zwiększało ryzyko deficytu, nowelizacji budżetu oraz finansowania wydatków poza budżetem.
Kompleksowość budżetu i zarządzanie ryzykiem	Przenoszenie zadań i długu do funduszy BGK; wykorzystywanie obligacji i kredytów; stosowanie węższej krajowej definicji długu; niepełna sprawozdawczość.	Za pomocą funduszy BGK zgromadzono 80,6 mld zł na finansowanie zadań poza budżetem. Wydatki 19 funduszy i jednego instrumentu wsparcia wyniosły 166,7 mld zł, czyli 4,3% PKB. Różnica między państwowym długiem publicznym a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych osiągnęła 421,6.	Budżet państwa i krajowa miara długu nie pokazywały pełnej skali nierównowagi. Osłabiało to przejrzystość, kontrolę parlamentarną i skuteczność reguł oraz powodowało przyszłe koszty obsługi długu.

Uwagi: W analizie pominięto „Niezależna instytucja fiskalna”, gdyż rozpoczęła ona działalność dopiero w roku 2026.

Źródło: opracowanie własne na podstawie NIK; NIK (2026a, 2026b).

Ustalenia NIK wskazują, że zasadniczym problemem nie był brak formalnych mechanizmów antycyklicznych, lecz ich ograniczona skuteczność i brak spójności. Modyfikowanie podstawy SRW i finansowanie pozabudżetowe osłabiały działanie reguł, natomiast niewiążące planowanie wieloletnie, nietrafne prognozy i niewykorzystywanie wyników przeglądów nie zapewniały skutecznej korekty polityki fiskalnej. W rezultacie poszczególne elementy systemu nie tworzyły w 2025 r. wzajemnie uzupełniającego się mechanizmu ograniczającego procykliczność.

Podobna diagnoza wynika z wywiadów eksperckich. Eksperci E1 i E4 podkreślali znaczenie odpowiednio skonstruowanej stabilizującej reguły wydatkowej, która ogranicza wzrost wydatków w okresie dobrej koniunktury, a podczas spowolnienia pozostawia przestrzeń dla działania stabilizacyjnego. Ekspert E4 zwrócił jednocześnie uwagę, że sztywne progi długu mogą działać procyklicznie, jeżeli wymuszają gwałtowne dostosowanie niezależnie od fazy cyklu. Natomiast ekspert E6 wskazywał, że reguły nadmiernie rygorystyczne lub uruchamiane zbyt późno zwiększają polityczną presję na ich zmianę. Eksperci E2, E3, E5 i E7 akcentowali znaczenie wieloletniego planowania, niezależnej oceny fiskalnej, pełnej informacji o całym sektorze oraz objęcia ograniczeniami funduszy pozabudżetowych. Wspólnym wnioskiem jest zatem to, że Polska dysponuje większością potrzebnych instrumentów, lecz ich skuteczność ograniczają częste zmiany, niewystarczające egzekwowanie oraz możliwość przenoszenia wydatków i zadłużenia poza podstawowe agregaty fiskalne.

6.7. Możliwe ścieżki konsolidacji fiskalnej w Polsce

Na Rys. 81 przedstawiono możliwe kierunki konsolidacji fiskalnej w Polsce, wychodząc od obecnych uwarunkowań fiskalnych i pokazując, że samo ograniczenie deficytu może być osiąganym różnymi kombinacjami działań. Punktem wyjścia jest sytuacja, w której wysoki deficyt współwystępuje z rosnącym długiem i kosztami jego obsługi, znacznym udziałem wydatków sztywnych, ograniczoną bazą dochodową oraz dużymi potrzebami inwestycyjnymi. Oznacza to, że przestrzeń do prostego i szybkiego dostosowania jest ograniczona, a wybór instrumentów musi uwzględniać zarówno ich skuteczność fiskalną, jak i wpływ na wzrost gospodarczy.

Pierwsza z możliwych ścieżek ma charakter dochodowy i opiera się na zwiększaniu dochodów publicznych, m.in. poprzez poszerzanie bazy podatkowej, ograniczanie nieuzasadnionych ulg i zwolnień oraz poprawę ściągальności podatków. Jej zaletą jest

możliwość poprawy salda bez głębokiego ograniczania wydatków, ale jednocześnie zbyt silne zwiększanie obciążeń może osłabiać aktywność gospodarczą, inwestycje i konkurencyjność.

Druga ścieżka ma charakter wydatkowy. Zakłada przeglądy wydatków, lepsze adresowanie transferów oraz ograniczanie programów o niskiej efektywności. Jej podstawowym ryzykiem jest przeniesienie ciężaru konsolidacji na wydatki łatwiejsze do ograniczenia, w tym inwestycje publiczne. W warunkach polskich byłoby to szczególnie niekorzystne ze względu na wysokie potrzeby infrastrukturalne, energetyczne, obronne i związane z kapitałem ludzkim.

Trzecia ścieżka ma charakter mieszany i łączy działania po stronie dochodów i wydatków. Jej istotą nie jest równy podział dostosowania między obie strony budżetu, lecz takie dobranie instrumentów, aby ograniczyć koszty gospodarcze i rozłożyć proces konsolidacji w czasie. W praktyce oznacza to selektywność zamiast liniowych cięć, stopniowe wdrażanie zmian oraz koncentrację na trwałych źródłach nierównowagi.

Niezależnie od wybranej ścieżki, skuteczność konsolidacji zależy od kilku wspólnych warunków. Należą do nich odpowiednio wczesne rozpoczęcie dostosowania, wiarygodny wieloletni plan, trwały charakter reform, ochrona produktywnych inwestycji, poprawa przejrzystości finansów publicznych oraz silne zakotwiczenie instytucjonalne. Konsolidacja rozpoczęta w okresie względnie dobrej koniunktury może być rozłożona w czasie i mniej kosztowna, podczas gdy odkładanie decyzji zwiększa ryzyko gwałtownej korekty wymuszonej przez warunki rynkowe lub pogorszenie koniunktury.

Celem konsolidacji nie jest więc wyłącznie krótkookresowe obniżenie deficytu. Powinna ona prowadzić do trwałej poprawy salda finansów publicznych, stabilizacji dynamiki długu, ograniczenia kosztów jego obsługi i odbudowy przestrzeni fiskalnej, przy jednoczesnym zachowaniu zdolności państwa do finansowania inwestycji i wspierania długookresowego wzrostu. W tym sensie rysunek pokazuje konsolidację jako proces wymagający wyboru nie tylko między dochodami a wydatkami, lecz także między różnymi sposobami rozłożenia jej kosztów w czasie i pomiędzy poszczególne obszary gospodarki.

Wniosek z przedstawionej analizy jest taki, że konstrukcja programu konsolidacji powinna ograniczać koncentrację dostosowania wyłącznie po jednej stronie budżetu oraz łączyć trwałe działania dochodowe i wydatkowe z ochroną wydatków o wysokim znaczeniu dla wzrostu. Szczególnie istotne są przy tym wczesne rozpoczęcie działań, ich rozłożenie w czasie, powiązanie z przeglądami wydatków oraz

wiarygodne średniookresowe ramy fiskalne. Taki sposób prowadzenia konsolidacji zmniejsza ryzyko, że poprawa salda zostanie osiągnięta kosztem inwestycji, produktywności i zdolności gospodarki do finansowania przyszłego rozwoju.

Szczególnym źródłem ryzyka byłby scenariusz, w którym konsolidacja zostaje odłożona do momentu pojawienia się silnej presji rynkowej lub wyraźnego pogorszenia koniunktury. Konieczność szybkiej korekty mogłaby wówczas prowadzić do jednoczesnego zwiększania obciążeń podatkowych

i gwałtownego ograniczania wydatków, przy czym ze względu na sztywność znacznej części budżetu relatywnie łatwym przedmiotem cięć stałyby się inwestycje publiczne. Taki przebieg dostosowania zwiększałby ryzyko procykliczności: osłabienie aktywności gospodarczej mogłoby zmniejszać dochody publiczne, podczas gdy wyższe koszty finansowania dodatkowo zwiększałyby presję na budżet. W konsekwencji konsolidacja prowadzona zbyt późno mogłaby wymagać większego dostosowania i odbywać się w mniej korzystnych warunkach dla wzrostu niż proces rozpoczęty wcześniej i rozłożony na kilka lat.



Rys. 81. Możliwe ścieżki konsolidacji fiskalnej w Polsce

Źródło: Opracowanie własne.



6.8. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze

16. Jakie modele konsolidacji fiskalnej stosują państwa o wysokim długu publicznym i w jakim stopniu ograniczają one procykliczność polityki fiskalnej?

W państwach o wysokim długu publicznym stosowane są modele dochodowe, wydatkowe i mieszane. Doświadczenia międzynarodowe nie pozwalają wskazać jednego modelu odpowiedniego dla wszystkich gospodarek. Skuteczność konsolidacji zależy od przyczyn nierównowagi, poziomu i dynamiki długu, struktury dochodów i wydatków oraz warunków makroekonomicznych. Większą trwałością charakteryzują się programy oparte na zmianach strukturalnych, prowadzące do poprawy salda pierwotnego, a nie działania jednorazowe lub czasowe.

Badania historycznych epizodów często wskazują na większą trwałość konsolidacji opartych głównie na wydatkach, choć wynik ten zależy od rodzaju ograniczanych wydatków i warunków prowadzenia dostosowania. Nie oznacza to jednak, że model wydatkowy jest zawsze rozwiązaniem optymalnym. Przy dużej skali nierównowagi koncentracja dostosowania wyłącznie na wydatkach może wymagać nadmiernie głębokich cięć, natomiast model oparty jedynie na dochodach może silnie obciążać aktywność gospodarczą. W takich warunkach bardziej uzasadniony jest model mieszany, którego proporcje są dostosowane do sytuacji wyjściowej państwa. W przypadku Polski przemawia za nim połączenie relatywnie wąskiej bazy dochodowej z wysoką dynamiką trwałych zobowiązań.

Sam wybór instrumentów nie przesądza o ograniczeniu procykliczności. Konsolidacja rozpoczęta dopiero pod presją rynku lub podczas spowolnienia może pogłębiać recesję niezależnie od tego, czy opiera się na podatkach, czy na wydatkach. Antycykliczny charakter programu wymaga odpowiednio wczesnego rozpoczęcia, wieloletniego harmonogramu oraz możliwości rozłożenia dostosowania zgodnie z warunkami gospodarczymi. Potwierdzają to część ekspertów biorących udział w wywiadach pogłębionych, którzy podkreślali, że konsolidacja zaplanowana jest mniej kosztowna niż korekta wymuszona przez wzrost kosztów finansowania lub utratę dostępu do rynku.

Odpowiedni dla Polski model powinien być zatem mieszany, wieloletni i oparty na trwałych

reformach. Powinien rozpocząć się przed wystąpieniem presji kryzysowej, prowadzić do stabilizacji relacji długu do PKB i pozostawiać możliwość działania automatycznych stabilizatorów podczas spowolnienia. Stopniowe wdrażanie nie może jednak oznaczać odkładania decyzji ani zastępowania reform doraźnymi działaniami poprawiającymi saldo tylko w pojedynczych latach.

Z perspektywy Polski oznacza to, że możliwe są trzy zasadnicze ścieżki dostosowania: silniej dochodowa, silniej wydatkowa oraz mieszana. Każda z nich wiąże się z odmiennym rozłożeniem kosztów i ryzyka, jednak krajowe uwarunkowania przemawiają za rozwiązaniem łączącym działania po obu stronach budżetu, prowadzonym stopniowo i selektywnie. Szczególnie niekorzystny byłby wariant opóźnionej konsolidacji, wymuszonej przez wzrost kosztów finansowania lub pogorszenie koniunktury, ponieważ zwiększałaby ryzyko gwałtownych i procyklicznych podwyżek podatków oraz cięć wydatków.

17. Jak struktura dostosowań fiskalnych, w tym relacja między wydatkami rozwojowymi i socjalnymi, wpływa na tempo wzrostu gospodarczego, stabilność fiskalną i odporność makroekonomiczną?

Struktura dostosowania wpływa zarówno na krótkookresowe koszty konsolidacji, jak i na trwałość stabilizacji długu. Ograniczenie wydatków lub podwyższenie podatków może obniżać bieżący popyt, lecz skala tego efektu zależy od rodzaju zastosowanego instrumentu, fazy cyklu i warunków monetarnych. Dostosowanie skoncentrowane na pozycjach o wysokim mnożniku fiskalnym może silniej ograniczyć wzrost i dochody podatkowe, zmniejszając część zakładanej poprawy salda.

Szczególnie niekorzystne może być oparcie konsolidacji na redukcji inwestycji publicznych. Są one łatwiejsze do ograniczenia niż świadczenia, wynagrodzenia i inne wydatki wynikające z trwałych zobowiązań, dlatego często ponoszą nieproporcjonalnie dużą część dostosowania. Może to szybko poprawić bieżące saldo, ale jednocześnie obniżyć produktywność, przyszłą bazę podatkową i zdolność gospodarki do obsługi długu. Z punktu widzenia stabilności fiskalnej większą wartość mają reformy ograniczające dynamikę trwałych wydatków bieżących niż czasowe przesuwanie inwestycji.

Podział na wydatki rozwojowe i socjalne nie powinien być jednak utożsamiany z formalnym podziałem na inwestycje i transfery. Nie każda

inwestycja publiczna zwiększa potencjał gospodarki, a wydatki na zdrowie, edukację, ochronę dzieci lub dobrze ukierunkowane zabezpieczenie społeczne mogą wzmacniać kapitał ludzki, aktywność zawodową, spójność społeczną i działanie automatycznych stabilizatorów. Wielu ekspertów wskazywało dlatego, że o ochronie wydatku powinna decydować jego efektywność i długookresowa funkcja, a nie wyłącznie klasyfikacja budżetowa.

W przypadku Polski selektywność konsolidacji ma szczególne znaczenie ze względu na wysoki udział wydatków sztywnych oraz równoczesną potrzebę finansowania obronności, transformacji energetycznej, infrastruktury i kapitału ludzkiego. Odpowiedni model powinien łączyć przeglądy wydatków, lepsze adresowanie transferów i ograniczanie nieskutecznych preferencji podatkowych z ochroną programów o największym wpływie na produktywność i odporność. Zwiększone wydatki obronne muszą zostać uwzględnione przy wyznaczaniu realistycznej ścieżki poprawy salda, ale nie uzasadniają odkładania konsolidacji ani wyłączenia pozostałych obszarów wydatkowych z oceny efektywności. Oznacza to, że celem konsolidacji nie powinno być maksymalizowanie krótkookresowej poprawy salda, lecz takie dobranie struktury dostosowania, aby prowadziła ona do trwałej stabilizacji długu przy możliwie małym uszczerbku dla produktywności, inwestycji i przyszłej bazy podatkowej. Szczęólnego znaczenia nabiera więc ochrona wydatków o wysokiej efektywności rozwojowej oraz unikanie sytuacji, w której ciężar konsolidacji zostaje przeniesiony przede wszystkim na inwestycje publiczne.

18. Jakie rozwiązania instytucjonalne skutecznie ograniczają procykliczność polityki fiskalnej i mogą zostać zastosowane w Polsce?

Ograniczenie procykliczności wymaga spójnego zestawu instytucji obejmującego reguły wydatkowe, średniookresowe ramy budżetowe, przeglądy wydatków, niezależną ocenę fiskalną, realistyczne prognozy oraz kompleksowe zarządzanie ryzykiem. Reguły wydatkowe powinny ograniczać wykorzystywanie przejściowego wzrostu dochodów do finansowania trwałych zobowiązań, natomiast planowanie wieloletnie powinno ujawniać przyszłe skutki bieżących decyzji. Przeglądy wydatków umożliwiają realokację środków, a niezależne instytucje fiskalne zwiększają wiarygodność prognoz i kontrolę przestrzegania przyjętych zasad.

Konstrukcja tych mechanizmów musi łączyć dyscyplinę z elastycznością. Reguły nadmiernie sztywne mogą wymuszać cięcia podczas recesji albo tworzyć polityczną presję na ich zmianę. Dlatego powinny zawierać przejrzyste klauzule wyjścia, uruchamiane wyłącznie w przypadku określonych nadzwyczajnych zdarzeń, oraz stopniowe mechanizmy korekcyjne umożliwiające powrót do reguły. Część ekspertów podkreślała antycykliczną funkcję stabilizującą reguły wydatkowej, inni zaś zwracali uwagę na procykliczne ryzyko związane ze sztywnymi progami i nadmiernie gwałtownymi sankcjami.

Polska formalnie wprowadziła większość mechanizmów wskazywanych w literaturze i praktyce OECD, choć część z nich – w szczególności Rada Fiskalna – nie mogła jeszcze wywrzeć wpływu na politykę prowadzoną w 2025 r. Oceny Komisji Europejskiej, IMF i NIK oraz wyniki wywiadów pogłębionych wskazują jednak, że ich wpływ na decyzje budżetowe pozostaje ograniczony. Do głównych problemów należą zmiany zakresu reguł, niewiążące planowanie średniookresowe, nietrafne prognozy, niewielkie wykorzystanie wyników przeglądów wydatków oraz przenoszenie części finansowania poza budżet i kontrolowane agregaty. Formalne przestrzeganie wybranych reguł nie zapewnia zatem antycyklicznego rezultatu, jeżeli poszczególne elementy systemu nie są ze sobą spójne.

Podstawowym kierunkiem zmian powinno być zwiększenie skuteczności i spójności istniejących mechanizmów, a nie dalsze rozbudowywanie ich formalnego katalogu. Wymaga to objęcia planowaniem, regułami i sprawozdawczością całego sektora instytucji rządowych i samorządowych, wzmocnienia związku między planem średniookresowym a budżetem rocznym oraz faktycznego wykorzystywania przeglądów wydatków. Uzupełnieniem powinny być ostrożne prognozy wraz z analizą wrażliwości, przejrzyste rozliczanie klauzul wyjścia oraz niezależna ocena założeń i wykonania polityki fiskalnej. Dopiero współdziałanie tych rozwiązań może ograniczyć odkładanie konsolidacji w okresie dobrej koniunktury i odbudować przestrzeń do stabilizowania gospodarki podczas przyszłych szoków.



ROZDZIAŁ 7. WYZWANIA STRUKTURALNE WZROSTU I EUROPEJSKIE RAMY POLITYKI GOSPODARCZEJ

7.1. Wprowadzenie

Dotychczasowe ustalenia wskazują, że Polska utrzymuje relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego, jednak towarzyszy mu pogorszenie stanu finansów publicznych, przejawiające się wysokim deficytem, szybkim wzrostem długu oraz rosnącymi kosztami jego obsługi. Zwiększa to prawdopodobieństwo konieczności przeprowadzenia konsolidacji fiskalnej w perspektywie najbliższych lat. Proces ten zbiegnie się ze zmianą europejskiej polityki gospodarczej, zakończeniem KPO i wzrostem znaczenia konkurencyjnych instrumentów wspierających innowacje, technologie strategiczne i rozwój przemysłu. Ograniczenie przestrzeni fiskalnej może w tych warunkach utrudnić finansowanie i współfinansowanie inwestycji niezbędnych do podtrzymania długookresowego wzrostu, zwłaszcza że polską gospodarkę nadal charakteryzują niewielki zasób kapitału, niska aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw oraz niedostateczne nakłady na innowacje i zaawansowane technologie.

Celem niniejszego rozdziału jest ocena strukturalnych uwarunkowań długookresowego wzrostu polskiej gospodarki oraz jej zdolności do finansowania inwestycji w warunkach zmieniających się ram polityki gospodarczej UE. W analizie uwzględniono niski poziom inwestycji, zakończenie Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności, zmianę struktury przyszłego budżetu UE oraz zwrot w kierunku aktywnej polityki przemysłowej. Ocenie poddano również zdolność państwa do absorpcji i współfinansowania nowych instrumentów europejskich, mobilizowania kapitału krajowego oraz współpracy z przemysłem i sektorem finansowym. Wykorzystano literaturę przedmiotu, dokumenty instytucji europejskich i krajowych, dane statystyczne oraz wyniki wywiadów eksperckich.

Osiągnięcie tego celu wiąże się z udzieleniem odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

19. Jak niski poziom inwestycji wpływa na długookresowy potencjał wzrostowy polskiej gospodarki?
20. W jaki sposób ograniczenie transferów z budżetu Unii Europejskiej po 2029 r., a wcześniej zakończenie Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności, zmieni warunki finansowania rozwoju gospodarczego Polski oraz postawę fiskalną państwa?

21. Czy Polska dysponuje wystarczającą zdolnością instytucjonalną do absorpcji i współfinansowania instrumentów unijnych w warunkach narastającej presji fiskalnej oraz zmieniających się ram polityki gospodarczej UE?

W pierwszej kolejności przeanalizowano skalę i strukturę inwestycji oraz znaczenie wyposażenia gospodarki w kapitał dla jej potencjału wzrostowego. Następnie oceniono konsekwencje zmian w finansowaniu unijnym i europejskiej polityce przemysłowej. W dalszej części zbadano zdolność Polski do wyboru, współfinansowania i realizacji projektów strategicznych oraz rolę sektora bankowego i kapitału prywatnego w finansowaniu transformacji strukturalnej. Rozdział zamykają dyskusja wyników i odpowiedzi na pytania badawcze.

7.2. Inwestycje i akumulacja kapitału w Polsce: skala, struktura i znaczenie dla konsolidacji fiskalnej

Ocena wpływu inwestycji na długookresowy potencjał wzrostowy Polski wymaga rozróżnienia między bieżącymi nakładami, zakumulowanym zasobem kapitału oraz efektywnością przekształcania inwestycji w produktywne aktywa. Niska relacja inwestycji do PKB może oznaczać niedostateczną akumulację, ale może też wynikać z szybkiego wzrostu pozostałych składników PKB, zmian względnych cen dóbr inwestycyjnych lub struktury gospodarki. Z kolei wysokie nakłady nie gwarantują odpowiedniego przyrostu kapitału, jeżeli służą głównie odtworzeniu majątku albo są kierowane do mniej produktywnych zastosowań. Rozróżnienie to ma bezpośrednie znaczenie dla projektowania konsolidacji fiskalnej. Ograniczenie inwestycji może bowiem stosunkowo szybko poprawić saldo finansów publicznych, ale jeżeli dotyczy nakładów zwiększających produktywność, może jednocześnie obniżyć przyszłe tempo wzrostu, bazę podatkową i zdolność gospodarki do obsługi długu. W odniesieniu do Polski występują dwie częściowo konkurencyjne interpretacje skali problemu inwestycyjnego.

Pierwsza wskazuje na strukturalne niedoinwestowanie. Radło and Napiórkowski (2026), na podstawie porównania państw UE-27 w latach 2016–2024, stwierdzają, że Polska łączy relatywnie wysokie tempo wzrostu z niską stopą inwestycji i jedną z najniższych w UE relacji zasobu kapitału do PKB. Dotychczasowa konwergencja mogła być zatem oparta w większym stopniu na absorpcji technologii, reorganizacji produkcji, integracji z europejskimi łańcuchami wartości i zwiększaniu zatrudnienia niż na pogłębianiu kapitałowym.

Autorzy odnotowują zarazem, że szybki wzrost PKB może obniżać relację zasobu kapitału do PKB przez wzrost mianownika. Niski poziom tego wskaźnika nie musi więc wynikać wyłącznie z niedostatecznej akumulacji. Jednocześnie w przeprowadzonym badaniu inwestycje brutto nie wykazały statystycznie istotnego wpływu na relację kapitału do PKB. Wynik ten sugeruje słabość mechanizmu przekształcania nakładów w produktywny zasób kapitału. Problem Polski dotyczy zatem nie tylko wartości inwestycji, lecz także ich jakości, struktury i efektywności alokacji.

Diagnozę tę częściowo potwierdzają wywiady eksperckie. Ekspert E2 wiązał osłabienie dynamiki gospodarczej z niską stopą inwestycji oraz niewystarczającą skalą przekształcania krajowych oszczędności w nakłady zwiększające potencjał produkcyjny. Ekspert E7 wskazywał natomiast, że wzrost oparty na reorganizacji, absorpcji wiedzy i rozwoju mniej kapitałochłonnych usług nie tworzy wystarczającego potencjału na przyszłość, zwłaszcza w warunkach starzenia się ludności i rosnących potrzeb energetycznych. Ekspert E5 podkreślał z kolei, że wzrost jest w coraz większym stopniu napędzany konsumpcją i wydatkami publicznymi, w tym obronnymi, a w mniejszym stopniu akumulacją kapitału prywatnego. Rosnące potrzeby pożyczkowe państwa oraz utrzymujące się wysokie rentowności obligacji mogą przy tym zmieniać warunki alokacji kapitału w gospodarce i wpływać na relacje między finansowaniem sektora publicznego i prywatnego.

Drugie ujęcie podważa możliwość oceny niedoinwestowania wyłącznie na podstawie nominalnej relacji inwestycji do PKB. Bujak i współautorzy nie kwestionują, że standardowo liczona stopa inwestycji jest w Polsce niska. W 2024 r. wynosiła 17,4% PKB, wobec ponad 26% w Czechach i Rumunii. Wskaźnik ten jest jednak zaburzany przez zmiany względnych cen: ceny dóbr inwestycyjnych rosły w Polsce wolniej niż deflator PKB, dlatego nominalna stopa inwestycji mogła się obniżyć mimo większego realnego wolumenu aktywów. Po przeliczeniu nakładów według cen z 2005 r. zmodyfikowana stopa inwestycji w 2024 r. wyniosła 22,6%. Była wyższa niż w Niemczech i zbliżona do poziomu Słowacji, choć nadal niższa niż w Czechach i Rumunii (Bujak et al., 2025).

Podobny wynik uzyskano już w 2018 r. Nominalna stopa inwestycji wynosiła wówczas 17,7%, wobec 23,1% w 2008 r., ale po uwzględnieniu zmian cen wartość wskaźnika dla 2017 r. wzrastała do 20,2% PKB. Autorzy wskazywali również, że niski zasób kapitału ogranicza potrzeby odtworzeniowe, a rosnący udział usług zmniejsza kapitałochłonność tworzenia wartości dodanej. Zbieżność wyników z 2018 i 2025 r.

wskazuje, że różnica między nominalną stopą inwestycji a realną intensywnością akumulacji ma charakter trwalszy (Bujak et al., 2018; Bujak et al., 2025).

Alternatywną miarą jest relacja inwestycji do istniejącego majątku produkcyjnego. Wysoka wartość tego wskaźnika może częściowo wynikać z niskiej bazy kapitałowej, dlatego nie powinna być interpretowana jako dowód wystarczającej akumulacji kapitału. Polska może więc jednocześnie intensywnie inwestować w relacji do istniejącego majątku i nadal dysponować relatywnie niewielkim zasobem kapitału. Znaczenie ma również struktura gospodarki. Rozwój usług oraz działalności wykorzystujących wiedzę, oprogramowanie i kapitał organizacyjny może zwiększać wartość dodaną bez proporcjonalnego wzrostu tradycyjnie ujmowanych środków trwałych. Niska stopa inwestycji może więc częściowo odzwierciedlać zmianę struktury tworzenia wartości dodanej, a nie wyłącznie niedostateczną akumulację (Bujak et al., 2025).

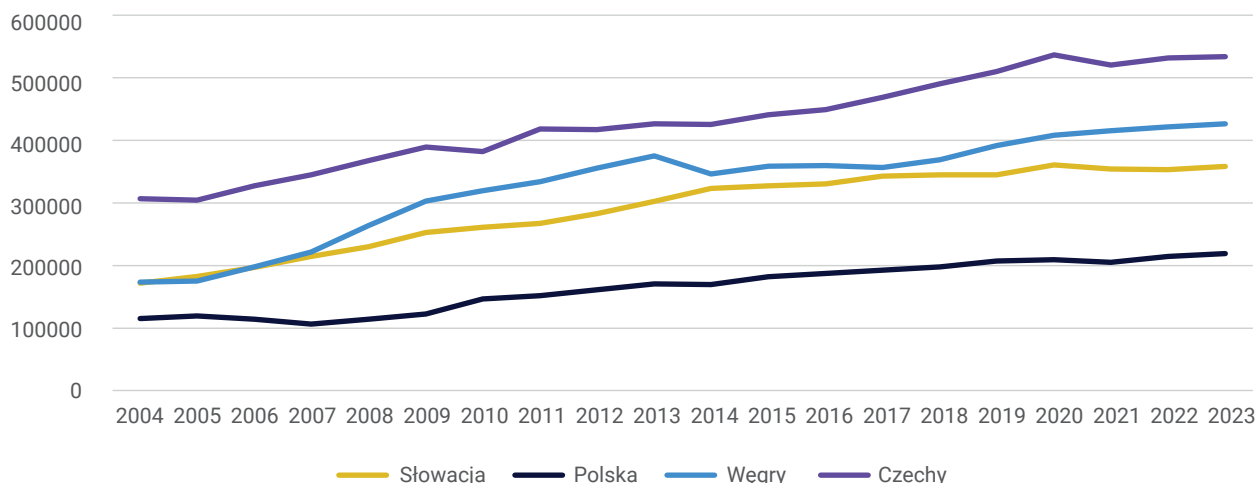
Stanowisko to rozwinął Ekspert E6, według którego właściwa ocena znajduje się między ujęciem tradycyjnym i alternatywnym. Korekta cenowa pokazuje korzystniejszy obraz niż nominalna stopa inwestycji, ale zasób kapitału na pracownika nadal pozostaje relatywnie niski. Dodatkowe nakłady powinny być kierowane do działalności tworzącej większą wartość dodaną, wykorzystującej zaawansowane technologie i umożliwiającej przedsiębiorstwom skalowanie działalności. Podobnie Ekspert E4 uznał nominalną stopę inwestycji za prawdopodobnie zbyt niską, lecz wskazał, że w warunkach postępu technologicznego o wpływie nakładów na wzrost decyduje przede wszystkim ich efektywność. Za zasadniczą słabość uznał niski udział inwestycji prywatnych przy relatywnie dużym znaczeniu inwestycji publicznych.

Obie interpretacje prowadzą zatem do częściowo wspólnej diagnozy. Spór dotyczy tego, czy nominalna relacja inwestycji do PKB prawidłowo mierzy bieżący wysiłek inwestycyjny, a nie niewielkiego zasobu kapitału i potrzeby poprawy struktury nakładów. Należy przy tym odróżnić niski poziom kapitału na pracownika lub niski wzrost tego poziomu, od zjawiska *capital shallowing* rozumianego ściśle jako spadek zasobu kapitału przypadającego na pracownika. Dane Penn World Table 11.0 pokazują, że w latach 2004–2023 zasób kapitału na osobę pracującą w Polsce wzrósł z około 116 tys. do 217 tys. USD według parytetu siły nabywczej z 2021 r. Nie wskazuje to zatem na trwały spadek kapitału na pracownika. Jednocześnie w roku 2023 poziom tego wskaźnika pozostawał w Polsce wyraźnie niższy niż na Słowacji, Węgrzech i w Czechach, gdzie wynosił



odpowiednio około 357 tys., 425 tys. i 533 tys. USD PPP na osobę pracującą. Problem Polski dotyczy więc przede wszystkim relatywnie niskiego poziomu

wyposażenia pracy w kapitał oraz skali jego dalszego pogłębiania, a nie trwałego *capital shallowing* (GGDC, 2025).

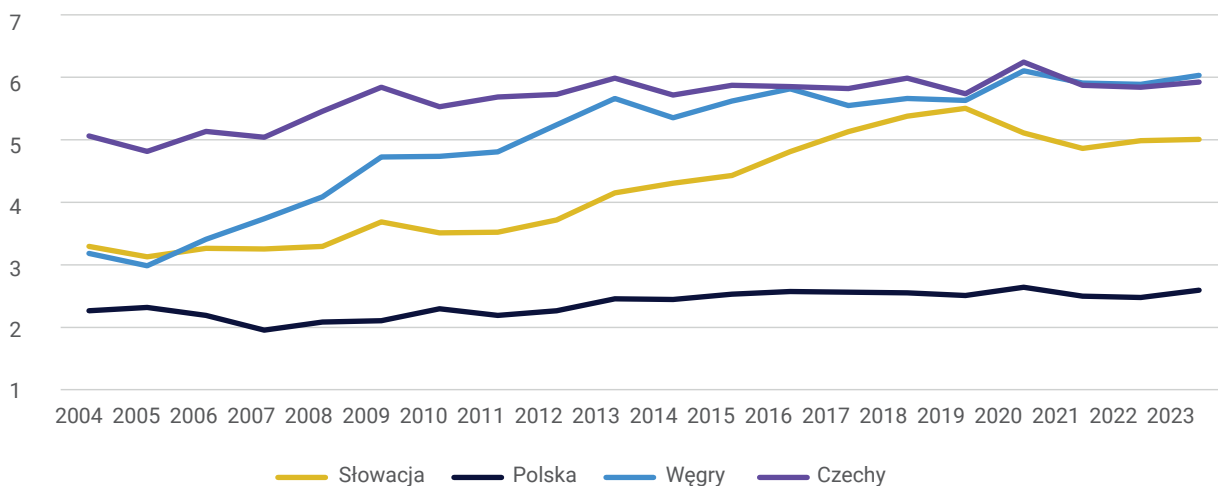


Rys. 82. Zasób kapitału według parytetu siły nabywczej przypadający na jednego zatrudnionego w państwach Grupy Wyszehradzkiej, w latach 2004–2023 (2021 USD PPP na zatrudnionego)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GGDC (2025).

Na Rys. 83 zaprezentowano relację zakumulowanego zasobu kapitału do PKB w krajach grupy wyszehradzkiej w latach 2004–2023. Jego analiza wskazuje, że Polska przez cały okres 2004–2023 charakteryzowała się wyraźnie niższą kapitałochłonnością gospodarki niż Czechy, Węgry i Słowacja. W 2023 r. wskaźnik wynosił w Polsce około 2,6, wobec około 5,0 na Słowacji oraz około 6,0 w Czechach i na Węgrzech. Oznacza to, że polska gospodarka wytwarza

relatywnie dużo produktu przy mniejszym zasobie kapitału, co może odzwierciedlać zarówno strukturę gospodarki, jak i efektywne wykorzystanie istniejących aktywów. Jednocześnie trwała różnica względem państw regionu wskazuje, że dalsza konwergencja będzie wymagała zwiększania zasobu produktywnego kapitału, zwłaszcza w warunkach starzenia się ludności i rosnących potrzeb modernizacyjnych.



Rys. 83. Zasób kapitału według w relacji do PKB w wybranych w państwach Grupy Wyszehradzkiej, w latach 2004–2023

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GGDC (2025).

Luka inwestycyjna jest skoncentrowana w sektorze prywatnym. Inwestycje publiczne od 2007 r. utrzymywały się na poziomie około 5% PKB, zbliżonym do wartości w innych państwach Europy Środkowo-Wschodniej. W 2023 r. inwestycje przedsiębiorstw wyniosły natomiast 9,1% PKB, wobec niemal 16% w Czechach i na Węgrzech, 13,5% w Rumunii oraz ponad 12% w Niemczech i na Słowacji. Inwestycje gospodarstw domowych wyniosły 3,6% PKB i były najniższe w porównaniu z Czechami, Węgrami, Rumunią, Niemcami i Słowacją (Bujak et al., 2025). Zróżnicowana jest również struktura aktywów. W 2024 r. nakłady na maszyny i urządzenia wynosiły 7% PKB i były wyższe niż między innymi w Niemczech i Rumunii. Największe różnice dotyczyły mieszkań oraz własności intelektualnej. Nakłady mieszkaniowe stanowiły 2% PKB, a inwestycje w aktywa własności intelektualnej 1,5% PKB, wobec 5% w Czechach i 3,9% w Niemczech. O ile niedobór inwestycji mieszkaniowych wpływa głównie na warunki życia, o tyle niskie nakłady na własność intelektualną, badania i technologie bezpośrednio ograniczają krajową innowacyjność. Dotychczas część tej luki kompensował transfer technologii związany z napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Znaczenie ma również relacja między inwestycjami publicznymi i prywatnymi. Ekspert E1 przypomniał, że konsolidację fiskalną z lat 2010–2015 przeprowadzono w znacznej części kosztem inwestycji publicznych. Podkreślił jednak, że inwestycje publiczne powinny przede wszystkim finansować dobra, których sektor prywatny sam nie zapewni, oraz uruchamiać dodatkowe nakłady przedsiębiorstw, zamiast je zastępować. Ich ochrona podczas konsolidacji powinna być zatem selektywna i uzależniona od rzeczywistego wpływu rozwojowego.

Od 2015 r. stopa krajowych oszczędności przewyższa stopę inwestycji, co wskazuje, że bieżącym ograniczeniem aktywności inwestycyjnej nie jest wyłącznie niedobór środków finansowych, lecz także ich przekształcanie w produktywnie przedsięwzięcia oraz skłonność firm do podejmowania ryzyka. Nie oznacza to jednak, że wielkość krajowych oszczędności przestaje mieć znaczenie dla finansowania rozwoju. W dłuższym horyzoncie ograniczeniem pozostaje relatywnie niewielki zasób krajowych oszczędności długoterminowych i kapitału dostępnego dla finansowania inwestycji. Bariery stanowią także wysokie koszty energii, niepewność, niedobór kadr i duży udział małych przedsiębiorstw. W 2023 r. firmy zatrudniające co najmniej 50 pracowników finansowały niemal 70% nakładów na środki trwałe ze środków własnych, a tylko około 10% kredytem bankowym. Uzależnia to inwestycje od bieżących wyników firm i zwiększa ich wrażliwość na koniunkturę. Ponieważ dostępność finansowania nie jest wskazywana jako

bariera częściej niż przeciętnie w UE, problem obejmuje również słaby popyt na kredyt, niepewność i preferowanie zatrzymanych zysków (Bujak et al., 2025).

Niski zasób kapitału i niedostateczne tempo pogłębiania kapitałowego ograniczają długookresowy wzrost produktywności, automatyzację i możliwość kompensowania malejących zasobów pracy. Nominalna relacja inwestycji do PKB zawyża jednak skalę niedoinwestowania: korekta cenowa i odniesienie nakładów do istniejącego majątku wskazują na większą intensywność inwestowania, choć nie eliminują problemu niewielkiej bazy kapitałowej. Główne wyzwanie ma zatem charakter strukturalny i dotyczy niskich inwestycji przedsiębiorstw, niewielkich nakładów na własność intelektualną oraz słabego przekształcania oszczędności w produktywnie aktywa. Potrzebne jest nie mechaniczne zwiększanie wszystkich nakładów, lecz poprawa przewidywalności otoczenia, rozwoju i finansowania przedsiębiorstw oraz wsparcie inwestycji zwiększających produktywność, innowacyjność i efektywność energetyczną. O potencjale wzrostowym przesądzi więc zdolność gospodarki do trwałego zwiększania zasobu produktywnego kapitału na pracownika, a nie sama nominalna stopa inwestycji.

Wnioski te mają bezpośrednie znaczenie dla konstrukcji konsolidacji fiskalnej. W warunkach ograniczonej przestrzeni fiskalnej inwestycje publiczne mogą stać się stosunkowo łatwym przedmiotem redukcji lub przesunięć. Konsolidacja prowadzona przede wszystkim ich kosztem mogłaby jednak osłabić akumulację kapitału, produktywność i przyszłą bazę podatkową. Ochrona inwestycji nie powinna oznaczać utrzymywania wszystkich nakładów, lecz selekcję projektów według ich wpływu na produktywność, bezpieczeństwo, innowacyjność oraz zdolność do uruchamiania inwestycji prywatnych.

7.3. Zmiana struktury finansowania unijnego i europejskiego modelu rozwoju

Fundusze Unii Europejskiej pozostają istotnym źródłem finansowania inwestycji w Polsce, ale w najbliższych latach zmieniają się zarówno skala impulsu, jak i zasady dostępu do środków. W krótkim okresie najważniejsze znaczenie ma zakończenie Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności, natomiast w dłuższej perspektywie znaczące będzie przejście do nowych wieloletnich ram finansowych UE na lata 2028–2034. Proces ten nie oznacza prostego zaniku finansowania zewnętrznego. Wiąże się raczej z przejściową luką między instrumentami oraz zmianą struktury budżetu UE w kierunku finansowania silniej powiązanego z reformami, wynikami, konkurencyjnością i bezpieczeństwem.



Według projekcji NBP kulminacja absorpcji środków z KPO nastąpi w 2026 r. i będzie jednym z głównych czynników przyspieszenia wzrostu PKB do 3,9%. Napływ funduszy ma podnieść dynamikę nakładów brutto na środki trwałe do poziomu zbliżonego do dwucyfrowego. Po zakończeniu wydatkowania środków KPO, przyjętym w projekcji do końca 2027 r., dynamika inwestycji i aktywności gospodarczej ma jednak wyraźnie osłabnąć. NBP nie przewiduje całkowitego załamania inwestycji, ponieważ w latach 2026–2028 kontynuowane będą wieloletnie projekty, między innymi w energetyce, sieciach przesyłowych i infrastrukturze transportowej. Prognozowane spowolnienie wynika przede wszystkim z wysokiej bazy i zmniejszenia skali dodatkowego impulsu finansowanego przez KPO, a nie z całkowitego wygaśnięcia inwestycji wspieranych przez UE (NBP, 2026).

Oznacza to ryzyko przejściowego „klifu inwestycyjnego”, szczególnie jeżeli projekty obecnej perspektywy będą wygasły szybciej, niż uruchamiane będą środki nowych wieloletnich ram finansowych. Skutki tego zjawiska zależą od zdolności do płynnego przejścia między instrumentami, przygotowania odpowiedniej liczby dojrzałych projektów oraz zapewnienia ich współfinansowania. W warunkach wysokiego deficytu i konieczności konsolidacji fiskalnej wygospodarowanie środków krajowych może konkurować z innymi priorytetami, zwłaszcza wydatkami obronnymi, społecznymi i kosztami obsługi długu. Ryzyko dotyczy zatem nie tylko dostępności środków unijnych, ale również krajowej przestrzeni fiskalnej niezbędnej do ich wykorzystania.

Perspektywa po 2027 r. jest jednak korzystniejsza, niż wynikałoby z założenia o trwałym ograniczeniu transferów do Polski. Komisja Europejska zaproponowała wieloletni budżet UE na lata 2028–2034 o wartości 1,98 bln euro, odpowiadającej przeciętnie 1,26% dochodu narodowego brutto Unii. Na Plany Partnerstwa Krajowego i Regionalnego ma zostać przeznaczony 865 mld euro, w tym 50 mld euro ze Społecznego Funduszu Klimatycznego. W propozycji Komisji dla Polski przewidziano największą spośród wszystkich państw członkowskich kopertę, wynoszącą 123,3 mld euro w cenach bieżących. Obejmuje ona 112,6 mld euro alokacji ogólnej, 8,8 mld euro ze Społecznego Funduszu Klimatycznego oraz 1,9 mld euro na migrację, granice i bezpieczeństwo (European Commission, 2025a, 2025b).

Kwoty tej nie należy jednak bezpośrednio porównywać z około 76 mld euro polityki spójności dostępnych dla Polski w perspektywie 2021–2027. Nowa koperta łączy środki dotychczas ujmowane w odrębnych instrumentach, w tym politykę spójności, wspólną politykę rolną, rybołówstwo, politykę klimatyczną

oraz sprawy wewnętrzne. Jest ponadto alokacją brutto, a nie saldem po odjęciu składki Polski do budżetu UE. Nie obejmuje również środków z programów zarządzanych centralnie, o które podmioty z państw członkowskich będą konkurowały na poziomie europejskim.

Rubio and Alcidi (2026) zwracają uwagę, że ogólna część Planów Partnerstwa, wynosząca około 749,8 mld euro, jest nominalnie zbliżona do łącznych środków obecnej polityki spójności i wspólnej polityki rolnej. W cenach stałych oznacza jednak spadek o około 14%. Udziały poszczególnych państw w alokacjach mają pozostać względnie stabilne dzięki zastosowaniu limitów i mechanizmów zabezpieczających. Przy obecnym kształcie propozycji Polska zachowa zatem pozycję największego beneficjenta kopert krajowych, ale realna wartość finansowania objętego wspólnym zarządzaniem nie wzrośnie proporcjonalnie do nominalnej kwoty 123,3 mld euro.

Zasadnicza zmiana dotyczy również architektury budżetu. Komisja proponuje połączenie 14 dotychczas odrębnych funduszy w jeden system Planów Partnerstwa Krajowego i Regionalnego. Plany mają obejmować inwestycje i reformy odpowiadające priorytetom UE oraz wyzwaniom wskazywanym w europejskim semestrze. Państwa otrzymają większą elastyczność w projektowaniu interwencji, ale wypłaty mają być uzależnione od osiągania kamieni milowych i wartości docelowych. Model ten przenosi na przyszły budżet część doświadczeń KPO: finansowanie będzie w mniejszym stopniu oparte na refundowaniu poniesionych kosztów, a w większym – na ocenie rezultatów (European Commission, 2025a).

Integracja funduszy może ograniczyć rozdrobnienie programów i ułatwić łączenie inwestycji z reformami strukturalnymi. Jednocześnie Rubio and Alcidi (2026) wskazują na ryzyko większej centralizacji decyzji, osłabienia pozycji władz regionalnych i konkurencji między celami finansowanymi dotychczas z odrębnych źródeł. W warunkach realnie mniejszej koperty włączenie do jednego planu spójności, rolnictwa, bezpieczeństwa i polityki przemysłowej może prowadzić do przesuwania środków między tymi obszarami. Większa elastyczność nie musi więc oznaczać automatycznego zwiększenia nakładów na inwestycje rozwojowe; jej skutki będą zależały od krajowego wyboru priorytetów i jakości systemu zarządzania.

Drugim kierunkiem zmian jest zwiększenie roli instrumentów zarządzanych centralnie. Komisja proponuje przeznaczenie 409 mld euro na Europejski Fundusz Konkurencyjności wraz z programem „Horyzont Europa”. Środki mają wspierać badania, innowacje, cyfryzację, technologie strategiczne, dekarbonizację,

biotechnologię, obronność i sektor kosmiczny. Finansowanie ma obejmować cały cykl projektu – od badań do wdrożenia i zwiększania skali – oraz wykorzystywać dotacje, pożyczki, gwarancje, zamówienia i instrumenty kapitałowe w celu mobilizowania inwestycji prywatnych (European Commission, 2025a).

Wzrost znaczenia programów zarządzanych centralnie niesie ze sobą ryzyko wzmacniania asymetrii między państwami członkowskimi. Dostęp do nich zależy bowiem od jakości projektów, zdolności tworzenia konsorcjów, potencjału technologicznego oraz możliwości zapewnienia współfinansowania publicznego i prywatnego. Mechanizm ten może sprzyjać państwom dysponującym silniejszymi przedsiębiorstwami, zapleczem badawczym i większą przestrzenią fiskalną. Formalnie równy dostęp do instrumentów nie musi zatem oznaczać równych możliwości ich wykorzystania.

Dla Polski oznacza to przesunięcie od modelu opartego głównie na absorpcji wcześniej przydzielonej koperty do modelu dwutorowego. Pierwszy tor będą stanowiły nadal duże środki krajowe i regionalne, drugi zaś – programy centralne, w których o finansowaniu decydują jakość projektu, jego znaczenie europejskie, zdolność tworzenia konsorcjów oraz możliwość uruchomienia kapitału prywatnego. Utrzymanie wysokiej wartości finansowania zewnętrznego będzie więc zależało nie tylko od wielkości przyznanej Polsce koperty, lecz również od skuteczności przedsiębiorstw, uczelni i instytucji publicznych w konkurencji o środki centralne.

Dokładne zróżnicowanie intensywności wsparcia w Polsce nie zostało jeszcze ustalone. Projekt zachowuje maksymalny udział środków UE wynoszący 85% w regionach słabiej rozwiniętych, 60% w regionach przejściowych i 40% w regionach lepiej rozwiniętych. Przy utrzymaniu obecnej klasyfikacji większość polskich regionów korzystałaby z najwyższej stopy dofinansowania, dolnośląskie i wielkopolskie ze stopy właściwej regionom przejściowym, a region warszawski stołeczny – regionom lepiej rozwiniętym. Ostateczna klasyfikacja i terytorialny podział środków zostaną jednak określone w polskim Krajowym i Regionalnym Planie Partnerstwa oraz zatwierdzone przez Komisję przed rozpoczęciem perspektywy w roku 2028 (Rubio & Alcidi, 2026).

Istotą zmiany nie jest zatem koniec dużego finansowania unijnego, lecz przejście do bardziej warunkowego, wynikowego i konkurencyjnego modelu jego dystrybucji. Model ten może zwiększać efektywność wykorzystania środków, ale również wzmacniać asymetrię wynikającą z różnic w potencjale technologicznym, instytucjonalnym i fiskalnym państw. Dla Polski

oznacza to, że ograniczeniem może stać się nie tylko dostęp do środków, lecz również zdolność do zapewnienia współfinansowania krajowego w warunkach przyszłej konsolidacji fiskalnej. Ryzyko to wiąże się z szerszą zmianą polityki gospodarczej UE w kierunku konkurencyjności, bezpieczeństwa i aktywnej polityki przemysłowej.

7.4. Zmiana polityki gospodarczej Unii Europejskiej

Zmianie struktury finansowania unijnego towarzyszy szerszy zwrot w polityce gospodarczej UE. Polityka przemysłowa, przez wiele lat podporządkowana zasadom jednolitego rynku i ograniczaniu pomocy publicznej, jest obecnie traktowana jako instrument zwiększania konkurencyjności, odporności oraz bezpieczeństwa gospodarczego. Obejmuje ona między innymi technologie cyfrowe, półprzewodniki, energetykę, surowce krytyczne, przemysł obronny i dekarbonizację. Nie oznacza to jednak powstania jednolitej i w pełni scentralizowanej polityki przemysłowej. Zmiana polega przede wszystkim na rozszerzaniu wyjątków od zasad pomocy państwa, uruchamianiu instrumentów sektorowych oraz łączeniu regulacji z finansowaniem publicznym i mobilizowaniem kapitału prywatnego (Śćępanović & Szabó, 2026).

Przykładem tego zwrotu są ważne projekty stanowiące przedmiot wspólnego europejskiego zainteresowania (IPCEI). Instrument ten wykorzystuje istniejący od traktatu rzymskiego wyjątek od zakazu pomocy państwa, który dopiero od 2014 r. został przekształcony w podstawę aktywnej polityki przemysłowej. IPCEI umożliwiają finansowanie przedsięwzięć o wysokim poziomie ryzyka, obejmujących badania, rozwój, innowacje i pierwsze wdrożenie przemysłowe. Stosowano je między innymi w obszarze mikroelektroniki, baterii, wodoru i ochrony zdrowia (Seidl & Lopes-Valença, 2026). Polityka przemysłowa UE wykorzystuje zatem coraz częściej dotacje, gwarancje, instrumenty kapitałowe i zamówienia publiczne w celu ograniczania ryzyka projektów oraz pobudzania inwestycji prywatnych.

Zmiana ta ma również wymiar geoeconomiczny. Na przykładzie półprzewodników widoczne jest dążenie do zakotwiczenia w Europie produkcji uznawanej za strategiczną oraz ograniczenia zależności od dostawców zewnętrznych. Realizacja tego celu wymaga jednak współpracy z przedsiębiorstwami dysponującymi odpowiednią technologią, wiedzą oraz kontrolą nad kluczowymi elementami łańcuchów wartości. W rezultacie duże podmioty przemysłowe zyskują istotny wpływ na określanie kierunków interwencji publicznej, a granica między interesem publicznym



i strategiami największych przedsiębiorstw staje się mniej wyraźna (Ruck, 2026).

Nowy model polityki gospodarczej może zwiększać produktywność wspieranych inwestycji, ale nie jest neutralny terytorialnie. Symulacje Casas et al. (2026) wskazują, że konkurencyjnie przydzielane programy misyjne mogą przynosić wyższe długookresowe efekty w zakresie PKB niż instrumenty ukierunkowane terytorialnie, lecz jednocześnie koncentrują korzyści w regionach bardziej rozwiniętych i zwiększają nierówności regionalne. Polityka spójności silniej wspiera natomiast zatrudnienie i ograniczanie różnic rozwojowych. Powstaje zatem napięcie między maksymalizacją zagregowanych efektów gospodarczych a realizacją celu konwergencji regionalnej.

Ryzyko asymetrii wynika również z różnic w potencjale technologicznym, jakości zaplecza badawczego, zdolności instytucjonalnej i przestrzeni fiskalnej państw. IPCEI są koordynowane na poziomie europejskim, ale finansowane przede wszystkim z budżetów krajowych. Możliwość uczestnictwa w tych projektach zależy więc nie tylko od jakości przedsięwzięć, lecz także od gotowości i zdolności państwa do udzielenia pomocy publicznej oraz od potencjału badawczo-rozwojowego przedsiębiorstw. Mechanizm ten może utrzymywać przewagę gospodarek dysponujących już rozwiniętymi ekosystemami innowacji i silnymi przedsiębiorstwami, zamiast umożliwiać słabszym regionom wejście do działalności o wyższej wartości dodanej (Wigger, 2023). Jak wskazuje Ambroziak (2025), o możliwościach udziału w IPCEI decydują także zdolności absorpcyjne przedsiębiorstw oraz zasoby fiskalne, które państwo może przeznaczyć na ich wsparcie. Formalnie równy dostęp do instrumentów europejskich nie musi zatem oznaczać równych możliwości ich wykorzystania.

Dla Polski mechanizm ten tworzy szczególne napięcie między koniecznością konsolidacji fiskalnej a potrzebą zwiększania udziału w nowej europejskiej polityce przemysłowej. Ograniczanie deficytu zmniejsza przestrzeń do finansowania krajowego wkładu w projekty wymagające pomocy publicznej, podczas gdy rezygnacja z udziału w takich przedsięwzięciach może osłabiać możliwości wejścia do nowych segmentów europejskich łańcuchów wartości. Koszt konsolidacji może więc obejmować nie tylko ograniczenie bieżących inwestycji publicznych, lecz także utratę części przyszłych możliwości technologicznych i przemysłowych, jeżeli wydatki przeznaczone na współfinansowanie projektów strategicznych będą traktowane tak samo jak pozostałe kategorie wydatków.

Dotychczasowe wykorzystanie IPCEI potwierdza występowanie tej asymetrii. Francja i Włochy

uczestniczyły we wszystkich dziesięciu projektach uruchomionych do czasu przygotowania raportu Ambroziaka, a Niemcy w ośmiu. Polska uczestniczyła wprawdzie w siedmiu projektach, jednak wartość zatwierdzonej dla niej pomocy publicznej wyniosła niewiele ponad 1 mld euro, wobec 13,1 mld euro we Włoszech, 10 mld euro w Niemczech i 5 mld euro we Francji (Ambroziak, 2025). Sam udział w wielu projektach nie oznacza zatem porównywalnej skali zaangażowania ani równych możliwości czerpania z nich korzyści. Dane te konkretyzują szerszą diagnozę Wigger (2023), zgodnie z którą polityka przemysłowa oparta na istniejących zdolnościach technologicznych może reprodukcować hierarchiczny podział pracy w UE i wzmacniać koncentrację najbardziej dochodowych etapów produkcji w gospodarkach rdzenia.

Skali tej różnicy nie można jednak przypisać wyłącznie ograniczeniom fiskalnym. Z przedstawionych analiz wynika, że jest ona rezultatem współwystępowania kilku czynników: mniejszej zdolności do finansowania krajowej pomocy publicznej, słabszej pozycji dużych przedsiębiorstw i ekosystemów technologicznych oraz ograniczeń instytucjonalnych związanych z przygotowaniem projektów i wczesnym włączaniem się w europejskie konsorcja. Dostępne dane nie pozwalają wiarygodnie rozdzielić względnego znaczenia tych czynników, dlatego skalę polskiego zaangażowania w IPCEI należy traktować jako rezultat ich łącznego oddziaływania, a nie wyłącznie jako konsekwencję mniejszej przestrzeni fiskalnej.

Ograniczenie tego mechanizmu wymagałoby przynajmniej częściowego przeniesienia finansowania polityki przemysłowej na poziom UE. Wspólne finansowanie mogłoby zmniejszyć zależność udziału w projektach od kondycji budżetów krajowych, ograniczyć wyścig subsydiów oraz ułatwić włączenie państw mających odpowiednie zaplecze edukacyjne i badawcze, lecz słabszą bazę przemysłową i finansową. Ambroziak (2025) podkreśla jednak, że środki na ten cel nie powinny pochodzić z ograniczenia polityki spójności. Konieczne byłoby znalezienie nowych źródeł finansowania, tak aby zwiększanie konkurencyjności europejskiego przemysłu nie odbywało się kosztem konwergencji społecznej, gospodarczej i terytorialnej.

Dla państw Europy Środkowo-Wschodniej zwrot ten niesie zarówno zagrożenia, jak i możliwości. Polityka oparta na wspieraniu „europejskich czempionów” może kierować środki przede wszystkim do przedsiębiorstw i regionów należących do gospodarczego rdzenia UE. Jednocześnie rozwój europejskich łańcuchów wartości może umożliwić przedsiębiorstwom z Europy Środkowo-Wschodniej awans technologiczny. Dotychczasowa reakcja państw V4 pozostaje

jednak ostrożna, a ich udział w aktywnym kształtowaniu nowych instrumentów polityki przemysłowej jest ograniczony (Śćępanović & Szabó, 2026).

W przypadku Polski zasadniczym wyzwaniem staje się zatem nie tylko dostęp do finansowania, lecz również zdolność do wczesnego włączania się w europejskie inicjatywy przemysłowe, budowania konsorcjów oraz przygotowywania projektów odpowiadających strategicznym priorytetom UE. Bierne dostosowywanie się do polityk formułowanych na poziomie unijnym może utrzymywać zależną pozycję polskiej gospodarki w europejskich łańcuchach wartości. Aktywne uczestnictwo w IPCEI, rozwijanie krajowych kompetencji technologicznych oraz udział w kształtowaniu europejskiej polityki przemysłowej mogą natomiast wspierać przechodzenie do działalności o wyższej wartości dodanej (Radło, 2026).

Osiągnięcie tego celu wymaga skoordynowania polityki przemysłowej, innowacyjnej, energetycznej i fiskalnej. W warunkach konsolidacji oznacza to konieczność selektywnej ochrony środków przeznaczonych na współfinansowanie projektów o wysokim znaczeniu strategicznym, zamiast równomiernego ograniczania wszystkich wydatków inwestycyjnych. Ograniczona przestrzeń fiskalna zwiększa zarazem znaczenie wcześniejszej selekcji przedsięwzięć, koncentracji środków na projektach o największym potencjale technologicznym oraz wykorzystywania instrumentów pozwalających mobilizować kapitał prywatny i europejski przy możliwie małym zaangażowaniu środków budżetowych. Konieczne jest także odpowiednio wczesne przygotowywanie projektów i konsorcjów, ponieważ w nowych instrumentach europejskich dostęp do finansowania zależy w większym stopniu od gotowości projektu niż od samego istnienia krajowej alokacji środków (Radło, 2026).

Zmiana polityki gospodarczej UE stwarza Polsce możliwość technologicznego awansu, ale korzyści z niej nie będą rozłożone automatycznie. Instrumenty

oparte na konkurencji projektowej, krajowej pomocy publicznej i współpracy z dużymi przedsiębiorstwami mogą wzmacniać przewagę państw dysponujących większym potencjałem technologicznym, instytucjonalnym i fiskalnym. Dla Polski kluczowe będzie zatem przejście od roli odbiorcy środków unijnych do roli aktywnego uczestnika i współtwórcy europejskiej polityki przemysłowej. Ocena możliwości dokonania takiej zmiany wymaga analizy krajowych uwarunkowań instytucjonalnych i fiskalnych.

7.5. Zdolność instytucjonalna do absorpcji i współfinansowania instrumentów UE

Ocena zdolności Polski do wykorzystania nowych instrumentów UE powinna uwzględniać nie tylko sprawność administracyjnego wydatkowania środków, lecz również zdolność wyboru projektów o znaczeniu strategicznym, zapewnienia ich współfinansowania oraz mobilizowania przedsiębiorstw i jednostek badawczych. Jak wskazano w podrozdziale 7.2, luka inwestycyjna Polski koncentruje się przede wszystkim w sektorze przedsiębiorstw oraz w nakładach na badania, własność intelektualną i zaawansowane technologie. Utrzymanie konwergencji wymaga zatem ukierunkowania finansowania na innowację, automatyzację, transformację energetyczną i rozwój krajowych kompetencji technologicznych.

Dane dotyczące kolejnych perspektyw finansowych, zaprezentowane w Tab. 34, potwierdzają wysoką zdolność Polski do wykorzystania tradycyjnych funduszy UE. W perspektywie 2014–2020 umowami objęto całość dostępnej alokacji, a poziom jej rozliczenia wyniósł 99,7%. Także w perspektywie 2021–2027 do 20 września 2026 r. umowami objęto 70,3% dostępnych środków. Wyniki te potwierdzają sprawność administracyjną systemu absorpcji, nie przesądzają jednak o jakości finansowanych projektów ani o zdolności do konkurowania o instrumenty wymagające budowania konsorcjów, współfinansowania i ponoszenia części ryzyka.

Tab. 35. Stan wykorzystania środków UE w Polsce w kolejnych perspektywach finansowych

Perspektywa finansowa	Stan wykorzystania
2007–2013	ponad 100% alokacji w wyniku nadkontraktacji
2014–2020	100% alokacji objętej umowami; 99,7% alokacji rozliczonej
2021–2027	70,3% alokacji objętej umowami według stanu na 20.09.2026

Źródło: www.funduszeuropejskie.gov.pl, www.gov.pl.



Polska dysponuje znacznym doświadczeniem w wykorzystywaniu funduszy unijnych. Ponad dwadzieścia lat członkostwa w UE pozwoliło administracji centralnej i samorządowej rozwinąć kompetencje w przygotowywaniu, wdrażaniu i rozliczaniu projektów. E4 ocenił, że Polska nauczyła się absorbować i współfinansować instrumenty europejskie, a dotychczasowe rezultaty potwierdzają sprawność istniejącego systemu. Podobnie E5 uznała zdolność absorpcyjną administracji krajowej i samorządowej za jedną z mocnych stron Polski, mimo występujących okresowo opóźnień. Pozytywne, choć bardziej ogólne oceny sformułowali również E2, E6 i E7. Polska nie musi zatem budować od podstaw administracyjnej zdolności do wykorzystywania środków europejskich.

Dotychczasowe doświadczenie dotyczy jednak przede wszystkim modelu opartego na wcześniej przyznanych kopertach krajowych i regionalnych oraz refundowaniu kosztów kwalifikowanych. Tymczasem zdolność do wykorzystania dostępnych środków nie jest równoznaczna z ich efektywnym wykorzystaniem rozwojowym. E2 zwrócił uwagę, że wysoka absorpcja może obejmować również przedsięwzięcia o ograniczonym wpływie na długookresowy rozwój. E1 wskazał natomiast na ryzyko rozdrobnienia interwencji oraz dostosowywania projektów przede wszystkim do formalnych zasad finansowania. Kryterium sukcesu nie może być zatem wyłącznie wartość wydanych środków, lecz powstanie produktywnych aktywów, zdolności badawczo-rozwojowych oraz krajowych kompetencji umożliwiających przemysłowe wdrażanie nowych technologii.

W nowych ramach polityki gospodarczej UE różnica ta nabiera szczególnego znaczenia. Programy zarządzane centralnie, IPCEI oraz instrumenty Europejskiego Funduszu Konkurencyjności będą wymagały nie tylko poprawnego przygotowania wniosku, lecz także odpowiednio wczesnego zidentyfikowania przedsięwzięcia, znalezienia partnerów i zbudowania konsorcjum. Państwo powinno być zdolne do wskazywania priorytetów technologicznych, koordynowania działań administracji, przedsiębiorstw i jednostek badawczych oraz uczestniczenia w kształtowaniu instrumentów jeszcze przed ogłoszeniem naboru. Dotychczasowe kompetencje absorpcyjne pozostają więc potrzebne, ale muszą zostać uzupełnione zdolnością strategiczną i koordynacyjną.

Ograniczeniem Polski jest również niewielka liczba przedsiębiorstw zdolnych do pełnienia funkcji liderów dużych projektów technologicznych. Instrumenty takie jak IPCEI wymagają udziału podmiotów dysponujących zapleczem badawczo-rozwojowym, doświadczeniem międzynarodowym i zdolnością organizowania rozbudowanych łańcuchów dostaw. Jak

wskazano w podrozdziale 7.4, dotychczasowy udział Polski w IPCEI był relatywnie szeroki pod względem liczby projektów, lecz znacznie mniejszy pod względem wartości zatwierdzonej pomocy publicznej niż w największych gospodarkach UE. Pokazuje to, że administracyjna zdolność uczestnictwa w programach europejskich nie jest równoznaczna ze zdolnością do odgrywania w nich roli lidera technologicznego. Brak krajowych przedsiębiorstw dysponujących odpowiednią skalą, zapleczem badawczo-rozwojowym i doświadczeniem międzynarodowym może sprawiać, że polskie podmioty będą częściej występowały jako partnerzy lub dostawcy w przedsięwzięciach kierowanych przez przedsiębiorstwa z innych państw UE.

Zadaniem państwa nie powinno być administracyjne wyznaczanie narodowych czempionów ani bezwarunkowe wspieranie największych przedsiębiorstw. Takie podejście zwiększałoby ryzyko nietrafnego wyboru technologii oraz podporządkowania interwencji interesom poszczególnych firm. Państwo powinno natomiast tworzyć warunki umożliwiające przedsiębiorstwom zwiększanie skali, rozwijanie działalności badawczej i obejmowanie roli liderów lub istotnych partnerów w międzynarodowych konsorcjach. Wymaga to przejrzystych kryteriów wyboru przedsięwzięć, powiązania pomocy z mierzalnymi efektami oraz zapewnienia rozprzestrzeniania się wiedzy i korzyści na inne krajowe podmioty.

Zdolność do uczestnictwa w nowych instrumentach będzie ponadto ograniczana przez sytuację finansów publicznych. Polska wchodzi w okres prawdopodobnej konsolidacji z wysokim deficytem, rosnącym długiem i kosztami jego obsługi oraz znacznymi zobowiązaniami w obszarze obronności i polityki społecznej. E1 podkreślał, że w warunkach presji fiskalnej nakłady inwestycyjne są zazwyczaj ograniczane wcześniej niż wydatki bieżące. E5 wskazała, że zmniejszanie przestrzeni budżetowej może utrudnić zapewnienie wkładu krajowego, szczególnie przez samorządy, natomiast E6 uznał, że bufora fiskalne zostały w znacznym stopniu wyczerpane. Polska może zatem dysponować odpowiednio przygotowanym projektem i formalnym dostępem do instrumentu UE, lecz nie mieć wystarczającej przestrzeni do zapewnienia wkładu krajowego lub wymaganej pomocy publicznej.

Z punktu widzenia konsolidacji fiskalnej powstaje zatem problem selekcji wydatków. Ograniczenie środków przeznaczonych na współfinansowanie może stosunkowo szybko zmniejszyć potrzeby budżetowe, ale jednocześnie prowadzić do rezygnacji z projektów, w których ograniczony wkład krajowy umożliwia uruchomienie znacznie większego finansowania europejskiego i prywatnego. Koszt fiskalny projektu nie powinien być więc oceniany wyłącznie przez wielkość

krajowego wkładu, lecz także przez skalę środków zewnętrznych, które dzięki niemu można zmobilizować, oraz przez wpływ przedsięwzięcia na produktywność i przyszłą bazę podatkową.

Nie oznacza to wyłączenia współfinansowania projektów europejskich spod konsolidacji. Przy ograniczonej przestrzeni fiskalnej konieczne staje się ustalenie hierarchii przedsięwzięć i ochrona tych, które łączą wysoki efekt rozwojowy z możliwością mobilizowania dodatkowego kapitału. W praktyce wymaga to wieloletniego planowania krajowego wkładu do najważniejszych instrumentów UE, wcześniejszego zabezpieczania środków na projekty strategiczne oraz powiązania decyzji o współfinansowaniu z oceną ich dodatkowości, efektu dźwigni i wpływu na produktywność. Konsolidacja fiskalna zwiększa więc znaczenie jakości selekcji projektów, zamiast eliminować potrzebę ich współfinansowania.

Ochrona wydatków rozwojowych nie może jednak oznaczać mechanicznego wyłączenia wszystkich inwestycji spod konsolidacji. Konieczna jest selekcja przedsięwzięć według ich wpływu na produktywność, bezpieczeństwo energetyczne, rozwój technologii oraz zdolność mobilizowania dodatkowych nakładów prywatnych i europejskich. W warunkach ograniczonych zasobów fiskalnych pierwszeństwo powinny uzyskiwać projekty, których realizacja bez udziału publicznego byłaby mało prawdopodobna, a które jednocześnie tworzą trwałe efekty rozwojowe.

Odpowiadając na pytanie badawcze, należy stwierdzić, że Polska posiada wysoką zdolność administracyjną do absorpcji tradycyjnych funduszy UE, co potwierdzają zarówno doświadczenia poprzednich perspektyw finansowych, jak i wyniki wywiadów eksperckich. Zdolność do wykorzystania nowych instrumentów pozostaje jednak bardziej złożona. Wymaga nie tylko sprawnej administracji, lecz także selekcji projektów strategicznych, budowania konsorcjów, koordynacji polityki przemysłowej i innowacyjnej, mobilizowania kapitału prywatnego oraz zapewnienia krajowego współfinansowania. W warunkach konsolidacji fiskalnej szczególnego znaczenia nabiera więc ochrona przestrzeni dla projektów, w których ograniczone zaangażowanie środków krajowych umożliwia uruchomienie znacznie większego finansowania europejskiego i prywatnego. Kluczowym wyzwaniem staje się przejście od zdolności sprawnego wydawania środków do zdolności tworzenia, selekcjonowania i współfinansowania przedsięwzięć budujących trwały potencjał technologiczny polskiej gospodarki. Podział funkcji między finansowaniem publicznym, bankowym i kapitałowym oraz związane z nim ryzyko wypychania inwestycji prywatnych zostaną przeanalizowane w rozdziale 8.

7.6. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze

19. Jak niski poziom inwestycji wpływa na długookresowy potencjał wzrostowy polskiej gospodarki?

Inwestycje w Polsce pozostają niskie, zwłaszcza w relacji do potrzeb wynikających z niewielkiego zasobu kapitału, starzenia się ludności, transformacji energetycznej i konieczności zwiększenia innowacyjności gospodarki. Luka inwestycyjna koncentruje się przede wszystkim w sektorze przedsiębiorstw oraz w nakładach na własność intelektualną, badania i zaawansowane technologie. Ogranicza to możliwości wzrostu produktywności, automatyzacji oraz kompensowania zmniejszających się zasobów pracy i w dłuższej perspektywie może osłabiać proces konwergencji.

Ocena skali niedoinwestowania wymaga jednak uwzględnienia sposobu pomiaru. Nominalna relacja inwestycji do PKB częściowo zaniża rzeczywistą intensywność akumulacji ze względu na zmiany względnych cen dóbr inwestycyjnych i strukturę gospodarki. Jednocześnie dane Penn World Table wskazują, że w latach 2004–2023 zasób kapitału na pracownika w Polsce wzrastał, co nie potwierdza trwałego *capital shallowing* rozumianego jako bezwzględny spadek tej relacji. Problemem pozostaje natomiast niski poziom wyposażenia pracy w kapitał na tle innych państw regionu. Zasadnicze wyzwanie dotyczy więc zwiększania zasobu produktywnego kapitału oraz poprawy struktury i efektywności inwestycji, a nie odwracania trwałego procesu spadku kapitału na pracownika.

Z punktu widzenia konsolidacji fiskalnej oznacza to, że ograniczanie nierównowagi nie powinno następować przede wszystkim przez redukcję produktywnych inwestycji. Ich cięcie może poprawić saldo w krótkim okresie, ale równocześnie osłabić przyszłą produktywność, bazę podatkową i zdolność gospodarki do obsługi długu.

20. W jaki sposób ograniczenie transferów z budżetu UE po 2029 r., a wcześniej zakończenie Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności, zmieni warunki finansowania rozwoju Polski oraz postawę fiskalną państwa?

Dotychczasowe informacje dotyczące wieloletnich ram finansowych UE na lata 2028–2034 nie potwierdzają scenariusza znaczącego nominalnego ograniczenia transferów dostępnych dla Polski. Polska ma zachować pozycję



największego beneficjenta kopert krajowych i regionalnych, chociaż ich realna wartość może być niższa, a nowych alokacji nie można bezpośrednio porównywać z obecną polityką spójności. Jednocześnie zakończenie KPO może wywołać przejściowe osłabienie dynamiki inwestycji i ryzyko „klifu inwestycyjnego”, jeżeli projekty obecnej perspektywy będą wygasły szybciej, niż uruchamiane będą środki nowych ram finansowych.

Zasadnicza zmiana dotyczy jednak przede wszystkim natury finansowania. Większe znaczenie uzyskają instrumenty warunkowe, wynikowe i przyznawane w drodze konkurencji projektowej, w tym Europejski Fundusz Konkurencyjności. Dostęp do tych środków będzie w większym stopniu zależał od jakości projektów, potencjału technologicznego przedsiębiorstw, zdolności budowania konsorcjów oraz możliwości zapewnienia współfinansowania publicznego i prywatnego. Oznacza to przejście od modelu opartego głównie na absorpcji wcześniej przyznanych kopert do modelu, w którym rośnie znaczenie zdolności do przygotowania i współfinansowania konkurencyjnych przedsięwzięć o znaczeniu europejskim.

Zmiana ta będzie miała bezpośrednie konsekwencje dla polityki fiskalnej. W warunkach wysokiego deficytu i prawdopodobnej konsolidacji państwo będzie musiało jednocześnie ograniczać nierównowagę fiskalną oraz zachowywać zdolność do zapewniania wkładu krajowego i pomocy publicznej dla projektów pozwalających uruchomić większe finansowanie europejskie i prywatne. Zwiększy to znaczenie selekcji przedsięwzięć, wieloletniego planowania współfinansowania oraz ochrony wydatków o wysokim wpływie na produktywność, potencjał technologiczny i przyszłą bazę podatkową. Konsolidacja fiskalna prowadzona przede wszystkim kosztem takich wydatków mogłaby poprawić saldo w krótkim okresie, ale równocześnie osłabić zdolność Polski do wykorzystania nowego modelu polityki gospodarczej UE i ograniczyć jej przyszły potencjał wzrostowy.

W konsekwencji problemem nie będzie wyłącznie skala dostępnych środków unijnych, lecz coraz bardziej zdolność państwa do pogodzenia stabilizacji finansów publicznych z utrzymaniem przestrzeni dla współfinansowania projektów strategicznych. Oznacza to, że przyszła postawa fiskalna powinna w większym stopniu opierać się na selektywności wydatków niż na ich liniowym ograniczaniu, tak aby konsolidacja nie prowadziła do rezygnacji z przedsięwzięć o wysokim efekcie dźwigni i znaczeniu dla długookresowego rozwoju.

21. Czy Polska dysponuje wystarczającą zdolnością instytucjonalną do absorpcji i współfinansowania instrumentów unijnych?

Polska posiada wysoką zdolność administracyjną do wykorzystywania tradycyjnych funduszy UE. Potwierdzają to zarówno doświadczenia poprzednich perspektyw finansowych, jak i wyniki wywiadów eksperckich. W perspektywie 2014–2020 umowami objęto całość dostępnej alokacji, a 99,7% środków zostało rozliczonych. Także w perspektywie 2021–2027 poziom kontraktacji pozostaje wysoki. Oznacza to, że podstawowym ograniczeniem nie jest dziś sama zdolność administracyjna do wydatkowania wcześniej przyznanych środków.

Zmiana modelu finansowania europejskiego powoduje jednak, że dotychczasowe kompetencje nie będą wystarczające. Rosnące znaczenie programów zarządzanych centralnie, IPCEI i instrumentów konkurencyjnych zwiększa znaczenie wczesnej identyfikacji projektów strategicznych, budowania konsorcjów, koordynacji administracji, przedsiębiorstw i jednostek badawczych oraz mobilizowania kapitału prywatnego. Ograniczeniem pozostaje również niewielka liczba krajowych przedsiębiorstw zdolnych do pełnienia funkcji liderów dużych projektów technologicznych. Polska posiada więc silne kompetencje absorpcyjne, ale jej zdolność strategiczna i koordynacyjna wymaga dalszego wzmocnienia.

Drugim istotnym ograniczeniem jest zmniejszająca się przestrzeń fiskalna. Polska może dysponować dobrze przygotowanym projektem i formalnym dostępem do instrumentu UE, lecz nie mieć wystarczających środków na wymagany wkład krajowy lub pomoc publiczną. W warunkach konsolidacji fiskalnej szczególnego znaczenia nabiera więc selekcja przedsięwzięć oraz ochrona tych projektów, w których ograniczone zaangażowanie środków krajowych pozwala uruchomić znacznie większe finansowanie europejskie i prywatne. Wymaga to wieloletniego planowania wkładu krajowego, wcześniejszego zabezpieczania środków na projekty strategiczne oraz oceny ich dodatkowości, efektu dźwigni i wpływu na produktywność. Wklejony tekst

Odpowiedź na pytanie jest zatem warunkowa. Polska posiada wystarczającą zdolność do absorpcji tradycyjnych funduszy UE, ale jej zdolność do pełnego wykorzystania nowych instrumentów pozostaje niepełna. Jej wzmocnienie wymaga przejścia od sprawnego wydawania środków do zdolności tworzenia, selekcjonowania,

współfinansowania i koordynowania projektów o wysokim znaczeniu technologicznym i rozwojowym. W warunkach presji fiskalnej kluczowe będzie przy tym takie prowadzenie konsolidacji, aby nie eliminowała ona możliwości współfinansowania przedsięwzięć o wysokim efekcie rozwojowym i dużej zdolności mobilizowania dodatkowego kapitału.

prowadzić do wypychania finansowania rozwojowego sektora prywatnego?

25. Jakie warianty modeli finansowania rozwoju gospodarczego Polski można zidentyfikować w warunkach presji fiskalnej i jakie są ich implikacje dla stabilności fiskalnej, roli sektora finansowego oraz ryzyka wypychania finansowania prywatnego?

ROZDZIAŁ 8. FINANSOWANIE ROZWOJU POLSKI POD PRESJĄ

8.1. Wprowadzenie

Możliwości finansowania rozwoju Polski będą w najbliższych latach kształtowane przez narastającą presję fiskalną. Wysoki deficyt, rosnący dług i koszty jego obsługi oraz konieczność finansowania obronności zwiększają prawdopodobieństwo konsolidacji fiskalnej. Proces ten może ograniczyć bezpośrednie finansowanie inwestycji publicznych i zdolność zapewnienia wkładu krajowego do projektów europejskich. Jednocześnie wysokie potrzeby pożyczkowe państwa mogą zwiększać zaangażowanie banków w dług publiczny i wpływać na koszt oraz dostępność kapitału dla przedsiębiorstw. Utrzymanie wzrostu wymaga zatem takiego modelu finansowania, który pozwoli łączyć stabilność fiskalną z mobilizowaniem środków bankowych, kapitałowych, publicznych i europejskich.

Celem niniejszego rozdziału jest dokonanie oceny możliwości finansowania inwestycji rozwojowych w Polsce w warunkach presji fiskalnej oraz identyfikacja wariantów podziału funkcji i ryzyka między państwem, sektorem bankowym i rynkiem kapitałowym. Analizie poddano również mechanizmy, przez które rosnące potrzeby finansowe państwa mogą wypierać finansowanie prywatne, oraz instrumenty umożliwiające mobilizowanie dodatkowego kapitału bez nadmiernego zwiększania długu publicznego.

Realizacja tego celu wymaga udzielenia odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

22. Jak narastająca presja fiskalna wpływa na możliwości finansowania inwestycji rozwojowych w Polsce?
23. Jaką rolę powinien odgrywać sektor bankowy, a jakimi rynkami kapitałowymi w finansowaniu rozwoju gospodarczego Polski w warunkach presji fiskalnej?
24. W jakim stopniu oraz poprzez jakie mechanizmy rosnące potrzeby fiskalne państwa mogą

Rozdział ten rozpoczyna się od oceny wpływu presji fiskalnej i konsolidacji na skalę, strukturę i warunki finansowania inwestycji. Następnie przedstawiono komplementarne funkcje sektora bankowego i rynku kapitałowego. W dalszej części przeanalizowano mechanizmy wypychania finansowania prywatnego oraz znaczenie tego ryzyka w Polsce. Rozdział zamyka porównanie wariantów modeli finansowania rozwoju, różniących się zakresem udziału państwa, banków, rynku kapitałowego i instrumentów europejskich.

8.2. Presja fiskalna a możliwości finansowania inwestycji rozwojowych

Ustalenia wcześniejszych rozdziałów wskazują, że Polska wchodzi w okres podwyższonych potrzeb inwestycyjnych przy jednocześnie ograniczającej się przestrzeni fiskalnej. Wysoki deficyt, rosnący dług publiczny i zwiększające się koszty jego obsługi będą wymuszały stopniową konsolidację finansów publicznych. Powstaje zatem ryzyko, że konieczność ograniczania nierównowagi fiskalnej zbiegnie się z potrzebą zwiększenia nakładów na energetykę, obronność, infrastrukturę, cyfryzację i rozwój technologiczny.

Presja fiskalna ogranicza finansowanie inwestycji rozwojowych kilkoma kanałami. Po pierwsze, zmniejsza środki, które państwo może bezpośrednio przeznaczyć na inwestycje publiczne, dotacje oraz pomoc publiczną dla przedsiębiorstw. Po drugie, utrudnia zapewnienie wkładu krajowego wymaganego przy korzystaniu z instrumentów europejskich. Formalny dostęp do finansowania unijnego nie przesądza bowiem o możliwości jego wykorzystania, jeżeli państwo, samorządy lub przedsiębiorstwa nie są w stanie zapewnić współfinansowania. Po trzecie, rosnące potrzeby pożyczkowe zwiększają koszty obsługi zadłużenia, ograniczając środki dostępne na pozostałe zadania państwa.

Problem ten może się nasilić po zakończeniu realizacji Krajowego Planu Odbudowy. IMF (2025c) przewiduje, że wraz z wygasaniem środków z instrumentu Next-GenerationEU udział inwestycji publicznych w PKB Polski może zmniejszyć się o około 0,5 pkt proc. Fundusz zaleca w związku z tym ochronę wydatków kapitałowych podczas konsolidacji fiskalnej, co



wymagałoby znalezienia oszczędności w innych kategoriach budżetu. W kolejnej perspektywie finansowej wyzwaniem może być nie tylko wielkość środków europejskich, lecz również zmiana ich charakteru: większe znaczenie mogą uzyskać instrumenty konkurencyjne, pożyczkowe i kapitałowe, po które trudniej będzie sięgać bez odpowiednich projektów, wkładu własnego i zdolności do ponoszenia części ryzyka.

Skala potrzeb inwestycyjnych wskazuje przy tym, że ograniczenie finansowania publicznego nie może zostać zastąpione pojedynczym alternatywnym źródłem kapitału. Szacunkowe nakłady niezbędne do przeprowadzenia transformacji energetycznej, infrastrukturalnej, cyfrowej i obronnej wynoszą łącznie około 4 bln zł do 2040 r., podczas gdy sektor publiczny nie jest w stanie samodzielnie sfinansować takiej skali inwestycji. Jednocześnie poziom kredytowania przedsiębiorstw w Polsce pozostaje niski. Według szacunków Radło et al. (2025) finansowanie transformacji wymagałoby wzrostu relacji kredytów dla przedsiębiorstw do 20–25% PKB, co odpowiadałoby wolumenowi około 875–1050 mld zł do 2035 r. Oznacza to, że potencjalna luka finansowania ma charakter systemowy: ani sektor publiczny, ani sektor bankowy nie są w stanie samodzielnie sfinansować całej skali potrzeb, dlatego jej ograniczenie będzie wymagało jednoczesnego wykorzystania środków publicznych i europejskich, kredytu bankowego oraz kapitału prywatnego.

Inwestycje publiczne są szczególnie narażone na skutki konsolidacji, ponieważ ich ograniczenie jest politycznie i administracyjnie łatwiejsze niż szybka redukcja wydatków bieżących. Tak skonstruowane dostosowanie fiskalne może jednak poprawiać saldo budżetu kosztem osłabienia przyszłego potencjału wzrostowego. Z tego powodu także OECD (2025a) wskazuje, że ze względu na produktywny charakter inwestycji oraz nadal relatywnie niewielki zasób kapitału publicznego w Polsce nakłady inwestycyjne powinny być w możliwie dużym stopniu chronione podczas konsolidacji.

Ochrona inwestycji nie powinna jednak oznaczać utrzymywania wszystkich projektów niezależnie od ich jakości. Ograniczona przestrzeń fiskalna zwiększa znaczenie selekcji przedsięwzięć według ich społecznej stopy zwrotu, wpływu na produktywność oraz zdolności do uruchamiania dodatkowego kapitału prywatnego. OECD (2025a) rekomenduje między innymi utworzenie jednolitego portfela projektów inwestycyjnych, poprawę planowania kosztów utrzymania infrastruktury, konsolidację systemu monitorowania oraz częstsze oceny efektów zakończonych inwestycji. Presja fiskalna powinna zatem prowadzić nie tylko do ograniczania skali wydatków, lecz

także do poprawy jakości zarządzania inwestycjami publicznymi.

Wpływ konsolidacji fiskalnej na inwestycje nie jest przy tym jednoznaczny. W krótkim okresie ograniczenie wydatków publicznych może osłabiać popyt oraz zmniejszać liczbę przedsięwzięć współfinansowanych przez państwo. W średnim okresie wiarygodna konsolidacja może jednak ograniczyć premię za ryzyko, ustabilizować koszt finansowania państwa i stworzyć przestrzeń do łagodniejszej polityki pieniężnej. IMF (2025c) wskazuje, że zacieśnienie polityki fiskalnej w Polsce sprzyałoby procesowi dezinflacji i umożliwiło wcześniejsze obniżanie stóp procentowych. Skutki konsolidacji zależą więc przede wszystkim od jej struktury: dostosowanie oparte głównie na redukcji produktywnych inwestycji byłoby niekorzystne dla wzrostu, natomiast ograniczanie mniej efektywnych wydatków bieżących i poprawa dochodów państwa mogą pomagać w odbudowie przestrzeni fiskalnej bez trwałego osłabienia inwestycji.

W warunkach ograniczeń budżetowych zmianie powinna ulec także forma interwencji publicznej. Państwo nie musi finansować całego kosztu przedsięwzięcia, jeżeli może doprowadzić do jego realizacji poprzez gwarancję, pożyczkę, objęcie części ryzyka lub czasowy udział kapitałowy. EIB (2025b) wskazuje, że wsparcie publiczne jest skuteczniejsze, gdy ma charakter ukierunkowany. Podpiera to danymi o prawdopodobieństwie inwestowania przez przedsiębiorstwa w efektywność energetyczną, czyste technologie lub innowacje, które było o około 20 pkt proc. wyższe w przypadku właściwie dostosowanych instrumentów wsparcia. Nie uzasadnia to automatycznego zwiększania pomocy publicznej, lecz przemawia za jej koncentracją na projektach, których korzyści społeczne przewyższają zwrot możliwy do przejęcia przez prywatnego inwestora.

W Polsce poprawy wymaga również koordynacja dostępnych instrumentów. Komisja Europejska ocenia, że wsparcie publiczne jest rozproszone między liczne programy i priorytety, dostęp do niego pozostaje skomplikowany, a istniejące instrumenty w niewystarczającym stopniu mobilizują inwestycje prywatne, szczególnie w innowacje (European Commission, 2026c). Konsolidacji fiskalnej powinno więc towarzyszyć porządkowanie systemu wsparcia i przesuwanie środków w stronę instrumentów zapewniających efekt dźwigni, czyli pozwalających uruchomić dodatkowe inwestycje prywatne przy ograniczonym zaangażowaniu środków publicznych.

Podsumowując, skala potrzeb inwestycyjnych Polski przekracza możliwości ich finansowania z pojedynczego źródła, a rosnąca presja fiskalna dodatkowo

ogranicza zdolność sektora publicznego do pokrywania tej luki. Potrzeby transformacyjne szacowane na około 4 bln zł do 2040 r. wymagają zatem równoległego wykorzystania finansowania publicznego i europejskiego, kredytu bankowego oraz kapitału prywatnego. Presja fiskalna może ograniczać dostępność pierwszego z tych źródeł przez zmniejszenie bezpośrednich nakładów publicznych, utrudnienie zapewnienia współfinansowania oraz wzrost kosztów obsługi długu. Nie musi jednak prowadzić do trwałego osłabienia inwestycji, jeżeli konsolidacja będzie chronić projekty o wysokiej stopie zwrotu społecznego, poprawiać jakość ich selekcji i ograniczać mniej produktywnie wydatki. Wymaga to przejścia od modelu, w którym państwo przede wszystkim wydaje środki, do modelu, w którym również organizuje finansowanie, dzieli ryzyko i mobilizuje kapitał prywatny. Warunkiem powodzenia takiego podejścia jest jednak zachowanie stabilności finansów publicznych, ponieważ bez niej również pozabudżetowe źródła finansowania inwestycji stają się droższe i trudniej dostępne.

8.3. Komplementarna rola banków i rynków kapitałowych

Ograniczona przestrzeń fiskalna oznacza, że finansowanie rozwoju Polski nie może opierać się wyłącznie na wydatkach budżetowych i środkach europejskich. Konieczne jest zwiększenie udziału kapitału prywatnego, przy czym sektor bankowy i rynek kapitałowy powinny pełnić odmienne, lecz komplementarne funkcje. Podział ten wynika z różnic w sposobie oceny ryzyka, horyzoncie finansowania, wymaganych zabezpieczeniach oraz charakterze finansowanych przedsięwzięć.

Polskie przedsiębiorstwa finansują inwestycje przede wszystkim ze środków własnych. Według badania EIB środki wewnętrzne odpowiadały za 74% finansowania inwestycji polskich firm (EIB, 2025a). Zwiększa to zależność nakładów od bieżących wyników przedsiębiorstw i pogłębia ich wrażliwość na koniunkturę. Niewielki udział finansowania zewnętrznego nie wynika przy tym wyłącznie z ograniczeń jego podaży. Znaczenie mają również słaby popyt na kredyt, niepewność regulacyjna, preferowanie zatrzymanych zysków oraz niewielka skłonność przedsiębiorstw do podejmowania długoterminowego ryzyka (BGK & PIE, 2025).

Jak wskazywali Radło et al. (2025) sektor bankowy powinien odgrywać podstawową rolę w finansowaniu przedsiębiorstw o ustabilizowanej działalności, inwestycji wykorzystujących dojrzałe technologie oraz projektów generujących względnie przewidywalne przepływy pieniężne. Dotyczy to w szczególności modernizacji parku maszynowego, automatyzacji,

efektywności energetycznej oraz inwestycji małych i średnich przedsiębiorstw, które nie mają dostępu do rynku kapitałowego. Banki dysponują przewagą informacyjną wynikającą z długotrwałych relacji z klientami oraz kompetencjami w zakresie oceny zdolności kredytowej i monitorowania realizacji projektów. W tym zakresie podstawowym bankowym instrumentem finansowania projektów przedsiębiorstw są kredyty bankowe.

Możliwości sektora bankowego nie są jednak nieograniczone. Skala największych inwestycji energetycznych, infrastrukturalnych i technologicznych może przekraczać zdolność pojedynczych banków do ich finansowania, między innymi ze względu na wymogi kapitałowe i limity koncentracji. Jednocześnie wyniki analiz ZBP przedstawionych w części I wskazują, że na koniec I kwartału 2026 r. sektor bankowy dysponował dodatkowym potencjałem zwiększenia akcji kredytowej o około 598 mld zł. Analizowane scenariusze szokowe ograniczały ten potencjał, lecz nie prowadziły do jego wyczerpania. Ograniczenia te należy zatem odróżnić od bieżącej zdolności sektora do zwiększania finansowania gospodarki: dotyczą one przede wszystkim możliwości samodzielnego finansowania największych, długoterminowych projektów strategicznych. W przypadku wielkoskalowych przedsięwzięć związanych z transformacją energetyczną szczególna rola przypadnie zatem konsorcjom bankowym (Radło et al., 2025). Ponadto ekspert E5 zwracał uwagę na ograniczenia wynikające z wielkości krajowego sektora bankowego, natomiast ekspert E4 wskazywał na możliwość zwiększenia jego udziału w projektach energetycznych pod warunkiem zapewnienia stabilnych ram regulacyjnych. Realizacja największych przedsięwzięć inwestycyjnych będzie więc wymagała udziału EIB i innych europejskich instytucji finansowych oraz łączenia kredytu ze środkami publicznymi i kapitałem udziałowym.

Zwiększenie zdolności banków do finansowania inwestycji wymaga również ograniczenia bodźców skłaniających je do preferowania długu publicznego. Na problem ten wskazują autorzy raportu dotyczącego podatku bankowego, podkreślając, że obecna konstrukcja obciążenia zwiększa względną atrakcyjność skarbowych papierów wartościowych wobec kredytów dla sektora prywatnego (Pawlonka et al., 2025). Podobną rekomendację sformułował też IMF (2025c), wskazując na potrzebę przebudowy podatku od aktywów bankowych w sposób eliminujący preferencję dla długu publicznego względem kredytu prywatnego. Na zwiększenie finansowania inwestycji przedsiębiorstw przez banki wpływ ma także stabilność regulacji, ograniczenie ryzyka prawnego oraz zachowanie zdolności banków do akumulowania kapitałów własnych. Szczegółowe mechanizmy,



przez które finansowanie państwa może ograniczać kredytowanie przedsiębiorstw, przedstawiono w podrozdziale 8.4.

Z punktu widzenia sytuacji fiskalnej szczególne znaczenie ma struktura krajowego systemu finansowego. W warunkach wysokich potrzeb pożyczkowych państwa duże znaczenie sektora bankowego w absorpcji długu publicznego może zwiększać wrażliwość finansowania przedsiębiorstw na zmiany polityki fiskalnej, zwłaszcza gdy równocześnie rośnie popyt firm na kapitał inwestycyjny. Nie oznacza to automatycznego wypychania kredytu prywatnego, ponieważ jego skala zależy również od popytu przedsiębiorstw, płynności banków i warunków makroekonomicznych. Z tego względu rozwój rynku kapitałowego ma znaczenie nie tylko jako uzupełnienie kredytu bankowego, lecz także jako sposób dywersyfikacji źródeł finansowania i ograniczenia zależności inwestycji prywatnych od struktury bilansów banków oraz potrzeb pożyczkowych państwa.

Tradycyjny kredyt bankowy nie zawsze jest wystarczającym instrumentem samodzielnego finansowania przedsiębiorstw innowacyjnych, których podstawowe aktywa mają charakter niematerialny, przepływy pieniężne są niepewne, a możliwość ustanowienia tradycyjnych zabezpieczeń pozostaje ograniczona. W takich przypadkach finansowanie bankowe może być uzupełniane finansowaniem udziałowym, w tym *venture capital*, *private equity* oraz kapitałem przeznaczonym na skalowanie działalności, a także instrumentami gwarancyjnymi i mechanizmami podziału ryzyka. Rynek kapitałowy może również zapewniać długoterminowe finansowanie przez emisje akcji, obligacji korporacyjnych i obligacji projektowych.

Znaczenie finansowania udziałowego potwierdzają wyniki analiz EIB (2025b). Wynika z nich, że przedsiębiorstwa emitujące kapitał udziałowy osiągały dynamikę inwestycji wyższą o 7 p.p. w roku emisji i dwóch kolejnych latach niż podobne przedsiębiorstwa z grupy kontrolnej. Wskazują one również, że przedsiębiorstwa takie były o 13 p.p. bardziej skłonne do rozwijania innowacyjnych produktów nowych dla kraju lub świata. Wyniki te wskazują, że finansowanie udziałowe może mieć szczególne znaczenie dla innowacyjnych przedsiębiorstw i firm zwiększających skalę działalności.

Polska nie wykorzystuje jednak w pełni tego kanału. IMF (2025c) wskazuje, że polski rynek kapitałowy jest płytki, przedsiębiorstwa opierają finansowanie głównie na zatrzymanych zyskach, a oszczędności gospodarstw domowych są skoncentrowane w depozytach i nieruchomościach. Ograniczona pozostaje również baza inwestorów instytucjonalnych zdolnych do finansowania przedsięwzięć o długim horyzoncie.

Rozwój rynku kapitałowego wymaga zatem zwiększenia roli funduszy emerytalnych, inwestycyjnych i ubezpieczeniowych, a także rozwoju segmentów VC, PE i *private debt*. EBRD wskazuje ponadto na możliwość wykorzystania instytucji publicznych jako inwestorów kotwiczących, ograniczających ryzyko początkowych transakcji i przyciągających kolejnych inwestorów. Strategia EBRD dla Polski zakłada rozwój rynku PE i VC oraz udział EBRD w roli inwestora kotwiczącego i doradcy wspierającego zwiększanie skali tego rynku (EBRD, 2024). Interwencja publiczna powinna jednak prowadzić do rozwoju samodzielnego rynku, a nie do trwałego zastępowania kapitału prywatnego.

Odpowiadając na pytanie badawcze, należy stwierdzić, że sektor bankowy powinien pozostać podstawowym źródłem zewnętrznego finansowania dojrzałych przedsiębiorstw i projektów generujących przewidywalne przepływy, natomiast rynek kapitałowy powinien w większym stopniu finansować innowacje, aktywa niematerialne i skalowanie przedsiębiorstw. Rozwój rynku kapitałowego nie zastąpi banków, lecz zwiększy dywersyfikację źródeł finansowania przedsiębiorstw i ograniczy ich zależność od kredytu oraz środków własnych. Jednoczesne wzmacnianie obu kanałów zwiększyłoby odporność systemu finansowania rozwoju i zmniejszyło ryzyko, że wzrost potrzeb pożyczkowych państwa może, w określonych warunkach, ograniczać dostęp przedsiębiorstw do kapitału.

8.4. Mechanizmy wypychania finansowania prywatnego

Rosnące potrzeby fiskalne państwa mogą ograniczać dostęp sektora prywatnego do finansowania rozwojowego, jednak mechanizm ten nie ma charakteru automatycznego ani proporcjonalnego. Wzrost emisji długu publicznego o określoną kwotę nie oznacza, że o tę samą kwotę musi zmniejszyć się kredyt dla przedsiębiorstw lub finansowanie inwestycji prywatnych. Skala wypychania zależy od sytuacji makroekonomicznej, popytu na kredyt, płynności i kapitalizacji sektora bankowego, polityki pieniężnej, struktury inwestorów finansujących dług publiczny oraz stopnia rozwoju pozabankowych źródeł finansowania. W gospodarce o głębokim rynku kapitałowym i zróżnicowanej bazie inwestorów dodatkowa podaż obligacji skarbowych może zostać zaabsorbowana bez istotnego ograniczenia finansowania prywatnego. Ryzyko rośnie natomiast wtedy, gdy państwo w coraz większym stopniu opiera finansowanie potrzeb pożyczkowych na krajowym sektorze bankowym, a możliwości dalszego zwiększania aktywów przez banki są ograniczone, a jednocześnie pogarsza się jakość portfela kredytowego lub rośnie ryzyko makroekonomiczne.

Pierwszym kanałem wypychania jest zmiana struktury aktywów banków na korzyść skarbowych papierów wartościowych. Skarbowe papiery wartościowe są dla banków aktywami płynnymi, wykorzystywanymi w zarządzaniu płynnością i jako zabezpieczenie w operacjach rynkowych. Ich płynność oraz możliwość wykorzystania jako zabezpieczenia sprawiają, że mogą być dla banków atrakcyjną alternatywą wobec finansowania sektora prywatnego. Jeżeli rosnące potrzeby pożyczkowe państwa prowadzą do zwiększenia podaży długu skarbowego banki mogą zwiększać jego udział w aktywach, co może zmieniać strukturę ich bilansów i, w określonych warunkach, ograniczać zdolność do zwiększania kredytowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Badania dla gospodarek wschodzących i rozwijających się wskazują na istotną ujemną zależność między udziałem długu publicznego w aktywach banków a dynamiką kredytu dla sektora prywatnego. Bouis szacuje, że wzrost zaangażowania banków w finansowanie państwa współwystępuje z wolniejszym wzrostem kredytu dla sektora prywatnego, choć podkreśla jednocześnie, że zależności tej nie należy automatycznie interpretować jako skutek administracyjnego lub regulacyjnego skłaniania banków do finansowania długu publicznego. W okresach napięć banki mogą bowiem dobrowolnie przesuwając portfele w stronę bezpieczniejszych i bardziej płynnych aktywów publicznych, podczas gdy popyt na kredyt prywatny równocześnie słabnie (Bouis, 2019).

Z punktu widzenia potencjału rozwojowego gospodarki istotny jest jednak efekt końcowy: jeżeli przez dłuższy czas rośnie udział finansowania sektora publicznego w bilansach banków, a maleje względne znaczenie kredytu dla przedsiębiorstw, zdolność systemu finansowego do wspierania inwestycji prywatnych może zostać ograniczona. Ryzyko jest szczególnie istotne w gospodarkach, w których banki pozostają podstawowym źródłem zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw, a rynek obligacji korporacyjnych i finansowanie kapitałowe mają relatywnie niewielkie znaczenie.

Drugim mechanizmem wypychania jest wzrost kosztu kapitału. Rosnące potrzeby pożyczkowe państwa zwiększają podaż obligacji skarbowych i – przy pozostałych warunkach niezmiennych – mogą wywierać presję na wzrost ich rentowności. Rentowność długu publicznego jest jednocześnie istotnym punktem odniesienia dla wyceny innych instrumentów finansowych. Wzrost rentowności obligacji skarbowych oraz premii za ryzyko kraju może zatem przenosić się na oprocentowanie kredytów, obligacji korporacyjnych i szerzej – koszt kapitału przedsiębiorstw. Badania dla gospodarek

wschodzących wskazują, że w długim okresie przeniesienie zmian rentowności obligacji skarbowych na rentowności obligacji przedsiębiorstw jest silne, a przeciętnie zmiany te przenoszą się niemal w całości. Oznacza to, że pogorszenie warunków finansowania państwa może trwale zwiększać koszt finansowania sektora prywatnego i w konsekwencji osłabiać aktywność inwestycyjną nawet wtedy, gdy banki zachowują zdolność do udzielania kredytów (Li et al., 2021).

Wzrost kosztu kapitału może działać równolegle z ilościowym ograniczeniem dostępności finansowania i w praktyce bywa od niego trudniejszy do uchwycenia. Wypychanie nie musi bowiem przyjmować postaci odmowy udzielenia kredytu lub bezwzględnego spadku jego wolumenu. Może przejawiać się wyższą ceną finansowania, krótszym okresem zapadalności, wyższymi wymaganiami dotyczącymi zabezpieczeń albo rezygnacją przedsiębiorstwa z projektu inwestycyjnego, który przy niższym koszcie kapitału byłby opłacalny. Z perspektywy finansowania rozwoju oznacza to, że nawet przy rosnącym nominalnie portfelu kredytowym może dochodzić do ograniczenia inwestycji o niższej oczekiwanej stopie zwrotu, długim okresie realizacji lub wyższym profilu ryzyka.

Trzecim kanałem jest sprzężenie między sytuacją fiskalną państwa a kondycją sektora bankowego. Duży udział krajowego długu publicznego w aktywach banków sprawia, że pogorszenie sytuacji fiskalnej państwa może silniej oddziaływać na kondycję sektora finansowego. Jeżeli wzrost potrzeb fiskalnych prowadzi jednocześnie do pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej państwa i wzrostu rentowności obligacji, spadek wartości części portfela skarbowych papierów wartościowych może obniżać fundusze własne banków i ograniczać ich zdolność do zwiększania akcji kredytowej. Literatura dotycząca powiązań państwo–banki wskazuje, że wzrost ryzyka kredytowego państwa może pogarszać bilanse banków i ograniczać podaż kredytu, a efekt jest silniejszy w systemach o mniejszych buforach kapitałowych. Wzrost ryzyka kredytowego państwa może równocześnie ograniczać dostęp przedsiębiorstw do finansowania i prowadzić do zmniejszenia ich nakładów inwestycyjnych (Deghi et al., 2022). Mechanizm ten został również przeanalizowany ilościowo w części I raportu. Wyniki wskazują, że wzrost rentowności obligacji skarbowych może poprzez spadek wyceny portfela SPW pogarszać pozycję kapitałową banków i ograniczać ich zdolność do zwiększania finansowania gospodarki, choć w analizowanych scenariuszach nie prowadził do wyczerpania istniejących buforów kapitałowych sektora.



Najnowsze badania IMF pokazują przy tym, że powiązanie państwa i banków w gospodarkach wschodzących oraz krajach o niższych dochodach wzmocniło się po pandemii. Nie stwierdzają one powszechnego występowania administracyjnych lub regulacyjnych mechanizmów skłaniających banki do finansowania długu publicznego, ale wskazują, że wysokie potrzeby refinansowania długu mogą prowadzić do wzrostu zaangażowania banków w finansowanie sektora publicznego, zwłaszcza tam, gdzie istotną rolę odgrywają banki kontrolowane przez państwo. Jednocześnie silne powiązanie państwo-banki zwiększa podatność sektora finansowego na ewentualne napięcia fiskalne (Deghi et al., 2022). Z punktu widzenia pytania o wypychanie oznacza to, że rosnące finansowanie państwa przez banki może nie tylko bezpośrednio konkurować z kredytem prywatnym, lecz także zwiększać przyszłe ryzyko ograniczenia podaży kredytu w razie pogorszenia sytuacji fiskalnej.

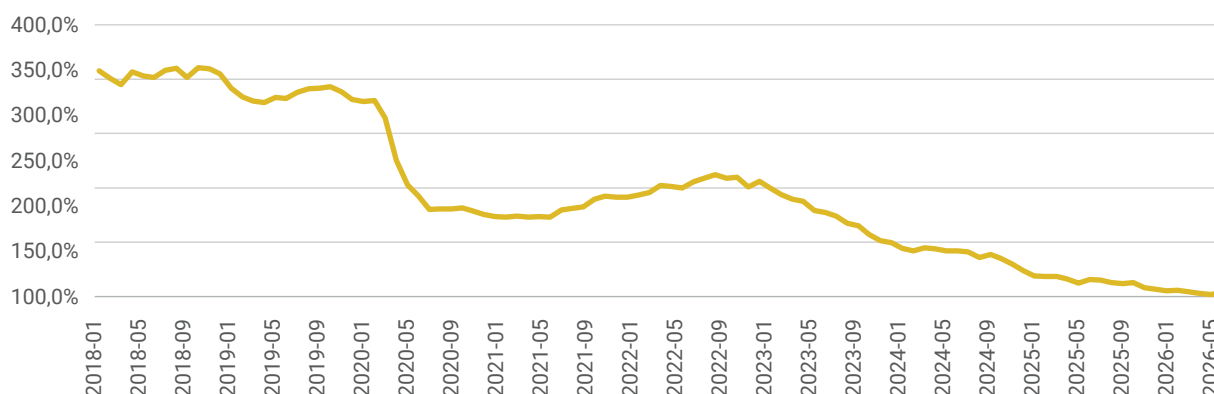
Siła opisanych mechanizmów w znacznym stopniu zależy od struktury inwestorów finansujących dług publiczny. Jeżeli wzrost podaży obligacji może zostać zaabsorbowany przez szeroką grupę inwestorów krajowych i zagranicznych – fundusze inwestycyjne i emerytalne, zakłady ubezpieczeń, gospodarstwa domowe czy inwestorów zagranicznych – presja na zwiększanie udziału długu publicznego w aktywach banków jest mniejsza. Badania BIS dla 95 państw pokazują, że różne grupy inwestorów odmiennie reagują na wzrost podaży długu, a struktura inwestorów ma znaczenie dla kosztu finansowania państwa oraz zdolności rynku do absorpcji dodatkowej podaży długu (Fang et al., 2025). Z tego względu rozwój rynku kapitałowego i zróżnicowanie bazy inwestorów mogą ograniczać skalę wypychania, choć nie eliminują kanału wzrostu kosztu kapitału wynikającego z wyższych rentowności długu publicznego.

8.5. Skala i ryzyko wypychania w Polsce

W Polsce ryzyko wypychania ma szczególne znaczenie ze względu na dominującą rolę banków w finansowaniu gospodarki oraz rosnącą skalę finansowania sektora publicznego przez banki. Narodowy Bank Polski wskazywał na koniec 2024 r., że relacja wartości bankowego portfela kredytowego do portfela obligacji Skarbu Państwa obniżyła się do historycznie niskiego poziomu około 180%. W kolejnych miesiącach spadkowy trend utrzymywał się (NBP, 2025).

Jak wynika z danych zaprezentowanych na Rys. 84, w latach 2018–2026 relacja kredytów sektora niefinansowego do obligacji Skarbu Państwa i gwarantowanych przez SP obniżyła się z ok. 357% do ok. 154%, co oznacza spadek o ponad 200 pkt proc. (–57%). Proces miał charakter długookresowy, z dwoma okresami gwałtownego przyspieszenia: w czasie pandemii (2020–2021) oraz ponownie w latach 2023–2024. Spadek wynikał głównie z szybszego wzrostu zadłużenia SP niż kredytu dla sektora niefinansowego oraz z delewarowania przedsiębiorstw. W 2026 r. relacja stabilizuje się na najniższym poziomie w całym szeregu, co sugeruje trwałą zmianę struktury finansowania gospodarki.

NBP (2025) wiąże ten spadkowy trend zarówno z ograniczonym popytem na kredyt w środowisku wyższych stóp procentowych, jak i z wysoką podażą obligacji wynikającą ze znacznych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Dodatkowym bodźcem jest konstrukcja podatku od niektórych instytucji finansowych, który obejmuje kredyty, natomiast nie obejmuje obligacji Skarbu Państwa. W konsekwencji – jak wskazuje NBP – rola sektora bankowego w finansowaniu gospodarki przesuwana jest z kredytowania sfery realnej w stronę finansowania sektora publicznego.



Rys. 84. Relacja kredytów sektora niefinansowego do obligacji Skarbu Państwa i gwarantowanych przez Skarb Państwa

Źródło: opracowanie własne Zespołu SGH na podstawie danych NBP

Ryzyko wypychania może rosnać wraz ze skalą potrzeb pożyczkowych państwa. W ustawie budżetowej na 2026 r. potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa określono na 422,9 mld zł. Założona struktura ich finansowania przewiduje większy udział finansowania krajowego niż zagranicznego. Sama wielkość potrzeb pożyczkowych nie przesądza o wystąpieniu efektu wypychania, ale zwiększa znaczenie pytania o to, jaka część nowej podaży długu zostanie zaabsorbowana przez banki i czy proces ten będzie następował równoległe ze wzrostem popytu sektora prywatnego na finansowanie inwestycji. Szczególnie istotny może być moment ożywienia inwestycji prywatnych: jeżeli wzrost zapotrzebowania przedsiębiorstw na finansowanie zbiegnie się z utrzymującymi się wysokimi potrzebami pożyczkowymi państwa, konkurencja o krajowe zasoby finansowe może się nasilić.

Odpowiadając na pytanie o skalę możliwego wypychania, należy zatem podkreślić, że nie istnieje stała zależność pozwalająca bezpośrednio przełożyć wzrost potrzeb fiskalnych na spadek finansowania prywatnego. Efekt może być niewielki w warunkach wysokiej płynności sektora bankowego, słabego popytu na kredyt, niskiej premii za ryzyko i szerokiej bazy inwestorów finansujących dług publiczny. Może natomiast stać się istotny, gdy duże potrzeby pożyczkowe państwa utrzymują się przez dłuższy czas, banki absorbują znaczną część nowej emisji, rośnie koszt finansowania państwa, a przedsiębiorstwa równocześnie zwiększają popyt na kapitał inwestycyjny. W takim układzie przesuwanie aktywów banków w stronę długu publicznego, wzrost kosztu kapitału i sprzężenie fiskalno-bankowe mogą wzajemnie się wzmacniać.

Z punktu widzenia potencjału rozwojowego Polski najważniejsze jest więc nie samo zaangażowanie banków w finansowanie długu publicznego – które jest naturalnym elementem funkcjonowania systemu finansowego – lecz ryzyko jego nadmiernej koncentracji. Problem pojawia się wtedy, gdy rosnąca absorpcja długu publicznego przez sektor bankowy ogranicza zdolność lub skłonność banków do finansowania produktywnych inwestycji prywatnych albo podnosi koszt tego finansowania. W takim przypadku potrzeby fiskalne państwa mogą wypierać finansowanie rozwojowe zarówno ilościowo, poprzez zmianę struktury bilansów banków, jak i cenowo, poprzez wzrost kosztu kapitału, a w warunkach pogorszenia sytuacji fiskalnej również poprzez osłabienie bilansów banków. Skala tego ryzyka zależy jednak od struktury systemu finansowego. Jego ograniczaniu sprzyjają przede wszystkim poszerzanie bazy inwestorów finansujących dług publiczny, rozwój pozabankowych źródeł finansowania przedsiębiorstw oraz ograniczanie rozwiązań instytucjonalnych, które nadmiernie zwiększają względną atrakcyjność finansowania państwa kosztem sektora prywatnego.

8.6. Warianty modeli finansowania rozwoju Polski

Na podstawie przeprowadzonej analizy można wyróżnić cztery możliwe warianty finansowania rozwoju Polski: model publiczny, bankowy, kapitałowy oraz mieszany. Są to modele analityczne, które w praktyce mogą współistnieć. Różnią się źródłami kapitału, sposobem podziału ryzyka oraz konsekwencjami dla stabilności fiskalnej, sektora finansowego i dostępności finansowania prywatnego. Porównanie tych wariantów zaprezentowano w Tab. 36.

Tab. 36. Warianty modeli finansowania rozwoju Polski

Model	Mechanizm finansowania	Główne zastosowanie	Najważniejsze konsekwencje	Implikacje fiskalne w warunkach konsolidacji
Publiczny	Wydatki budżetowe, emisja długu i dotacje UE	Dobra publiczne, obronność, infrastruktura niegenerująca wystarczających przychodów i badania podstawowe	Umożliwia realizację inwestycji strategicznych, ale bezpośrednio obciąża finanse publiczne i może zwiększać ryzyko wypychania	Największe bezpośrednie obciążenie budżetu i długu; najmniejsza elastyczność przy ograniczonej przestrzeni fiskalnej
Bankowy	Kredyty bankowe, konsorcja oraz finansowanie BGK i EIB	MŚP, modernizacja, automatyzacja, efektywność energetyczna i dojrzałe technologie	Wykorzystuje kompetencje banków w ocenie projektów, lecz jego skalę ograniczają wielkość sektora, wymogi kapitałowe i zaangażowanie banków w dług publiczny	Ograniczone bezpośrednie obciążenie budżetu, ale możliwe pośrednie zaangażowanie państwa przez gwarancje i instytucje rozwoju



Tab. 36. cd.

Model	Mechanizm finansowania	Główne zastosowanie	Najważniejsze konsekwencje	Implikacje fiskalne w warunkach konsolidacji
Kapitałowy	Emisje akcji i obligacji, VC, PE oraz private debt	Innowacje, aktywa niematerialne, skalowanie przedsiębiorstw i projekty wysokiego ryzyka	Zmniejsza zależność od kredytu i środków własnych, ale jego rozwój ograniczają płytkość rynku i niewielka baza inwestorów instytucjonalnych	Najmniejsze bezpośrednie obciążenie fiskalne, lecz obecnie ograniczona zdolność do finansowania dużej skali inwestycji
Mieszany	Łączenie środków publicznych i UE z kredytem, kapitałem prywatnym, gwarancjami i podziałem ryzyka	Transformacja energetyczna, infrastruktura cyfrowa, nowe technologie i duże projekty strategiczne	Pozwala osiągnąć efekt dźwigni, lecz może tworzyć zobowiązania warunkowe i przenosić nadmierną część ryzyka na państwo	Pozwala ograniczyć jednostkowe zaangażowanie środków publicznych dzięki efektowi dźwigni, ale tworzy ryzyko zobowiązań warunkowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: OECD (2018), EBRD (2024), IMF (2025c), BGK and PIE (2025) oraz Radło et al. (2025).

Pierwszym wariantem jest model publiczny, w którym państwo finansuje inwestycje z dochodów budżetowych, emisji długu oraz bezzwrotnych środków europejskich. Rozwiązanie to jest uzasadnione przede wszystkim w przypadku dóbr publicznych i infrastruktury, które nie generują przepływów pieniężnych pozwalających na pozyskanie finansowania rynkowego. Dotyczy to między innymi części infrastruktury transportowej, obronności, administracji cyfrowej oraz badań podstawowych.

Zaletą modelu publicznego jest możliwość realizowania inwestycji strategicznych niezależnie od krótkookresowych preferencji inwestorów. Jego ograniczeniem pozostaje jednak bezpośrednie obciążenie finansów publicznych. W warunkach wysokiego deficytu i rosnącego długu zwiększanie wydatków inwestycyjnych może podnosić potrzeby pożyczkowe i koszty obsługi zadłużenia, a także nasilać ryzyko wypychania finansowania prywatnego. Model ten jest ponadto szczególnie wrażliwy na konsolidację fiskalną, ponieważ inwestycje mogą być łatwiejsze do ograniczenia niż wydatki bieżące. Powinien być zatem wykorzystywany przede wszystkim tam, gdzie finansowanie rynkowe nie jest możliwe albo nie zapewnia realizacji celów publicznych.

Drugi wariant stanowi model bankowy, w którym głównym źródłem zewnętrznego finansowania inwestycji jest kredyt. Jego podstawą są banki komercyjne, uzupełniane przez BGK, EIB i inne instytucje rozwoju. Model ten odpowiada strukturze polskiego systemu finansowego i może skutecznie wspierać modernizację przedsiębiorstw, automatyzację, efektywność energetyczną oraz inwestycje małych i średnich firm.

Najlepiej nadaje się do finansowania dojrzałych technologii i przedsięwzięć generujących względnie przewidywalne przepływy pieniężne.

Znaczenie kredytu w finansowaniu polskich przedsiębiorstw pozostaje jednak niewielkie. Z badania przedstawionego przez BGK and PIE (2025) wynika, że z kapitału własnego korzystało 96% przedsiębiorstw realizujących inwestycje, natomiast z kredytów i pożyczek jedynie 38%. W 2024 r. relacja kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych do PKB wynosiła w Polsce 29,3%, wobec 60,8% w UE. Jednocześnie kapitał własny krajowego sektora bankowego odpowiadał około 7% PKB, podczas gdy w Niemczech było to 14%, w Hiszpanii 17%, a w Finlandii 19%. Dane te wskazują, że krajowy sektor bankowy dysponuje istotnym potencjałem zwiększenia finansowania inwestycji, jednak skala i profil ryzyka największych przedsięwzięć sprawiają, że ich realizacja będzie wymagała także udziału konsorcjów bankowych, instytucji rozwoju oraz inwestorów kapitałowych.

Możliwości banków ograniczają ponadto wymogi ostrożnościowe, limity koncentracji oraz niedopasowanie terminów między źródłami finansowania a wieloletnim okresem realizacji największych projektów. W przypadku wielkoskalowych inwestycji energetycznych i infrastrukturalnych konieczne będą zatem konsorcja bankowe oraz udział europejskich instytucji finansowych (Radło et al., 2025). Nadmierne uzależnienie finansowania rozwoju od banków zwiększa również znaczenie powiązań między sektorem bankowym i państwem. Jeżeli wysokie potrzeby pożyczkowe oraz konstrukcja podatku bankowego skłaniają banki do zwiększania portfela obligacji skarbowych,

ich zdolność lub skłonność do kredytowania przedsiębiorstw może zostać ograniczona.

Trzecim wariantem jest model kapitałowy, w którym finansowanie inwestycji odbywa się przez emisję akcji i obligacji, fundusze *venture capital* i *private equity* oraz rozwój segmentu *private debt*. Model ten jest szczególnie przydatny w przypadku innowacyjnych przedsiębiorstw, aktywów niematerialnych i projektów wysokiego ryzyka, które nie dysponują wystarczającymi zabezpieczeniami lub stabilnymi przepływami pozwalającymi na pozyskanie tradycyjnego kredytu. Finansowanie udziałowe umożliwia podział ryzyka między przedsiębiorstwo i inwestora, a jednocześnie nie obciąża firmy obowiązkiem regularnej obsługi zadłużenia.

Rozwój rynku kapitałowego zmniejszałby zależność inwestycji od środków własnych przedsiębiorstw i kredytu bankowego. Zwiększałby również odporność systemu finansowego na wzrost zaangażowania banków w finansowanie państwa. Obecna skala tego rynku pozostaje jednak niewielka. W 2024 r. inwestycje funduszy VC odpowiadały w Polsce za 0,01% PKB, wobec 0,077% w całej Europie, natomiast łączna wartość inwestycji PE wynosiła odpowiednio 0,154% i 0,551% PKB. Krajowy kapitał prywatny zapewniał jedynie 21% wartości transakcji na polskim rynku inwestycji kapitałowych, podczas gdy 49% pochodziło od prywatnych inwestorów zagranicznych. Według szacunków przedstawionych przez BGK i PIE luka między wartością inwestycji PE w Polsce i przeciętnym poziomem europejskim wynosiła około 14,5 mld zł rocznie (BGK & PIE, 2025).

Model kapitałowy ma zatem duży potencjał, lecz w krótkim okresie nie będzie w stanie zastąpić finansowania bankowego. Jego rozwój wymaga stabilnych regulacji, zwiększenia krajowych oszczędności długoterminowych oraz wzmocnienia roli funduszy emerytalnych, inwestycyjnych i ubezpieczeniowych. EBRD (2024) wskazuje również na możliwość udziału instytucji publicznych jako inwestorów kotwiczących, pomagających zwiększać skalę polskiego rynku PE i VC. Interwencja publiczna powinna jednak prowadzić do powstania samodzielnego rynku, a nie do trwałego zastępowania inwestorów prywatnych.

Czwartym wariantem jest model mieszany, w którym środki budżetowe i europejskie są łączone z kredytem bankowym oraz kapitałem prywatnym. Państwo nie finansuje w nim całego przedsięwzięcia, lecz przejmuje wybrane rodzaje ryzyka, których inwestorzy prywatni nie są w stanie efektywnie wycenić lub zaakceptować. Może to następować za pomocą gwarancji, pożyczek podporządkowanych, instrumentów kapitałowych, dopłat do finansowania oraz mechanizmów podziału

ryzyka. Banki zapewniają finansowanie dłużne i ocenę zdolności projektu do generowania przepływów, natomiast inwestorzy kapitałowi przejmują większą część ryzyka technologicznego i biznesowego.

Zaletą modelu mieszanego jest możliwość osiągnięcia efektu dźwigni, a więc uruchomienia inwestycji prywatnych przy ograniczonym zaangażowaniu środków publicznych. Rozwiązanie to może zwiększać skalę inwestycji bez proporcjonalnego wzrostu wydatków i długu publicznego. Jego zastosowanie jest szczególnie uzasadnione w przypadku projektów strategicznych, które mogą osiągnąć rentowność komercyjną, ale są obciążone ryzykiem regulacyjnym, technologicznym lub początkowo zbyt wysokim dla inwestorów prywatnych. Przykładem mogą być inwestycje w transformację energetyczną, infrastrukturę cyfrową, nowe technologie oraz skalowanie innowacyjnych przedsiębiorstw.

Z perspektywy przyszłej konsolidacji fiskalnej zasadniczą przewagą modelu mieszanego jest możliwość zwiększania skali inwestycji bez konieczności finansowania przez państwo pełnego kosztu przedsięwzięcia. W modelu publicznym każda dodatkowa inwestycja w większym stopniu przekłada się na wydatki budżetowe lub potrzeby pożyczkowe, podczas gdy w modelu mieszanym ograniczone środki publiczne mogą służyć przede wszystkim przejęciu wybranych rodzajów ryzyka i uruchomieniu większego finansowania bankowego, kapitałowego i europejskiego. Nie eliminuje to kosztu fiskalnego, ale może zwiększać efektywność wykorzystania jednostki środków publicznych.

Skala, długoterminowy charakter i profil ryzyka największych przedsięwzięć innowacyjnych i infrastrukturalnych sprawiają, że ich finansowanie nie powinno opierać się wyłącznie na kredycie bankowym, lecz wymaga uzupełnienia go udziałem konsorcjów, instytucji rozwoju oraz kapitału prywatnego. Instytucje rozwoju mogą łagodzić te ograniczenia przez zaangażowanie własnych środków, podział ryzyka i mobilizowanie kapitału prywatnego do finansowania projektów strategicznych, przełomowych i innowacyjnych. Same pozostają jednak zbyt małe, aby wypełnić całą lukę finansowania inwestycji (BGK & PIE, 2025). Ich rolą powinno być zatem uruchamianie kapitału bankowego i prywatnego, a nie jego zastępowanie.

Model mieszany nie eliminuje ryzyka dla finansów publicznych, lecz częściowo zmienia jego formę. Gwarancje i inne zobowiązania warunkowe mogą w przyszłości prowadzić do wydatków budżetowych, nawet jeżeli początkowo nie zwiększają wykazywanego długu. Istnieje również ryzyko wspierania projektów, które zostałyby zrealizowane bez udziału państwa,



oraz przejmowania przez sektor publiczny potencjalnych strat przy pozostawieniu korzyści inwestorom prywatnym. OECD (2018) wskazuje, że finansowanie mieszane powinno służyć usuwaniu konkretnych zawodności rynku, zapewniać wyważony podział ryzyka oraz mobilizować finansowanie komercyjne, nie zastępując kapitału dostępnego na warunkach rynkowych.

Niezależnie od wyboru modelu, podstawowym ograniczeniem pozostaje wielkość krajowych oszczędności. Poszczególne rozwiązania instytucjonalne mogą zmieniać sposób kierowania kapitału do inwestycji i podziału ryzyka, ale same nie zwiększają automatycznie zasobu dostępnych środków. Aktywa zgromadzone przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa są niewielkie, a ich większe wykorzystanie inwestycyjne wymagałoby ograniczenia udziału konsumpcji w gospodarce i rozwoju długoterminowego oszczędzania. Finansowanie luki kapitałem zagranicznym pozostanie potrzebne, ale jego nadmierne wykorzystanie może zwiększać zależność gospodarki od zmiany nastrojów inwestorów, ryzyko nierównowagi zewnętrznej i podatność kursu walutowego (BGK & PIE, 2025).

Porównanie wariantów z perspektywy ograniczonej przestrzeni fiskalnej wskazuje, że żaden z nich nie może samodzielnie finansować potrzeb rozwojowych Polski. Model publiczny pozostaje niezbędny w przypadku dóbr publicznych i przedsięwzięć bez wystarczających przychodów rynkowych, ale w warunkach konsolidacji jest najbardziej kosztowny fiskalnie, ponieważ bezpośrednio zwiększa wydatki lub potrzeby pożyczkowe państwa. Model bankowy ogranicza bezpośrednie zaangażowanie budżetu, lecz jego skalę ograniczają wielkość krajowego sektora bankowego, wymogi kapitałowe oraz rosnące zaangażowanie banków w finansowanie państwa. Model kapitałowy jest najmniej obciążający dla finansów publicznych, ale w krótkim okresie nie dysponuje w Polsce wystarczającą skalą, aby finansować większość potrzeb inwestycyjnych. Model mieszany pozwala natomiast łączyć ograniczone środki publiczne z kredytem, kapitałem prywatnym i finansowaniem europejskim, dzięki czemu może zwiększać skalę inwestycji bez proporcjonalnego wzrostu wydatków i długu publicznego.

Z tego względu w warunkach przyszłej konsolidacji fiskalnej najbardziej użyteczne dla Polski jest połączenie modeli z dominującą rolą mechanizmów mieszanych tam, gdzie możliwe jest mobilizowanie kapitału prywatnego. Nie oznacza to zastępowania finansowania publicznego ani bankowego jednym uniwersalnym rozwiązaniem. Budżet państwa powinien koncentrować się na dobrach publicznych i projektach,

których nie można efektywnie finansować rynkowo. Kredyt bankowy powinien wspierać dojrzałe przedsiębiorstwa i projekty o przewidywalnych przepływach, a rynek kapitałowy – innowacje i przedsięwzięcia wysokiego ryzyka. Rolą instrumentów mieszanych powinno być natomiast zwiększanie efektu dźwigni środków publicznych poprzez gwarancje, współfinansowanie i podział ryzyka tam, gdzie bez ograniczonego udziału państwa inwestycja nie zostałaby zrealizowana.

Warunkiem skuteczności takiego rozwiązania jest zachowanie rynkowej oceny przedsięwzięć. Instytucje publiczne powinny organizować finansowanie i ograniczać precyzyjnie zidentyfikowane ryzyko, lecz nie zastępować banków i inwestorów w ocenie ekonomicznej projektów. Wsparcie powinno być proporcjonalne do występującej bariery, ograniczone w czasie i stopniowo wycofywane wraz z dojrzewaniem rynku. Konieczne są także limity ekspozycji państwa, przejrzyste ujmowanie zobowiązań warunkowych oraz monitorowanie wielkości uruchomionych inwestycji prywatnych i osiągniętych efektów gospodarczych. W warunkach konsolidacji szczególnie istotne jest przy tym, aby zobowiązania warunkowe i ekspozycja instytucji publicznych były oceniane łącznie z bezpośrednimi wydatkami budżetowymi, tak aby pozabudżetowa forma wsparcia nie prowadziła do ukrywania przyszłych kosztów fiskalnych.

Z perspektywy przyszłej konsolidacji fiskalnej model mieszany jest relatywnie najlepiej dostosowany do ograniczonej przestrzeni budżetowej, ponieważ pozwala zwiększać skalę inwestycji bez proporcjonalnego wzrostu wydatków publicznych i długu, pod warunkiem ścisłej kontroli zobowiązań warunkowych oraz koncentracji wsparcia na projektach, których nie można efektywnie sfinansować wyłącznie na warunkach rynkowych.

8.7. Podsumowanie – odpowiedzi na pytania badawcze

Pytanie 22. Jak narastająca presja fiskalna wpływa na możliwości finansowania inwestycji rozwojowych w Polsce?

Narastająca presja fiskalna ogranicza możliwości finansowania inwestycji rozwojowych przez zmniejszenie środków dostępnych na bezpośrednie wydatki publiczne, zwiększenie kosztów obsługi długu oraz utrudnienie zapewnienia wkładu krajowego do projektów europejskich. Ryzyko to może wzrosnąć po zakończeniu Krajowego Planu Odbudowy oraz wraz ze zwiększeniem znaczenia konkurencyjnych, pożyczkowych

i kapitałowych instrumentów UE, wymagających przygotowania odpowiednich projektów, współfinansowania i zdolności do ponoszenia części ryzyka.

Wpływ konsolidacji fiskalnej na inwestycje zależy jednak od jej struktury. Dostosowanie oparte na ograniczeniu produktywnych inwestycji publicznych osłabiałoby potencjał wzrostowy gospodarki. Konsolidacja koncentrująca się na mniej efektywnych wydatkach bieżących, poprawie dochodów państwa i jakości selekcji projektów może natomiast odbudowywać przestrzeń fiskalną bez trwałego ograniczenia inwestycji. Wymaga to ochrony przedsięwzięć o wysokiej społecznej stopie zwrotu oraz szerszego wykorzystania instrumentów zapewniających efekt dźwigni, dzięki którym ograniczone środki publiczne uruchamiają dodatkowy kapitał prywatny.

Pytanie 23. Jaką rolę powinien odgrywać sektor bankowy, a jaką rynki kapitałowe w finansowaniu rozwoju gospodarczego Polski w warunkach presji fiskalnej?

Sektor bankowy powinien pozostać podstawowym źródłem zewnętrznego finansowania dojrzałych przedsiębiorstw, małych i średnich firm oraz projektów wykorzystujących sprawdzone technologie i generujących przewidywalne przepływy pieniężne. Szczególne znaczenie może mieć w finansowaniu modernizacji, automatyzacji i efektywności energetycznej. W przypadku największych inwestycji infrastrukturalnych i energetycznych ograniczenia kapitałowe oraz limity koncentracji powodują jednak konieczność tworzenia konsorcjów i udziału europejskich instytucji finansowych.

Rynek kapitałowy powinien w większym stopniu finansować innowacje, aktywa niematerialne, przedsięwzięcia wysokiego ryzyka oraz skalowanie przedsiębiorstw. Finansowanie udziałowe nie wymaga tradycyjnych zabezpieczeń i pozwala dzielić ryzyko biznesowe między przedsiębiorstwo i inwestorów. Rozwój rynku kapitałowego nie zastąpi banków, lecz uzupełni ich ofertę i zmniejszy zależność inwestycji od zatrzymanych zysków oraz kredytu. Wymaga to jednak rozwoju długoterminowego oszczędzania, wzmocnienia inwestorów instytucjonalnych oraz zwiększenia skali rynku VC, PE i private debt.

Pytanie 24. W jakim stopniu oraz poprzez jakie mechanizmy rosnące potrzeby fiskalne państwa mogą prowadzić do wypychania finansowania rozwojowego sektora prywatnego?

Rosnące potrzeby fiskalne mogą wypierać finansowanie prywatne trzema podstawowymi kanałami. Po pierwsze, wzrost udziału obligacji skarbowych w aktywach banków może, w określonych warunkach, ograniczać przestrzeń do zwiększania kredytowania przedsiębiorstw. Po drugie, wzrost podaży i rentowności długu publicznego może podnosić koszt kredytów, obligacji korporacyjnych i kapitału przedsiębiorstw. Po trzecie, duże zaangażowanie banków w dług państwa wzmacnia sprzężenie fiskalno-bankowe, przez które pogorszenie sytuacji fiskalnej może osłabiać bilanse banków i ich zdolność do finansowania gospodarki.

Wypychanie nie ma jednak charakteru automatycznego ani proporcjonalnego. Sam wzrost portfela obligacji skarbowych nie dowodzi, że doszło do ograniczenia kredytowania przedsiębiorstw, ponieważ może równocześnie wynikać ze słabego popytu na kredyt, wysokiej płynności banków i większej ostrożności sektora prywatnego. Obecnie nie ma zatem podstaw do stwierdzenia, że w Polsce występuje silne ilościowe wypychanie kredytu prywatnego. Ryzyko jego wystąpienia rośnie jednak wraz z utrzymywaniem się dużych potrzeb pożyczkowych państwa, zwiększaniem udziału banków w absorpcji długu oraz ożywieniem popytu przedsiębiorstw na finansowanie inwestycji. Wypychanie może przy tym ujawnić się nie tylko jako spadek wolumenu kredytu, lecz również jako wzrost jego ceny, skrócenie okresu finansowania i zaostrenie wymagań dotyczących zabezpieczeń.

Pytanie 25. Jakie warianty modeli finansowania rozwoju gospodarczego Polski można zidentyfikować i jakie są ich implikacje?

Można wyróżnić cztery warianty: publiczny, bankowy, kapitałowy i mieszany. Model publiczny umożliwia finansowanie dóbr publicznych i inwestycji strategicznych, lecz bezpośrednio obciąża budżet i zwiększa potrzeby pożyczkowe. Model bankowy odpowiada strukturze polskiego systemu finansowego, ale jego skalę ograniczają wielkość sektora, wymogi kapitałowe i rosnące zaangażowanie banków w dług publiczny. Model kapitałowy lepiej odpowiada potrzebom innowacyjnych i szybko rosnących przedsiębiorstw, jednak jego znaczenie ograniczają płytkość rynku i niewielka baza krajowych inwestorów instytucjonalnych.

Najbardziej odpowiedni dla Polski jest model mieszany, łączący środki publiczne i europejskie z kredytem bankowym oraz kapitałem



prywatnym. Budżet powinien finansować przede wszystkim dobra publiczne i projekty bez wystarczających przychodów rynkowych, banki – dojrzałe przedsięwzięcia o przewidywalnych przepływach, a rynek kapitałowy – innowacje i projekty wysokiego ryzyka. BGK, EIB, EBRD i inne instytucje rozwoju powinny organizować finansowanie, ograniczać precyzyjnie zidentyfikowane ryzyko i mobilizować kapitał prywatny, nie zastępując rynkowej oceny projektów.

Model mieszany nie usuwa ryzyka fiskalnego, ponieważ gwarancje i inne zobowiązania

warunkowe mogą w przyszłości obciążyć budżet. Konieczne są zatem limity ekspozycji państwa, przejrzyste ujmowanie zobowiązań oraz ocena rzeczywiście uruchomionych inwestycji prywatnych. Niezależnie od przyjętego modelu trwałym ograniczeniem pozostaje niewielki zasób krajowych oszczędności. Ostatecznym celem powinno być więc nie tylko lepsze dzielenie ryzyka, lecz również zwiększenie zasobów długoterminowego kapitału, który może finansować rozwój bez nadmiernego wzrostu długu publicznego i zależności od kapitału zagranicznego.

Wnioski systemowe i rekomendacje





1. Synteza wniosków systemowych

Przeprowadzone analizy wskazują, że Polska nie znajduje się obecnie w sytuacji bezpośredniego zagrożenia kryzysem fiskalnym lub bankowym. Gospodarka zachowuje zdolność do wzrostu, sektor bankowy pozostaje rentowny i dobrze skapitalizowany, a krajowy rynek finansowy umożliwia finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa. Jednocześnie jednak pod powierzchnią korzystnych wyników bieżących narastają nierównowagi, które mogą ograniczyć odporność gospodarki na przyszłe szoki oraz zdolność państwa do finansowania rozwoju.

Najważniejszym źródłem ryzyka jest pogorszenie strukturalnej sytuacji finansów publicznych. Utrzymywanie się wysokiego deficytu, wzrost kosztów obsługi długu oraz znaczne potrzeby pożyczkowe prowadzą do stopniowego zmniejszania przestrzeni fiskalnej. Problemem nie jest wyłącznie poziom zadłużenia, lecz także jego dynamika, koszt refinansowania oraz rosnąca wrażliwość finansów publicznych na zmiany stóp procentowych, premii za ryzyko i koniunktury gospodarczej. Korzystne tempo wzrostu gospodarczego nie powinno zatem prowadzić do wniosku, że dostosowanie fiskalne można odkładać. Przeciwnie, okres relatywnie dobrej koniunktury tworzy warunki do rozpoczęcia dostosowania w sposób bardziej stopniowy i mniej kosztowny społecznie.

Ryzyko fiskalne jest wzmacniane przez silne powiązania między państwem a sektorem bankowym. Banki pozostają jednym z najważniejszych nabywców skarbowych papierów wartościowych, co stabilizuje rynek długu i ogranicza zależność państwa od finansowania zagranicznego. Jednocześnie wyniki analiz ilościowych przedstawionych w części I wskazują, że przy obecnej pozycji kapitałowej sektor bankowy zachowuje znaczący potencjał do finansowania gospodarki również w analizowanych scenariuszach szokowych. Pogorszenie wiarygodności fiskalnej może jednak wpływać na wyceny aktywów, wynik finansowy i zdolność kredytową banków. Zależność ta działa również w przeciwnym kierunku: wzrost potrzeb pożyczkowych państwa może zwiększać udział długu publicznego w bilansach banków i ograniczać przestrzeń do finansowania przedsiębiorstw oraz inwestycji prywatnych.

Scenariusze przedstawione w raporcie nie stanowią prognozy najbardziej prawdopodobnego rozwoju sytuacji. Pokazują natomiast, że jednocześnie wystąpienie kilku niekorzystnych czynników może wywołać efekty silniejsze niż suma ich indywidualnego oddziaływania. Wzrost kosztów finansowania, osłabienie wzrostu, pogorszenie salda budżetowego i spadek wartości aktywów bankowych mogą wzajemnie się

wzmacniać. Obecna odporność sektora bankowego ogranicza prawdopodobieństwo gwałtownej destabilizacji, lecz nie eliminuje kosztów w postaci ograniczenia podaży kredytu, inwestycji i dynamiki gospodarczej.

Wspólnym wnioskiem raportu jest zatem potrzeba przejścia od reagowania na bieżące napięcia do wyprzedzającego zarządzania ryzykiem fiskalnym i rozwojowym. Celem polityki gospodarczej powinno być jednocześnie odbudowanie przestrzeni fiskalnej, ograniczenie nadmiernej koncentracji powiązań między państwem i bankami oraz utrzymanie zdolności do finansowania inwestycji zwiększających produktywność. Cele te nie są sprzeczne, ale wymagają skoordynowanej strategii obejmującej finanse publiczne, regulacje sektora finansowego, politykę inwestycyjną i wykorzystanie instrumentów europejskich.

2. Główne ryzyka dla stabilności fiskalnej, sektora bankowego i finansowania rozwoju

Pierwszym ryzykiem jest utrwalenie wysokiego deficytu i wejście długu publicznego na ścieżkę, której stabilizacja wymagałaby znacznie silniejszego dostosowania w przyszłości. Odkładanie decyzji zwiększa prawdopodobieństwo, że konsolidacja będzie przeprowadzana pod presją rynkową, regulacyjną lub instytucjonalną, a więc w sposób szybszy, mniej selektywny i bardziej kosztowny dla wzrostu gospodarczego.

Drugim ryzykiem jest wzrost kosztów obsługi długu i refinansowania zobowiązań. Nawet bez gwałtownego wzrostu relacji długu do PKB rosnące oprocentowanie może ograniczać środki dostępne na inne zadania publiczne. Koszty odsetkowe stają się wówczas trwałym obciążeniem budżetu, konkurując z wydatkami na inwestycje, bezpieczeństwo, transformację energetyczną, ochronę zdrowia, edukację i działania odpowiadające na procesy demograficzne.

Trzecim ryzykiem jest dalsze wzmocnienie sprzężenia między państwem a sektorem bankowym. Krajowy popyt banków na skarbowe papiery wartościowe zwiększa bezpieczeństwo finansowania długu, ale nadmierna koncentracja może prowadzić do wypierania kredytu dla sektora prywatnego i zwiększać wrażliwość banków na zmiany wyceny długu państwowego. W warunkach szoku fiskalnego lub rynkowego banki mogłyby zachować stabilność kapitałową, ograniczając jednak akcję kredytową, co przenosiłoby koszty dostosowania na przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe.

Czwartym ryzykiem jest przeprowadzenie konsolidacji kosztem inwestycji. Wydatki majątkowe są zwykle

łatwiejsze do ograniczenia niż wydatki bieżące wynikające z ustaw, zobowiązań politycznych i mechanizmów indeksacyjnych. Nieselektywne cięcia mogłyby więc poprawić saldo w krótkim okresie, jednocześnie obniżając potencjał wzrostu i przyszłe dochody publiczne. Ryzyko to jest szczególnie istotne w warunkach niskiego zasobu kapitału, niewystarczającej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw oraz dużych potrzeb związanych z transformacją energetyczną, cyfrową i technologiczną.

Piątym ryzykiem jest niewystarczająca przejrzystość finansów publicznych. Rozproszenie operacji między budżet państwa, fundusze i podmioty pozabudżetowe utrudnia ocenę rzeczywistego charakteru prowadzonej polityki fiskalnej. Ogranicza również możliwość określenia przyszłych zobowiązań, porównywania planów z wykonaniem oraz przypisywania odpowiedzialności za wyniki. Nieprzejrzystość nie musi bezpośrednio prowadzić do kryzysu, lecz osłabia mechanizmy kontroli, zwiększa niepewność i utrudnia odpowiednio wczesne podejmowanie działań korygujących.

Ryzyka te są wzajemnie powiązane. Pogorszenie sytuacji fiskalnej może zwiększać koszty finansowania, skłaniać państwo do silniejszego wykorzystania krajowego sektora bankowego i prowadzić do ograniczenia inwestycji. Z kolei słabsze inwestycje obniżają potencjalne tempo wzrostu, utrudniając stabilizację długu. Dlatego poszczególne problemy nie powinny być rozwiązywane za pomocą odrębnych, nieskoordynowanych instrumentów.

3. Rekomendacje dotyczące przejrzystości i zarządzania finansami publicznymi

Pierwszym obszarem wymagającym działania jest zwiększenie kompletności, porównywalności i terminowości informacji o finansach publicznych. Informacja fiskalna powinna obejmować nie tylko budżet państwa, lecz cały sektor instytucji rządowych i samorządowych, w tym fundusze oraz podmioty realizujące zadania publiczne poza budżetem centralnym. Szczególnego znaczenia nabiera prezentowanie zobowiązań, gwarancji i innych potencjalnych obciążeń, które mogą w przyszłości wpływać na wydatki lub dług publiczny.

Należy dążyć do ujednolicenia definicji, klasyfikacji i horyzontów czasowych wykorzystywanych w dokumentach fiskalnych. Równoległe posługiwanie się różnymi miarami długu i salda jest niekiedy uzasadnione metodologicznie, ale wymaga przedstawiania czytelnych uzgodnień między nimi. Dokumenty budżetowe powinny wyraźnie pokazywać różnice między długiem

Skarbu Państwa, państwowym długiem publicznym i długiem sektora general government oraz wskazywać przyczyny zmian tych wielkości.

Wskazane jest przygotowywanie regularnego, skonsolidowanego raportu o ryzykach fiskalnych. Powinien on obejmować między innymi wrażliwość kosztów obsługi długu na stopy procentowe i kurs walutowy, skutki zmian dynamiki PKB, zobowiązania warunkowe, gwarancje, ryzyka związane ze spółkami i instytucjami publicznymi oraz długookresowe konsekwencje procesów demograficznych. Analizy scenariuszowe powinny uzupełniać prognozy bazowe, pokazując konsekwencje mniej prawdopodobnych, ale kosztownych zdarzeń.

Zwiększenie przejrzystości powinno iść w parze ze wzmocnieniem średniookresowego planowania budżetowego. Limity wydatków, prognozy dochodów, plany inwestycyjne i strategia zarządzania długiem powinny tworzyć spójne ramy obejmujące okres dłuższy niż jeden rok budżetowy. Pozwoliłoby to oceniać nie tylko bieżący koszt nowych działań, lecz także ich pełne skutki w kolejnych latach.

Finansowanie pozabudżetowe powinno być wykorzystywane jedynie w przypadkach, w których przemawiają za tym rzeczywiste względy organizacyjne lub ekonomiczne, a nie możliwość pominięcia standardowych procedur budżetowych. Nie oznacza to konieczności likwidacji wszystkich funduszy, lecz podporządkowanie ich jednolitym zasadom sprawozdawczości, kontroli i oceny efektywności. W dłuższym okresie zasadne jest stopniowe przywracanie większej części operacji publicznych do ram zapewniających parlamentarną kontrolę i porównywalność z budżetem państwa.

Wiarygodność całego procesu wymaga również niezależnej oceny założeń makroekonomicznych, kosztów nowych regulacji i zgodności polityki z regułami fiskalnymi. Taka ocena powinna wspierać debatę publiczną, nie zastępując odpowiedzialności rządu i parlamentu za podejmowane decyzje. Jej znaczenie polega przede wszystkim na ograniczaniu ryzyka nadmiernie optymistycznych założeń i zwiększaniu konsekwencji w realizacji przyjętych planów.

4. Rekomendacje dotyczące modelu konsolidacji fiskalnej

Konsolidacja fiskalna powinna rozpocząć się, zanim zostanie wymuszona przez gwałtowny wzrost kosztów finansowania lub pogorszenie koniunktury. Jej zasadniczym celem nie powinno być jedynie formalne spełnienie reguł fiskalnych, lecz trwałe zwiększenie



salda pierwotnego, ustabilizowanie relacji długu do PKB i odbudowanie przestrzeni pozwalającej reagować na przyszłe szoki.

Najbardziej odpowiedni dla Polski jest model konsolidacji stopniowej, wieloletniej i selektywnej. Program powinien łączyć działania po stronie wydatkowej i dochodowej, ponieważ skala nierównowagi oraz sztywność dużej części wydatków ograniczają możliwość oparcia dostosowania wyłącznie na jednej grupie instrumentów. Struktura konsolidacji jest przy tym równie ważna jak jej nominalna wielkość.

Po stronie wydatkowej podstawowe znaczenie powinny mieć systematyczne przeglądy wydatków, ocena skuteczności programów oraz ograniczanie instrumentów, które nie realizują założonych celów lub dublują istniejące działania. Przeglądy nie powinny sprowadzać się do mechanicznego obniżania wydatków wszystkich jednostek. Ich zadaniem powinno być wskazywanie możliwości realokacji środków z działań o niskiej efektywności do obszarów ważniejszych dla stabilności i rozwoju.

Po stronie dochodowej priorytetem powinno być poszerzanie baz podatkowych, ograniczanie nieuzasadnionych preferencji i poprawa stabilności systemu. Zmiany podatkowe powinny być przewidywalne, poprzedzone oceną skutków i wprowadzane z odpowiednim wyprzedzeniem. Należy unikać częstych, doraźnych obciążeń sektorowych, które zwiększają niepewność i mogą ograniczać inwestycje albo prowadzić do przenoszenia kosztów na klientów. Poprawa ściągальności podatków pozostaje istotna, lecz nie powinna być traktowana jako automatyczny substytut decyzji dotyczących struktury dochodów i wydatków.

Program konsolidacji powinien chronić wydatki zwiększające produktywność i odporność gospodarki. Ochrona nie może jednak wynikać wyłącznie z formalnego zaklasyfikowania wydatku jako inwestycyjnego. Projekty powinny być oceniane pod względem wpływu na wzrost, dodatkowości, kosztów utrzymania oraz możliwości pozyskania finansowania prywatnego lub europejskiego. Pozwala to pogodzić ochronę potencjału rozwojowego z potrzebą poprawy efektywności wydatków publicznych.

Tempo dostosowania powinno uwzględniać koniunkturę gospodarczą. Rozpoczęcie zmian w okresie wzrostu umożliwia rozłożenie ich w czasie i ogranicza ryzyko procyklicznego zacieśnienia podczas spowolnienia. Program powinien jednocześnie zawierać mechanizmy korekcyjne uruchamiane w przypadku odchylenia od zakładanej ścieżki oraz pozwalać automatycznym stabilizatorom działać w warunkach przejściowego osłabienia aktywności.

Warunkiem wiarygodności konsolidacji jest wskazanie konkretnych instrumentów, harmonogramu i podmiotów odpowiedzialnych za ich realizację. Deklarowana poprawa salda oparta przede wszystkim na wysokim wzroście nominalnym, przyszłych oszczędnościach lub nieokreślonych dodatkowych dochodach nie będzie wystarczająca. Wiarygodny program powinien umożliwiać regularne porównywanie wyników z przyjętą ścieżką i wyjaśnianie przyczyn odchyleń.

5. Ograniczenie sprzężenia między państwem a sektorem bankowym

Ograniczenie sprzężenia państwo–banki nie powinno polegać na gwałtownym zmniejszeniu zaangażowania banków w finansowanie długu publicznego. Banki pełnią ważną funkcję stabilizującą, zapewniając popyt na skarbowe papiery wartościowe i zwiększając udział finansowania krajowego. Celem powinno być natomiast niedopuszczenie do dalszego nadmiernego wzrostu koncentracji oraz stopniowe poszerzanie alternatywnych źródeł finansowania państwa i gospodarki.

Wymaga to rozwoju stabilnej, zróżnicowanej bazy inwestorów obejmującej gospodarstwa domowe, fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne oraz inwestorów zagranicznych. Szczególne znaczenie ma wspieranie długoterminowych oszczędności krajowych. Zwiększenie ich skali pozwala finansować potrzeby państwa i przedsiębiorstw bez nadmiernego uzależniania obu sektorów od bilansów banków.

Należy przeanalizować, czy konstrukcja obciążeń podatkowych i regulacyjnych sektora bankowego nie tworzy nadmiernych zachęt do lokowania środków w dług publiczny kosztem kredytowania przedsiębiorstw. Ewentualne zmiany powinny być stopniowe, przewidywalne i skoordynowane ze strategią zarządzania długiem, tak aby nie wywołać nagłego spadku popytu na skarbowe papiery wartościowe. Celem nie jest ograniczanie możliwości inwestowania banków w bezpieczne i płynne aktywa, lecz zmniejszanie regulacyjnej preferencji dla finansowania państwa względem finansowania działalności prywatnej.

Monitoring stabilności finansowej powinien w większym stopniu uwzględniać łączne skutki zmian sytuacji fiskalnej, stóp procentowych i wyceny obligacji. Analiza powinna obejmować nie tylko bezpośrednie straty bilansowe, lecz także wpływ na płynność, koszt finansowania, rentowność oraz zdolność banków do udzielania kredytów. Szczególnej obserwacji wymaga koncentracja ekspozycji na sektor

publiczny i jej zróżnicowanie między poszczególnymi grupami banków.

Polityka państwa wobec sektora bankowego powinna uwzględniać jego podwójną funkcję: finansowanie długu publicznego oraz zapewnianie kredytu gospodarce. Nadmierne wykorzystywanie banków jako źródła dochodów publicznych lub nabywców długu może w krótkim okresie ułatwiać finansowanie potrzeb państwa, ale w dłuższym okresie ograniczać zdolność sektora do wspierania inwestycji. Stabilny i rentowny sektor bankowy należy traktować jako element odporności gospodarki, a nie jako substytut dostosowania fiskalnego.

6. Ochrona inwestycji i mobilizacja kapitału prywatnego

Odbudowa równowagi fiskalnej będzie przypadać na okres dużych potrzeb inwestycyjnych. Dotyczą one między innymi transformacji energetycznej, bezpieczeństwa, infrastruktury, cyfryzacji, innowacji oraz dostosowania gospodarki do zmian demograficznych i technologicznych. Oparcie ich finansowania przede wszystkim na środkach publicznych nie będzie możliwe bez dalszego zwiększania deficytu i długu. Konieczne jest zatem zarówno podniesienie efektywności inwestycji publicznych, jak i zwiększenie udziału kapitału prywatnego.

Pierwszym warunkiem ochrony inwestycji jest stworzenie wieloletniego, uporządkowanego portfela projektów. Projekty powinny być oceniane według jednolitych kryteriów obejmujących ich znaczenie strategiczne, stopę zwrotu społecznego i gospodarczego, wpływ na produktywność, gotowość realizacyjną oraz koszty utrzymania w całym cyklu życia. Ograniczałoby to ryzyko rozpraszania środków między liczne programy i przedsięwzięcia o niewielkiej skali lub niejasnych efektach.

Środki europejskie powinny być wykorzystywane jako element trwałej strategii inwestycyjnej, a nie wyłącznie jako okresowe źródło zastępujące finansowanie krajowe. Wymaga to zapewnienia zdolności do współfinansowania, przygotowania projektów i utrzymania inwestycji po zakończeniu finansowania unijnego. Szczęólnego znaczenia nabiera łączenie dotacji z pożyczkami, gwarancjami i instrumentami kapitałowymi tam, gdzie projekt może generować przychody lub mobilizować środki prywatne.

Publiczne instrumenty finansowe powinny koncentrować się na ograniczaniu konkretnych barier rynkowych, takich jak wysokie ryzyko początkowe, długi okres zwrotu, brak odpowiednich zabezpieczeń lub

niepewność technologiczna. Gwarancje i finansowanie preferencyjne powinny mobilizować dodatkowy kapitał, a nie zastępować finansowanie, które zostałyby udzielone na warunkach rynkowych. Związane z nimi ryzyka i zobowiązania warunkowe muszą być ujmowane w analizach fiskalnych.

Poprawy wymaga koordynacja instrumentów oferowanych przez administrację, instytucje rozwoju i programy europejskie. Obecne rozproszenie utrudnia przedsiębiorstwom identyfikację właściwego źródła finansowania i może prowadzić do nakładania się instrumentów. Zasadne jest stworzenie spójnego systemu informacji, wspólnych kryteriów oceny oraz mechanizmów kierujących projekt do odpowiedniego rodzaju wsparcia: dotacji, gwarancji, pożyczki, finansowania kapitałowego albo instrumentu mieszanego.

Mobilizacja kapitału prywatnego wymaga również rozwoju rynku kapitałowego i długoterminowych oszczędności. Finansowanie bankowe pozostanie podstawowym źródłem kapitału dla wielu przedsiębiorstw, ale nie jest wystarczające dla wszystkich rodzajów inwestycji, zwłaszcza innowacyjnych i technologicznych. Potrzebne jest zwiększenie dostępności finansowania udziałowego, obligacji przedsiębiorstw, funduszy venture capital i private equity oraz instrumentów umożliwiających podział ryzyka między inwestorów prywatnych i publicznych.

Ochrona inwestycji nie powinna oznaczać wyłączenia całych kategorii wydatków z oceny efektywności. Przy ograniczonej przestrzeni fiskalnej szczególnego znaczenia nabiera wybór projektów przynoszących najwyższe efekty rozwojowe. Podniesienie jakości przygotowania, selekcji i realizacji inwestycji może częściowo ograniczyć napięcie między konsolidacją fiskalną a potrzebami rozwojowymi.

7. Kolejność wdrażania rekomendacji

Rekomendacje powinny być realizowane jako jeden program, ale ich wdrożenie musi zostać rozłożone w czasie. Pierwszy etap powinien obejmować działania zwiększające przejrzystość i wiarygodność polityki fiskalnej. Należy skonsolidować informację o operacjach całego sektora publicznego, przedstawić pełniejszą ocenę ryzyk fiskalnych oraz określić średniookresową ścieżkę salda, wydatków i długu. Równolegle powinien zostać przeprowadzony przegląd istniejących programów wydatkowych i instrumentów wspierania inwestycji.

Drugi etap powinien polegać na rozpoczęciu stopniowej konsolidacji strukturalnej. W pierwszej kolejności należy wdrażać rozwiązania, które poprawiają



efektywność wydatków, ograniczają nieuzasadnione preferencje i zwiększają stabilność dochodów, a jednocześnie nie powodują gwałtownego osłabienia popytu. Już na tym etapie konieczne jest wyodrębnienie inwestycji o największym znaczeniu dla produktywności i odporności gospodarki oraz zabezpieczenie ich finansowania w średniookresowych ramach budżetowych.

Równolegle należy rozpocząć ograniczanie bodźców wzmacniających koncentrację długu publicznego w sektorze bankowym. Zmiany podatkowe i regulacyjne powinny być poprzedzone analizą ich wpływu na rynek skarbowych papierów wartościowych, stabilność banków i podaż kredytu. Jednocześnie należy rozwijać alternatywną bazę inwestorów oraz instrumenty długoterminowego oszczędzania.

Trzeci etap powinien koncentrować się na utrwaleniu nowego modelu finansowania rozwoju. Obejmuje to rozwój rynku kapitałowego, szersze wykorzystywanie instrumentów podziału ryzyka, lepszą koordynację instytucji rozwoju oraz pełniejsze łączenie środków krajowych, europejskich i prywatnych. Efektem powinno być zmniejszenie zależności inwestycji od bieżącej sytuacji budżetowej i bilansów banków.

Realizacja programu powinna podlegać regularnej ocenie na podstawie zestawu wskaźników obejmujących saldo strukturalne i pierwotne, relację długu do

PKB, koszty jego obsługi, strukturę inwestorów, udział papierów skarbowych w aktywach banków, dynamikę kredytu dla przedsiębiorstw, poziom inwestycji publicznych i prywatnych oraz skalę kapitału zmobilizowanego przez instrumenty publiczne. Ocena nie powinna ograniczać się do formalnego wykonania poszczególnych działań, lecz uwzględniać ich rzeczywisty wpływ na stabilność i potencjał wzrostu.

Kluczowym warunkiem powodzenia jest zachowanie spójności całego programu. Konsolidacja fiskalna przeprowadzona bez ochrony inwestycji mogłaby osłabić podstawy wzrostu. Wspieranie inwestycji bez poprawy efektywności i kontroli ryzyk zwiększałoby natomiast obciążenia fiskalne. Z kolei ograniczenie zaangażowania banków w finansowanie państwa bez rozwoju innych źródeł popytu na dług mogłoby podnieść koszty jego obsługi. Poszczególne działania muszą być zatem projektowane i oceniane łącznie.

Najważniejszym zadaniem polityki gospodarczej jest wykorzystanie okresu relatywnie dobrej koniunktury do przeprowadzenia zmian, zanim dostosowanie stanie się wymuszone. Wiarygodna, stopniowa konsolidacja, większa przejrzystość finansów publicznych, ograniczenie nadmiernej koncentracji ryzyka oraz mobilizacja kapitału prywatnego mogą wzajemnie się wzmacniać. W takim ujęciu stabilność fiskalna nie jest alternatywą dla rozwoju, lecz jednym z podstawowych warunków jego trwałego finansowania.

Literatura i źródła

- Abiad, A., Furceri, D., & Topalova, P. (2015). *The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies* (IMF Working Paper WP/15/95). International Monetary Fund.
- Afonso, A., & González Alegre, J. (2008). *Economic Growth and Budgetary Components: A Panel Assessment for the EU* (ECB Working Paper Series 1725-2806). European Central Bank.
- Alesina, A., Favero, C., & Giavazzi, F. (2017). *The Effects of Fiscal Consolidations: Theory and Evidence* (NBER Working Paper Series No. 23385). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w23385> <https://doi.org/10.3386/w23385>
- Alesina, A., & Perotti, R. (1996). *Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects* (IMF Working Paper). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451960433.001>
- Ambroziak, A. A. (2025). *The New EU Industrial Policy: A Paradigm Shift in Need of Coordination and Funding* (SIEPS 2025:2 1651-8942). Swedish Institute for European Policy Studies.
- Ando, S., Asonuma, T., Sollaci, A. B., Ganelli, G., Mishra, P., Patel, N., Peralta Alva, A., & Presbitero, A. F. (2023). Coming Down to Earth: How to Tackle Soaring Public Debt. In IMF (Ed.), *World Economic Outlook: A Rocky Recovery* (pp. 69–90). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/weo/2023/april/english/ch3.pdf>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- BGK, & PIE. (2025). *Inwestycje jako fundament nowego modelu rozwoju polski*. Departament Badań i Analiz BGK, Polski Instytut Ekonomiczny.
- Blöchliger, H., Song, D.-H., & Sutherland, D. (2012). *Fiscal Consolidation: Part 4. Case Studies of Large Fiscal Consolidation Episodes* (OECD Economics Department Working Papers No. 935). OECD.
- Bloom, N. (2009). The Impact of Uncertainty Shocks. *Econometrica*, 77(3), 623–685. <https://doi.org/10.3982/ECTA6248>
- Bouis, R. (2019). Banks' Holdings of Government Securities and Credit to the Private Sector in Emerging Market and Developing Economies. *IMF Working Papers*, 2019(224), 1. <https://doi.org/10.5089/9781513512952.001>
- Bujak, P., Petka-Zagajewska, M., Czaplicki, M., Kryńska, U., Rot, M., & Sosiński, M. (2018). *Investment rate in Poland – higher than it seems* (PKO Bank Polski Macro Research). PKO Bank Polski.
- Bujak, P., Petka-Zagajewska, M., Kryńska, U., Fabiański, S., Pastor, K., Pierzeak, A., Reczek, M., & Wojtyniak-Stefańska, A. (2025). *Czy naprawdę za mało inwestujemy i co z tego wynika?* (Makro Focus. Analizy Makroekonomiczne). PKO Bank Polski. <https://centrumanaliz.pkobp.pl/>
- Casas, P., Christou, T., García-Rodríguez, A., Lazarou, N. J., Lecca, P., Monfort, P., & Salotti, S. (2026). Mission-Led and Place-Based Policy Outcomes in European Regions. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, Article jcms.70149. Advance online publication. <https://doi.org/10.1111/jcms.70149>
- Council of the European Union. (2026). *Council Recommendation on the economic, social, employment, structural and budgetary policies of Poland*. Council of the European Union.
- Deghi, A., Fendoglu, S., Iyer, T., Tabarraei, H., Xu, Y., & Yenice, M. (2022). The Sovereign-Bank Nexus in Emerging Markets in the Wake of the COVID-19 Pandemic. *IMF Working Papers*, 2022(223), 1. <https://doi.org/10.5089/9798400222382.001>
- Devries, P., Guajardo, J., Leigh, D., & Pescatori, A. (2011). *A New Action-Based Dataset of Fiscal Consolidation* (IMF Working Papers No. 9781455264407). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2016/12/31/a-new-action-based-dataset-of-fiscal-consolidation-24892> <https://doi.org/10.5089/9781455264407.001>

- EBRD. (2024). *Poland Country Strategy 2024-2029*. European Bank for Reconstruction and Development.
- EIB. (2025a). *EIB Investment Survey 2025: Poland overview*. European Investment Bank.
- EIB. (2025b). *Investment report 2024/25: Innovation, integration and simplification in Europe*. European Investment Bank. <https://doi.org/10.2867/8065730>
- Engler, P., & Klein, M. (2017). Austerity measures amplified crisis in Spain, Portugal, and Italy. *DIW Economic Bulletin*, 7(8), 89–93.
- Escolano, J., & Arbatli Saxegaard, E. (2012). Fiscal Transparency, Fiscal Performance and Credit Ratings. *IMF Working Papers*, 2012(156), 1. <https://doi.org/10.5089/9781475504477.001>
- European Commission. (2025a). *A Dynamic EU Budget for the Priorities of the Future: The Multiannual Financial Framework 2028–2034* (COM(2025) 570 final). European Commission.
- European Commission. (2025b). *Europe's budget – Member States allocation*. Publications Office of the European Union. <https://doi.org/10.2761/5961524>
- European Commission. (2026a). *Economic Forecast for Romania*. European Commission.
- European Commission. (2026b). *European Economic Forecast: Spring 2026* (Institutional Paper). European Commission.
- European Commission. (2026c). *Poland 2026 Country Report* (SWD(2026) 221 final). European Commission.
- European Parliament. (2018). *Tax collection in Greece: State of play*. https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2018/614518/IPOL_IDA%282018%29614518_EN.pdf
- Fang, X., Hardy, B., & Lewis, K. K. (2025). Who Holds Sovereign Debt and Why It Matters. *The Review of Financial Studies*, 38(8), 2326–2361. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaf031>
- Gechert, S., & Rannenberg, A. (2015). The Costs of Greece's Fiscal Consolidation. *Vierteljahrshefte Zur Wirtschaftsforschung*, 84(3), 47–59. <https://doi.org/10.3790/vjh.84.3.47>
- GGDC. (2025). *Penn World Table version 11.0*. Groningen Growth and Development Centre. <https://doi.org/10.34894/FABVLR>
- Hallaert, J.-J., & Queyranne, M. (2016). *From Containment to Rationalization: Increasing Public Expenditure Efficiency in France* (IMF Working Paper). International Monetary Fund.
- Haroutunian, S., Nerlich, C., Rodríguez-Vives, M., & Schauhoff, C. (2026). Boosting efficiency in public investment in times of fiscal constraint. *Economic Bulletin Articles*, 2. <https://ideas.repec.org/a/ecb/ecbart/202600021.html>
- Heimberger, P. (2024). *Fiscal consolidation and its growth effects in euro area countries: Past, present and future outlook* (WIIW Working Paper).
- IMF. *IMF action-based fiscal consolidation dataset*. International Monetary Fund.
- IMF. *Republic of Poland* (No. 025). <https://doi.org/10.5089/9798229036023.002>
- IMF. (1997). *Ireland: Selected Issues* (IMF Staff Country Report). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451818697.002>
- IMF. (1998). *Sweden: Selected Issues* (IMF Staff Country Report). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451835854.002>
- IMF. (2002). *Canada: Staff Report for the 2002 Article IV Consultation* (IMF Country Report). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451806885.002>
- IMF. (2010a). *Greece: Request for Stand-By Arrangement* (IMF Country Report). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781455206902.002>
- IMF. (2010b). *Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement* (IMF Country Report). International Monetary Fund.
- IMF. (2018). *Fiscal Transparency Handbook*. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781484331859.069>
- IMF. (2024a). *Fiscal Monitor, October 2024: Putting a Lid on Public Debt*. International Monetary Fund.
- IMF (2024b). *Operational Guidance Note for IMF Engagement on Social Spending Issues*. *Policy Papers*, 2024(022), 1. <https://doi.org/10.5089/9798400272271.007>
- IMF. (2025a). *Fiscal Monitor, April 2025: Fiscal Policy under Uncertainty*. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798229002516.089>



- IMF. (2025b). *Fiscal Monitor, October 2025: Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth*. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798229024938.089>
- IMF. (2025c). *Republic of Poland: 2024 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; And Statement by the Executive Director for the Republic of Poland* (No. 25/6). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400298813.002>
- IMF. (2025d). *Romania: 2025 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Romania* (IMF Country Report). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798229031547.002>
- Kemoe, L., & Zhan, Z. (2018). Fiscal Transparency, Borrowing Costs, and Foreign Holdings of Sovereign Debt. *IMF Working Papers*, 2018(189), 1. <https://doi.org/10.5089/9781484373835.001>
- Korniluk, D. (2014). *Stabilising expenditure rule in Poland – stochastic simulations for 2014-2040*. Ministry of Finance, Republic of Poland.
- Kubin, T. (2016). Kryzys gospodarczy w Hiszpanii. Przyczyny, przejawy, następstwa. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego W Katowicach*(287), 90–110.
- Li, D., Magud, N., Werner, A., & Witte, S. (2021). The Long-Run Impact of Sovereign Yields on Corporate Yields in Emerging Markets. *IMF Working Papers*, 2021(155), 1. <https://doi.org/10.5089/9781513573410.001>
- Lubik, T. A. (2025). *The Debt Brake: Unsafe at Any Speed?* (Economic Brief). https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2025/eb_25-22
- Ministero dell'Economia e delle Finanze. (2017). *Consolidation and promoting growth*. <https://www.mef.gov.it/en/focus/Consolidation-and-promoting-growth/>
- Ministerstwo Finansów. (2024a). *Sejm przyjął ustawę o zmianie ustawy o finansach publicznych*. Ministerstwo Finansów. <https://www.gov.pl/web/finanse/sejm-przyjal-ustawe-o-zmianie-ustawy-o-finansach-publicznych>
- Ministerstwo Finansów. (2024b). *Średniookresowy plan budżetowo-strukturalny na lata 2025–2028*. Ministerstwo Finansów.
- Moretti, D., & Rabbitt, A. *Sustainability of Public Finances in OECD Countries: From Fiscal Consolidation to State Redesign?* (OECD Papers on budgeting. 2025/12).
- NBP. (2025). *Raport o stabilności systemu finansowego, czerwiec 2025*. Narodowy Bank Polski.
- NBP. (2026). *Raport o inflacji. Marzec 2026 r.* Narodowy Bank Polski.
- NIK. (2025). *Analiza wykonania budżetu państwa i założeń polityki pieniężnej w 2024 roku. Tom I. Najwyższa Izba Kontroli*.
- NIK. (2026a). *Analiza wykonania budżetu państwa i założeń polityki pieniężnej w 2025 roku. Tom I. Najwyższa Izba Kontroli*.
- NIK. (2026b). *Analiza wykonania budżetu państwa i założeń polityki pieniężnej w 2025 roku. Tom II. Najwyższa Izba Kontroli*.
- OECD. (2012). *Restoring public finance. 2012 Update*. OECD.
- OECD. (2018). *OECD DAC Blended Finance Principles: For Unlocking Commercial Finance for the Sustainable Development Goals* (Best Practices in Development Co-operation). OECD. <https://doi.org/10.1787/dc66bd9c-en>
- OECD. (2020). *OECD Environmental Performance Reviews: Greece 2020*. OECD Publishing.
- OECD. (2025a). *OECD Economic Surveys: Poland 2025* (Vol. 2025). OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/483d3bb9-en>
- OECD. (2025b). *Quality Budget Institutions: Developments in OECD Countries*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/8e811202-en>
- OECD. (2026). *Restoring Public Finances: Enabling Effective Government*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/fbcf9161-en>
- Pawlonka, T., Nierodka, A., Przyborowski, B., Bernardelli, M., Nowak, A. K., Jamroży, M., & Flig, K. (2025). *Propozycja zmian zasad wymiaru podatku bankowego w Polsce na rzecz zwiększenia zdolności sektora bankowego do finansowania gospodarki*. Program Analityczno-Badawczy, Warszawski Instytut Bankowy.
- Ptak, P. (2022). The Fiscal Policy of Germany and France. From the Creation of the Euro up to the Pandemic. *Financial Sciences*, 27(2), 67–83.
- Radev, D., & Allen, R. (2010). Extrabudgetary Funds. *Technical Notes and Manuals*, 2010(009), 1. <https://doi.org/10.5089/9781455279470.005>



- Radło, M.-J. (2026). Polish Economic Statecraft under Constraint: The EU's Geo-economic Turn and Poland's Agency Dilemma. *Ekonomista*(4).
- Radło, M.-J., & Napiórkowski, T. M. (2026). Czy Polska jest strukturalnie niedoinwestowana? Akumulacja kapitału i fundamenty długookresowego wzrostu na tle Europy Środkowo-Wschodniej i Unii Europejskiej. In SGH (Ed.), *Raport SGH i Forum Ekonomicznego 2026* (pp. 131–148). Oficyna wydawnicza SGH.
- Radło, M.-J., Zabawa, Justyna, Napiórkowski, Tomasz M., & Łosiewicz-Dniestrzańska, E. (2025). *Wymagany poziom kredytowania polskiej gospodarki w warunkach transformacji*. Program Analityczno-Badawczy, Warszawski Instytut Bankowy.
- Rietzler, K., & Truger, A. (2018). *Is the debt brake behind Germany's successful fiscal consolidation?* (Working Paper). Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin.
- Romano, S. (2021). The 2011 Crisis in Italy: A Story of Deep-Rooted (and Still Unresolved) Economic and Political Weaknesses. In B. de Souza Guilherme (Ed.), *Financial Crisis Management and Democracy* (pp. 173–184).
- Rozporządzenie Ministra Finansów i Gospodarki z dnia 20 kwietnia 2026 r. w sprawie szczegółowej klasyfikacji dochodów, wydatków, przychodów i rozchodów oraz środków pochodzących ze źródeł zagranicznych, Dz. U. 2026 poz. 582 (2025).
- Rubio, E., & Alcidi, C. (2026). *Navigating the European Commission's MFF Proposal for 2028-2034: Mapping Risks and Opportunities for Cohesion Policy and Regional Development*. European Parliament, Policy Department for Regional Development, Agriculture and Fisheries.
- Ruck, J. (2026). A Geoeconomic Fix? European Industrial Policy on Semiconductors Amidst Global Competition. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 64(2), 742–761. <https://doi.org/10.1111/jcms.13710>
- Šćepanović, V., & Szabó, I. G. (2026). The Return of Industrial Policy in the EU: A Chance for Central and Eastern Europe? *JCMS: Journal of Common Market Studies*, Article jcms.70111. Advance online publication. <https://doi.org/10.1111/jcms.70111>
- Seidl, T., & Lopes-Valença, H. (2026). Waking a Dormant Legal Resource: Institutional Activation and the Origins of Important Projects of Common European Interest. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 64(4), 1359–1381. <https://doi.org/10.1111/jcms.70025>
- Simon, J., Pescatori, A., & Sandri, D. (2012). The Good, the Bad, and the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs. In IMF (Ed.), *World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth* (pp. 101–127). International Monetary Fund. https://www.imf.org/en/-/media/websites/imf/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/_c3pdf.pdf
- Statistics Canada. *Labour Force Survey*. Statistics Canada.
- Ustawa z dnia 20 grudnia 2024 r. o Radzie Fiskalnej, Dz. U. 2025 poz. 39 (2025).
- Wigger, A. (2023). The New EU Industrial Policy and Deepening Structural Asymmetries: Smart Specialisation Not So Smart. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 61(1), 20–37. <https://doi.org/10.1111/jcms.13366>

35^{LAT} ZWIĄZEK BANKÓW POLSKICH

Raport przygotowany na zlecenie Fundacji
Warszawski Instytut Bankowości



PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY