

Sławomir Dudek
Ludwik Kotecki
Marta Petka-Zagajewska

ZAGROŻENIA nadmiernego długu publicznego

EDYCJA 2024



Instytut
Odpowiedzialnych
Finansów



Fundacja Przyjazny Kraj
The Friendly State Foundation



instytut
finansów
publicznych

**Sławomir Dudek
Ludwik Kotecki
Marta Petka-Zagajewska**

ZAGROŻENIA nadmiernego długu publicznego

EDYCJA 2024

Institut Odpowiedzialnych Finansów
Warszawa 2024

Autorzy

Sławomir Dudek, Ludwik Kotecki, Marta Petka-Zagajewska

Opracowanie graficzne i skład

Andrzej Łubniewski

© Centrum Myśli Strategicznych 2024

ISBN 978-83-66843-35-6

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

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

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

Sugerowane cytowanie raportu:

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

Opracowanie jest bezstronne i obiektywne, partner wydania, Fundacja Przyjazny Kraj, nie miał wpływu na jego tezy ani wymowę. Publikacja wyraża prywatne opinie autorów, a nie instytucji, w których pracują. Raport bazuje na danych dostępnych do 27 maja 2024 r.

SPIS TREŚCI

| | |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. WSTĘP | 6 |
| 2. FINANSE PUBLICZNE W 2023 ROKU I W LATACH KOLEJNYCH | 8 |
| Prognozy długu publicznego | 24 |
| Finanse publiczne jako system: dług PFR i BGK oraz zaciemnianie obrazu | 28 |
| 3. UWARUNKOWANIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM PUBLICZNYM | 34 |
| Uwarunkowania międzynarodowe | 34 |
| Uwarunkowania krajowe | 39 |
| 4. WYZWANIA ZARZĄDZANIA DŁUGIEM PUBLICZNYM | 48 |
| Struktura walutowa długu publicznego | 50 |
| Struktura terminowa długu publicznego | 52 |
| Koszty obsługi długu publicznego | 55 |
| 5. RAMY POLITYKI BUDŻETOWEJ – STAN OBECNY | 60 |
| Krajowe ramy budżetowe | 61 |
| Unijne ramy budżetowe | 67 |
| 6. PODSUMOWANIE | 76 |

1. Wstęp

Dług publiczny jest jednym z kluczowych elementów zarządzania finansami państwa, a jego nadmierny wzrost może prowadzić do poważnych konsekwencji ekonomicznych i społecznych. Regularne analizy i raporty pozwalają na bieżąco oceniać sytuację finansową kraju, identyfikować potencjalne zagrożenia i podejmować adekwatne działania naprawcze, co w dłuższej perspektywie przyczynia się do poprawy zdrowia finansów publicznych i stabilności gospodarczej. Nieprzerwane ostrzeżenie o zagrożeniach nadmiernego długu publicznego jest nie tylko uzasadnione, ale wręcz konieczne.

Część zagrożeń wygasła, jednak pojawiły się nowe, a część uporczywie nie ustępuje i nie jest rozwiązywaną. To skłania nas w tym roku do kontynuacji tematu kosztów i ryzyk związanych z rosnącym długiem publicznym, co czynimy po raz czwarty z rzędu. Witamy w najnowszej, czwartej edycji naszego raportu, którą udało się zredagować i opublikować w partnerstwie trzech organizacji: Fundacji Przyjazny Kraj, Instytutu Odpowiedzialnych Finansów i Instytutu Finansów Publicznych. Pierwszy raport na temat zagrożeń nadmiernego długu publicznego powstał w 2021 r., do czego przyczynili się: Sławomir Dudek, Ludwik Kotecki i Paweł Wojciechowski. Kolejna Edycja 2022 powstała dzięki Sławomirowi Dudkowi, Ludwikowi Koteckiemu i Monice Kurtek, a edycja 2023 z udziałem Sławomira Dudka, Ludwika Koteckiego i Rafała Beneckiego. Tegoroczna Edycja 2024 została przygotowana ponownie w nieco zmienionym składzie redakcyjnym (dziękujemy Rafałowi Beneckiemu i jednocześnie witamy Martę Petkę-Zagajewską w zespole autorskim).

W tym roku, oprócz aktualizacji oceny stanu finansów publicznych w okresie 2023-2024 i opisu warunków rynkowych oraz makroekonomicznych, opisujemy wyzwania zarządzania długiem publicznym oraz krajowe i unijne ramy polityki budżetowej.

Niestety spełniliśmy wszystkie przesłanki rozpoczęcia wobec Polski unijnej procedury nadmiernego deficytu. I ta procedura w czerwcu została wprowadzona. Po pierwsze, wystąpiło przekroczenie poziomu dopuszczalnego deficytu. Po drugie, przekroczenie jest trwałe, ponieważ deficyt według większości prognoz jeszcze wzrośnie. A po trzecie, zwiększone wydatki na wyposażenie wojskowe czy osłony przed wzrostem cen energii nie wyjaśniają w pełni przekroczenia deficytu. „Nadmierny” deficyt to nie jest „stabilny” czy „bezpieczny”. To jest fakt.

Pojawiło się nowe, nie występujące w ostatnich latach zagrożenie. Po krótkim okresie zmniejszenia, luka VAT ponownie wzrosła, osiągając poziom 15,8% potencjalnych wpływów z tego podatku. W ciągu dwóch lat luka VAT wzrosła o ponad 40 mld zł, co oznacza trwałe pogorszenie strony dochodowej budżetu państwa. Na jednym silniku trudniej będzie stabilizować finanse publiczne.

Od pierwszej edycji raportu ostrzegaliśmy, że zagrożeniem nie jest sam poziom zadłużenia, ale ryzyko wzrostu kosztów jego obsługi, nawet jeżeli dług jest na umiarkowanym poziomie. Świat niskich stóp procentowych zniknął w mgnieniu oka i pułapka rolowania i emisji nowego długu po wysokim koszcie, stała się faktem. W ciągu dwóch lat koszty obsługi długu w całym sektorze finansów publicznych wzrosły 2,5-krotnie, z ok. 30 mld zł do 79 mld zł. W relacji do PKB jest to wzrost z 1,1% PKB do 2,1% PKB. Czyli w ciągu dwóch lat odsetki wpłynęły na zwiększenie deficytu o 1 pp. PKB. Średnie odsetki¹ od długu w 2023 r. wzrosły do 4,7% - pod tym względem jesteśmy na 3. miejscu w całej Unii Europejskiej.

Mamy problem z nieprzejrzystością finansów publicznych. Od wielu lat łamana jest, chroniona konstytucją, zasada jedności zarządzania finansami państwa poprzez ustawę budżetową, pod kontrolą parlamentu i obywateli. Łamana jest tym samym „praworządność w finansach publicznych”.

¹ Średnie implikowane oprocentowanie długu, rozumiane jako koszty odsetek (koszty obsługi długu) do całości zadłużenia.

Polska stoi w obliczu rosnącego zadłużenia publicznego. Dotychczas w ocenach stabilności średnio- i długoterminowej dla Polski paliły się zielone „lampki”, od dwóch lat „lampki” palą się już na żółto. W raporcie opisujemy prognozy długookresowe dla Polski, zgodnie z którymi w ciągu dekady wskoczymy do pierwszej dziesiątki krajów z najwyższym długiem w całej UE. Jeżeli nie podejmiemy działań naprawczych dług może wzrosnąć powyżej 80% PKB, może nie dać się zatrzymać kuli śnieżnej.

Na razie „lampki” stanu finansów publicznych świecą się żółto i dotyczą rokowań na przyszłość. Ale jak pisaliśmy nasz pierwszy raport były zielone. Trzeba regularnie ostrzegać przed zagrożeniami, co robimy także w tym raporcie.

Życzymy wartościowej lektury!

2. Finanse publiczne w 2023 roku i w latach kolejnych

Na finanse publiczne trzeba spoglądać z wielu perspektyw, trzeba je analizować w sposób dynamiczny, tj. w pewnym przedziale czasu. Nie wystarczy spojrzenie, zdjęcie tylko w jednym punkcie czasowym. W analizie finansów publicznych oprócz spojrzenia wstecz, na dane historyczne, należy również ocenić ewentualne scenariusze na przyszłość, to jest rokowania w zakresie zagrożeń dla finansów publicznych. Dlatego w analizie poniżej omówione są również prognozy finansów publicznych przygotowane przez Komisję Europejską i Międzynarodowy Fundusz Walutowy dla wszystkich krajów Unii Europejskiej. Należy również prowadzić analizę porównawczą w odniesieniu do krajów Unii Europejskiej, co czynimy w niniejszym rozdziale. Oprócz oceny stricte finansowej, należy również ocenić finanse publiczne jako system, czy są przejrzyste, kompletne, zgodne z procedurami.

Według danych Ministerstwa Finansów deficyt budżetu państwa w 2023 r. wyniósł 85,6 mld zł (tj. 2,5% PKB), wobec planowanych pierwotnie w ustawie budżetowej 68 mld zł i 92 mld zł po jej nowelizacji. Wydawać by się mogło, że

mamy dobrą sytuację finansów publicznych, lepsze wykonanie niż planowane w nowelizacji i relację deficytu poniżej 3% PKB. Niestety tak nie jest, **bo prawdziwy deficyt budżetu państwa jest wielokrotnie wyższy, co pokazują dane przesyłane przez GUS do Eurostatu. Prawdziwy deficyt sektora centralnego, czyli prawdziwego budżetu państwa, w 2023 r. wyniósł prawie 136 mld zł (tj. 4% PKB). Czyli był wyższy o 50 mld zł, tj. o 60%. Jest to głównie deficyt generowany w funduszach wydatkujących poza kontrolą parlamentu, przy BGK i PFR** (szerzej o tym zjawisku piszemy w końcowej części tego rozdziału). Oprócz tego trzeba uwzględnić deficyt podsektora samorządowego, który w 2023 r. wyniósł 0,7% PKB. Deficyt sektora samorządowego w dużym stopniu jest wynikiem ubytku dochodów własnych jednostek samorządu terytorialnego (JST) z tytułu PIT na skutek wprowadzenia „Polskiego Ładu”. W 2023 r. zanotowano również deficyt podsektora funduszy społecznych i zdrowotnego, tj. 0,4% PKB.

Niestety, przeciętny obywatel myśli, że deficyt budżetu państwa to są całe finanse państwa. Jednak eksperci i komentatorzy wiedzą, że ten parametr obecnie nic nie znaczy, można go dowolnie kształtować poprzez różnego rodzaju triki księgowo-legalne. To semantyczne zmylenie było niestety w ostatnich latach wykorzystywane przez polityków do zaciemniania rzeczywistego obrazu finansów publicznych.

Dlatego w niniejszym rozdziale będziemy się posługiwać deficytem i długiem według metodologii publikowanej przez Eurostat, znanej jako ESA 2010². Mierniki według metodologii unijnej pokazują najszerszy, pełny i prawdziwy (niezmanipulowany) obraz finansów publicznych. Analiza dotyczy całego sektora finansów publicznych, a więc oprócz budżetu centralnego (rządowego), również budżetu funduszy ubezpieczeń społecznych i finansów samorządów lokalnych.

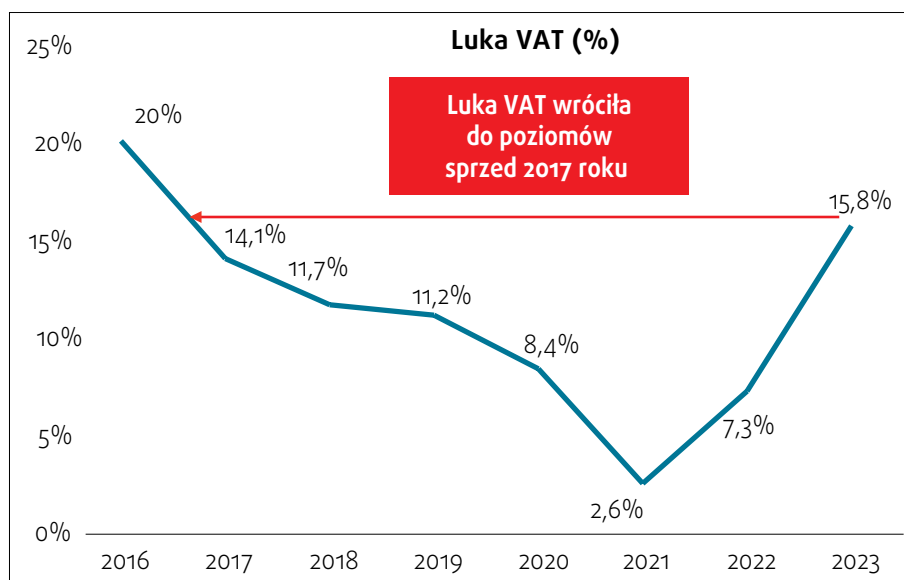
W 2023 r. łączny deficyt sektora finansów publicznych według metodologii ESA wyniósł 173,8 mld zł, tj. 5,1% PKB, wobec 3,4% PKB w 2022 r. Relacja deficytu uległa zwiększeniu o 1,7 pp. PKB. Łączne wydatki wzrosły o 3,1 pp. proc. PKB. Subsidia i dotacje do gospodarstw domowych i firm wzrosły o 1,2 pp., podobnie inwestycje, przy czym za 0,6 pp. przyrostu relacji odpowiadają samorządy, a za drugie 0,6 pp. budżet centralny - w tym w dużym stopniu inwestycje w sprzęt

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

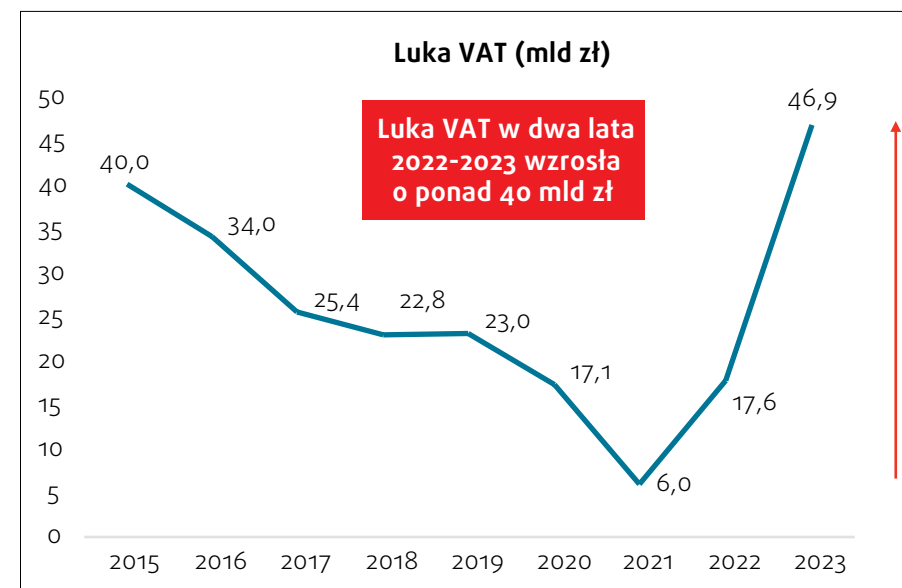
wojskowy. Wydatki socjalne przyrosły o 0,7 pp. PKB. **Silnie wzrosły także koszty obsługi długu, co powiększyło deficyt o 0,6 pp. PKB.** Wzrosły również wynagrodzenia i zużycie pośrednie (łącznie o 0,4 pp. PKB). Relatywne dochody poprawiły się o 1,5 pp. PKB. Mimo przywrócenia stawek VAT na prąd, gaz i paliwa dochody z VAT w 2023 r. były bardzo słabe. Ich relacja do PKB pozostała na poziomie z 2022 r. Dochody z VAT w 2023 r. - mimo wysokiej inflacji i wzrostu stawek - rosły dużo wolniej niż baza tego podatku. W rezultacie znacząco wzrosła luka VAT - w dwa lata, tj. 2022-2023, o ponad 40 mld zł. W ujęciu relatywnym³ luka wzrosła z 2,6% w 2021 r. do 15,8% w 2023 r. Ostatni raz tak wysoki poziom luki VAT zanotowano w 2016 r. W zasadzie w tym zakresie cofnęliśmy się o 7 lat. To bardzo niebezpieczny sygnał. Dość, że mamy nadmierny deficyt, to dodatkowo podstawowy silnik dochodów budżetowych nie działa. Niestety, w warunkach częstych i tymczasowych zmian stawek VAT, a dodatkowo w czasach dekonjunktury gospodarczej, rośnie pokusa do optymalizacji i uciekania do szarej strefy podatkowej.

LUKA VAT ZNOWU ROŚNIE, WRÓCIŁA DO POZIOMÓW SPRZED 2017 ROKU.

Luka VAT w latach 2016-2023 (% i mld zł)



³ Luka Vat w ujęciu relatywnym to luka VAT w relacji do teoretycznych, potencjalnych dochodów z tego podatku.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO.

Luka VAT-owska (zwana także luką VAT) to różnica między teoretycznym należnym podatkiem VAT, wyliczonym na podstawie obowiązujących stawek podatkowych i wskaźników makroekonomicznych, dotyczących konsumpcji, inwestycji, wydatków rządowych, od których odprowadzany jest ten podatek, a rzeczywiście zebrany podatkiem VAT przez administrację skarbową.

Luka VAT-owska powstaje z różnych przyczyn, takich jak:

- unikanie opodatkowania (ang. *tax avoidance*): legalne metody minimalizacji zobowiązań podatkowych;
- oszustwa podatkowe (ang. *tax evasion*): nielegalne metody unikania płacenia podatków, takie jak fałszywe faktury, karuzele podatkowe;
- niewypłacalność podatników: firmy, które bankrutują i nie są w stanie zapłacić należnych podatków;
- błędy administracyjne i systemowe: problemy w funkcjonowaniu systemu podatkowego, które prowadzą do niewłaściwego naliczania lub pobierania podatków.

Luka VAT-owska jest miernikiem efektywności systemu podatkowego danego kraju. Wysoka luka sugeruje problemy z egzekwowaniem prawa podatkowego, co może wynikać z niskiej skuteczności administracji skarbowej, słabych regulacji, czy też powszechnego stosowania oszustw podatkowych.

Luka VAT-owska może też rosnąć w okresach dekoniunktury, bo wówczas rośnie liczba bankructw, niewypłacalności. Rośnie też pokusa unikania opodatkowania, czyli częściej konsumenci kupują „bez paragonu”, a firmy w granicach prawa z większą intensywnością stosują mechanizmy minimalizowania obciążeń podatkowych, ale rosną również oszustwa.

Dochody z tytułu VAT w ujęciu memoriałowym w 2023 r. wzrosły o ok. 12% r/r, jest to zbliżony wzrost do bazy makroekonomicznej, czyli wzrostu nominalnej konsumpcji i PKB. W 2023 r. nominalna konsumpcja wzrosła o 9,7%, a PKB o 10,9% r/r. Jednak w 2023 r. przywrócono wyższe stawki VAT na prąd, gaz i paliwa, co powinno dać dodatkowe ok. 11,6% wzrostu VAT. Teoretycznie wpływy z VAT powinny zatem wzrosnąć o 22-23% r/r. W rezultacie luka VAT wzrosła aż do 15,8%. Administracja skarbową pobrała w 2023 r. ok. 250 mld zł podatku VAT, a biorąc pod uwagę wskaźniki makroekonomiczne i wzrost stawek VAT powinna pobrać ok. 297 mld zł (VAT teoretyczny). Niepobrany VAT – luka VAT – to ok. 47 mld zł, czyli 15,8% potencjalnych wpływów z tego podatku. Dodatkowo GUS zrewidował w górę szacunki PKB i konsumpcji w 2022 r. i okazało się, że luka VAT była w tym roku wyższa niż wcześniej szacowano: 7,3% wobec 4,9%.

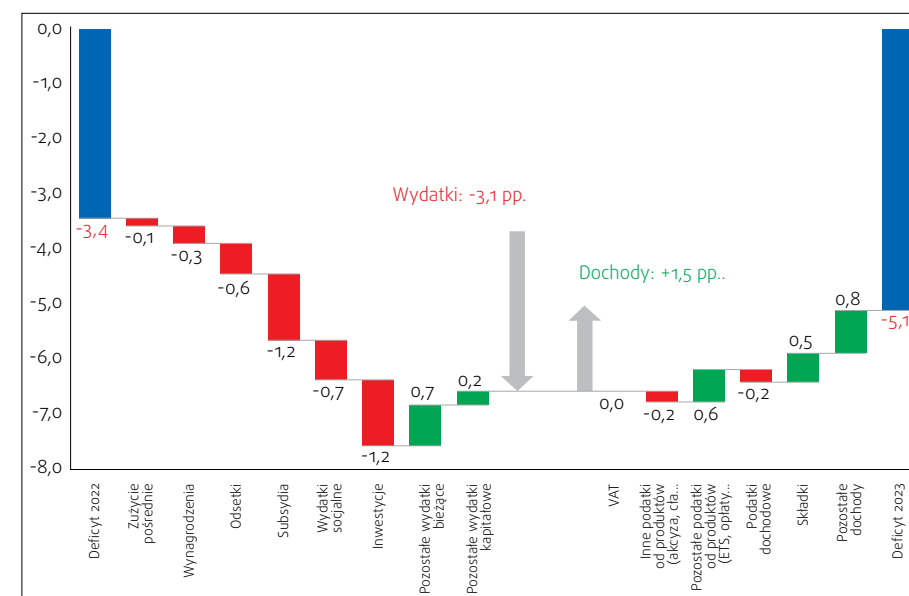
To oznacza, że podjęte działania mające na celu redukcję luki VAT okazały się nietrwałe. Zaskakujący i niebezpieczny jest bardzo szybki przyrost luki. W ciągu dwóch lat wzrosła o ponad 40 mld zł, to niemal tyle co koszt 500+, tyle rocznie mniej będzie w budżecie w najbliższych latach, jeżeli nie zostaną podjęte działania w celu ponownego zmniejszenia luki VAT. W ujęciu procentowym wzrosła ona z 2,6% w 2021 r. do 15,8%, czyli wróciła do poziomów sprzed 2017 r.

Uszczelnienie VAT w ostatnich latach było odmieniane przez wszystkie przypadki, było to główne działanie po stronie dochodowej, na którym

bazowało finansowanie wielu trwałych i sztywnych wydatków. Biorąc pod uwagę bieżące szacunki luki VAT mamy do czynienia z trwałym, strukturalnym pogorszeniem po stronie dochodowej na kwotę ok. 1,1 pp. PKB. O tyle trwale zmniejszyły się dochody z VAT. To poważne wyzwanie dla finansów publicznych.⁴

Mimo wzrostu stawek także dochody z akcyzy zmalały w relacji do PKB. Również w kierunku negatywnym oddziaływały dochody z podatków dochodowych. Relatywne wzrosty zanotowano w przypadku dochodów ze sprzedaży uprawnień do emisji ETS, ale to wynika pośrednio z kształtowania się notowań giełdowych. Wzrosły również składki na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne (o 0,5 pp. PKB).

Dekompozycja przyrostu nominalnego deficytu sektora finansów publicznych wg metodologii ESA w 2023 r. (% PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO.

⁴ Więcej o Luce VAT oraz o nieporozumieniach narosłych wokół wykorzystania istniejących szacunków luki VAT do analizy skali i przyczyn przestępstw związanych z podatkiem VAT w opracowaniu Andrzeja S. Bratkowskiego i Ludwika Koteckiego *Luka VAT w świetle analiz makroekonomicznych*, Warszawa, grudzień 2018 r. <https://instytutobywatelski.pl/pliki/pdf/Luka-VAT-w-swietle-analiz-makroekonomicznych.pdf>

W 2023 r. deficyt sektora finansów publicznych znacząco przekroczył poziom referencyjny kryteriów z Maastricht (5,1% vs 3%). Ponadto, zgodnie z prognozą Komisji Europejskiej, w 2024 r. deficyt wzrośnie do 5,4% PKB. Według prognozy Ministerstwa Finansów (Wieloletni Plan Finansów Państwa⁵, WPPF) utrzyma się na poziomie 5,1% PKB. Według prognozy MFW 5,5% PKB (*Fiscal Monitor*⁶). **To oznacza, że spełnione są wszystkie przesłanki rozpoczęcia wobec Polski procedury nadmiernego deficytu: po pierwsze wystąpiło przekroczenie w 2023 r. (o 2,1 pp. PKB), po drugie przekroczenie jest trwałe, ponieważ deficyt rośnie w 2024 r., a po trzecie może być trudno o uznawanie przez KE przesłanek wyjaśniających w całości przekroczenie wartości 3%. Takimi przesłankami według nowych reguł fiskalnych w UE mogłyby być nowe wydatki inwestycyjne na sprzęt wojskowy. Jednak te dodatkowe wydatki w 2023 r. w ujęciu memoriałowym (nie kasowym) były znacząco mniejsze niż 1 pp. PKB.** Warto zaznaczyć, że inwestycje sektora centralnego przyrosły tylko o 0,6 pp. PKB. Według szacunków Ministerstwa Finansów w WPPF, rządowe wsparcie ostonowe w związku ze wzrostem cen energii (według metodyki unijnej) w 2023 r. wyniosło netto 0,6% PKB. Czyli nawet gdyby ten czynnik uwzględnić, to przekroczenie i tak jest większe. I deficyt dalej rośnie, mimo wycofania wsparcia ostonowego w drugiej połowie 2024 r. W czerwcu 2024 ta procedura została zainicjowana przez KE.

HISTORIA PROCEDURY NADMIERNEGO DEFICYTU W POLSCE

Od początku przystąpienia do Unii Europejskiej, od momentu kiedy zaczęły w Polsce obowiązywać unijne reguły fiskalne, Polska była prawie stale objęta procedurą nadmiernego deficytu⁷: w latach 2004-2008 i 2009-2015. Do UE weszliśmy 1 maja, a procedura została wszczęta w lipcu 2004 r. Procedura została uchylona w lipcu 2008 r. Jednak rok później, w lipcu 2009 r.,

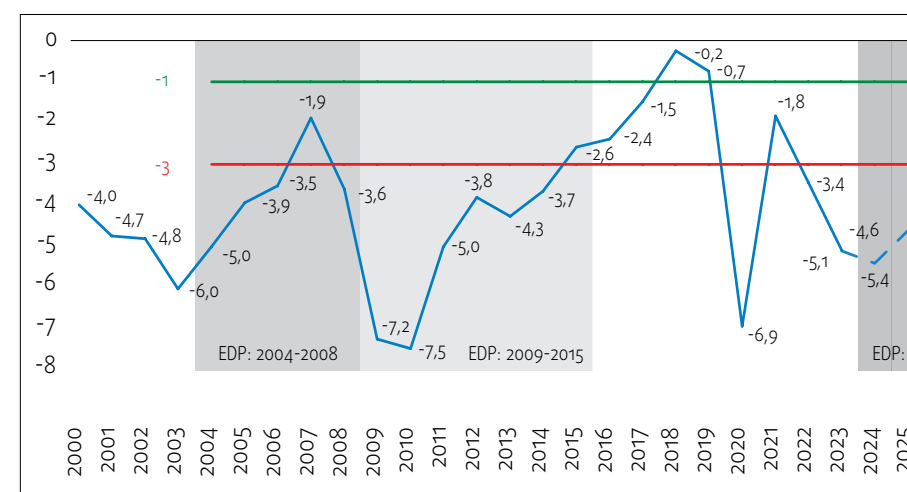
⁵ Wieloletni Plan Finansowy Państwa na lata 2024-2027 (WPPF), kwiecień 2024 r., Ministerstwo Finansów, <https://www.gov.pl/attachment/4cea23a5-80d1-48e7-9556-ceb386ed614b>.

⁶ International Monetary Fund (IMF). 2024. *Fiscal Monitor: Fiscal Policy in the Great Election Year*. Washington, DC: IMF, April, <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2024/04/17/fiscal-monitor-april-2024>

⁷ Procedura nadmiernego deficytu, ang. excessive deficit procedure (EDP), to najważniejszy instrument koordynacji polityki budżetowej w UE w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu (w jej części korekcyjnej). Jest to procedura postępowania w przypadku przekroczenia przez państwo członkowskie Unii Europejskiej określonych kryteriów dyscypliny budżetowej. Procedura określona została w art. 126 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej i w Protokole nr 12 do tego Traktatu. O ramach budżetowych UE po ich reformie, w tym o procedurze nadmiernego deficytu więcej piszemy w rozdziale 5.

Rada UE zainicjowała drugą procedurę nadmiernego deficytu wobec Polski, która trwała do 2015 r. W 2024 r. obchodzimy 20-lecie członkostwa w UE. W sumie, na 20 lat obecności w UE, aż 12 lat byliśmy w EDP (60% czasu bycia krajem członkowskim). Średni deficyt w ciągu ostatnich 20 lat (2004-2023) wynosił 3,7% PKB, a jeśli nie uwzględnimy okresów kryzysu związanego z COVID-19, było to 3,6% (2004-2019).

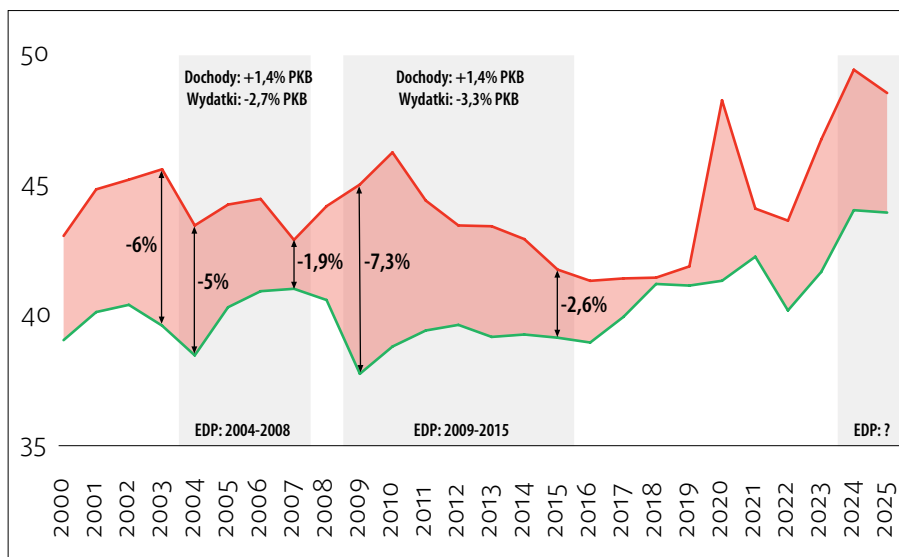
Deficyt nominalny sektora finansów publicznych wg metodologii ESA w latach 2000-2023 wraz z prognozą na 2024-2025 (% PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO, szare pole wskazuje okres EDP, linia „-1,0” – średniookresowy cel budżetowy (MTO), linia „-3,0” – kryterium deficytu nominalnego.

Zgodnie ze średniookresowym celem budżetowym (MTO) Polski, deficyt strukturalny powinien wynosić 1% PKB. Oznacza to, że deficyt nominalny powinien wynosić średnio około 1 proc. w cyklu koniunkturalnym, aby zminimalizować ryzyko przekroczenia 3 proc. wartości referencyjnej w okresach pogorszenia koniunktury gospodarczej. Średni deficyt od momentu przystąpienia do UE znacznie przekracza średniookresowy cel budżetowy (3,7% vs 1%).

Dochody i wydatki sektora finansów publicznych wg metodologii ESA w latach 2000-2023 wraz z prognozą na 2024-2025 (% PKB)

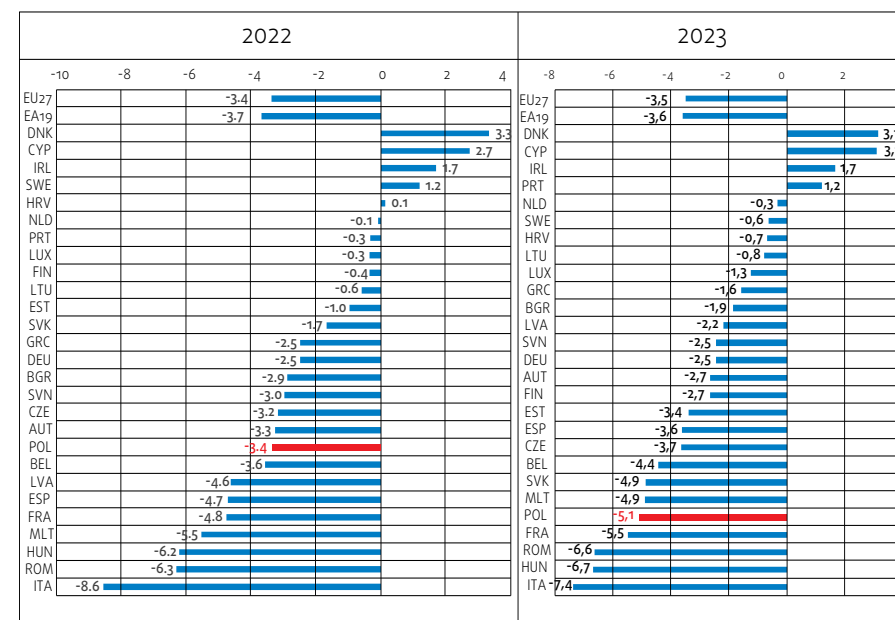


Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO, szare pole wskazuje okres EDP.

Wchodząc w pierwszą procedurę EDP w 2004 r. mieliśmy deficyt 6% PKB, w ciągu 4 lat deficyt zredukowano do 1,9% PKB, po stronie dochodowej wysiłek wyniósł 1,4 pp. PKB, po stronie wydatkowej był dwukrotnie większy - ok. 2,7 pp. PKB. Kolejna procedura EDP trwała 7 lat, na skutek globalnego kryzysu finansowego i obniżek PIT i składki rentowej (reforma minister finansów Zyty Gilowskiej) deficyt wówczas skoczył do ponad 7% PKB. W momencie wychodzenia z EDP deficyt wynosił 2,6% PKB. Po stronie dochodowej wysiłek wyniósł 1,4 pp. PKB, po stronie wydatkowej był 2,4-krotnie większy - ok. 3,3 pp. PKB. Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że konsolidacja nadmiernego deficytu dokonana była zarówno po stronie wydatkowej, jak i po stronie dochodowej. Jednak skala dostosowania fiskalnego po stronie wydatkowej była ponad dwukrotnie większa.

Po ośmiu latach znowu wpadamy w procedurę nadmiernego deficytu. Procedura została zainicjowana w czerwcu 2024 wobec siedmiu krajów: Belgii, Francji, Włoch, Węgier, Malty, Polski i Słowacji. Rumunia miała zainicjowane EDP już w 2020 r. Polska należy do grupy krajów z najwyższym deficytem w 2023 r. Jesteśmy w pierwszej piątce, wyższy deficyt mają jedynie Francja (5,5%), Rumunia (6,6%), Węgry (6,7%) i Włochy (7,4%).

Deficyt nominalny sektora finansów publicznych w UE w latach 2022-2023 (% PKB)

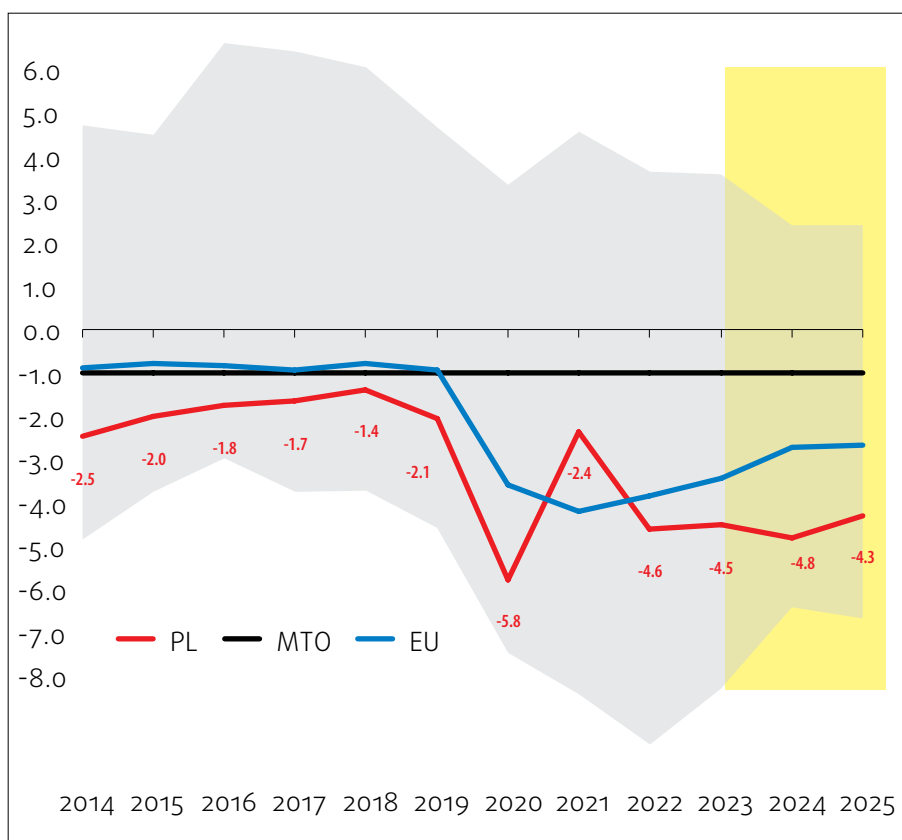


Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 - Unia Europejska

Tylko w części deficyt w 2023 r. wyjaśnić można spowolnieniem gospodarczym. Według wyliczeń Komisji Europejskiej dekonstrukcja gospodarcza, mierzona tzw. luką produktową (ang. *output gap*), przyczyniła się do wzrostu deficytu o 0,6 pp. PKB. Zgodnie z wyliczeniami Komisji Europejskiej luka produktowa w Polsce wyniosła w 2023 r. minus 1,2%, co oznacza, że PKB w Polsce był 1,2% poniżej swojego potencjału. Jednak w wielu krajach UE luka produktowa była

większa niż w Polsce, np. w Estonii było to aż -4,4%, na Łotwie i w Finlandii -2,2%, na Węgrzech, w Czechach i Rumunii ok. -2%. W rezultacie deficyt strukturalny⁸ w Polsce w 2023 r. utrzymał się na wysokim poziomie, tj. 4,5%, wobec 4,6% w 2022 r. Pod względem deficytu strukturalnego w latach 2022-2023 plasujemy się odpowiednio na 8 i 7 miejscu.

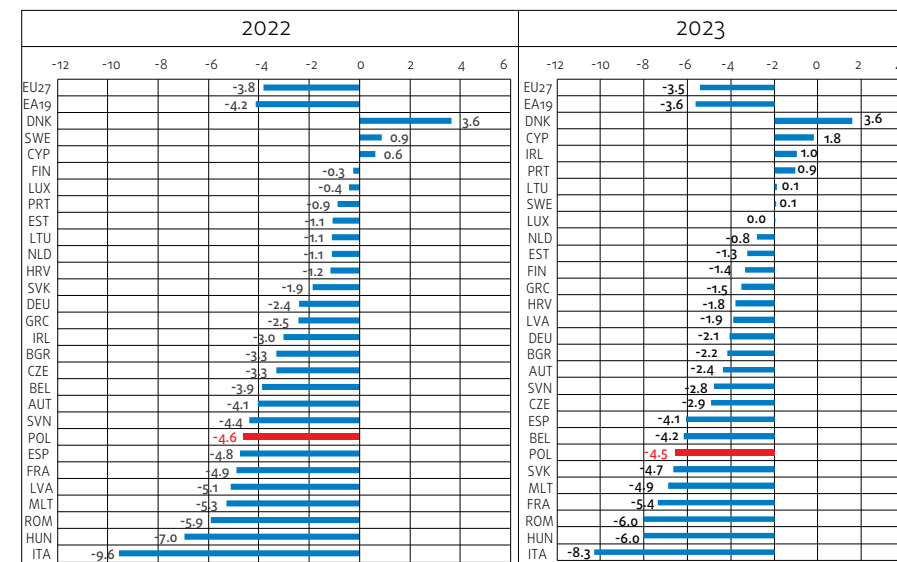
Deficyt strukturalny (% PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO; szare pole min-max w krajach UE, żółte pole prognoza KE.

⁸ Deficyt oczyszczony z efektów koniunktury gospodarczej, oczyszczony z dochodów jednorazowych, które nie powtórzą się w przyszłości, czyli deficyt pokazujący, na ile trwałe wydatki publiczne mają pokrycie w trwałych dochodach publicznych. Taki deficyt jest obliczany przez Komisję Europejską, nazywa się go „trwałym” deficytem lub bardziej formalnie „deficytem strukturalnym”.

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



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

W 2023 r. w Polsce mimo wzrostu deficytu do 5,1% PKB⁹ relacja długu do PKB zwiększyła się nieznacznie, tj. o 0,4 pp. PKB i wyniosła 49,6% PKB, wobec 49,2% w 2022 r. To, że przyrost relacji jest niewielki, wynika głównie z efektu mianownika, na który wpływ miała wysoka inflacja.

Relacja długu do PKB zmienia się pod wpływem różnych czynników. Te czynniki to nie tylko efekt dyscypliny i konsolidacji fiskalnej, czyli poziomu deficytu budżetowego. To również efekt tak zwanego „wyrastania” z długu publicznego. **W „wyrastaniu” relacji długu publicznego do PKB pomagają zarówno realny wzrost PKB, jak i inflacja, ponieważ mianownik tej relacji to nominalny PKB.** Historia gospodarcza pokazuje, że po wojnach, kiedy zadłużenie krajów mocno zwykle rosło, pomocna w „spłacie” długów wojennych była często właśnie wysoka inflacja.

Jest jednak druga strona medalu „wyrastania” z długu poprzez inflację, tj. fakt, że inflacja jest „ukrytym podatkiem”. Zjada oszczędności społeczeń-

⁹ Nominalnie dług zwiększył się o 178 mld zł, ten przyrost w relacji do PKB wyniósł 5,2% PKB.

stwa i oczywiście powoduje wiele innych, znanych z literatury ekonomicznej i z przeszłości, kosztów dla gospodarki. „Wyrastanie” poprzez inflację jest więc spłatą długu publicznego podatkiem, w tym wypadku ukrytym, wprowadzonym de facto przez władze monetarne, których polityka jest podporządkowana celom fiskalnym, a nie monetarnym (w szczególności nie realizowanemu celowi utrzymania stabilnego, niskiego wzrostu cen w gospodarce).

Zgodnie z podejściem stosowanym przez Komisję Europejską¹⁰ zmiany relacji długu publicznego do PKB można zdekomponować na trzy podstawowe czynniki:

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

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

Efekt „kuli śnieżnej” to statystyczny odpowiednik makroekonomicznego „r-g”, czyli różnicy odsetek i nominalnego wzrostu gospodarczego. Ten czynnik jest zdekomponowany na relację odsetek do PKB, wpływ realnego wzrostu PKB na relację długu do PKB i wpływ inflacji (deflatora PKB) na tę relację.

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

W latach 2022-2023 wpływ „efektu inflacji” na relację długu był bardzo wysoki i wynosił ok. 5 pp. PKB. W okresach, kiedy inflacja pozostaje w przedziale celu inflacyjnego (1,5-3,5%) ten czynnik pomaga w redukcji relacji długu do PKB w wymiarze 0,6-1,7 pp. PKB. Oznacza to, że w latach 2022-2023 ten czynnik był o 3,3-4,4 pp. PKB wyższy (czyli nawet 3-krotnie wyższy). **Zakładając, że czynnik inflacyjny to tylko ok. 1 pp. PKB, to wówczas w 2023 r. relacja długu do PKB powinna być wyższa o ok. 4 pp. PKB, czyli ok. 53,6% PKB (zamiast 49,6% PKB).**

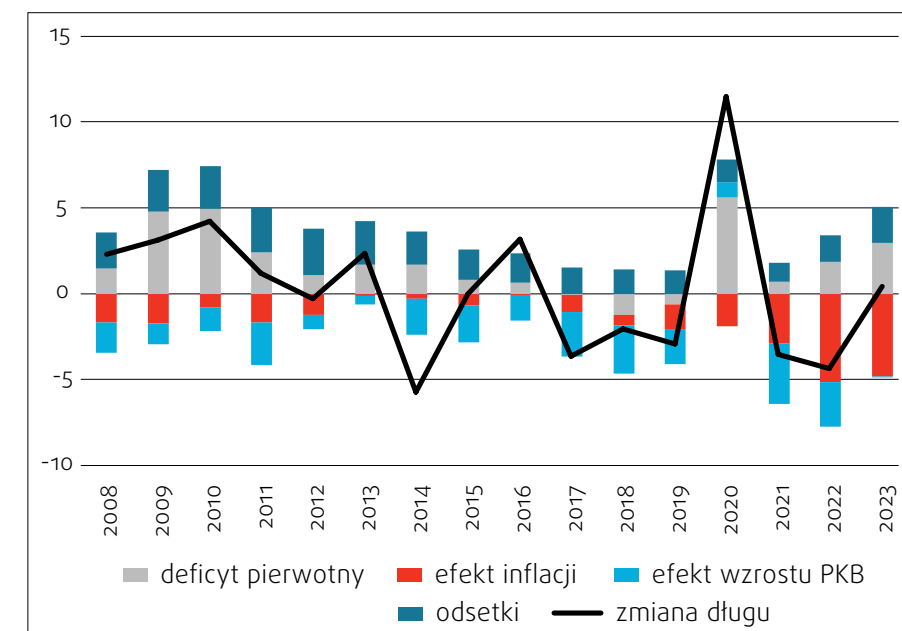
¹⁰ Debt Sustainability Monitor 2022, str. 107, 229.

Dekompozycja zmiany relacji długu publicznego do PKB w latach 2015-2023

| Wyszczególnienie | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| Zmiana relacji długu do PKB | -3,0 | 11,5 | -3,6 | -4,4 | 0,4 |
| Efekt „kuli śnieżnej” (SBE) | -2,1 | 0,3 | -5,3 | -6,2 | -2,7 |
| odsetki | 1,4 | 1,3 | 1,1 | 1,5 | 2,1 |
| efekt inflacji | -1,4 | -1,9 | -2,9 | -5,1 | -4,8 |
| efekt realnego wzrostu PKB | -2,0 | 0,9 | -3,5 | -2,6 | -0,1 |
| Deficyt pierwotny | -0,6 | 5,6 | 0,7 | 1,9 | 3,0 |
| Stock-flow adjustment (SFA) | -0,3 | 5,5 | 1,0 | -0,1 | 0,1 |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie AMECO.

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

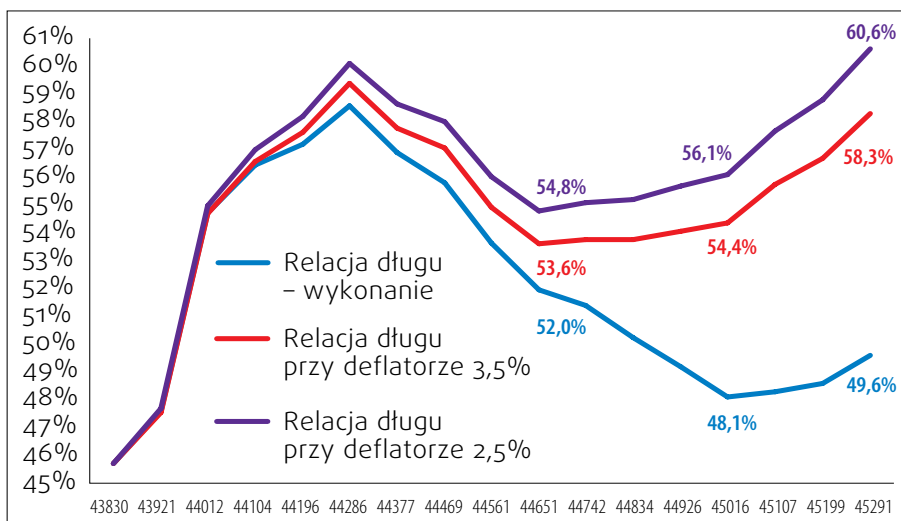


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych AMECO KE. Na wykresie nie pokazano wpływu czynnika *stock-flow adjustment (SFA)*, który jest często traktowany jako rezydualny.

Gdyby założyć, że w okresie od 2020 r. w Polsce nie występuje podwyższona inflacja tylko wynosi ona 2,5%, to relacja długu do PKB według metodologii UE w 2023 r. przekroczyłaby 60% PKB. Zamiast 49,6% byłaby wyższa o 11 pp. i ukształtowałyby się na poziomie 60,6% PKB. Gdyby inflacja kształtowała się na poziomie górnego przedziału celu (tj. 3,5%), to relacja długu do PKB wg ESA2010 wyniosłaby 58,3%, byłaby wyższa o 8,7 pp. W obu przypadkach relacja by rosła od początku 2022 r.

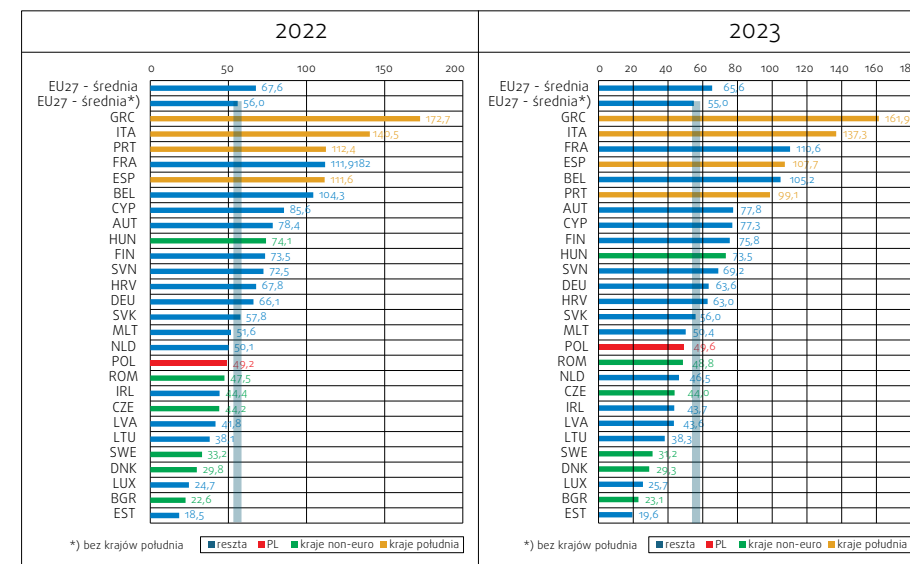
W przeliczeniu nominalnym efekt „wyrastania” ponad cel inflacyjny to 297-376 mld zł. Tyle należałoby spłacić długu, aby zachować relację do PKB 49,6% przy inflacji na poziomie celu inflacyjnego i jego dopuszczalnego pasma odchyień (2,5% +/- 1 pkt. proc.). Aby spłacić tyle długu, przy stabilnej inflacji, podatek PIT, czy VAT musiałyby być drastycznie podniesiony. Nie stało się tak, bo społeczeństwo płaciło ukrytym podatkiem. To pokazuje jak bardzo korzystna dla budżetu jest wysoka inflacja, szczególnie w krótkim i średnim okresie. W przeszłości władcy psuli pieniądź (wprowadzając na przykład monety srebrne zamiast złotych) by finansować wydatki wojenne, dziś by spłacać dług, toleruje się przez długi czas wysoką inflację, która jest tym ukrytym podatkiem.

Relacja długu publicznego do PKB w zależności od poziomu inflacji



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i MF.

Dług sektora finansów publicznych w 2022-2023 r. (% PKB)



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

Dzięki bardzo wysokiej inflacji w ostatnich latach relacja długu do PKB utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, w tym zakresie nie ma zagrożeń. Jednak trzeba podkreślić, że jest 11 krajów, które mają tę relację korzystniejszą niż Polska. Przed rokiem byliśmy o jedną pozycję wyżej, jeżeli chodzi o najniższą relację długu do PKB. Jeżeli spojrzymy na kraje niebędące w strefie euro, to nie wypadamy już tak dobrze: mamy drugi najwyższy dług publiczny w relacji do PKB, przed nami są tylko Węgry. Relacja polskiego długu do PKB nie odstaje istotnie od średniej relacji w UE¹¹, ale bez krajów południa, które doświadczyły poważnych problemów w finansach publicznych (Grecja, Włochy, Hiszpania i Portugalia), tak policzona średnia relacja długu w 2023 r. wyniosłaby 55% PKB.

¹¹ W niniejszym opracowaniu dla całej UE, czy UE bez krajów Południa wyliczamy średnią z relacji. Jest to bardziej obiektywne podejście w porównaniu liczenia łącznego długu UE w relacji do łącznego PKB w całej UE. W tym drugim podejściu relacja jest zdominowana przez duże kraje z dużym długiem. W tak obliczonej relacji „giną” mniejsze kraje z umiarkowaną lub niską relacją długu do PKB, np. kraje bałtyckie, skandynawskie. Relacja łącznego długu zdominowana jest przez Grecję, Włochy, Francję.

Zagrożenia dla finansów publicznych ujawniły się w 2022 r. i 2023 r. w kosztach obsługi długu, co sygnalizowaliśmy jako poważne ryzyko w poprzednich raportach. W IV kw. 2022 r. rentowności polskich obligacji dziesięcioletnich przebiły 9%, byliśmy blisko „scenariusza rumuńskiego” (groźba niewypłacalności z powodu kosztów obsługi długu), który także szczegółowo opisaliśmy w raporcie z 2021 roku. W 2023 r. rentowności obligacji 10-letnich obniżyły się znacząco, poniżej 6%, a średnio w 2023 r. wyniosły 5,8%.

PROGNOZY DŁUGU PUBLICZNEGO

Dużo większe zagrożenia czają się za rogiem, w kolejnych latach, co pokazują prognozy średnio- i długoterminowe Komisji Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego, czy nawet Ministerstwa Finansów.

Co roku, wiosną, Komisja Europejska publikuje prognozy średnio- i długoterminowe dla finansów publicznych. Przedstawia bardziej szczegółowe prognozy w horyzoncie dziesięciu lat (tym razem do 2034¹²) wraz z analizami stabilności długookresowej. Międzynarodowy Fundusz Walutowy dwa razy do roku (wiosną i jesienią) przygotowuje podobną analizę w horyzoncie T+5 (obecnie do 2029¹³) wraz z elementami oceny długookresowej finansów publicznych.

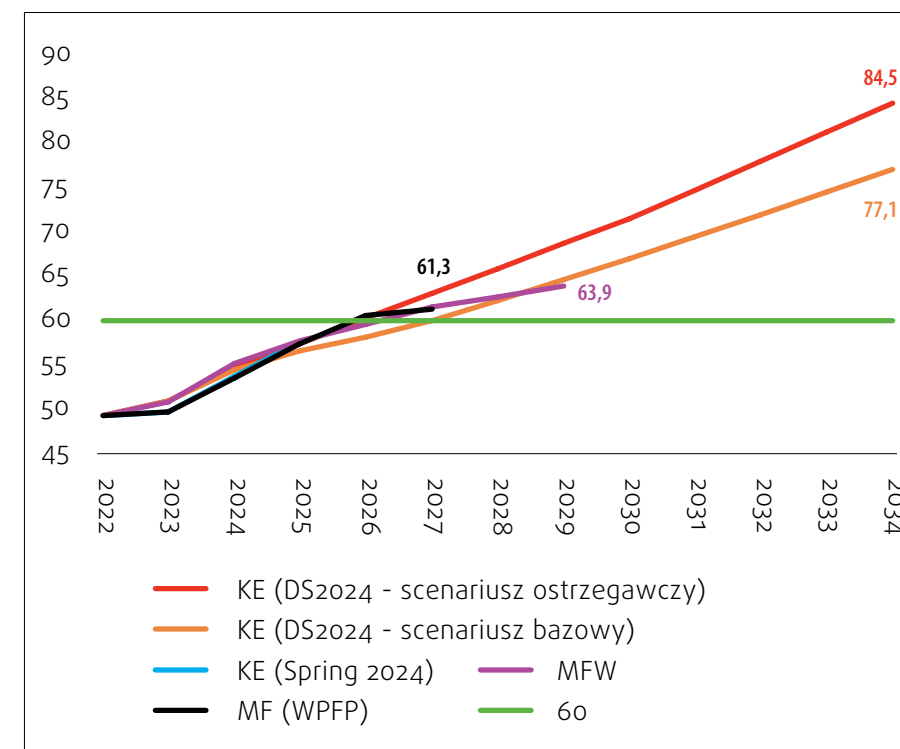
Wszystkie scenariusze pokazują, że w latach 2026-2027 w Polsce relacja długu do PKB przebije próg 60%. Nawet według prognozy Ministerstwa Finansów, przy założeniu konsolidacji fiskalnej na poziomie 0,5 pp. PKB rocznie (czyli ok 18-20 mld zł) już w 2026 r. przebijemy próg 60%. Oznacza to, że wymagana jest większa konsolidacja niż 0,5 pp. jeśli tego progu mielibyśmy nie przekroczyć.

Według prognozy MFW dług w 2029 r. wyniesie prawie 64% PKB. Komisja Europejska w scenariuszu bazowym prognozuje, że relacja długu do PKB w Polsce w ciągu dekady wzrośnie powyżej 77% PKB, a w scenariuszu ostrzegawczym nawet do 84,5%.

¹² European Commission. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Debt Sustainability Monitor 2023. Institutional Paper 271. March 2024. ISBN 978-92-68-04246-5. Available at: https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/debt-sustainability-monitor-2023_en

¹³ Fiscal Policy in the Great Election Year. Washington, DC: IMF, April, <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2024/04/17/fiscal-monitor-april-2024>.

Scenariusze długu publicznego w latach 2024-2034 (% PKB)



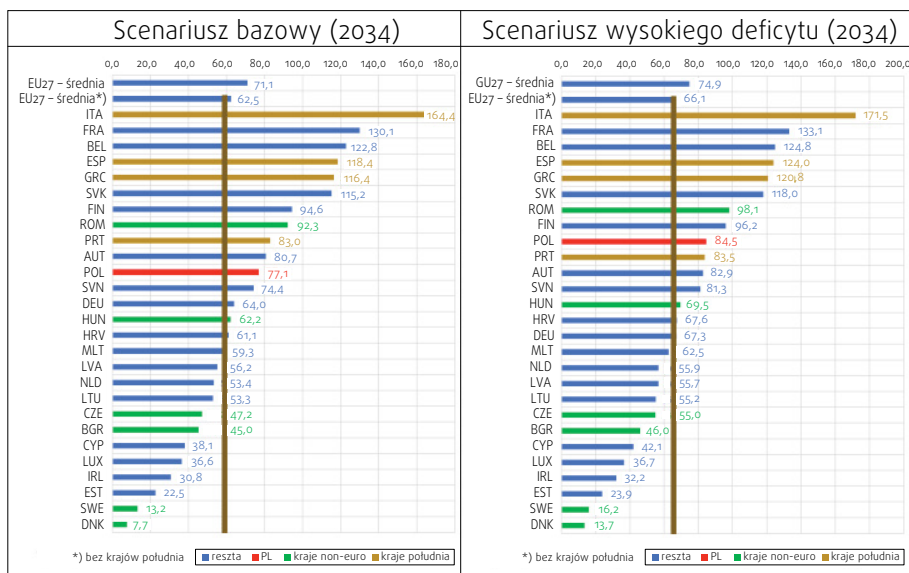
Źródło: KE, AMECO, DSM, IMF, Ministerstwo Finansów.

W scenariuszu bazowym Komisji Europejskiej dług w Polsce na koniec 2034 r. będzie wyższy niż średnia relacja w UE, przesuniemy się też na jedenastą pozycję pod względem wysokości długu w całej UE. W scenariuszu ostrzegawczym wpadamy do pierwszej dziesiątki krajów z najwyższym długiem w UE (9 miejsce).

Silna ścieżka wzrostowa długu jest wypadkową kilku czynników. Po pierwsze, relatywnie wysokiego deficytu strukturalnego. Według scenariusza bazowego KE deficyt strukturalny w kolejnych pięciu latach wyniesie ok. 5% PKB, a według scenariusza MFW, 4,3% PKB. Na ten moment nie mamy żadnej

wiarygodnej, rządowej strategii, która pokazywałaby działania zmierzające w kierunku ograniczenia deficytu strukturalnego.

Scenariusze długu publicznego w latach 2024-2034 (% PKB)

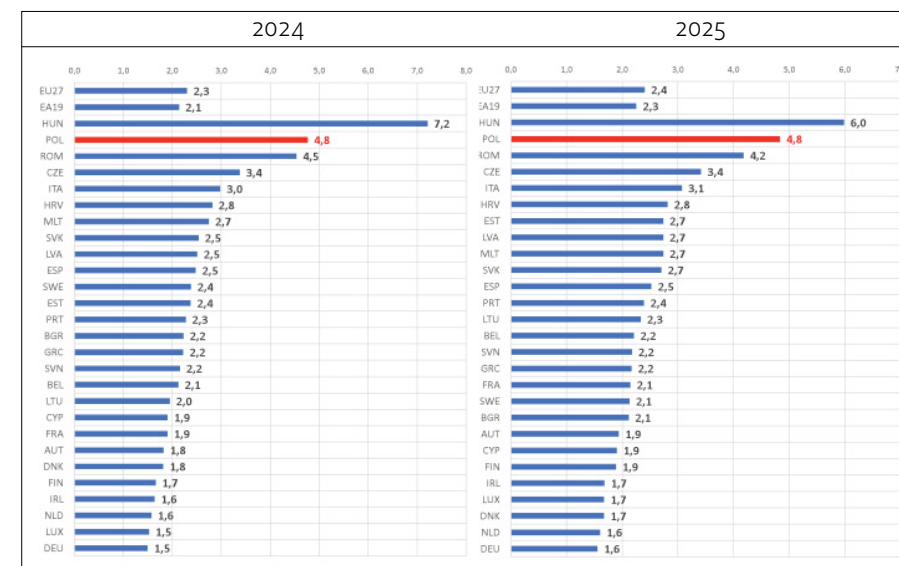


Źródło: KE, DSM.

Drugim czynnikiem wzrostu długu publicznego jest spowolniający wzrost gospodarczy, m.in. na skutek negatywnego szoku demograficznego (według KE do około 2%¹⁴ w horyzoncie dekady) w warunkach relatywnie wysokich stóp procentowych. Niestety, według prognoz KE i MFW w latach 2024-2025 inflacja w Polsce będzie najwyższa w całej UE, a to oznacza, że należy oczekiwać utrzymania podwyższonych stóp procentowych i rentowności obligacji. W rezultacie koszty obsługi długu (jako procent długu z końca roku poprzedniego) utrzymają się na wysokim poziomie przez dłuższy okres. W latach 2024-2025, według prognozy KE, wzrosną do 4,8%. W tym zakresie przeskoczmy Rumunię, będziemy na drugim miejscu w całej UE i zbliżymy się do Węgier.

¹⁴ Debt Sustainability Monitor 2023, KE.

Średnie koszty obsługi długu w latach 2024-2025 r. (% długu z końca roku poprzedniego)



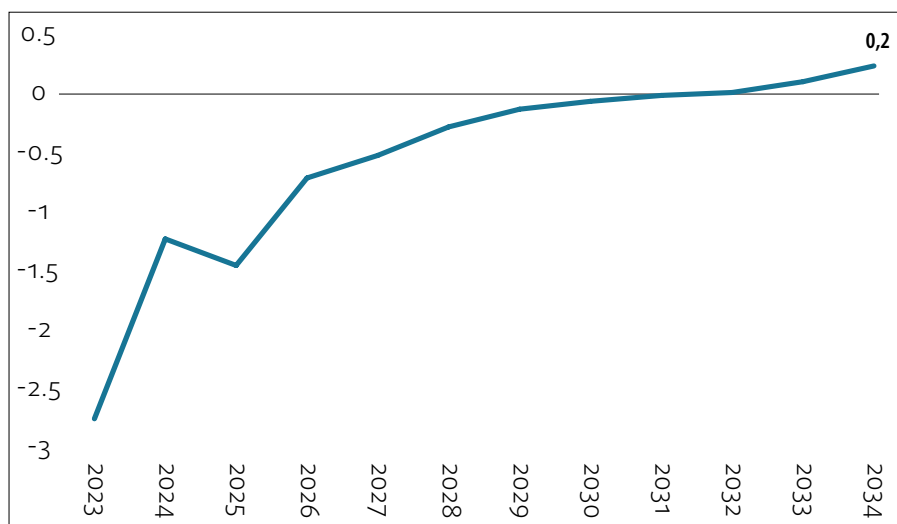
Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

Co jest również istotne, zgodnie z prognozami KE, łączny efekt „kuli śnieżnej” będzie w horyzoncie tej dekady zmierzał w kierunku wartości dodatnich. Efekt „r-g” pod koniec dekady według scenariuszy KE będzie dodatni. W 2024 r. w scenariuszu bazowym będzie to +0,2 pp. PKB. To oznacza, że nawet w sytuacji, kiedy deficyt pierwotny będzie zerowy, to relacja długu do PKB będzie rosła.

Podsumowując, stan finansów publicznych w 2023 r. uległ dalszemu pogorszeniu. Relacja długu do PKB nie uległa istotnemu wzrostowi jedynie na skutek podwyższonej inflacji. Koszty obsługi długu mimo umiarkowanej relacji długu do PKB są w Polsce drugie najwyższe w całej UE. Wszystkie prognozy i scenariusze wskazują, że od 2024 r. relacja długu do PKB wejdzie na ścieżkę wzrostową i utrzyma się, zgodnie z projekcją KE, w tej tendencji w całej dekadzie. Średnioterminowe i długookresowe ryzyko fiskalne w 2022 r. wzrosło do poziomu średniego z niskiego i w 2023 r. pozostało na tym podwyższonym poziomie. Zagrożenia nadmiernego zadłużenia w 2023 r. wzrosły. Scenariusze ostrzegawcze

pokazują, że jeżeli nie ograniczymy deficytu strukturalnego, to pod względem wysokości długu wpadniemy do najgorszej dziesiątki krajów w całej UE.

Efekt „kuli śnieżnej” w latach 2019-2034 (pp. PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie KE, AMECO i DSM.

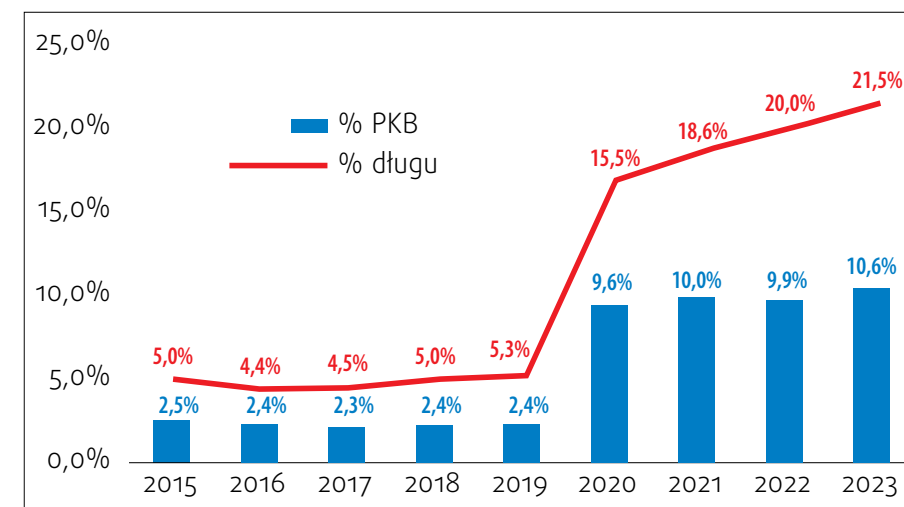
FINANSE PUBLICZNE JAKO SYSTEM: DŁUG PFR I BGK ORAZ ZACIEMNIANIE OBRAZU

Jak wzmiankowaliśmy we wstępie raportu oprócz oceny stricte finansowej, należy również ocenić finanse publiczne jako system. Jak opisaliśmy wyżej, stan finansów publicznych, mierzony poziomem długu, czy poziomem deficytu jest poważny, ale nie jest w stanie dramatycznym tu i teraz. Mamy jednak poważne zagrożenia średnio- i długoterminowe. Z drugiej strony, finanse publiczne jako system zostały doprowadzone przez poprzedni rząd do stanu kryzysowego, co potwierdzają nasze poprzednie raporty z cyklu „Zagrożenia nadmiernego długu publicznego” oraz liczne analizy ekonomistów, konstytucjonalistów, Najwyższej Izby Kontroli, instytucji międzynarodowych, jak również badania opinii publicznej. Aspekt sytuacji kryzysowej w systemie finansów publicznych szczegółowo opisali współautorzy niniejszego opracowania (Du-

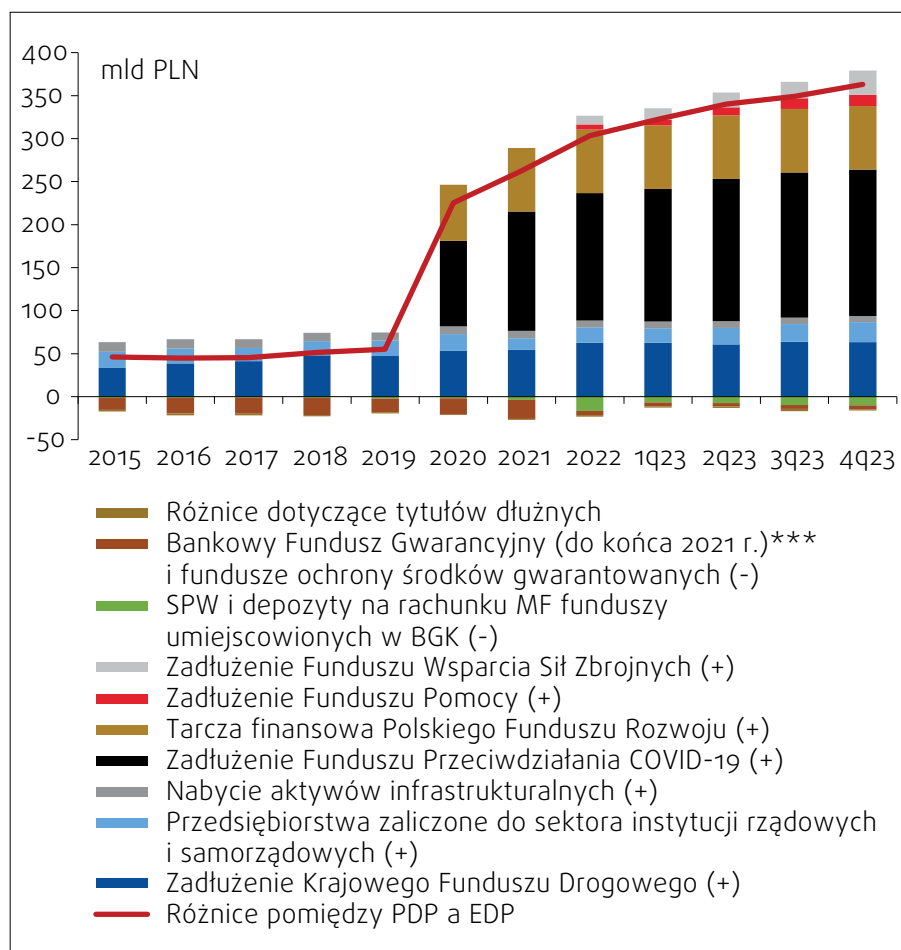
dek i Kotecki) w raporcie „Stabilny i przejrzysty budżet pod kontrolą obywateli. Plan Naprawy Finansów Publicznych.”¹⁵, gdzie oprócz diagnozy przedstawiono 25 kompleksowych rekomendacji jak naprawić system finansów publicznych.

Od kilku lat w finansach publicznych na masową skalę tworzone były rozwiązania, które służą wydatkowaniu środków publicznych poza kontrolą demokratyczną, poza kontrolą parlamentu, poza regulacjami ustawy o finansach publicznych, poza formalnym budżetem państwa. Tworzone były też rozwiązania służące zaniżaniu deficytu budżetu państwa oraz omijaniu resztek stabilizującej reguły wydatkowej. Konsekwencją tego jest bezprecedensowa sytuacja, to jest fakt, że kolegium Najwyższej Izby Kontroli nie wyraziło pozytywnej oceny w przedmiocie absolutorium dla rządu za realizację ustawy budżetowej za 2022 r.: głównie dlatego, że rząd wyprowadził z ustawy budżetowej setki miliardów złotych do quasi-funduszy pozabudżetowych przy Banku Gospodarstwa Krajowego i Polskim Funduszu Rozwoju.

Skala i źródła różnic pomiędzy państwowym długiem publicznym (PDP) a długiem EDP



¹⁵ Dudek S., Kotecki L. (2023). Stabilny i przejrzysty budżet pod kontrolą obywateli. Plan Naprawy Finansów Publicznych. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów / Instytut Finansów Publicznych. https://www.ifp.org.pl/wp-content/uploads/2024/04/Stabilny-i-przejrzysty-budzet_Plan-naprawy.pdf



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

Różnice pomiędzy długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych a państwowym długiem publicznym znacząco się pogłębiły od wybuchu pandemii w 2020 r., z 55 mld PLN w 2019 r., do 225 mld PLN w 2020 r. i 363 mld PLN na koniec 2023 r. Na koniec 2023 r. różnica pomiędzy państwowym długiem publicznym (PDP, metodologia krajowa), a długiem obliczonym według metodologii unijnej (EDP) wyniosła około 21,5% całego długu publicznego i 10,6% PKB. Ta różnica to głównie zadłużenie finansujące wydatki, które są poza kontrolą parlamentu w funduszach przy BGK i PFR.

Skala zadłużenia równoległego budżetu jest ogromna, taki proceder nie jest stosowany nigdzie w krajach Unii Europejskiej.

Początkowo głównym źródłem rosnących rozbieżności było wprowadzenie Funduszu Przeciwdziałania COVID i tarcz finansowych w ramach PFR (wliczają się do EDP, nie wliczają się do PDP). Pomimo zakończenia pandemii zadłużenie wynikające z Funduszu Przeciwdziałania COVID wciąż rośnie – w 2020 r. podnosiło ono dług EDP o 99,4 mld PLN, na koniec 2023 r. już o 170 mld PLN (10% zadłużenia EDP). Znaczenie tarcz finansowych w ramach PFR od 2021 jest stabilne, na poziomie 73,9 mld PLN (4,4% EDP na koniec 2023).

Od 2022 różnicę pomiędzy PDP a EDP dodatkowo zwiększa zadłużenie Funduszu Pomocy i Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych. Fundusz Pomocy został utworzony, aby zapobiec kryzysowi humanitarnemu spowodowanemu inwazją Rosji na Ukrainę, ma zapewniać finansowanie i współfinansowanie wsparcia głównie obywatelom Ukrainy dotkniętym konfliktem zbrojnym, którzy znaleźli schronienie w Polsce i pozyskuje środki m.in. z obligacji wyemitowanych przez BGK. Jego wpływ na dług EDP na koniec 2023 wynosił 13,3 mld PLN (0,8% długu EDP). Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych ma zapewniać finansowanie lub dofinansowanie zadań wynikających z programu rozwoju Sił Zbrojnych, a na jego rzecz BGK może zaciągać kredyty i pożyczki lub emitować obligacje na rynku krajowym i zagranicznym. Na koniec 2023 fundusz podnosił dług EDP o 27,9 mld PLN (1,6% długu EDP). Łącznie Fundusz Pomocy i Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych odpowiadają za 42% wzrostu różnicy pomiędzy PDP a długiem sektora *general government* między 2022 a 2023. Za tylko niewiele mniej, 37%, odpowiada Fundusz Przeciwdziałania COVID.

Plany finansowe tych funduszy nie są dołączane do ustawy budżetowej, przez co naruszona jest chroniona przez Konstytucję zasada jedności zarządzania finansami publicznymi. Art. 219 Konstytucji jest w tym zakresie precyzyjny i stanowi: „Sejm uchwała budżet państwa na rok budżetowy w formie ustawy budżetowej”. A precyzuje to Art. 109 Ustawy o finansach Publicznych: „Ustawa budżetowa jest podstawą gospodarki finansowej państwa w danym roku budżetowym”. Tu nie trzeba być konstytucjonalistą, aby wiedzieć, że na gruncie Konstytucji „ustawa budżeto-

wa” jest podstawowym planem finansowym państwa. Stwierdzenie „w formie ustawy budżetowej” zamyka wszelkie dywagacje. Wysyłanie rzekomo pełnych danych budżetowych do Eurostatu oczywiście nie spełnia zapisu „w formie ustawy budżetowej”. Prezentowanie danych w uzasadnieniu (jak proponuje obecnie Ministerstwo Finansów) również nie spełnia zapisu „w formie ustawy budżetowej”. Konstytucjonaliści nazywają tę zasadę, zasadą „podstawowości budżetu”.

„Podstawowość budżetu jako aktu zarządzania finansowego państwem lub inną wspólnotą oznacza tym samym, iż plan ten musi zawierać wszystkie dochody i wydatki publiczne tej wspólnoty, a przynajmniej wszystkie te, które są niezbędne do wypełniania funkcji i zadań publicznych danej wspólnoty ...”¹⁶

A jeżeli to nie wystarczy, to mamy wprost opis sytuacji, kiedy naruszony jest art. 219 Konstytucji:

„Pominięcie w ustawie budżetowej planów finansowych państwowych jednostek organizacyjnych wykonujących zadania publiczne o znaczeniu podstawowym dla oceny wykonywania przez państwo swoich konstytucyjnych i ustawowych funkcji albo nadanie tym planom informacyjnego, niewiążącego znaczenia prowadzi wprost do naruszenia art. 219 ...”

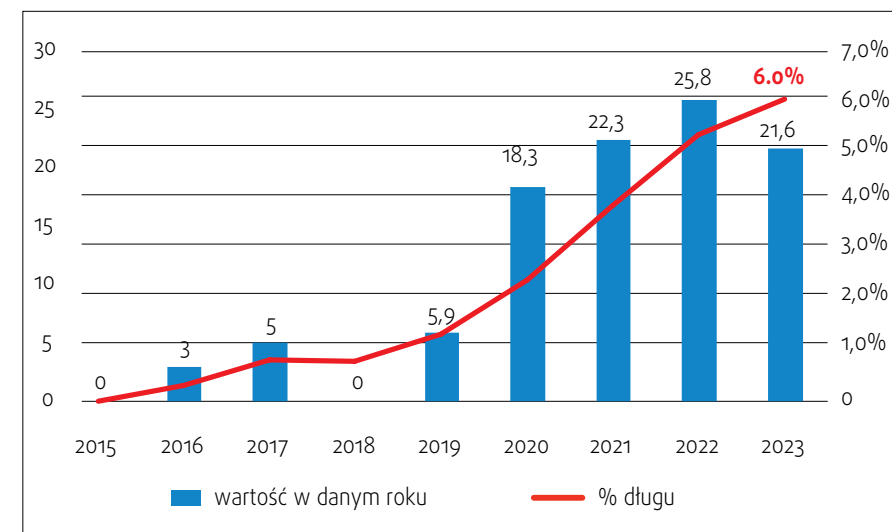
Oprócz aspektu konstytucyjnego, który jest fundamentalny, jest aspekt ekonomiczny, który w istocie należy traktować jako niegospodarność w zarządzaniu finansami publicznymi. Koszty obsługi długu w „równoległym budżecie” są wyższe niż gdyby te wydatki były finansowane przez emisję skarbowych papierów wartościowych (SPW). W analizie Instytutu Finansów Publicznych¹⁷ oszacowano, że uwzględniając całe zadłużenie wyemitowane w BGK (FPC – Fundusz Przeciwdziałania COVID-19, FP – Fundusz Pomocowy, FWSZ – Fundusz Wsparcia Siła Zbrojnych) i PFR (Polski Fundusz Rozwoju) do końca 2023 r., to do momentu zapadalności, dodatkowe koszty obsługi długu wyniosą 12,2 mld zł. Jeżeli uwzględnimy emisje w 2023 r. - dodatkowe koszty rosną do ponad 13,5 mld zł, a uwzględniając emisje według stanu na połowę maja - 14,5 mld zł.

¹⁶ Tamże

¹⁷ Dudek, S., 2023, Oszacowanie dodatkowych kosztów obsługi długu publicznego zaciąganego w celu finansowania wydatków za pośrednictwem funduszy zarządzanych przez BGK i PFR w stosunku do wariantu finansowania poprzez emisję długu Skarbu Państwa, Komentarze i Analizy IFP.

Obok wypychania zadłużenia do podmiotów niezaliczanych do krajowej definicji długu stosowane są kreatywne zabiegi księgowe w przypadku obligacji skarbowych. Proceder ten polega na masowym rozdawaniu tych obligacji różnego rodzaju podmiotom. To drugi największy trik zaniżający deficyt budżetu państwa. Dzięki temu te transakcje nie są ujmowane jako dotacja w budżecie państwa, czyli jako wydatek. Poprawiają więc one wynik budżetu państwa oraz w przypadku, kiedy obligacje są przekazywane do podmiotów nie objętych regułą wydatkową SRW pomagają w omijaniu tej reguły. W przeszłości te operacje dokonywane były za pomocą normalnej dotacji budżetowej. Liczba podmiotów otrzymujących ukrytą dotację w tej postaci rośnie w szybkim tempie. Obligacje zamiast dotacji dostają między innymi uczelnie wyższe, Polska Żegluga Bałtycka, Krajowy Instytut Mediów, Centralny Port Komunikacyjny, a ostatnio kopalnie i NFZ.

Kwota obligacji skarbowych przekazywanych z budżetu państwa zamiast dotacji (mld zł i %długu)



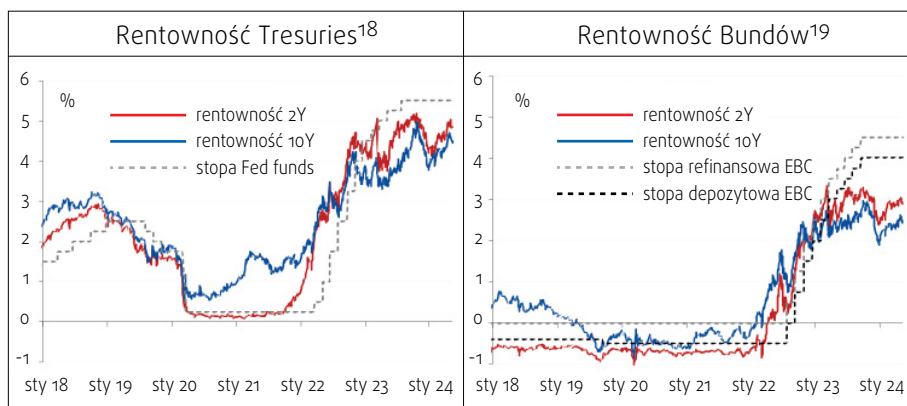
Źródło: Ministerstwo Finansów, Najwyższa Izba Kontroli.

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

nika deficytu budżetowego i długu Skarbu Państwa. Ponadto, takie postępowanie generuje dodatkowe koszty dla podmiotów otrzymujących obligacje i dodatkowe koszty zarządzania długiem po stronie Ministerstwa Finansów, gdyż ministerstwo musi te emisje rozkładać na różne rodzaje instrumentów, tak aby nie zakłócić funkcjonowania rynku, bo przecież te podmioty prawie od razu (często) pozbywają się tych obligacji. Jest to niespotykane nigdzie na świecie. Skala tego procederu jest już ogromna i stale rośnie. W 2020 r. skala tych operacji wyniosła 18,3 mld zł, w 2021 r. było to już 22,3 mld zł, w 2022 r. emisje wyniosły niemal 26 mld zł, w 2023 r. prawie 22 mld zł. W budżecie na 2024 r. te operacje mogą sięgnąć niemal 24 mld zł. Łącznie w latach 2015-2024 kwota przekazanych obligacji, co zaniża deficyt, przekroczyła 101 mld zł, a w 2024 r. przekroczy łącznie 125 mld zł.

3. Uwarunkowania zarządzania długiem publicznym

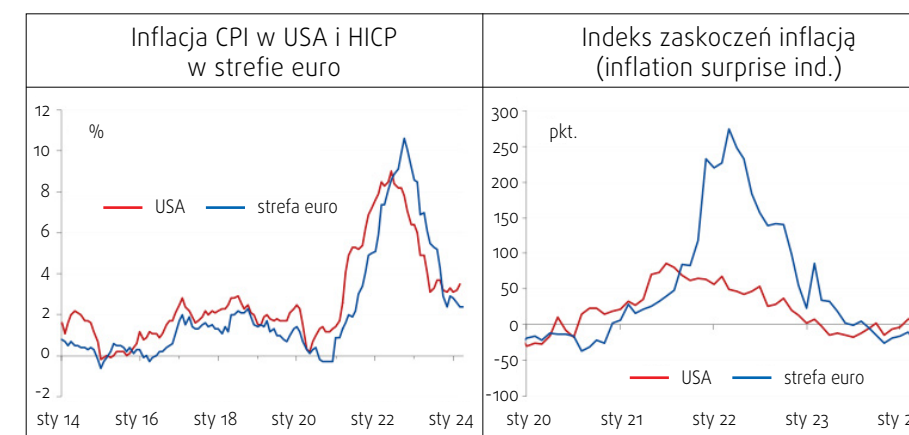
UWARUNKOWANIA MIĘDZYNARODOWE



Źródło: Macrobond

¹⁸ Treasuries – amerykańskie obligacje skarbowe, w tym przypadku o zapadalności 2 lata i 10 lat
¹⁹ Bundy – niemieckie obligacje skarbowe, w tym przypadku o zapadalności 2 lata i 10 lat

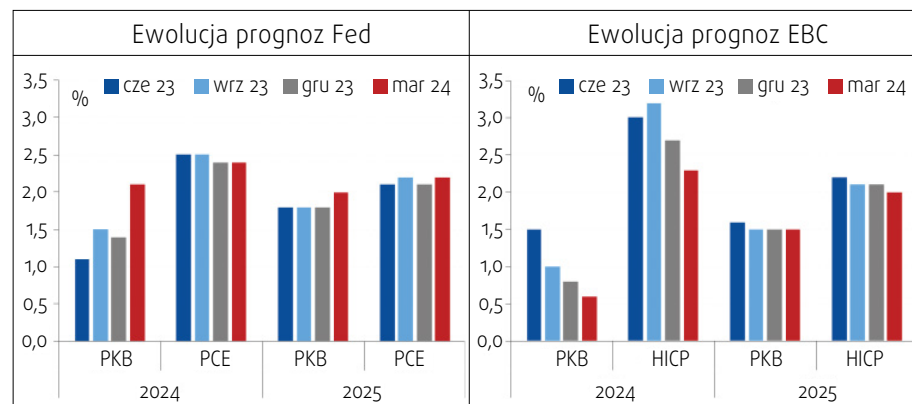
Silnie wzrostowy trend rynkowych stóp procentowych i rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, który obserwowaliśmy w 2022 r., w 2023 r. przeszedł w trend boczny. Źródłem tej zmiany były przede wszystkim lepsze perspektywy inflacyjne – po szczytach odnotowanych w drugiej połowie 2022 r. globalnie inflacja zaczęła się obniżać, co najpierw ograniczyło rynkowe oczekiwania na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne, a następnie stopniowo prowadziło do wyceniania przez inwestorów perspektywy rozpoczęcia cykli obniżek. Jednocześnie, zwłaszcza w USA, ograniczeniu uległy obawy, że radykalny cykl podwyżek stóp procentowych z lat 2022-23 doprowadzi do recesji lub, że pomimo zahamowania wzrostu gospodarczego okaże się nieskuteczny z punktu widzenia inflacji (ryzyko stagflacji). W konsekwencji jako bazowy zaczął być wyceniany scenariusz tzw. miękkiego lądowania, czyli sukcesywnego obniżania się inflacji przy braku istotnego wzrostu stopy bezrobocia i nadmiernych strat w rozumieniu poziomu aktywności gospodarczej.



Źródło: Macrobond

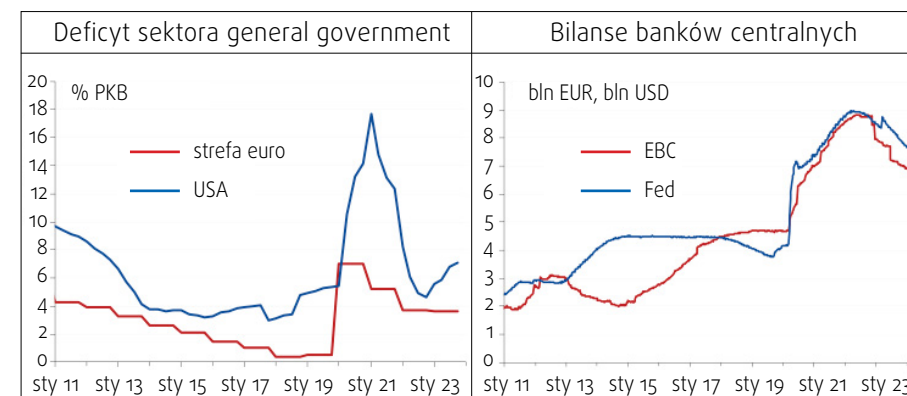
Ostatnia w cyklu podwyżka stóp ze strony Rezerwy Federalnej nastąpiła w lipcu 2023 r., a ze strony Europejskiego Banku Centralnego - we wrześniu 2023 r. Początkowo obydwa banki komunikowały strategię „higher for longer” (wyżej na dłużej), zapowiadając dłuższy okres stabilizacji stóp na szczytowym poziomie i nie wykluczając powrotu do podwyżek, jeśli wymagać tego będzie kształtowanie się procesów cenowych. W grudniu 2023 r. Fed zakomunikował, że miejsce rozważań nad ewentualną potrzebą ponownego zacieśnienia polityki

pieniężnej zajęły dyskusje nad momentem pierwszej obniżki stóp procentowych. W przypadku EBC taka zmiana nastąpiła dopiero w kwietniu 2024 r., kiedy zapowiedziano, że jeżeli kolejne dane będą zwiększać przekonanie Rady Prezesów, iż inflacja zbliża się do celu inflacyjnego w sposób trwały, to zasadne będzie obniżenie stóp procentowych.



Źródło: Fed i EBC. PCE (ang. *Personal Consumption Expenditures*) jest miarą zmian cen dóbr i usług nabywanych przez konsumentów w USA. Jest preferowanym przez Rezerwę Federalną wskaźnikiem dla monitorowania inflacji, ponieważ uważa się, że lepiej odzwierciedla rzeczywistą inflację i presję cenową w gospodarce. HICP (ang. *Harmonized index of consumer prices*) obliczany jest według ujednoliconej metodologii Unii Europejskiej przez kraje członkowskie.

Co ciekawe, ewolucja poglądów Fed następowała w środowisku relatywnie stabilnych w czasie oczekiwań odnośnie do perspektyw inflacji oraz przy sukcesywnie poprawiających się prognozach dotyczących dynamiki wzrostu gospodarczego, w tym zwłaszcza w perspektywie 2024 r. Gospodarka USA, zarówno w 2023 r., jak i na początku 2024 r., zaskakiwała swoją odpornością na dokonane zacieśnienie polityki pieniężnej. Dużo mniej korzystnie ewoluowały oceny EBC, gdzie prognozy dotyczące skali poprawy koniunktury w 2024 r., po mizernym wzroście w 2023 r. o 0,4%, były sukcesywnie rewidowane w dół. Źródłem rozbieżności w kondycji gospodarek była między innymi odmienna polityka fiskalna – podczas gdy w strefie euro deficyt sektora *general government* osiągnął swój szczyt w relacji do PKB bezpośrednio po wybuchu pandemii, a następnie był stopniowo, ale sukcesywnie, ograniczany, w USA od początku 2023 r. deficyt ponownie rósł, m.in. na skutek działań wprowadzonych wraz z *Inflation Reduction Act*.



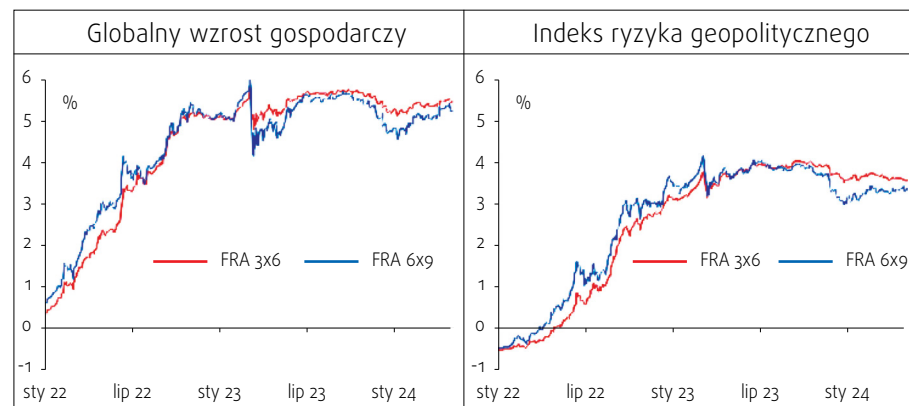
Źródło: Macrobond

Pomimo zmiany w nastawieniu Fed i EBC w polityce pieniężnej obydwa banki kontynuowały programy zacieśniania ilościowego (*quantitative tightening, QT*). W porównaniu do szczytowego poziomu z czwartego kwartału 2022 r. EBC ograniczył swój bilans o ponad 2 bln EUR, Fed o 1,6 bln USD. Wbrew obawom, doświadczenia zebrane od 2022 r. wskazują, że programy QT nie miały istotnego oddziaływania na poziom rynkowych stóp procentowych. Analiza W. Du, K. Forbsa i M. Luzzettiego²⁰ pokazała, że ogłoszenie programów QT powoduje jedynie minimalny wzrost rentowności, o 4-8pb (punktów bazowych). Ich realizacja (jak dotąd) okazała się neutralna z punktu widzenia kształtowania się wycen długu skarbowego i płynności na rynku obligacji, ale ograniczała płynność sektora bankowego. W konsekwencji nie można wykluczyć, że wraz z dalszą redukcją bilansów banków centralnych, programy QT będą miały istotniejsze oddziaływanie (w górę) na rynkowe stopy procentowe, w tym na rentowność obligacji skarbowych na rynkach bazowych.

W przeciwnym kierunku niż QT w perspektywie II połowy 2024 r. i 2025 r. powinien oddziaływać globalny zwrot w kierunku obniżek stóp procentowych. **Spośród państw rozwiniętych obniżki stóp procentowych zainicjowały już banki centralne Szwajcarii i Szwecji. Według wycen rynkowych w czerwcu na pierwszą obniżkę zdecyduje się EBC (stało się to 6 czerwca - obniżka o 0,25 pp.), a do końca 2024 r. stopa depozytowa zostanie obniżona o 75-100 pb do 3,0-3,25%. Od po-**

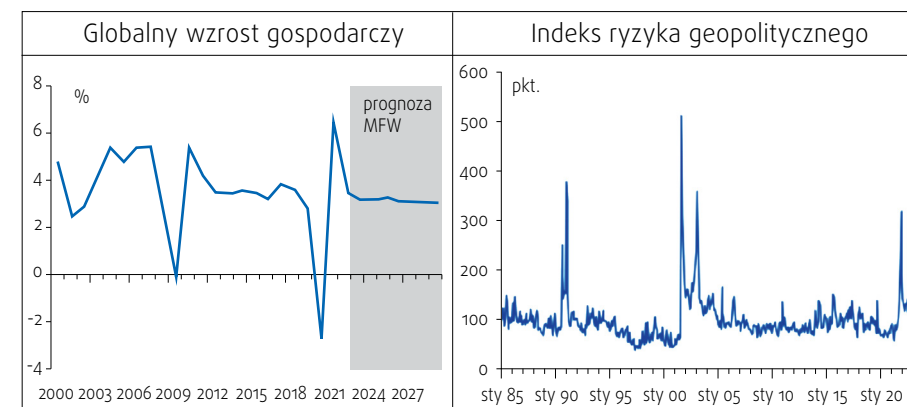
²⁰ Wenxin Du, Kristin Forbes, Matthew Luzzetti: Quantitative Tightening Around the Globe: What Have We Learned? The University of Chicago Booth School of Business; https://www.chicagobooth.edu/-/media/research/igm/docs/quantitative_tightening_around_the_globe_usmpf_2024_02_12.pdf

czątku 2024 r. sporej zmienności podlegają rynkowe oczekiwania dotyczące stóp Fed. Wyceniany początkowo scenariusz ok. 100pb obniżek w 2024 r., w obliczu serii wyższych od prognoz odczytów danych inflacyjnych został zredukowany do 50pb, jednak inwestorzy nie mają wątpliwości, że rozpoczęte w tym roku obniżki będą w kolejnych latach kontynuowane, w 2025 r. w kierunku 4% (Fed w projekcjach jako „docelową” stopę pokazuje jeszcze niższy poziom, poniżej 3%). **Cykli obniżek stóp procentowych oczekuje się w Australii, Kanadzie, Skandynawii, a także w regionie Europy Środkowej i Wschodniej. Wszędzie jednak, co najmniej w perspektywie najbliższych dwóch lat, stopy procentowe pozostaną wyższe niż przeciętnie w latach 2008-22.** Wśród nielicznych banków z gospodarek rozwiniętych, które najpewniej podążą wbrew globalnej tendencji jest Bank Japonii, który dopiero w 2024 r. zakończył erę ujemnych realnych stóp procentowych.



Źródło: Refinitiv, FRA – patrz przypis 23 na stronie 47.

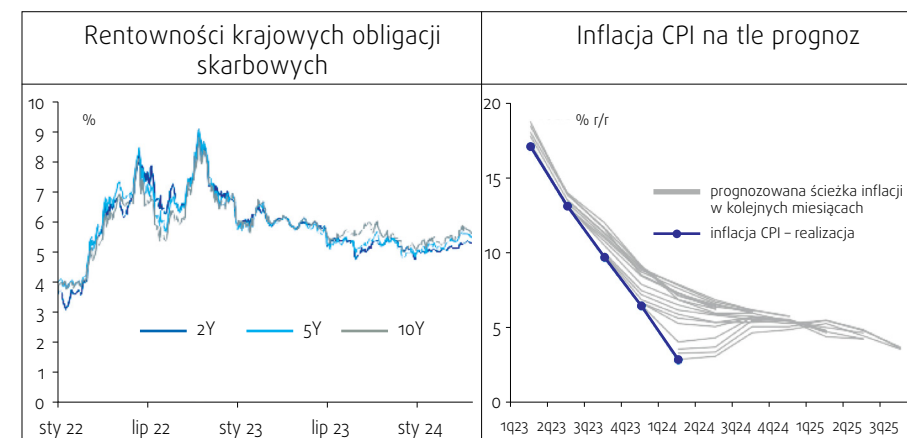
Oczekuje się, że obniżki stóp procentowych będą możliwe dzięki sukcesywnemu spadkowi inflacji, która jednak pozostanie wyższa niż w latach bezpośrednio poprzedzających wybuch pandemii. Niższe stopy procentowe powinny prowadzić do wzmocnienia tempa wzrostu gospodarczego, ale według założeń MFW czy Komisji Europejskiej pozostanie ono niższe niż średnio w latach 2000-19. Relatywnie powolny wzrost gospodarczy będzie odzwierciedlać m.in. wciąż wysokie stopy procentowe, konieczną konsolidację fiskalną, związaną z wysokim bieżącym poziomem zadłużenia i deficytów, czy ograniczenia podażowe na rynkach pracy w gospodarkach rozwiniętych w warunkach obniżonej w ostatnich latach poprawy wydajności pracy.



Źródło: MFW, <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>

Warto podkreślić, że relatywnie korzystnemu (na tle ostatnich lat) scenariuszowi dla otoczenia zewnętrznego według ocen MFW czy KE towarzyszy neutralny bilans czynników ryzyka, co także stanowi istotną zmianę w stosunku do projekcji kreślonych jeszcze rok temu. Wśród czynników ryzyka istotną rolę nadal zajmują jednak kwestie geopolityczne, których oddziaływanie na nastroje rynkowe, przepływy i dostępność kapitału jest ponad proporcjonalnie wysokie.

UWARUNKOWANIA KRAJOWE



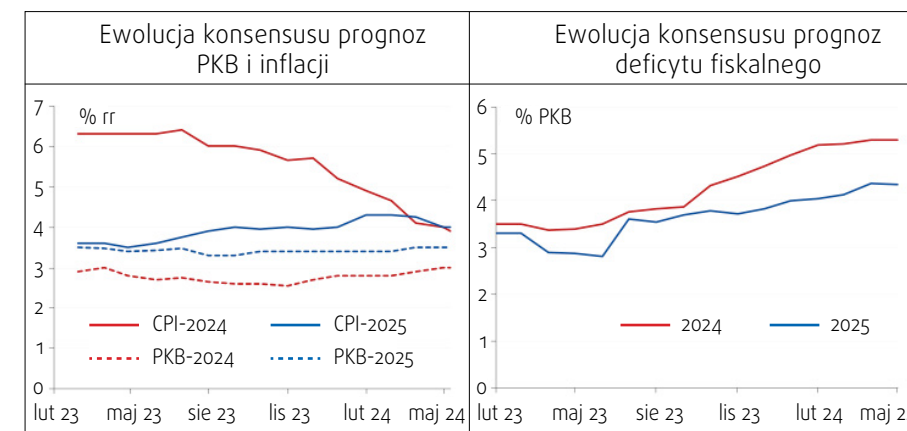
Źródło: Macrobond, Bloomberg, konsensus prognoz

Od połowy 2023 r. także na krajowym rynku obligacji skarbowych dominuje szeroki trend boczny. Skrywają się za nim lepsze perspektywy co do inflacji i wzrostu gospodarczego, rewidowane w górę prognozy deficytu i zadłużenia publicznego, duża zmienność w nastawieniu RPP do polityki pieniężnej i jeszcze większa w zakresie oczekiwań co do dalszej ścieżki stóp procentowych, a także wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych krajowymi aktywami.

Od II kw. 2023 r. bieżące dane inflacyjne zaskakiwały pozytywnie, przynosząc silniejsze od prognoz hamowanie inflacji. W głównej mierze wynikało to z korzystnego kształtowania się cen żywności i paliw, przy dużo mniejszej skali pozytywnego zaskoczenia w kształtowaniu się inflacji bazowej. Przez długi czas prognozom inflacji na 2024 r. towarzyszyła duża niepewność w zakresie administracyjnych mechanizmów stabilizacji cen nośników energii i wysokości stawki VAT na żywność. Ostatecznie rząd zdecydował o powrocie 5% stawki VAT na podstawowe towary żywnościowe od kwietnia 2024 r. oraz o częściowym odmrożeniu cen nośników energii, które jest planowane na lipiec br. W dużym stopniu to właśnie za sprawą powyższych decyzji powrót inflacji do dopuszczalnego przedziału odchyłań od celu NBP, który nastąpił w I kw. 2024 r., będzie miał charakter przejściowy, a **na koniec 2024 r. inflacja (wg konsensusu i prognoz NBP) znajdzie się na poziomie ok. 5% r/r. W 2025 r. oczekiwany jest ponowny powolny spadek inflacji w kierunku celu inflacyjnego, który powinien zostać trwale osiągnięty pod koniec roku.**

Od połowy 2023 r. spadkowi inflacji towarzyszy wzrost aktywności gospodarczej. W głównej mierze wynika on z poprawy sytuacji finansowej gospodarstw domowych – wciąż bardzo silnej, dwucyfrowej dynamice płac towarzyszy znacząco niższa inflacja. W efekcie, w I kw. 2024 r. wynagrodzenia w gospodarce narodowej w ujęciu realnym rosły najsilniej w historii, co pociągnęło za sobą wyraźne ożywienie popytu konsumpcyjnego. **Gospodarka minęła dno cyklu w połowie 2023 r. i według konsensusu prognoz w trakcie 2024 r. dynamika PKB powinna sukcesywnie przyspieszać, do około 4% w IV kw. 2024 r., co w całym roku dałoby wzrost w skali powyżej 3%.** Podobnej dynamiki PKB oczekuje się także w roku 2025 r. O ile teza o wyraźnym ożywieniu popytu konsumpcyjnego nie budzi większych kontrowersji, więcej niepewności towarzyszy prognozom inwestycji. Ich dwucyfrowy wzrost w 2023 r. wynikał w dużym stopniu z finalizacji projektów realizowanych w ramach zakończonej już perspektywy finansowej UE

na lata 2014-20, skoncentrowanych w sektorze publicznym. W 2024 r. oczekuje się wprawdzie ożywienia aktywności inwestycyjnej w sektorze prywatnym, jednak dużo niepewności dotyczy tego, jak szybko na aktywność inwestycyjną przełoży się odblokowany dostęp do środków w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (*The Recovery and Resilience Facility*) i na ile zdoła on „zastąpić” lukę w napływie klasycznych funduszy spójności UE.

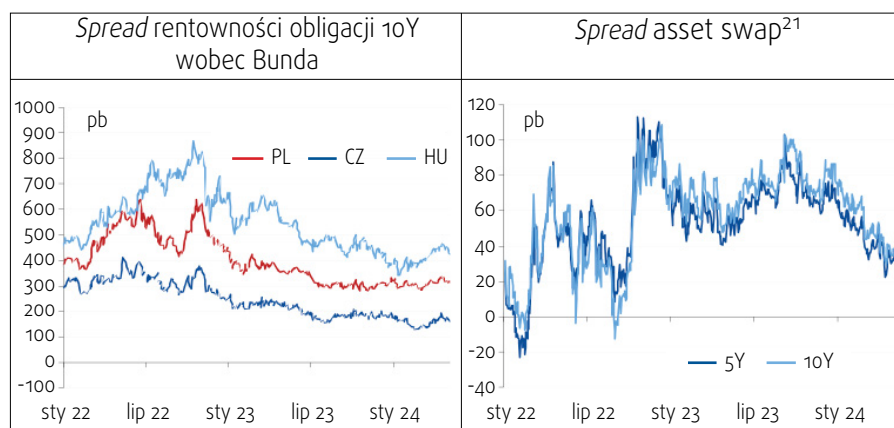


Źródło: Bloomberg, mediana prognoz

Oddziaływanie następujących i oczekiwanych zmian w otoczeniu makroekonomicznym na kondycję sektora finansów publicznych nie jest jednokierunkowe. Z jednej strony, pozytywnie na bazę podatkową wpływa wyższy poziom aktywności gospodarczej. Lepsza koniunktura tworzy także warunki ułatwiające redukcję luki podatkowej VAT, która w 2023 r. wyraźnie wzrosła (wg szacunków rządu do 15,8%) i była najwyższa od 2016 r. Z punktu widzenia wpływów podatkowych korzystna jest także struktura ożywienia gospodarczego, napędzanego głównie przez konsumpcję. W przeciwną stronę oddziałuje wysoka ubiegłoroczna inflacja (podbija stronę wydatkową), zestawiona z jej silnym bieżącym spadkiem (ograniczającym skalę wzrostu dochodów). W efekcie, w 2024 r. w gospodarce występuje rzadka sytuacja, kiedy nominalna dynamika PKB (istotna dla strony dochodowej) hamuje, pomimo realnego ożywienia gospodarczego. Sukcesywne rewizje w górę prognoz deficytu sektora *general government* bardziej niż makroekonomiczne fundamenty odzwierciedlały rosnące obciążenia związane z nakładami na obronność i tarczami antyinflacyjnymi oraz zapowiedzi polityczne,

formułowane podczas kampanii przed wyborami do Parlamentu, a następnie w większości podtrzymane przez nowy rząd jako średnioterminowe cele.

Pomimo mniej korzystnych prognoz fiskalnych, oceny ratingu Polski i jego perspektyw we wszystkich trzech głównych agencjach ratingowych pozostają stabilne (A-/A2, perspektywa stabilna). Agencje wskazują na wysoki (na tle koszyka państw o analogicznym ratingu) wyjściowy poziom deficytu fiskalnego. Niższy od zakładanego poziom deficytu w przyszłości jest wskazywany jako potencjalne źródło rewizji ratingu w górę. Jednocześnie agencje oceniają obecny profil zadłużenia Polski jako bezpieczny.

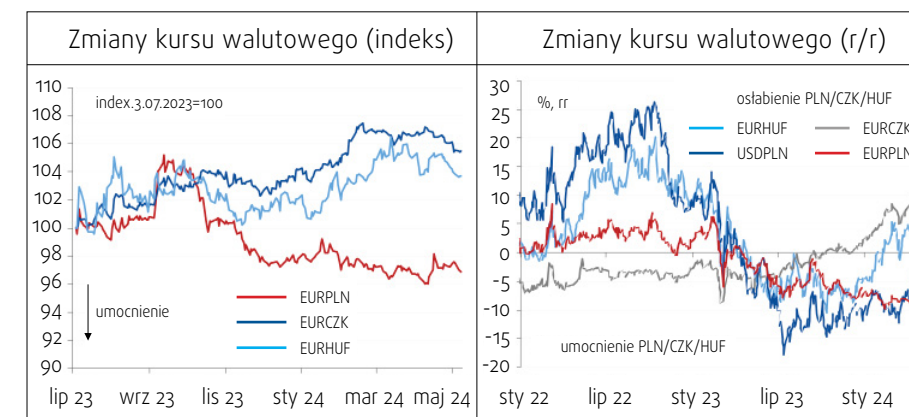


Źródło: Bloomberg, mediana prognoz

Miary rynkowe także pokazują, że gorszy profil fiskalny nie wywołał wzrostu premii za ryzyko wymaganej przez inwestorów w stosunku do krajowego długu skarbowego. *Spread* rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wobec 10-letnich obligacji Niemiec od połowy 2023 r. jest stabilny. Relatywnie stabilna pozostaje także różnica w rentowności obligacji Polski i Czech (średnio od lipca 2023 r. na poziomie 130 pb). W październiku 2023 r. obecny Minister Finansów A. Domański wskazywał, że zredukowanie tej różnicy pozwoliłoby w ciągu 10

²¹ *Spread asset swap* – różnica między rentownością obligacji skarbowych o danej zapadalności a kontraktem IRS o analogicznej zapadalności, czyli różnica między „wyceną” obligacji a rynkową wyceną przyszłych stóp procentowych - pokazuje ona premię za ryzyko zawartą w wycenie obligacji.
²² <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Domanski-KO-Zawracamy-ze-sciezki-węgierskiej-tureckiej-chcemy-isc-sciezka-bardziej-zblizona-do-Czech-8632361.html>

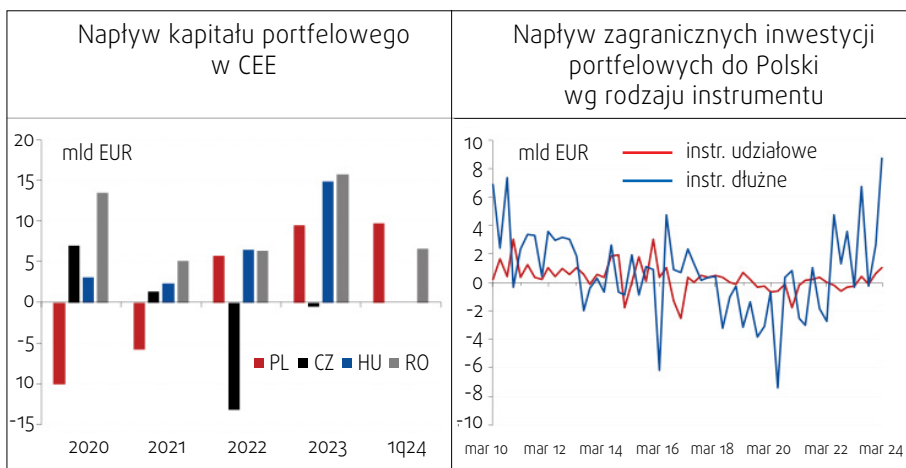
lat wygenerować oszczędności na poziomie 170 mld zł.²² Bardziej precyzyjną niż różnice w rentowności miarą percepcji ryzyka związanego z inwestycją w krajowe obligacje skarbowe są *spready asset swap*, które nie są wrażliwe na różnice w bieżącej i oczekiwanej polityce pieniężnej. W przypadku Polski *spready* te we wrześniu 2023 r. weszły w wyraźny trend spadkowy, sugerując spadek oczekiwanej od polskiego długu premii za ryzyko.



Źródło: Macrobond

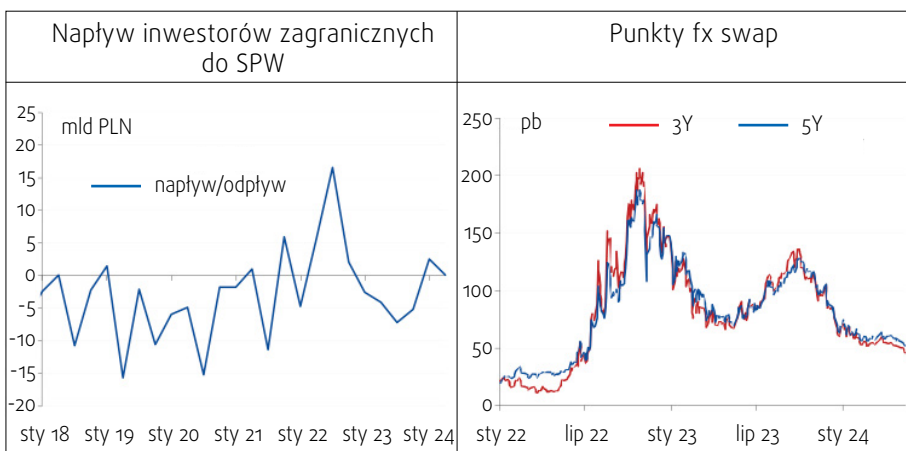
Trend ten zbiegł się ze zmianą tendencji na rynku walutowym – w październiku 2023 r. złoty skokowo umocnił się, a przebieg kursu oderwał się od trendów obserwowanych w regionie. Umocnienie było przede wszystkim interpretowane jako reakcja na dwie zmiany: (1) istotny wzrost prawdopodobieństwa odblokowania i napływu do Polski funduszy UE, związany ze zwycięstwem w wyborach parlamentarnych partii opowiadających się za poprawą relacji na linii Polska-Komisja Europejska; (2) zatrzymanie obniżek stóp procentowych i przejście przez RPP do bardziej jastrzębiej retoryki. Oczekiwania inwestorów co do poprawy relacji z UE okazały się trafne, w kwietniu 2024 r. do Polski trafiły pierwsze środki na realizację KPO, w maju 2024 r. Komisja Europejska poinformowała o zakończeniu prowadzonej wobec Polski procedury z art. 7 TFUE.

Lepszy sentyment inwestorów zagranicznych wobec Polski potwierdzają także dane bilansu płatniczego o napływie inwestycji portfelowych. W samym I kw.



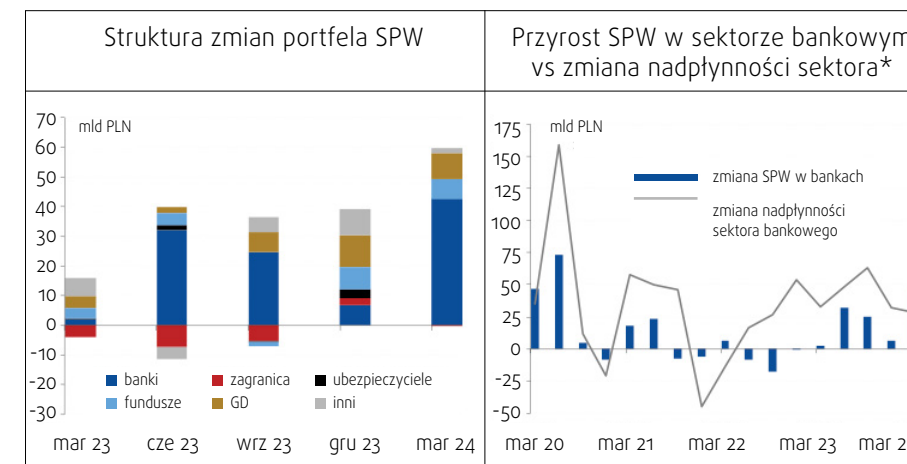
Źródło: Macrobond

2024 r. ich wartość była wyższa niż łącznie w trakcie 2023 r. Inwestorzy zagraniczni przede wszystkim inwestowali w instrumenty dłużne, do których napływy w marcu 2024 r. były najwyższe w historii i wyniosły blisko 9 mld EUR. Tak silne napływy były możliwe także dzięki wyraźnemu zwiększeniu podaży obligacji skarbowych emitowanych na rynek zagraniczny, w tym głównie w USA, przy jednoczesnych emisjach zagranicznych sektora bankowego.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Bloomberg

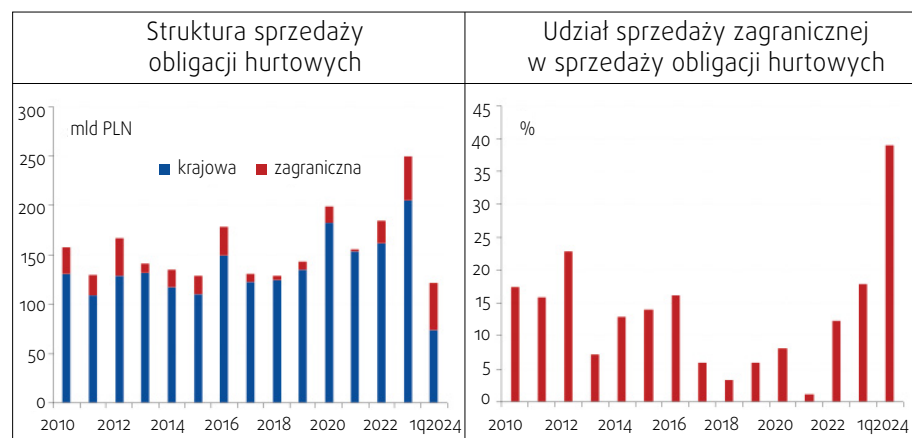
Większy apetyt na krajowe aktywa, w tym obligacje skarbowe wciąż nie jest jednak widoczny na rynku krajowych papierów. Po czterech kwartałach z rzędu, kiedy inwestorzy zagraniczni redukowali swoje zaangażowanie w SPW (łącznie w skali blisko 20 mld PLN), w IV kw. 2023 r. nastąpił napływ, w skali 2,5 mld PLN, natomiast w I kw. 2024 r. zaangażowanie inwestorów zagranicznych w SPW nie zmieniło się. Atrakcyjność inwestycji w obligacje złotowe z punktu widzenia inwestora zagranicznego (eurowego) ograniczają wciąż wysokie koszty finansowania inwestycji w krajowej walucie, o których wspomniano już w raporcie przed rokiem. Wśród źródeł mniejszej dostępności złotego wskazuje się m.in. nierówne rozłożenie nadpłynności w krajowym sektorze bankowym, wciąż dokonywane przez sektor odwracanie pozycji walutowych na skutek rozstrzygnięć w zakresie frankowych kredytów hipotecznych, czy wzrost finansowania pozyskiwanego przez krajowe przedsiębiorstwa i banki na rynku eurowym. Koszty te ponownie wyraźnie rosły w II poł. 2023 r. i choć od szczytów odnotowanych jesienią ubiegłego roku obniżyły się o blisko 1/3, wciąż negatywnie wpływają na możliwy do osiągnięcia przez inwestora zagranicznego zwrot. Warto wspomnieć, że ten sam mechanizm zwiększa atrakcyjność inwestycji w obligacje z państw strefy euro dla krajowych inwestorów.



Źródło: Ministerstwo Finansów, NBP (jako przybliżenie skali nadpłynności przyjęto różnicę między depozytami a kredytami w sektorze bankowym)

Kluczową rolę w absorpcji podaży SPW odgrywa w ostatnim czasie sektor bankowy. Udział tego sektora w portfelu SPW ogółem od II kw. 2022 r. utrzymuje się

na poziomie ok. 51-52%, natomiast w poszczególnych kwartałach rola banków w przyjmowaniu podaży SPW była znacząco wyższa, sięgając 70-80% (odpowiednio w I kw. 2024 r. i III kw. 2023 r.). Zwiększaniu portfeli obligacyjnych w sektorze bankowym sprzyjała rosnąca nadpłynność sektora bankowego, wynikająca ze stagnacji kredytów w otoczeniu dynamicznie rosnących depozytów. W 2024 r. obserwujemy odbudowę popytu na kredyt przy hamowaniu tempa wzrostu depozytów. To zapowiada, że chociaż w najbliższym czasie nadpłynność sektora bankowego najprawdopodobniej będzie dalej rosła, to nie będzie to następowało w takim tempie jak w 2023 r., co może zmniejszać chłonność sektora bankowego na SPW.

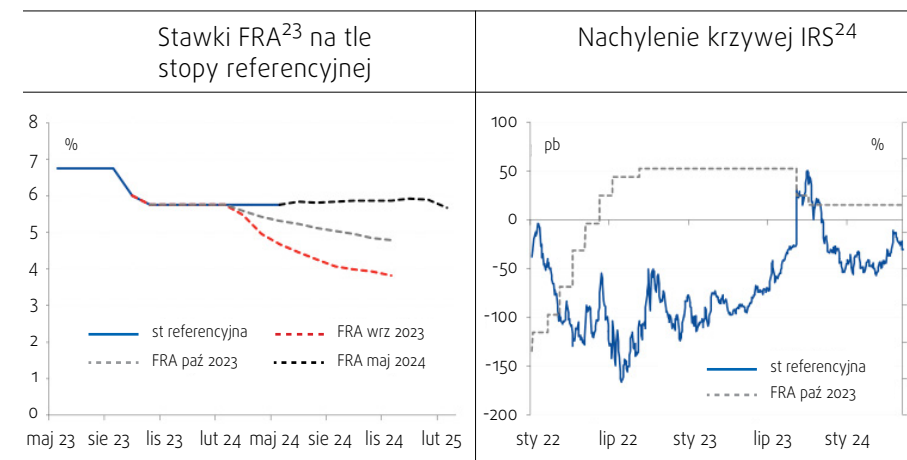


Źródło: Ministerstwo Finansów

Od 2022 r. sukcesywnie rośnie rola rynków zagranicznych w plasowaniu obligacji hurtowych. Trend ten bardzo silnie przyspieszył w I kw. 2024 r., kiedy udział emisji plasowanych za granicą sięgnął blisko 40%, a uplasowane na zagranicznych rynkach (głównie w USD) obligacje miały wartość 47,6 mld PLN.

Czynnikiem podnoszącym zmienność rentowności obligacji (i generalnie zmienność wycen krajowych aktywów) od II poł. 2023 r. była polityka pieniężna. Latem 2023 r. RPP zaczęła sygnalizować możliwość obniżek stóp procentowych, ale skala pierwszego ruchu (75 pb), który nastąpił we wrześniu 2023 r., przekroczyła wszelkie prognozy. Tak mocno stopy obniżano ostatnio na przełomie lat 2008-2009, kiedy USA i Europa borykały się ze skutkami upadku banku Lehman Brothers. Nawet w szczycie pandemii tempo obniżek stóp było mniej-

sze (50 pb). Decyzja spotkała się z nerwową reakcją rynku – złoty gwałtownie się osłabił, krajowa krzywa rentowności uległa wystromieniu, z dużo głębszym spadkiem rentowności na jej krótkim końcu.



Źródło: Refinitiv

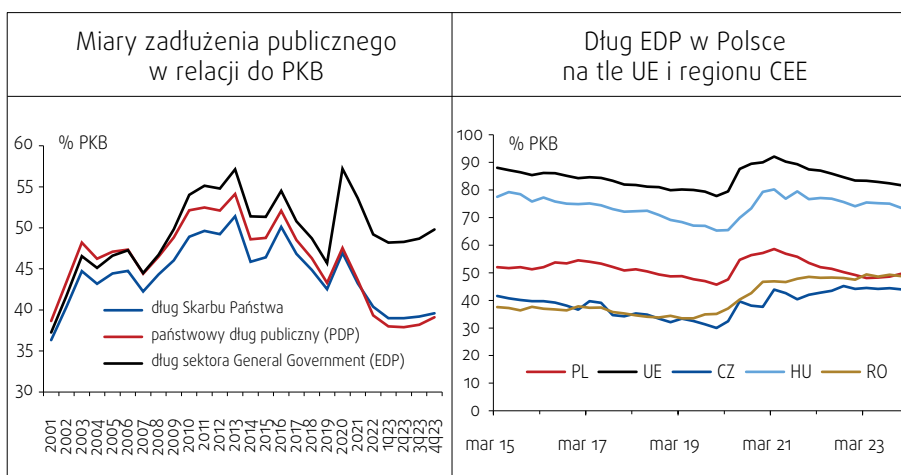
Duża obniżka we wrześniu rozbudziła oczekiwania na szybkie tempo dalszych ruchów, przesuując w dół średnioterminowe rynkowe oczekiwania co do stóp procentowych o około 100 pb. Kolejna, ale już mniejsza obniżka stóp w październiku postawiła te oczekiwania pod znakiem zapytania, a pauza na kolejnych posiedzeniach zupełnie je przekreśliła. RPP przeszła w tryb wyczekiwania (ang. wait-and-see), w swej retoryce punkt ciężkości przesunęła na ryzyka proinflacyjne, sygnalizując, że przestrzeń do ewentualnych dalszych obniżek stóp procentowych jest mocno oddalona w czasie. **W maju 2024 r. kontrakty na stopę procentową wskazywały pierwszą obniżkę stóp na przełomie 2024/25. To oznacza, że w oczekiwaniach inwestorów Polska będzie państwem, w którym właściwy cykl obniżek stóp procentowych rozpocznie się z wyraźnym opóźnieniem w stosunku do strefy euro i USA, rozpocznie się także najpóźniej w regionie CEE.**

²³ FRA – forward rate agreement – transakcja terminowa na stopę procentową, polegająca na ustaleniu w dniu jej zawarcia wysokości stopy procentowej dla przyszłego okresu, odzwierciedla oczekiwania inwestorów co do przyszłego poziomu stawek WIBOR, a więc pośrednio także co do stopy referencyjnej NBP.

²⁴ Nachylenie krzywej IRS pokazuje, jak różnią się oczekiwania inwestorów co do poziomu stóp procentowych w długim horyzoncie (tu 10 lat), a w krótszym horyzoncie (tu 2 lata). Wzrost nachylenia krzywej, który nastąpił we wrześniu 2023, interpretowano jako wyraz oceny inwestorów, że rozpoczęte obniżki stóp procentowych NBP docelowo będą skutkowały koniecznością ponownego zacieśnienia polityki pieniężnej.

4. Wyzwania zarządzania długiem publicznym

W naszym ubiegłorocznym raporcie²⁵ przedstawiono szczegółowe różnice definicyjne i kompozycyjne pomiędzy stosowanymi w Polsce różnymi miarami długu publicznego. W centrum zainteresowania pozostaje przede wszystkim państwowy dług publiczny (PDP), ze względu na odnoszące się do niego konstytucyjne obwarowanie (limit relacji długu do PKB na poziomie 60%), oraz dług sektora rządowego i samorządowego (ang. *general government*, nazywany też długiem EDP), będący punktem odniesienia w unijnej procedurze nadmiernego deficytu, a także dający szansę na precyzyjne porównywanie kondycji sektorów finansów publicznych pomiędzy państwami UE.



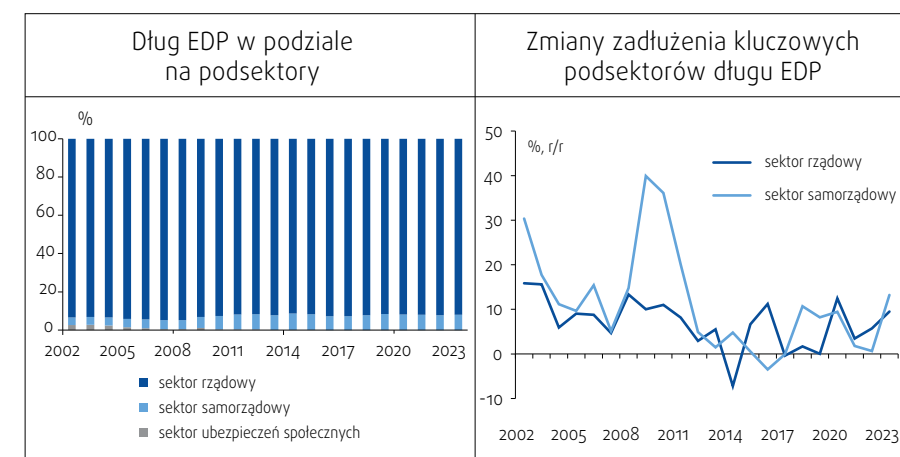
Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

W przypadku powyższych miar rok 2023 przyniósł zahamowanie obserwowanego od 2020 r. trendu obniżania się długu publicznego w relacji do PKB, a w II poł. 2023 r. rozpoczął się trend wzrostowy, który zarówno według prognoz rynkowych ekonomistów, jak i instytucji międzynarodowych, w najbliższym czasie będzie kontynuowany (co już sygnalizowaliśmy w rozdziale 1). Najsilniejszy wzrost zadłużenia w relacji do PKB dotyczył najszerzej miary

²⁵ Benecki R., Dudek S., Kotecki L. (2023). *Zagrożenia nadmiernego długu publicznego. Edycja 2023*. Warszawa, Instytut Odpowiedzialnych Finansów

– sektora *general government*. W tym ujęciu na koniec 2023 r. zadłużenie stanowiło blisko 50% PKB i było o 1 pp PKB wyższe niż długoterminowa średnia z lat 2001-2019, ale wciąż wyraźnie niższe niż przeciętna dla UE i zbliżone do poziomu obserwowanego w Czechach i w Rumunii.

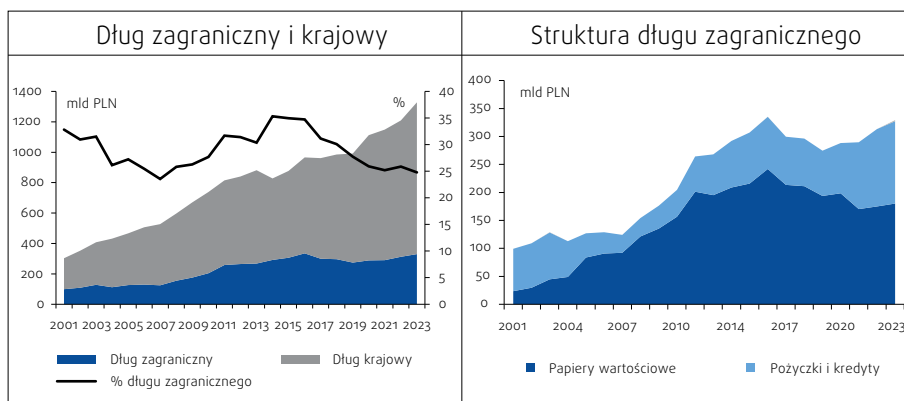
Dług EDP generują trzy podsektory – w zdecydowanie największym stopniu odpowiada za niego sektor rządowy, którego udział w długu EDP na koniec 2023 r. wynosił 92% (porównywalnie do 2020-21 i nieco niższe niż w 2022 r.). Od 2013 r. zadłużenie sektora ubezpieczeń społecznych jest pomijalne. Udział zadłużenia sektora samorządowego w długu EDP od 2010 stabilizuje się na poziomie ok. 8%.



Źródło: Ministerstwo Finansów

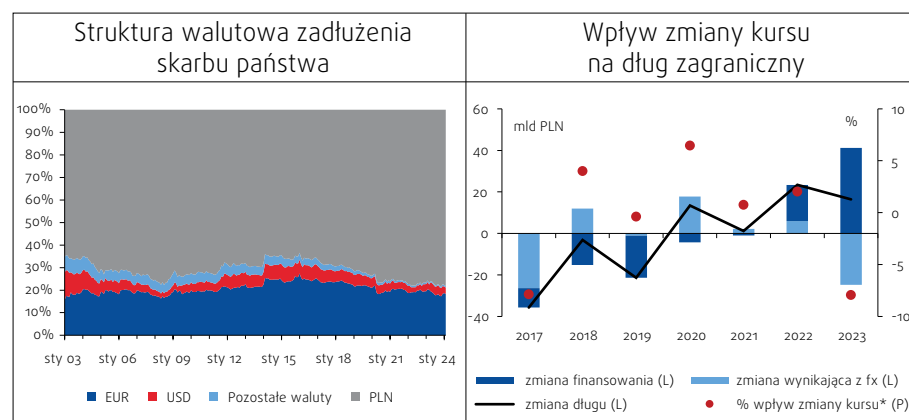
Po stabilizacji w 2021 r. i 2022 r. miniony rok przyniósł wzrost zadłużenia sektora samorządowego o 13% i 12,4 mld PLN, co stanowi największy skok procentowy od 2011 r., a kwotowy od 2010 r. Zadłużenie tego podsektora w 94% odzwierciedla zadłużenie JST, którego wzrost w 2023 r. związany był z ożywieniem aktywności inwestycyjnej, a także z osłabieniem strony dochodowej samorządów, m.in. przez zmiany podatkowe w ramach Polskiego Ładu, przy jednoczesnym silnym wzroście wydatków. Wśród JST zadłużenie koncentruje się przede wszystkim w powiatach grodzkich (50,8% zadłużenia JST, 52,2 mld PLN) oraz w gminach (37,8% zadłużenia JST, 38,8 mld PLN). Najmniejsze jest w przypadku województw (4,7% zadłużenia JST, 4,8 mld PLN).

STRUKTURA WALUTOWA DŁUGU PUBLICZNEGO



Źródło: Ministerstwo Finansów

Znaczenie finansowania zagranicznego w długu publicznym od 2015 sukcesywnie się obniża. Na koniec 2023 r. stanowiło 24,8% całego zadłużenia wobec 25,9% na koniec 2022 r. W samej strukturze zadłużenia zagranicznego (wg kryterium miejsca emisji) w 2023 r. silnie wzrosło finansowanie w formie kredytów i pożyczek (wzrost o 9,5 mld PLN, 6,9%), które stanowi już 45% ogółu finansowania pozyskanego na rynkach zagranicznych. Dominującym instrumentem pozostają papiery wartościowe, których udział wynosi blisko 55%, a w 2023 r. przyniósł wzrost finansowania w tej formie o 4,8 mld PLN, tj. o 2,8%.



Źródło: Ministerstwo Finansów

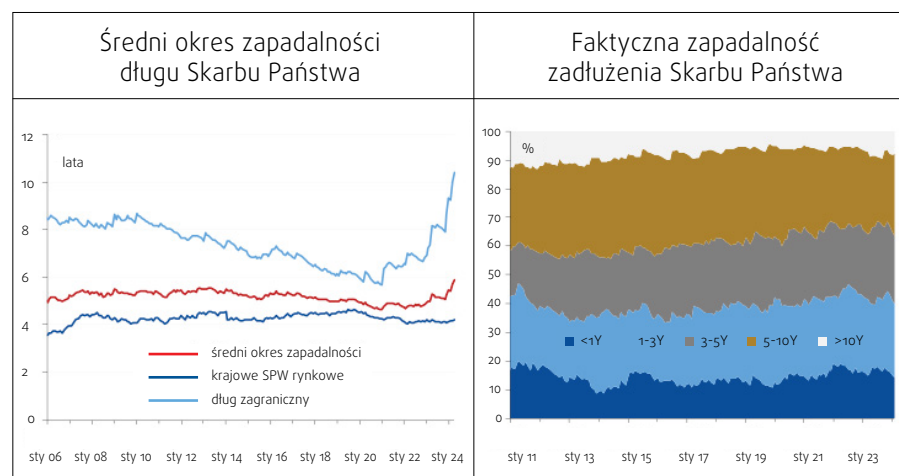
76% długu EDP stanowią zobowiązania złotowe, łącznie zadłużenie denominowane w walutach obcych na koniec 2023 r. stanowiło 24% i nie zmieniło się istotnie w stosunku do struktury walutowej z końca 2022 r. W zadłużeniu denominowanym w walutach obcych dominuje zadłużenie w EUR (21,4% długu EDP i 88% zadłużenia walutowego). W węższej kategorii zadłużenia Skarbu Państwa na koniec 2023 r. zobowiązania złotowe stanowiły 76,7%, a wg ostatnich dostępnych danych za luty 2024 r. ich udział wzrósł do 78,2%. Udział finansowania w EUR w długu skarbu państwa na koniec 2023 r. wynosił 18,4%, a w USD – 3,5%. Przypomnijmy, że strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych zakłada „utrzymanie udziału długu nominowanego w walutach obcych w długu Skarbu Państwa poniżej 25% z możliwością przejściowych odchyleń wynikających z uwarunkowań rynkowych lub budżetowych”²⁶. Te bieżące uwarunkowania mogą sprawić, że w najbliższych latach udział zadłużenia walutowego / zagranicznego wzrośnie, pomimo tego, że generalnie jest ono postrzegane jako mniej stabilne źródło finansowania (inwestycje zagraniczne w okresach wzrostu niepewności na globalnych rynkach lub w kraju charakteryzują się wyższym ryzykiem „odpływu”, dodatkowo na wartość zobowiązań z ich tytułu oddziałuje ryzyko kursowe). Wśród istotnych czynników generujących przyrost zadłużenia walutowego znajdują się wydatki na zbrojenia, które według różnych szacunków nawet w 50-70% będą służyły realizacji zamówień zagranicznych. Dodatkowo, pewną zachętą do zwiększenia udziału finansowania walutowego może być dysparytet w stopach procentowych (w 2023 r. implikowane oprocentowanie długu krajowego było o prawie 3,5 pp wyższe niż długu zagranicznego, więcej na ten temat w dalszej części naszego raportu).

Zmiany zadłużenia walutowego stanowią odzwierciedlenie zaciągania / spłacania zobowiązań oraz zmian kursu walutowego. **Pomimo ograniczonego udziału zadłużenia denominowanego w walutach obcych w długu publicznym ogółem, wpływ zmian rynkowych na łączną wartość ekspozycji walutowej bywa znaczący, było tak m.in. w 2017 r., czy w 2020 r. W 2023 r. wpływ zmian kursu walutowego obniżył wartość długu zagranicznego, a ten korzystny kierunek oddziaływania zaistniał pierwszy raz od 2019 r. Umocnienie złotego obniżyło dług zagraniczny o 24,8 mld PLN, czyli o blisko 8% stanu zadłużenia zagranicznego z końca 2022 r.** Podkreślamy jednak, że ryzyko walutowe działa w dwie strony,

²⁶ Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2024-27, Ministerstwo Finansów, <https://www.gov.pl/attachment/8576452d-de96-4063-8be9-85b3dd48dcea>

a zwłaszcza w okresie zwiększonego ryzyka geopolitycznego (na które zwróciliśmy uwagę w rozdziale o uwarunkowaniach) prawdopodobieństwo skokowego osłabienia waluty takiej jak złoty jest istotne. Przykładowo, w 2020 r., osłabienie złotego zwiększyło wartość zadłużenia walutowego o ponad 6%. W porównaniu do bieżącego poziomu kursu²⁷ konsensus prognoz ekonomistów (według Bloomberg) zakłada nieznaczne osłabienie złotego, do 4,33 w 2025 r. i 4,31 w 2026 r.²⁸).

STRUKTURA TERMINOWA DŁUGU PUBLICZNEGO



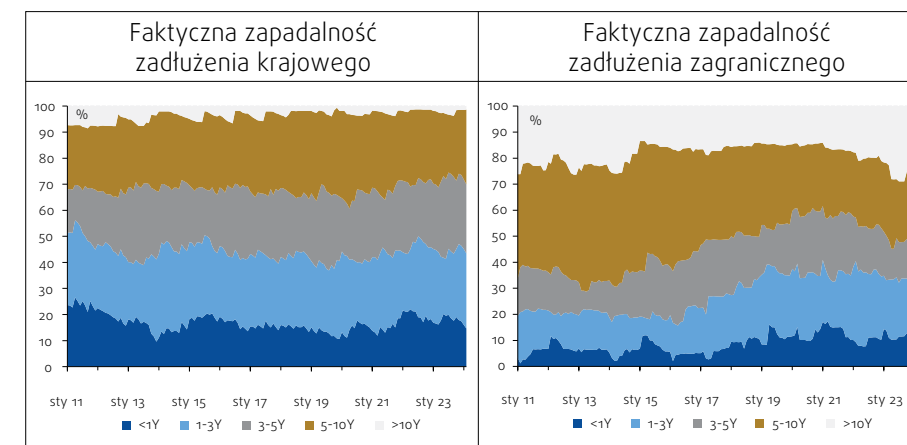
Źródło: Ministerstwo Finansów

Średni okres zapadalności długu Skarbu Państwa w okresie 2006-22 wynosił przeciętnie 5,18 lat. Na koniec 2023 r. zapadalność była zgodna z długoterminową średnią, wynosiła 5,25 lat. Od początku 2024 r. obserwujemy wyraźne wydłużenie okresu zapadalności, która na koniec kwietnia 2024 r. (ostatnie dostępne dane) wyniosła 5,9 roku, co generalnie jest pozytywną zmianą, ponieważ ogranicza ryzyko refinansowania. **Przy stabilnej przeciętnej zapadalności zadłużenia krajowego (rynkowe skarbowe papiery wartościowe), która na koniec 2023 r. wynosiła 4,08, a w kwietniu 2024 r. wzrosła tylko minimalnie, do 4,20, za wzrost przeciętnej zapadalności całego zadłużenia odpowiada zmiana struktury terminowej długu zagranicznego. Zapadalność tej części długu sukcesywnie obniżała**

²⁷ Kurs średni NBP wg stanu na 24 maja 2024 r.: 4,2624

²⁸ Konsensus Bloomberg na dzień 25 maja 2024 r.

się od 2010 r. do przełomu 2020/21 (minimum na poziomie 5,66), od tego czasu ponownie rośnie, a od grudnia 2023 r. jest najdłuższa w historii.



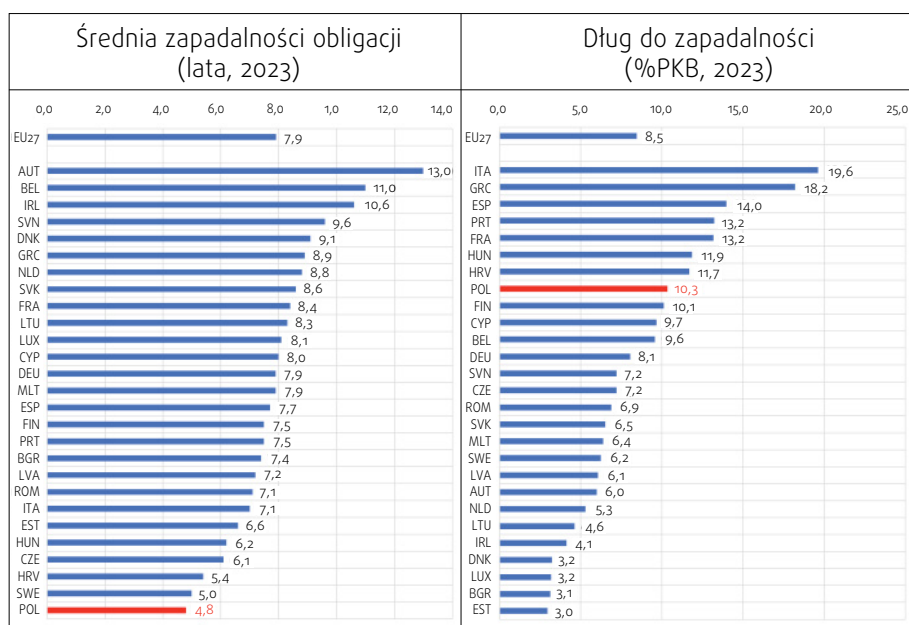
Źródło: Ministerstwo Finansów

Instrumenty o zapadalności do 1 roku włącznie stanowią ok. 15% krajowego zadłużenia Skarbu Państwa. Rozkład zadłużenia w trzech kolejnych grupach (1-3 lat, 3-5 lat i 5-10 lat) jest równomierny, z udziałami na poziomie 24-29%. Zadłużenie o zapadalności powyżej 10 lat w przypadku zadłużenia krajowego ma najmniejszy udział, od II poł. 2014 r. utrzymujący się poniżej 10%.

Profil zadłużenia zagranicznego jest przesunięty w kierunku instrumentów o dłuższych zapadalnościach. W okresie 2011-22 instrumenty o zapadalności powyżej 5 lat stanowiły przeciętnie 55% zadłużenia zagranicznego i 32% zadłużenia krajowego. Na koniec 2023 r. było to 54% dla zadłużenia zagranicznego i 26% dla zadłużenia krajowego. Obecnie (ostatnie dostępne dane za luty 2024 r.) dla zadłużenia zagranicznego udział instrumentów o zapadalności powyżej 5 lat wynosi 60%, a dla krajowego 30%. Wzrost zapadalności zadłużenia zagranicznego odzwierciedla dużą aktywność emisyjną Ministerstwa Finansów na rynkach zagranicznych, w tym głównie w USA od początku 2024 r. W marcu 2024 r. Ministerstwo uplasowało w USA 3 emisje obligacji o łącznej wartości 8 mld USD, z czego 3 mld USD o zapadalności 10 lat i 3,5 mld USD o zapadalności 30 lat. W styczniu 2024 r. wyemitowano także długoterminowe obligacje w EUR (2,5 mld

EUR obligacji o zapadalności 10 lat i 1,25 mld EUR obligacji o zapadalności 20 lat). **Mimo powyższych korzystnych emisji pod względem zapadalności, relatywnie krótka, średnia zapadalność obligacji²⁹, oznaczająca duże ryzyko stopy procentowej i refinansowania jest istotnym problemem i zagrożeniem strukturalnym w finansach publicznych w kontekście zadłużenia i stabilności. Średnia zapadalności polskich obligacji jest najkrótsza w całej UE, wynosząca niecałe 5 lat wobec ok. 8 lat średnio w UE.** Krótka średnia zapadalność powoduje, że średnio 10% PKB długu zapada co roku (średnio w UE jest to ok. 8,5% PKB). Krótkie *duration*³⁰ powoduje też, że bardzo szybko materializuje się ryzy-

Średnia zapadalności obligacji i skala rolowania długu



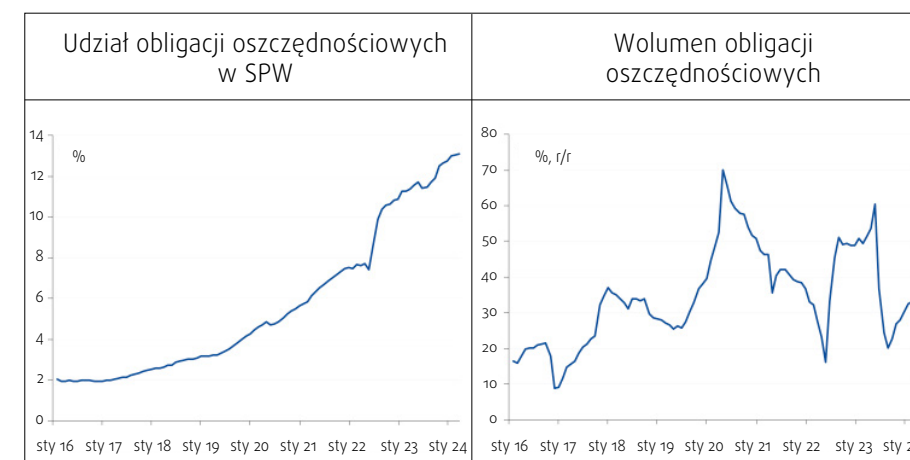
Źródło: KE, AMECO, Debt Sustainability Monitor, EU27 – Unia Europejska

²⁹ Średnia zapadalność (także ATM od ang. average time to maturity) – miara ryzyka refinansowania długu publicznego. Średnia zapadalność to wyrażona w latach średnia długość okresu, po którym wyemitowany dług zostanie wykupiony. Im odleglejsze są terminy wykupu długu, tym niższe jest ryzyko jego refinansowania i tym wyższa średnia zapadalność ATM.

³⁰ Czas trwania obligacji, duracja obligacji (ang. bond's duration) to średni ważony okres oczekiwania na wpływ środków pieniężnych z obligacji (średni termin wykupu obligacji). Czas ten jest miarą wrażliwości zmian ceny obligacji na zmiany rynkowych stóp procentowych.

ko stopy procentowej, co właśnie widać w kosztach obsługi długu. Następuje szybka wymiana, rolowanie długu emitowanego po niskich rentownościach, na obecne, wyższe rentowności. Ten problem ujawnił się właśnie w szybko rosnących, średnich kosztach obsługi długu.

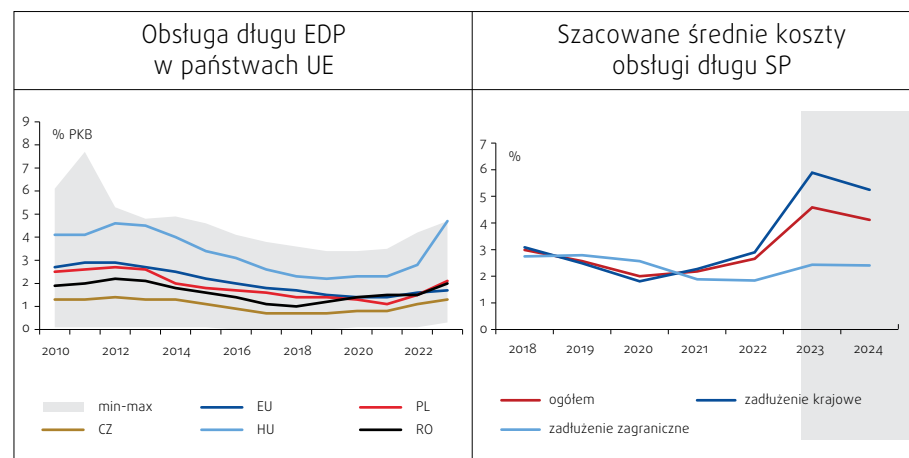
Dodatkowym elementem, który można jeszcze zauważyć analizując zmiany w strukturze długu publicznego, jest rosnące znaczenie finansowania pozyskiwanego od inwestorów indywidualnych. Udział obligacji detalicznych w SPW regularnie rośnie – w 2016 r. wynosił ok. 2%, na koniec 2023 r. było to już 12,8%, a według ostatnich dostępnych danych za marzec 2024 r. – 13,1% (119,4 mld zł. wobec łącznego wolumenu SPW na poziomie 1,03 bln zł). Obserwowane w ostatnich latach dynamiczne wzrosty portfela obligacji oszczędnościowych z jednej strony poszerzają bazę inwestorów, co jest ważne w warunkach rosnących potrzeb pożyczkowych. Z drugiej strony, coraz silniejsze wykorzystywanie tego kanału podnosi koszty obsługi długu.



Źródło: Ministerstwo Finansów

KOSZTY OBSŁUGI DŁUGU PUBLICZNEGO

Jedną z miar stosowanych przy próbie oceny jak dużym obciążeniem dla danej gospodarki jest obsługa zadłużenia, jest zestawienie płatności odsetko-

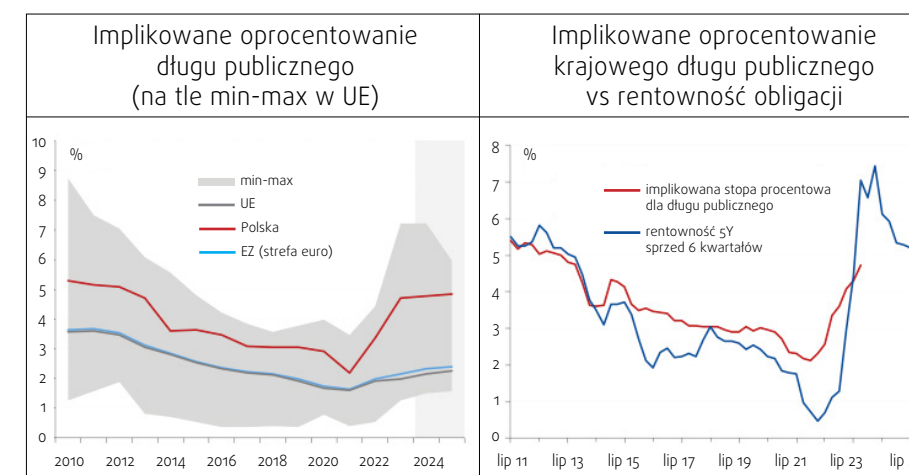


Źródło: Ministerstwo Finansów, koszty dla okresu 2023 r. bazują na aktualizacji Strategii zarządzania długiem na lata 2024-27.

wych z PKB. W przypadku Polski w 2023 r. miara ta wyraźnie wzrosła, do 2,1% PKB z 1,5% PKB w 2022 r. i była najwyższa od 2013 r., odzwierciedlając zarówno wzrost stóp procentowych, jak i wzrost samego zadłużenia. W ciągu dwóch lat koszty obsługi długu w całym sektorze finansów publicznych wzrosły 2,5-krotnie, z ok. 30 mld zł do 79 mld zł. W relacji do PKB jest to wzrost z 1,1% PKB do 2,1% PKB. Czyli w ciągu dwóch lat odsetki wpłynęły na zwiększenie deficytu o 1 pp. PKB. Warto zauważyć, że dzięki wciąż relatywnie niskiemu zadłużeniu w relacji do PKB na tle wielu tzw. starych państw UE, relacja płatności odsetkowych do PKB jest w przypadku Polski zbliżona do średniej unijnej, która wynosi 1,7%, choć już ją przekroczyła. Jest wiele krajów z wyższymi odsetkami w relacji do PKB, na przykład kraje Południa i Węgry. Na Węgrzech jest to już 4,7% PKB (przy długu wynoszącym 73,5% PKB), we Włoszech 3,8% PKB (przy długu 137% PKB), w Grecji 3,5% PKB (przy długu 162% PKB), w Hiszpanii 2,5% PKB (przy długu 108% PKB), w Portugalii 2,2%, czyli podobnie jak w Polsce, mimo, że tam dług wynosi 100% PKB. Polska jest na 6. miejscu w całej UE, jak już wspomniano odsetki wynoszą 2,1% PKB (i to przy długu wynoszącym mniej niż 50%).

Według danych AMECO w 2023 r. efektywne oprocentowanie w przypadku długu publicznego Polski wyniosło 4,7%, o 1,4pp więcej niż w 2022 r. i było

najwyższe od 2013 r. Różnica pomiędzy implikowaną (wynikową) stopą dla Polski a średnią implikowaną stopą dla państw UE zwiększyła się z 1,4 pp. do 2,6 pp. Na poziomie zbliżonym do Polski była stopa implikowana dla Rumunii, istotnie wyższa była tylko dla Węgier (7,2%). Bieżące zmiany stóp procentowych na rynku z opóźnieniem przekładają się na efektywny poziom oprocentowania długu publicznego. Spadek rentowności krajowych obligacji skarbowych sugeruje, że trend wzrostu implikowanej stopy wyłuszczy się, natomiast w perspektywie najbliższych lat implikowana stopa pozostanie na relatywnie wysokim poziomie, stanowiąc obciążenie dla budżetu państwa.



Źródło: AMECO, prognoza KE, Macrobond, wybór opóźnienia wyniku z analizy korelacji

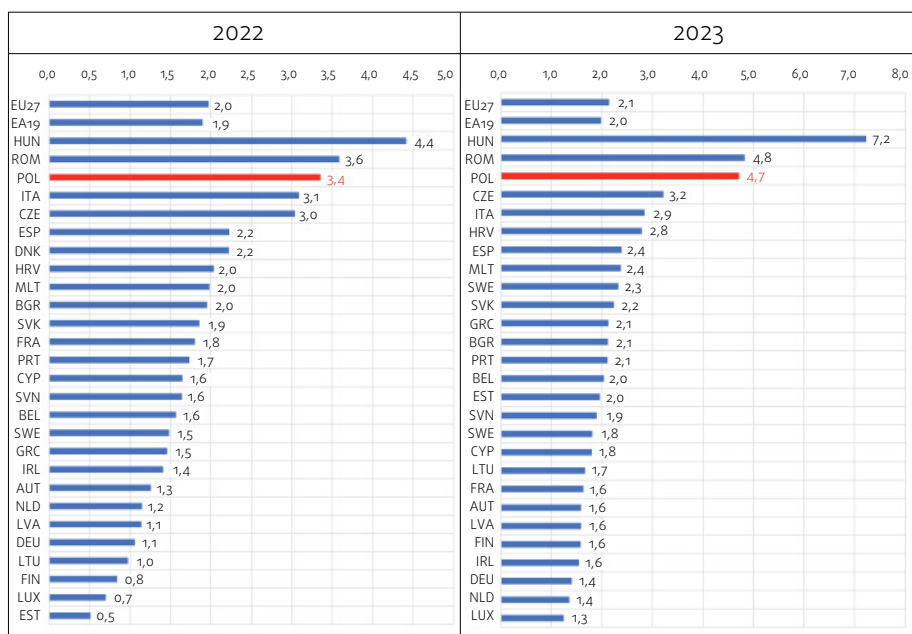
Na tle pozostałych państw UE Polska nieco lepiej niż w zakresie oprocentowania długu wypada pod względem ryzyka związanego ze strukturą długu. Mamy niski udział długu krótkoterminowego, tj. 1,8% całego długu. Udział długu w walutach obcych wynosi 24%³¹ podczas gdy np. w Bułgarii jest to 71,6%, w Rumunii 53,8%, a na Węgrzech 28,5%.

Biorąc pod uwagę obraz finansów publicznych do 2023 r. poziom długu w Polsce w relacji do PKB nie jest obecnie istotnym problemem. Ogromnym

³¹ Debt Sustainability Monitor 2023.

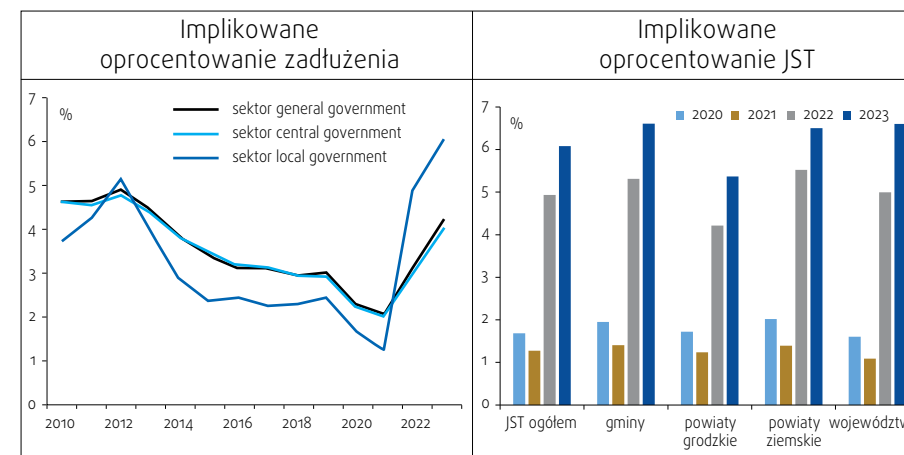
zagrożeniem jest jednak deficyt strukturalny, który, biorąc pod uwagę pułapkę populizmu i wyścig na obietnice w kolejnych wyborach, będzie prawdopodobnie utrzymywał się na wysokim poziomie w kolejnych latach, o ile

**Średnie koszty obsługi długu w latach 2022-2023
(% długu z końca poprzedniego roku)**



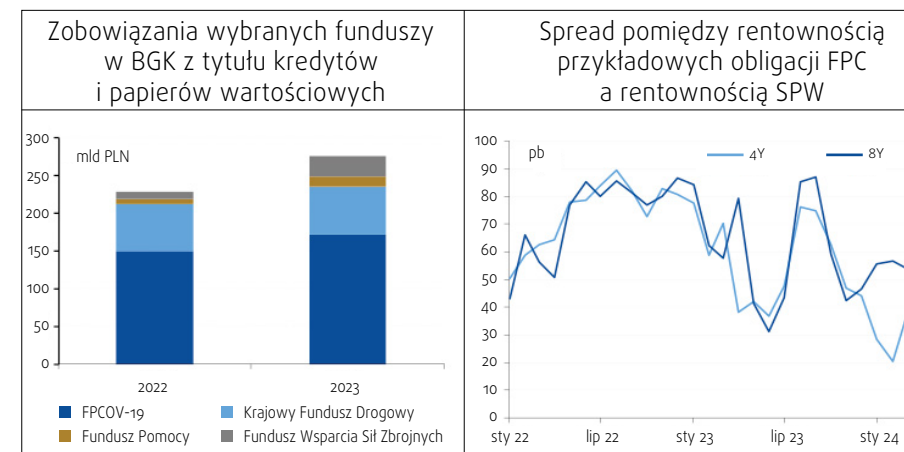
Źródło: KE, AMECO, EA19: kraje strefy euro, EU27 – Unia Europejska

nie zostaną podjęte działania redukujące deficyt. Kolejnym zagrożeniem są utrzymujące się wysokie rentowności obligacji. Polska nie może sobie pozwolić na dług publiczny na poziomie krajów będących w strefie euro, ponieważ nasze rentowności są dużo wyższe, czyli więcej płacimy za obsługę każdej 1 zł naszych zobowiązań. Rentowności są również wyższe niż np. w Czechach. Kolejnym zagrożeniem jest strukturalny problem z podwyższonym ryzykiem stopy procentowej i ryzykiem refinansowania. Polski rynek długu charakteryzuje się najniższym okresem średniej zapadalności w całej UE, co także powinno wymagać od nas uwagi.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Z punktu widzenia kosztów obsługi EDP warto zwrócić uwagę na dwa elementy spoza standardowej analizy. Pierwszy to silny wzrost kosztów finansowania JST, który nastąpił w 2022 r., był kontynuowany w 2023 r. i wynikał z dużego udziału w finansowaniu tego sektora instrumentów opartych o zmienną stopę procentową. Drugi, to wykorzystywanie do pozyskiwania finansowania zewnętrznego na potrzeby realizacji zadań rządowych podmiotów pozarządowych, takich jak BGK, dla których wymagana przez inwestorów premia za ry-



Źródło: BGK, Bloomberg

zyko jest wyższa niż dla analogicznych skarbowych papierów wartościowych. Pewną miarą, która może być przybliżeniem tej premii, jest różnica pomiędzy rentownością przykładowych obligacji wyemitowanych na potrzeby Funduszu Przeciwdziałania COVID (FPC) a rentownością SPW o zbliżonej zapadalności. Jej wyraźnie dodatnie wartości zwiększają koszty obsługi zadłużenia publicznego.

5. Ramy polityki budżetowej – stan obecny

Ramy polityki budżetowej, w tym reguły fiskalne, mają zmniejszać skłonność współczesnych państw do deficytu (ang. *deficit bias*). Teoria wyboru publicznego sugeruje, że obywatele mają skłonność do deficytu: popierają rządy, które zwiększają wydatki lub obniżają podatki i doprowadzają do dużych deficytów. Jednak taka polityka często prowadzi do niestabilności finansów publicznych, kryzysów zadłużeniowych, a co najmniej do obniżki ratingów krajów i wzrostu kosztów zadłużania się. Doświadczenia takich niekorzystnych ekonomicznie i finansowo sytuacji spowodowały zmianę filozofii sposobu prowadzenia polityki fiskalnej. Polityka dyskrejonalna zastępowana jest już od kilku dekad polityką opartą na regułach. Tym samym rośnie szansa, że będzie miała ona charakter utylitarny. Reguły fiskalne mają zabezpieczać interesy całego społeczeństwa powściągając skłonność polityków do powiększania wydatków publicznych, a tym samym nadmiernej akumulacji zadłużenia. Z tego punktu widzenia ramy i reguły budżetowe są przede wszystkim instrumentem ochrony stabilności fiskalnej. Pośrednio ograniczają także międzypokoleniową alokację zasobów oraz rozrost wielkości sektora finansów publicznych. Jednocześnie budując wiarygodność polityki fiskalnej mogą zmniejszać koszty pozyskiwania zwrotnych środków budżetowych na rynku finansowym. Należy także podkreślić, że ramy i reguły fiskalne nie powinny być traktowane jako substytut, ale jako jeden ze składników dobrze prowadzonych finansów publicznych. Finansów, które co do zasady co cztery lata oddajemy w ręce wybranych demokratycznie rządów. To one ostatecznie decydują o kształcie finansów publicznych. Dobrze jednak byłoby gdyby z jednej strony były one ograniczane, a z drugiej mogły się wspierać na przemyślanych, ekonomicznie racjonalnych (antycyklicznych) i skutecznych ramach budżetowych.

KRAJOWE RAMY BUDŻETOWE

Choć to ustawa o finansach publicznych jest obszernym zbiorem przepisów i zasad wyznaczających szeroko rozumiane ramy gospodarowania i zarządzania finansami państwa, omawianie polskich regulacji wyznaczających ramy budżetowe zacząć z pewnością należy od Konstytucji RP. Zgodnie z jej art. 216 (ust. 5) nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego PKB. Konstytucja nie określa jednak precyzyjnie, jak ten dług ma być liczony. Odsyła w tym zakresie do ustawy o finansach publicznych, która określa zakres państwowego długu publicznego (PDP). Ustawa o finansach publicznych zawiera regulacje dotyczące państwowego długu publicznego: definicje, podstawowe zasady zaciągania państwowego długu publicznego i zarządzania długiem oraz procedury ostrożnościowe i sanacyjne dotyczące limitów zadłużenia; a także definicję sektora finansów publicznych. Zgodnie z tą ustawą Minister Finansów monitoruje i ogłasza kwotę i relację do PKB m.in. państwowego długu publicznego (PDP), długu Skarbu Państwa, a także niewymagalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez Skarb Państwa. Ustawa ustanawia dwa progi relacji PDP do PKB, przekroczenie których wymaga podjęcia określonych działań odpowiednio przez Radę Ministrów lub odpowiedzialne organy jednostek samorządu terytorialnego (JST).

Jeżeli relacja państwowego długu publicznego (PDP) do PKB w roku x jest większa od 55%, a mniejsza od 60% to m.in. projekcie ustawy budżetowej na rok $x+2$ konieczne jest zapewnienie spadku relacji długu Skarbu Państwa do PKB w stosunku do relacji ogłoszonej dla roku x , Rada Ministrów przeprowadza przegląd wydatków budżetu państwa finansowanych środkami pochodzącymi z kredytów zagranicznych, przegląd programów wieloletnich oraz przedstawia program sanacyjny, mający zapewnić spadek relacji państwowego długu publicznego do PKB.

Jeżeli relacja państwowego długu publicznego (PDP) do PKB w roku x jest większa od 60% to oprócz działań wymienionych powyżej m.in. wymagane jest by uchwalane na rok $x+2$ budżety JST były przynajmniej zrównoważone, wprowadzany jest zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez podmioty sektora finansów publicznych, a Rada Ministrów przedstawia Sejmowi

program sanacyjny mający na celu ograniczenie relacji państwowego długu publicznego do PKB do poziomu poniżej 60%.³²

Drugim ważnym elementem ram finansów publicznych jest stabilizująca reguła wydatkowa (SRW). Jest to reguła wydatkowa, a więc dotycząca wydatków sektora finansów publicznych. SRW to ograniczenie określające nieprzekraczalny limit wydatków organów i jednostek sektora finansów publicznych. **Reguła wydatkowa o charakterze stabilizującym weszła w życie od 2014 r. i jest ona jednym z rozwiązań dostosowujących regulacje polskie do przepisów Unii Europejskiej w zakresie tzw. ram budżetowych (dyrektywy Rady 2011/85/UE).** Jest ona docelowym ograniczeniem w zakresie wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych (ang. general government), zastępując tymczasową (dyscyplinującą) regułę wydatkową obejmującą tylko wydatki budżetu państwa. Mechanizm reguły SRW oparty jest na założeniu, iż kwota wydatków może wzrastać w średniookresowym realnym tempie wzrostu PKB³³ pomnożonym przez inflację (CPI). Kwota wydatków podlegająca regule (limitowi) obejmuje wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych z uwzględnieniem dwóch istotnych wyjątków: (a) przy obliczaniu kwoty wydatków wyłączone są wydatki budżetu środków europejskich oraz część wydatków finansowana środkami z bezzwrotnej pomocy unijnej i EFTA, (b) wyłączone są również wydatki jednostek, które nie mają zdolności do generowania wysokich deficytów. Ustalona w ten sposób kwota wydatków w dalszej kolejności jest pomniejszona o oczekiwany poziom skonsolidowanych wydatków JST i ich związków, a także tzw. świętych krów (mianem „świętych krów” określa się kilka instytucji publicznych oraz sądy, które same sobie ustalają budżety, a prawo do ich skorygowania ma tylko parlament) oraz NFZ. Ta kwota jest również pomniejszana o wydatki Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (FPC) i wydatki

³² Procedur ostrożnościowych i sanacyjnych dotyczących limitów zadłużenia nie stosuje się, jeżeli relacja kwoty ustalonej w wyniku przeliczenia kwoty państwowego długu publicznego na walutę polską z zastosowaniem dla zobowiązań wyrażonych w walutach obcych średniej arytmetycznej średnich kursów każdej z walut obcych ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski i obowiązujących w dni robocze roku budżetowego, za który ogłaszana jest relacja, pomniejszonej o kwotę wolnych środków służących finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa w kolejnym roku budżetowym do PKB nie przekracza 55%.

³³ Wskaźnik średniookresowej dynamiki wartości Produktu Krajowego Brutto w cenach stałych to ośmioletnia średnia geometryczna realnych rocznych dynamik wzrostu PKB. Dla roku, dla którego ustalana jest kwota wydatków, oraz roku poprzedzającego ten rok przyjmuje się wartości prognoz budżetowych. Dla pozostałych lat wielkość ta wynika z ogłoszenia Prezesa Głównego Urzędu Statystycznego.

Bankowego Funduszu Gwarancyjnego (BFG). Wydatki funduszu FPC są wiążące jedynie na etapie planowania, dlatego tak ochoczo są one zwiększane w ciągu roku, bo w ten sposób można ominąć SRW. Reszta kwoty stanowi limit dzielony w ramach pozostałej części sektora, co oznacza, że wydatki niektórych jednostek objętych limitem mogą rosnąć szybciej kosztem wolniejszego wzrostu lub spadku wydatków innych jednostek objętych limitem. Ale ten rezydualny limit jest nieprzekraczalny i jest rozliczany ex-post w sprawozdaniu z wykonania ustawy budżetowej. **Stabilizująca reguła wydatkowa miała w wersji oryginalnej, przed szeregiem zmian po jej wprowadzeniu mających na celu jej omijanie, objąć ok. 90% wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych.**

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na mechanizm korygujący stabilizującej reguły wydatkowej. On ma na celu zapobiec destabilizacji finansów publicznych, polega na zmniejszeniu maksymalnej dopuszczalnej dynamiki wydatków sektora finansów publicznych, obliczonej na bazie wspomnianego powyżej przemnożenia średniookresowego realnego tempa wzrostu PKB przez inflację (CPI). Korekta zmniejsza tę dynamikę o pół punktu procentowego, jeżeli prognozowana przez Komisję Europejską wartość wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych dla Polski przekracza wartość referencyjną (-3% PKB) i nie występują tzw. „złe czasy” lub prognozowana przez Komisję Europejską wartość długu sektora instytucji rządowych i samorządowych dla Polski przekracza wartość referencyjną (60% PKB) i nie występują „złe czasy”³⁴.

SRW, w wersji oryginalnej (z 2014 r.) należała do bardzo nowoczesnych, dobrze umocowanych prawnie, antycyklicznych, skutecznych reguł budżetowych obejmujących bardzo dużą część sektora finansów publicznych. Niestety, ta jej siła okazała się jej słabością. Duża skłonność do nadmiernych wydatków budżetowych rządu w okresie 2019 -2023 spowodowała, że SRW stopniowo była rozmontowywana poprzez zmiany ustawowe. Chodzi przede wszystkim o zmiany zakresu wydatków objętych regułą, zmiany parametrów samej reguły numerycznej zapisanej w art. 112aa ustawy o finansach publicznych, zawieszenia i odwieszenia odpowiednich przepisów czy tworzenie prze-

³⁴ „Złe czasy” oznaczają sytuację, gdy prognozowane (przyszłoroczne) realne tempo wzrostu PKB jest niższe (lub równe) o ponad 2 pkt. proc. od średniookresowego realnego tempa wzrostu PKB, o którym mowa w przypisie 33.

pisów tymczasowo obowiązujących, wprowadzenie klauzuli obronnej, zmiany mechanizmu korygującego, wprowadzenie klauzuli inwestycyjnej³⁵. **Głównym jednak sposobem omijania reguły, poza jej rozmontowywaniem, było wyprowadzanie wydatków poza budżet państwa i tym samym poza zakres stabilizującej reguły wydatkowej.** Wykorzystywano mechanizmy, które – choć były przewidziane w przepisach różnych ustaw – naruszały fundamentalną regułę, jaką jest zasada przejrzystości finansów publicznych. Pozostawały jednocześnie w sprzeczności z zasadą jedności i zupełności budżetu. W konsekwencji wynik budżetu państwa nie odzwierciedlał stanu nierównowagi finansowej państwa, a istotna część środków publicznych przeznaczonych na realizację zadań państwa pozostawała zarówno poza kontrolą Parlamentu, jak i samego Ministra Finansów. Oprócz wypychania wydatków do podmiotów nieobjętych regułą stosowane były różne kreatywne sztuczki księgowo, w tym przy użyciu obligacji skarbowych³⁶.

Ostatnim istotnym elementem krajowych ram budżetowych, szczególnie z punktu widzenia stabilności finansów publicznych, są zapisy ustawy dotyczące zasad i limitów zaciągania zobowiązań przez JST. Co do zasady planowane i wykonane wydatki bieżące nie mogą być wyższe niż planowane i wykonane dochody bieżące JST (reguła zrównoważonego budżetu jednostki samorządu terytorialnego)³⁷. Ustawa określa także na jakie cele JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki, emitować papiery wartościowe oraz jak powinny być kształtowane koszty obsługi zobowiązań finansowych JST, zawiera także szereg ograniczeń dotyczących spłat długu JST. Od 2014 r. poziom dopuszczalnego zadłużenia JST oparty jest o tzw. indywidualny wskaźnik zadłużenia (IWZ), który mierzy możliwość spłaty już istniejących i/lub planowanych do zaciągnięcia zobowiązań dłużnych w kolejnych latach odnosząc ją do średniej nadwyżki operacyjnej (powiększonej o dochody

³⁵ W kolejnych budżetach (w latach 2021, 2022, 2023) stosowano tzw. klauzule inwestycyjne. Klauzule te pozwalały na wyłączenie spod rygorów stabilizującej reguły wydatkowej określonych wydatków o charakterze majątkowym. W kolejnych budżetach zakres podmiotowy wyłączeń rósł.

³⁶ Proceder z użyciem obligacji skarbowych opisujemy na stronie 29 niniejszego raportu (część: Finanse publiczne jako system: dług PFR i BGK oraz zaciemnianie obrazu) Te operacje poprawiają wynik budżetu państwa oraz w przypadku, kiedy obligacje są przekazywane do podmiotów nieobjętych regułą wydatkową SRW, pomagają w omijaniu reguły wydatkowej. Przykładem jest przekazywanie obligacji do mediów publicznych (m.in. TVP) w ramach „rekompensaty” niskich przychodów z abonamentu radiowo-telewizyjnego. Łącznie w latach 2019-2023 dzięki temu zabiegowi zaniżono deficyt na kwotę około 101 mld zł. Skala zaniżenia wydatków objętych regułą SRW wynosi kilkadziesiąt mld zł.

³⁷ Ustawa szczegółowo określa w jakich sytuacjach i o jakie wartości dopuszczalne jest przekroczenie przez wydatki bieżące poziomu dochodów bieżących.

ze sprzedaży majątku) za okres trzech lat poprzedzających rok budżetowy. IWZ odzwierciedla zatem zdolność poszczególnych JST do regulowania zobowiązań. W rezultacie organy stanowiące JST nie mogą uchwalić budżetu, którego realizacja spowoduje, że w roku budżetowym (oraz w każdym następnym roku po roku budżetowym) relacja łącznej kwoty przypadających do spłaty w danym roku zobowiązań wraz z kosztami ich obsługi do planowanych dochodów ogółem budżetu przekroczy średnią arytmetyczną z obliczonych dla ostatnich trzech lat relacji dochodów bieżących do dochodów ogółem powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące.

Także w przypadku zasad i reguł dotyczących JST wprowadzono w ostatnich latach szereg zmian, w części tymczasowych. W zakresie reguły zrównoważania strony bieżącej budżetu JST (art. 242 ustawy o finansach publicznych) na lata 2022-2025 zostało zmienione podejście do rozliczania tej reguły z rozliczania jednorocznego na średniookresowe³⁸. Podobnie na okres przejściowy (do 2025 r. włącznie) wprowadzono zmiany w zakresie limitów określających możliwości spłaty zobowiązań JST, możliwość uwzględnienia (odliczenia od limitu wydatków bieżących) wydatków bieżących poniesionych w zakresie pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa, w części w jakiej nie są one finansowane środkami publicznymi otrzymanymi przez tę jednostkę na ten cel, pod pewnymi warunkami relacja ograniczająca wysokość spłaty długu może być niezachowana przez JST. Dodatkowo w celu usprawnienia realizacji inwestycji dofinansowywanych z Rządowego Funduszu Polski Ład: Programu Inwestycji Strategicznych wprowadzono rozwiązanie umożliwiające JST zaciąganie kredytów i pożyczek oraz emitowanie papierów wartościowych na wyprzedzające finansowanie działań finansowanych z tego programu. Wprowadzono również rozwiązania wyłączające czasowo z limitu spłat zobowiązań JST wydatki na obsługę zobowiązań emitowanych lub zaciąganych w związku z realizacją zadania inwestycyjnego dofinansowywanego z ww. Funduszu.

Oprócz powyższych szczególnych rozwiązań w zakresie zaciągania zobowiązań, ograniczania przyrostu długu publicznego i dotyczących określania limitu wydatków (SRW), koniecznie trzeba wspomnieć o podstawowych zasadach

³⁸ Oznacza to, że JST może w danym roku budżetowym przekroczyć relację, o której mowa w art. 242 ust. 1 i 2 pod warunkiem, że w latach 2022-2025 suma przekroczeń tej relacji w poszczególnych latach nie będzie wyższa od sumy nadwyżek wynikających z tej relacji w poszczególnych latach.

gospodarowania środkami publicznymi wynikających z ustawy o finansach publicznych, które dyscyplinują wydatkowanie środków publicznych. Zgodnie z nimi wydatki publiczne mogą być ponoszone jedynie na cele i w wysokościach ustalonych w ustawie budżetowej³⁹ (nawet jeśli wykonanie zaprognozowanych dochodów budżetowych jest w rzeczywistości wyższe, wydatki nie mogą być wyższe niż w ustawie budżetowej), a uchwalony deficyt nie może zostać przekroczony (w szczególności w sytuacji, gdy wykonanie zaprognozowanych dochodów budżetowych jest w rzeczywistości niższe). Zgodnie z Konstytucją zaś na etapie procedowania projektu budżetu w parlamencie zwiększenie wydatków lub ograniczenie dochodów planowanych przez Radę Ministrów nie może powodować ustalenia przez Sejm większego deficytu budżetowego niż przewidziany w projekcie ustawy budżetowej przedstawionym przez rząd.

Skuteczne ramy budżetowe, efektywne zasady i reguły zachęcają do budowania buforów w dobrych czasach, umożliwiając polityce fiskalnej wspieranie gospodarki w złych czasach. Oznacza to, że automatyczne stabilizatory działają symetrycznie w całym cyklu koniunkturalnym, co pozwala na dyskrecjonalne wsparcie fiskalne gospodarki w razie potrzeby. Wspierając wiarygodne zobowiązanie do stabilności fiskalnej, dobrze zaprojektowane ramy budżetowe mogą również tworzyć w budżecie przestrzeń na finansowanie reform pobudzających wzrost gospodarczy i polityki sprzyjającej włączeniu społecznemu. Często mówi się w tym kontekście o regułach drugiej generacji. Aby reguły fiskalne były skuteczne, powinny mieć trzy główne cechy – prostotę, elastyczność i egzekwowalność. Te trzy cechy są bardzo trudne do osiągnięcia jednocześnie. Reguły "drugiej generacji" rozszerzyły przepisy dotyczące elastyczności (np. o nowe klauzule wyjścia z nich) i poprawiły egzekwowalność (poprzez wprowadzenie niezależnych rad fiskalnych, szerszych sankcji i mechanizmów korekty). Działo się to jednak często kosztem mniejszej ich przejrzystości i bardziej skomplikowanej ich obsługi. **Konieczny, po latach demontażu i częstych modyfikacji, przegląd polskiej stabilizującej reguły wydatkowej (SRW) nie może prowadzić do zbytniego jej skomplikowania, należy utrzymać jej główne zalety, wzmacniając jednakże jej egzekwowalność.**

Przejdźmy teraz do zreformowanych właśnie unijnych ram budżetowych.

³⁹ Lub odpowiednio uchwałę budżetowej jednostki samorządu terytorialnego, ewentualnie planie finansowym innej jednostki sektora finansów publicznych.

UNIJNE RAMY BUDŻETOWE

Aby unia gospodarcza i walutowa funkcjonowała prawidłowo, konieczne było wprowadzenie mechanizmu gwarantującego stabilność finansów publicznych i zmniejszającego ryzyko wystąpienia efektów zewnętrznych przeniesionych z państw członkowskich realizujących niezrównoważoną politykę fiskalną (ryzyko zarażenia, ang. *contagion risk*). Mechanizm ten, czyli Pakt stabilności i wzrostu, tworzy unijne ramy budżetowe, został przyjęty w 1997 r. i składa się z dwóch głównych elementów – części zapobiegawczej (ang. *preventive arm*) i naprawczej (ang. *corrective arm*). Część zapobiegawcza ma zapewniać stabilność średniookresowej polityki budżetowej i zapobiegać powstawaniu nadmiernego deficytu. Część naprawcza (korekcyjna) obejmuje zaś procedurę nadmiernego deficytu (ang. *excessive deficit procedure*), która jest uruchamiana, gdy deficyt państwa członkowskiego przekroczy dopuszczalny poziom.

Pandemia COVID-19 poskutkowała wystąpieniem nowych, nieznanych dotychczas, zagrożeń i wyzwań dla zarządzania gospodarczego w UE, ponieważ państwa członkowskie i UE musiały podjąć szeroko zakrojone działania wspierające gospodarkę. W marcu 2020 r. Rada po raz pierwszy uzgodniła, że uruchomiona zostanie ogólna klauzula wyjścia (zawieszenia obowiązywania) przewidziana w pakcie stabilności i wzrostu, co pozwoliło wszystkim państwom członkowskim tymczasowo odstąpić od stosowania reguł fiskalnych. Doprowadziło to do ogólnego wzrostu poziomu deficytu i długu publicznego, często powyżej wartości odniesienia wynoszących odpowiednio 3% i 60% PKB. Sytuacja uległa dalszemu gwałtownemu pogorszeniu w lutym 2022 r., gdy Rosja napadła zbrojnie na Ukrainę. W kolejnych miesiącach Rosja stopniowo ograniczała znaczną część dostaw gazu do UE, co doprowadziło do rekordowego wzrostu jego cen. Ze względu na sposób działania unijnego mechanizmu ustalania cen energii elektrycznej wysokie ceny gazu spowodowały również gwałtowny wzrost hurtowych cen energii elektrycznej i wzrost inflacji. Aby stawić czoła pandemii i wesprzeć gospodarkę, prawie wszystkie kraje były zmuszone ponownie zwiększyć swój dług publiczny.

Już przed pandemią wskazywano na szereg niedoskonałości czy też niedociągnięć unijnych ram zarządzania gospodarczego. Wśród najczęściej wymienian-

nych pojawiała się kwestia stosowania nieobserwowalnego wskaźnika (saldo strukturalnego), który jest często – i niekiedy znacząco – korygowany, co może mieć również wpływ na wcześniejsze szacunki, oraz większe skupianie się na deficycie niż na długu, braku poczucia odpowiedzialności za przestrzeganie reguł unijnych na szczeblu krajowym, niewystarczającej równowagi między przejrzystością a swobodą decyzyjną; niedostatecznego egzekwowania reguł w praktyce lub ich nieegzekwowania; złożoności i nakładania się działań w zakresie nadzoru i monitorowania. **Po pandemii i po wzroście długu publicznego w okresie od pandemii do powyższych zarzutów wobec tych ram doszedł generalny zarzut dotyczący ich nieprzystawalności do sytuacji fiskalnej po 2023 r. czyli po zniesieniu ogólnej klauzuli wyjścia. Znaczenia nabrało stopniowe, realistyczne, trwałe i pro wzrostowe obniżenie wskaźników zadłużenia i deficytów do ostrożnych poziomów, z zapewnieniem pola manewru dla polityk antycyklicznych oraz wyeliminowania zakłóceń równowagi makroekonomicznej, przy należyтым uwzględnieniu celów zatrudnienia i społecznych.**

W listopadzie 2022 r. Komisja Europejska opublikowała komunikat w sprawie tzw. kierunków reformy unijnych ram budżetowych (paktu). Określiła w nim zasady planowanej reformy ram zarządzania gospodarczego. W kwietniu 2023 r. Komisja przedstawiła pakiet wniosków ustawodawczych w sprawie zmiany paktu stabilności i wzrostu oraz wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich. W końcu kwietnia br. weszły w życie zmiany w europejskich ramach budżetowych⁴⁰. Państwa członkowskie wprowadzają w życie nowe przepisy (niezbędne do wykonania dyrektywy Rady (UE) 2024/1265) do dnia 31 grudnia 2025 r.

Na podstawie wcześniejszych doświadczeń z wdrażaniem fiskalnych rekomendacji Rady, powyższy pakiet zachowuje średniookresowe ukierunkowanie paktu fiskalnego jako narzędzia służącego osiągnięciu dyscypliny

⁴⁰ DYREKTYWA RADY (UE) 2024/1265 z dnia 29 kwietnia 2024 r. zmieniająca dyrektywę 2011/85/UE w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich, ROZPORZĄDZENIE RADY (UE) 2024/1264 z dnia 29 kwietnia 2024 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu oraz ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) 2024/1263 z dnia 29 kwietnia 2024 r. w sprawie skutecznej koordynacji polityk gospodarczych i w sprawie wielostronnego nadzoru budżetowego oraz uchylające rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97.

budżetowej i wspieraniu wzrostu. Pakiet obejmuje wzmocniony wymiar krajowy, co ma zwiększyć poczucie odpowiedzialności na szczeblu krajowym, w tym przez utrzymanie roli niezależnych instytucji fiskalnych. **Analiza wydatków sektora finansów publicznych, skorygowanych o działania dyskrecjonalne po stronie dochodów, będzie podstawą oceny ogólnej dotyczącej zgodności ich kształtowania z nowymi ramami budżetowymi UE. W centrum zreformowanych ram zarządzania gospodarczego znajdą się plany średniookresowe przygotowywane przez państwa członkowskie na minimum 4 kolejne lata⁴¹. Plany zastąpią obecne programy stabilności lub konwergencji i krajowe programy reform, i będą determinowały ścieżkę wydatków wiążącą dla 4-7 kolejnych ustaw budżetowych.** W krajowych średniookresowych planach budżetowo-strukturalnych będą ujmowane: polityka budżetowa, reformy strukturalne i inwestycje poszczególnych państw członkowskich. Plany te powinny być fundamentem ram zarządzania gospodarczego Unii.

Tymczasowe odchylenia od planu średniookresowego są dozwolone jedynie w wyjątkowych okolicznościach, a w przypadku znacznych odchyień od planu średniookresowego należy wdrożyć działania mające na celu skorygowanie odchyień w zdefiniowanym terminie. Komisja powinna utworzyć dla każdego państwa członkowskiego rachunek kontrolny, aby śledzić roczne i skumulowane odchylenia w górę i w dół odnotowanych wydatków netto od ścieżki wydatków netto ustalonej przez Radę. Rada, na zalecenie Komisji, mogłaby zezwolić państwom członkowskim na odchylenie od ścieżki wydatków netto określonej przez Radę w przypadku znacznego pogorszenia koniunktury gospodarczej w strefie euro lub w całej Unii lub w przypadku wyjątkowych okoliczności pozostających poza kontrolą rządu, mających duży wpływ na finanse publiczne danego państwa członkowskiego, pod warunkiem że nie zagraża to stabilności fiskalnej w średnim okresie. W związku z tym takiego odchylenia nie należy rejestrować w rachunku kontrolnym i nie powinno ono prowadzić do wszczęcia procedury nadmiernego deficytu, opartej na kryterium długu.

⁴¹ Na potrzeby monitorowania rozwoju sytuacji gospodarczej i zatrudnienia państwa członkowskie powinny przedstawiać informacje w formie średniookresowych planów budżetowo-strukturalnych obejmujących okres czterech lub pięciu lat, w zależności od zwykłej długości kadencji parlamentarnej w danym państwie członkowskim.

Pakiet wzmacnia nadzór fiskalny i procedury egzekwowania w celu realizacji zobowiązania do wspierania zdrowych i stabilnych finansów publicznych oraz zrównoważonego i inkluzywnego wzrostu. Aby zapewnić bardziej odpowiedzialną politykę fiskalną, niezależne instytucje fiskalne (krajowe rady fiskalne) powinny być w wysokim stopniu niezależne operacyjnie, dysponować zasobami niezbędnymi do wykonywania swoich zadań oraz szerokim dostępem do niezbędnych informacji w odpowiednim czasie. Wyraźnie zwraca się uwagę na ryzyka makroekonomiczne wynikające ze zmian klimatu, w tym ich skutków środowiskowych i dystrybucyjnych oraz zrozumienie potencjalnych dróg oddziaływania wstrząsów związanych z klimatem na finanse publiczne.

Ramy zarządzania gospodarczego Unii dostosowano tak, aby pomóc w sprostaniu średnio- i długoterminowym wyzwaniom stojącym przed Unią, takim jak realizacja sprawiedliwej transformacji cyfrowej i ekologicznej, w tym celów związanych z klimatem, w zapewnianiu bezpieczeństwa energetycznego, wspieraniu otwartej strategicznej autonomii, sprostaniu zmianom demograficznym, wzmocnieniu odporności społecznej i gospodarczej i trwałej konwergencji oraz wdrożeniu strategicznego kompasu na rzecz bezpieczeństwa i obrony – wszystkie te działania wymagają reform i trwałego wysokiego poziomu inwestycji w nadchodzących latach. Ponieważ te wyzwania są różne dla poszczególnych państw członkowskich, stąd uznano, że ramy te powinny pozwalać na różnicowanie podejścia wobec różnych państw członkowskich poprzez uwzględnianie ich wyzwań związanych z długiem publicznym i gospodarką, w tym zapewnienie przestrzeni do odpowiedniego poziomu inwestycji publicznych niezbędnych do osiągnięcia głównych celów reformy ram zarządzania gospodarczego oraz dopuszczanie wieloletnich ścieżek wydatków adresujących te wyzwania dla poszczególnych krajów, przy jednoczesnym zapewnieniu skutecznego wielostronnego nadzoru oraz poszanowaniu zasady równego traktowania.

Chociaż zatwierdzenie rocznej ustawy budżetowej jest jednym z kluczowych kroków w procesie budżetowym z punktu widzenia demokratycznej rozliczalności, to jednoroczna perspektywa planowania budżetowego jest niewystarczająca jako podstawa należytych polityk fiskalnych, ponieważ większość środków ma skutki, które znacznie wykraczają poza roczny cykl budżetowy.

W związku z tym skuteczne średniookresowe planowanie budżetowe zwiększa wiarygodność polityki fiskalnej przy jednoczesnym uwzględnieniu stabilności długu. Takie planowanie powinno opierać się na wyraźnym i spójnym zdefiniowaniu krajowych celów budżetowych w perspektywie średniookresowej dla sektora instytucji rządowych i samorządowych, które to cele są przedstawiane w krajowych planach średniookresowych, zawartych w planach budżetowo-strukturalnych, do opracowania których zostaną zobowiązane wszystkie państwa członkowskie. Najważniejszy element planów stanowić będą ścieżki wydatków wiążące na okres co najmniej czterech lat.

Coroczny nadzór finansów publicznych państw UE bazować będzie wyłącznie na ocenie przestrzegania wspomnianej ścieżki wydatków określonej na podstawie – pomocniczej w dotychczasowych ramach nadzoru – analizie stabilności zadłużenia (ang. *Debt Sustainability Analysis, DSA*). Aby uprościć unijne ramy budżetowe i poprawić przejrzystość, jednolity wskaźnik operacyjny oparty na stabilności długu powinien służyć jako podstawa ustalania ścieżki wydatków i prowadzenia rocznego nadzoru finansów publicznych dla każdego państwa członkowskiego. Ten jednolity wskaźnik operacyjny powinien opierać się na wydatkach pierwotnych netto finansowanych ze środków krajowych, tj.: na wydatkach publicznych po skorygowaniu o wydatki z tytułu kosztów obsługi długu, działania dyskrecjonalne po stronie dochodów, wydatki na programy unijne w pełni kompensowane dochodami z funduszy unijnych, krajowe wydatki na współfinansowanie programów finansowanych przez Unię oraz elementy cykliczne wydatków na zasiłki dla bezrobotnych. Wskaźnik ten zapewnia pole manewru dla antycyklicznej stabilizacji makroekonomicznej, ponieważ nie oddziałują na niego automatyczne stabilizatory i inne wahania wydatków pozostające poza bezpośrednią kontrolą rządu.

Państwa członkowskie, przekraczające próg 60% PKB dla długu publicznego będą zobowiązane, zgodnie z nowymi regułami, do osiągnięcia niższego zadłużenia na koniec planu w porównaniu z rokiem poprzedzającym rozpoczęcie planu. Komisja powinna przekazać państwom członkowskim, w których dług sektora instytucji rządowych i samorządowych przekracza 60 % PKB lub w których deficyt publiczny przekracza 3 % PKB, trajektorię referencyjną obejmującą okres dostosowawczy wynoszący cztery lata i jego

ewentualne przedłużenie o maksymalnie trzy lata. Ta trajektoria powinna opierać się na analizie ryzyka, uwzględniać specyfikę danego kraju i opierać się na stabilności długu, aby zapewnić bardziej perspektywiczne podejście dostosowane zarówno do obecnych, jak i przyszłych wyzwań. Trajektoria referencyjna powinna zapewnić, aby na koniec okresu dostosowawczego dług sektora instytucji rządowych i samorządowych wykazywał prawdopodobną trwałą tendencję spadkową lub utrzymywał się na ostrożnym (relatywnie niskim) poziomie, nawet w przypadku niekorzystnych scenariuszy. Ponadto, powinna ona zapewnić obniżenie i utrzymanie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych poniżej 3 % PKB, przy jednoczesnym uwzględnieniu faktu, że po zakończeniu okresu dostosowawczego państwa członkowskie mogą stanąć przed koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów, takich jak koszty starzenia się społeczeństwa. Aby ramy wielostronnego nadzoru budżetowego były bardziej odporne na niepewną ewolucję zmiennych makrofinansowych, trajektoria referencyjna powinna również przewidywać wspólny margines odpornościowy względem określonej w Traktacie wartości odniesienia deficytu 3% PKB. Ten wspólny mechanizm zapewnienia odporności powinien zagwarantować akumulację buforów fiskalnych na wypadek niekorzystnych okoliczności i wstrząsów, ułatwiając tym samym prowadzenie polityk antycyklicznych w unijnych ramach budżetowych.

Każde państwo członkowskie ustanawia własne, specyficzne dla niego, numeryczne reguły fiskalne, aby skutecznie wspierać realizację swoich obowiązków wynikających z TFUE w obszarze polityki budżetowej w okresie wieloletnim dla całego sektora instytucji rządowych i samorządowych. Reguły takie wspierają w szczególności przestrzeganie wartości odniesienia i przepisów dotyczących deficytu i długu określonych zgodnie z TFUE oraz przyjęcie średniookresowego horyzontu planowania budżetowego.

Procedura nadmiernego deficytu (EDP) w przypadku przekroczenia wartości odniesienia dotyczącej deficytu, wynoszącej 3% produktu krajowego brutto (PKB) („EDP oparta na kryterium deficytu”), jest ugruntowanym elementem unijnych ram nadzoru fiskalnego. Aby wzmocnić EDP w przypadku naruszenia kryterium długu wynoszącego 60% PKB („EDP oparta na kryterium długu”), należy skoncentrować się na odchyleniach od ścieżki wydatków netto.

| Procedura nadmiernego deficytu (EDP) – stare vs. nowe zasady | | | | | |
|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| | Przesłanki otwarcia | Okres korekty | Wielkość corocznej korekty | Wpływ państw członkowskich na wielkość korekty | Przesłanki zamknięcia |
| stara EDP | deficyt > 3% PKB dług > 60% PKB lub tempo redukcji nadwyżki długu ponad 60% PKB wolniejsze niż 5% rocznie (niezastosowane) | deficyt → 1,5 roku dług → 2,5 roku | deficyt → kluczowa rola propozycji KE dług → średnio 5% wielkości nadwyżki długu ponad 60% PKB | nieznaczny | deficyt < 3% PKB dług < 60% PKB lub zrealizowane tempo redukcji długu |
| nowa EDP | deficyt > 3% PKB dług > 60% PKB oraz deficyt > 0,5% PKB oraz odchylenie od ścieżki wydatków netto | 4 – 7 lat | deficyt → co do zasady 0,5 % PKB dług → średniorocznie • 1% PKB, gdy dług > 90% • 0,5% PKB, gdy 60% PKB < dług < 90% PKB | dialog danego państwa z KE → ścieżka wydatków z planu | deficyt < 3% PKB dług < zapewnienie przestrzegania ścieżki wydatków netto |

infografika: Ministerstwo Finansów, oprac. Tomasz Sitarski

Źródło: Joanna Bęza-Bojanowska, Marta Barańczak, Adam Kamiński, Marek Puskiewicz, Zarządzanie gospodarcze w Unii Europejskiej: lifting czy wielka reforma, Rzeczpospolita, 23.04.2024

Oceniając istnienie nadmiernego deficytu Komisja powinna uwzględnić wszystkie istotne czynniki. Poważna skala wyzwań związanych z długiem publicznym w danym państwie członkowskim powinna być uznawana za jeden z kluczowych czynników zaostrzających. Z drugiej strony dostrzegając rosnące napięcia geopolityczne i wyzwania w zakresie bezpieczeństwa oraz związaną z tym potrzebę państw członkowskich, by budować swoje zdolności, zwiększenie inwestycji publicznych na obronność w stosownych przypadkach powinno być uznawane za jeden z istotnych czynników przy ocenie istnienia nadmiernego deficytu. Czynnikiem ten można by oceniać w kontekście średnich wartości unijnych, tendencji średniookresowych lub innych odpowiednich poziomów odniesienia, uwzględniając przy tym również zasady statystyczne dotyczące czasu rejestracji wydatków na sprzęt wojskowy. Nowe przepisy nie zamykają jednocześnie możliwości uwzględnienia w procedurze innych istotnych czynników. Wymagają one bowiem zwrócenia przez UE „szczególnej uwagi” na „wkład finansowy we wspieranie solidarności międzynarodowej i osiągnięcie celów polityki UE”. Jeśli Komisja stwierdziłaby, że przekroczenie tego progu wynika tylko z tych czynników, dane państwo nie musiałoby korygować deficytu do poniżej 3 proc. PKB.

Ścieżka korekty wydatków netto w ramach uruchomionej EDP powinna doprowadzić do obniżenia lub utrzymania deficytu sektora instytucji rządowych

i samorządowych poniżej wartości odniesienia wynoszącej 3 % PKB w terminie ustalonym przez Radę. Okres korekty został jednak znacznie wydłużony, z półtora roku do czterech–siedmiu lat. Dodatkowo, kraje wdrażające projekty dzięki pożyczkom z KPO i zarazem ponoszące w latach 2025–2026 ciężar współfinansowania funduszy UE mogą odłożyć konsolidację fiskalną na ostatnie lata tegorocznego planu. Ścieżka korekty wydatków netto w ramach EDP powinna uwzględniać konieczność zapewnienia minimalnej korekty strukturalnej wynoszącej 0,5 % PKB w przypadku naruszenia kryterium deficytu lub konieczność skorygowania odchylenia od tej ścieżki co do zasady w przypadku naruszenia kryterium długu. Jeżeli realizacja pierwotnej ścieżki przestanie być możliwa ze względu na obiektywne okoliczności, Rada powinna móc określić inną ścieżkę w ramach EDP. Rekomendowana korygująca deficyt lub dług ścieżka wydatkowa, co do zasady, będzie oparta na ścieżce przedstawionej w planie średnioterminowym. Kraje zyskały więc wpływ na tempo i skalę korekty deficytu. Państwo członkowskie może zaproponować wydłużenie okresu dostosowawczego z czterech do siedmiu lat. Warunkiem jest jednak zobowiązanie się do realizacji reform strukturalnych i inwestycji wspierających zrównoważony wzrost, stabilność długu i realizację priorytetów UE. Reformy należy zakończyć w ciągu czterech lat obowiązywania planu, a znaczny postęp w realizacji inwestycji osiągnąć w wydłużonym (maksymalnie siedmioletnim) okresie dostosowawczym.

Plan średniookresowy, po zatwierdzeniu ścieżki wydatków przez Radę UE, znacznie być realizowany w 2025 r., a jego zmiana będzie możliwa tylko wskutek obiektywnych okoliczności uniemożliwiających jego realizację albo w przypadku powołania nowego rządu.

Co roku w kwietniu będzie publikowane sprawozdanie z realizacji planu. Komisja Europejska będzie monitorować na rachunku kontrolnym odchylenia od rekomendowanej ścieżki. Przestrzeganie ścieżki wydatków będzie przesłanką do zakończenia procedury nadmiernego deficytu. Natomiast kumulacja odchyleń od niej będzie przesłanką do wzmocnienia nadzoru UE w procedurze. Jeśli kraj ubiegał się o wydłużenie okresu dostosowawczego, monitoringowi podlegać będzie też wdrażanie reform i inwestycji. Jeśli nie będzie ono zadowalające, Rada UE będzie mogła zalecić korektę ścieżki wydatków i skrócić okres dostosowawczy.

Nowe przepisy UE są bardziej liberalne zarówno pod względem skali, jak i tempa pożądanej redukcji nadmiernego deficytu czy długu. Wcześniejsze, szczególnie co do długu, okazały się bowiem nierealistyczne. Zgodnie z nowymi przepisami tempo redukcji długu będzie nawet dwa razy niższe, jednak Komisja będzie zobowiązana do uruchomienia procedury EDP, jeśli kraj z długiem powyżej 60 proc. PKB i deficytem przekraczającym 0,5 proc. PKB (według nowego pakietu unijnych przepisów sytuację budżetową uznaje się za bliską równowadze, gdy deficyt nominalny nie przekracza 0,5 punktu procentowego PKB) odszedłby istotnie od rekomendowanej ścieżki wydatkowej. Istotne odchylenie od ścieżki zostało określone na poziomie powyżej 0,3 proc. PKB w ciągu jednego roku lub powyżej 0,6 proc. PKB w ujęciu skumulowanym. Wtedy kraj będzie musiał zniwelować nagromadzone odchylenia i zapewnić redukcję długu sektora. Jest to istotna zmiana, gdyż w dotychczasowej praktyce kraje z długiem powyżej 60 proc. PKB nigdy nie zostały objęte EDP (kryterium decydującym był tu deficyt, jego relacja do PKB).

Warunkiem uchylecia EDP powinno być wiarygodne utrzymywanie się deficytu poniżej wartości odniesienia wynoszącej 3 % PKB, a w przypadku EDP opartej na kryterium długu państwo członkowskie powinno wykazać przestrzeganie ścieżki wydatków netto w ramach EDP.

Polska opublikuje po wakacjach i prześle do analizy Komisji Europejskiej plan budżetowo-strukturalny na lata 2025–2028 (ewentualnie na dłuższy okres, jeśli w grę będą wchodzić zobowiązania do reform istotnych z punktu widzenia UE). **Plan średniookresowy wyznaczy maksymalne tempo wzrostu wydatków do co najmniej 2028 r., zapewniające bezpieczeństwo finansów publicznych, tj. ograniczenie w określonym horyzoncie deficytu do poziomu poniżej 3 proc. PKB i odpowiednią redukcję długu lub utrzymanie deficytu i długu poniżej wartości referencyjnych (odpowiednio 3 proc. dla deficytu i 60 proc. PKB dla długu).** Tempo to będzie wiążące dla kolejnych ustaw budżetowych. UE nie oczekuje podania w planie wszystkich narzędzi prowadzących do osiągnięcia tego celu – konkretne działania, zapewniające realizację tej ścieżki wydatków, muszą natomiast być przedstawione w projektach corocznych budżetów. Szczególną rolę będą pełnił działania po stronie dochodowej (tzw. działania dyskrejonalne), które mogą służyć albo realizacji wymogów w zakresie dostosowania fiskalnego, albo zwiększeniu przestrzeni wydatko-

wej. Ścieżki wydatków będą bowiem ustalone w kategoriach netto, tj. bez uwzględnienia tych działań.

Następnie plan ten będzie podlegał ocenie Komisji i opinii Rady UE. Nowe przepisy sprawiają także, że teraz zdanie Rady UE będzie prawnie wiążące. Po zatwierdzeniu czteroletniej ścieżki wydatków przez Radę UE na język budżetu państwa będzie ją w Polsce przekładać stabilizująca reguła wydatkowa (SRW). Ministerstwo Finansów pracuje obecnie nad dostosowaniem jej kształtu, tak aby zapewnić spójność SRW z nowymi przepisami UE.

Ustawa budżetowa na rok 2025 będzie opracowana jeszcze bez pełnego oparcia w rekomendacjach Rady UE co do tempa wzrostu wydatków. Państwa będą co prawda już dysponować trajektoriami referencyjnymi z Komisji Europejskiej, jednak te nie będą wiążące. W dyskusji z Komisją kraje będą mogły zaprezentować argumenty ekonomiczne uzasadniające przyjęcie innych założeń, a w efekcie łagodniejszej ścieżki redukcji deficytu lub długu. Ostatecznie rekomendowane przez Radę UE ścieżki wydatków będą stanowiły kompromis pomiędzy propozycją Komisji i danego kraju.

6. Podsumowanie

Zagrożenia nadmiernego długu publicznego, o których pisaliśmy rok, dwa i trzy lata temu, we wszystkich trzech dotychczasowych edycjach raportu, nie przestały być ważne. Sytuacja finansów publicznych jest złożona, wielowymiarowa i skomplikowana. Część zagrożeń wygasa, jednak pojawiły się nowe, a część uporczywie nie ustępuje i nie jest rozwiązanych.

Polska spełniła wszystkie przesłanki rozpoczęcia wobec Polski unijnej procedury nadmiernego deficytu. Po pierwsze, wystąpiło przekroczenie w 2023 r. poziomu dopuszczalnego deficytu o 2,1 pkt. proc. (pp) PKB - deficyt wzrósł do 5,1% PKB. Po drugie, przekroczenie jest trwałe, ponieważ deficyt według większości prognoz jeszcze wzrośnie w 2024 r., (np. według Komisji Europejskiej (KE) do 5,4% PKB). A po trzecie, wydaje się, że uznawane przez KE przesłanki wyjaśniające przekroczenie wartości referencyjnej 3% PKB w naszym przypadku nie wystarczą. Zwiększone wydatki na wyposażenie wojskowe czy ostony

przed wzrostem cen energii nie wyjaśniają przekroczenia deficytu aż o 2,1 pp. PKB. W rezultacie KE zainicjowała wobec Polski EDP w czerwcu 2024. „Nadmierny” deficyt to nie jest deficyt „stabilny” czy „bezpieczny”. To pierwsze, istotne zagrożenie dla długu publicznego.

Dodatkowo pojawił się poważny, strukturalny problem po stronie dochodowej. Zaskakujący i niebezpieczny jest bardzo szybki przyrost luki VAT. W ciągu dwóch lat luka VAT-owska wzrosła o ponad 40 mld zł, to niemal tyle co koszt programu 500+ (obecnie 800+), tyle rocznie mniej będzie w budżecie w najbliższych latach, jeżeli nie zostaną podjęte działania w celu ponownego zmniejszenia luki VAT. W ujęciu procentowym wzrosła ona z 2,6% w 2021 r. do 15,8% i wróciła do poziomów sprzed 2017 r. Mamy do czynienia z trwałym, strukturalnym pogorszeniem po stronie dochodowej na kwotę ok. 1,1 % PKB.

Niekorzystnie budżetowo wypadamy na tle krajów Unii Europejskiej. Polska należy do grupy krajów z najwyższym deficytem w 2023 r. Jesteśmy w pierwszej piątce, wyższy deficyt mają jedynie Francja (5,5%), Rumunia (6,6%), Węgry (6,7%) i Włochy (7,4%).

W 2023 r. w Polsce - mimo nadmiernego deficytu - relacja długu publicznego do PKB zwiększyła się nieznacznie, tj. o 0,4 pp. PKB i wyniosła 49,6% PKB, wobec 49,2% w 2022 r. To, że przyrost relacji jest niewielki, wynika głównie z efektu mianownika, tj. wysokiego wzrostu nominalnego PKB napędzanego inflacją. Gdyby założyć, że w okresie od 2020 r. w Polsce nie występuje podwyższona inflacja, i że wynosi ona 2,5% (cel inflacyjny), to relacja długu do PKB według metodologii UE w 2023 r. przekroczyłaby już 60% PKB. Dzięki podwyższonej inflacji relacja długu jest niższa o ponad 11 pp. PKB.

W przeliczeniu nominalnym efekt „wyrastania” ponad cel inflacyjny to sporo ponad 300 mld zł. Tyle należałoby spłacić długu, aby przy inflacji na poziomie celu inflacyjnego zachować relację długu do PKB na poziomie 49,6%. Aby spłacić tyle długu, przy stabilnej inflacji, podatek PIT czy VAT musiałby zostać drastycznie podniesiony. Nie stało się tak, bo społeczeństwo spłaciło ten dług ukrytym podatkiem inflacyjnym. To pokazuje jak bardzo korzystna dla budżetu jest wysoka inflacja, szczególnie w krótkim i średnim okresie. W przeszłości władcy psuli pieniądź (wprowadzając na przykład monety srebrne zamiast złotych) by finansować wydatki wojenne.

Dziś, by spłacać dług, toleruje się wysoką inflację. Ale sam poziom długu tu i teraz nie jest istotnym zagrożeniem. Zagrożenia dla finansów publicznych ujawniły się w 2022 r. i 2023 r. w kosztach obsługi długu, co sygnalizowaliśmy jako poważne zagrożenie w poprzednich raportach. W ciągu dwóch lat koszty obsługi długu w całym sektorze finansów publicznych wzrosły 2,5-krotnie, z ok. 30 mld zł do 79 mld zł. W relacji do PKB jest to wzrost z 1,1% PKB do 2,1% PKB. Czyli w ciągu dwóch lat odsetki wpłynęły na zwiększenie deficytu o 1 pp. PKB. Średnie odsetki od długu w 2023 r. wzrosły do 4,7% (wobec 2,2% w 2021 r. i 3,4% w roku poprzednim.). W rankingu jesteśmy na 3. miejscu w całej Unii Europejskiej, tuż za Rumunią (4,8%). Na pierwszym miejscu są Węgry, gdzie średnie odsetki w 2023 r. to 7,2%.

Polska nie może sobie pozwolić na dług na tym poziomie co kraje będące w strefie euro, ponieważ nasze rentowności obligacji są dużo wyższe. Portugalia, jako kraj strefy euro, płaci dwukrotnie mniejsze odsetki w relacji do swojego zadłużenia (średnia wynikowa rentowność) mimo, że ma ponad dwa razy większy dług niż Polska. Rentowności w Polsce są również wyższe niż np. w Czechach.

Kolejnym zagrożeniem jest strukturalny problem z podwyższonym ryzykiem stopy procentowej i ryzykiem refinansowania. Polski rynek długu charakteryzuje się najniższym okresem średniej zapadalności w całej UE.

Tu i teraz finanse publiczne w Polsce dalekie są od sytuacji krytycznej, ale jest ona z pewnością poważna. A w nomenklaturze medycznej rokowania średnio- i długoterminowe (u ekonomistów prognozy) co roku ulegają stopniowemu pogorszeniu. Dużo większe zagrożenia czają się w kolejnych latach, co pokazują prognozy średnio- i długoterminowe Komisji Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), czy nawet naszego Ministerstwa Finansów.

Według prognozy MFW dług w 2029 r. wyniesie prawie 64% PKB. Komisja Europejska w scenariuszu bazowym prognozuje, że relacja długu do PKB w Polsce w ciągu dekady wzrośnie powyżej 77% PKB, a w scenariuszu ostrzegawczym nawet do 84,5%. W tym ostatnim wpadamy do pierwszej dziesiątki krajów z najwyższym długiem w UE (9 miejsce). Co istotne, zgodnie z prognozami KE, łączny efekt „kuli śnieżnej” będzie w horyzoncie następnej dekady zmierzał w kierunku wartości dodatnich (będzie dodawał nam zadłużenia - efekt „r-g” pod koniec dekady, według scenariuszy KE, będzie dodatni).

Pomimo mniej korzystnych prognoz fiskalnych, oceny ratingu Polski i jego perspektyw we wszystkich trzech głównych agencjach ratingowych pozostają stabilne (A-/A2, perspektywa stabilna).

Uwarunkowania zarządzania długiem publicznym obejmują zarówno czynniki międzynarodowe, jak i krajowe. W 2023 roku rentowność obligacji skarbowych na rynkach bazowych przeszła z trendu wzrostowego w boczny z powodu lepszych perspektyw inflacyjnych. Polska będzie prawdopodobnie jednym z ostatnich krajów naszego regionu CEE, który rozpocznie właściwy cykl obniżek stóp procentowych. Wzrastające koszty obsługi długu i krótsza zapadalność obligacji stanowią znaczące wyzwania strukturalne. Trwałe obniżenie różnicy w rentowności polskich obligacji względem niemieckich (bundów) pozwoliłoby długoterminowo uwolnić ogromne środki, które zamiast iść na obsługę zadłużenia można by wydać na finansowanie celów rozwojowych kraju. W raporcie zwracamy uwagę na zagrożenia wynikające z krótkiej średniej zapadalności obligacji oraz wysokich kosztów obsługi długu, które są – odpowiednio – najkrótsze i drugie najwyższe w całej UE. Podkreślamy konieczność poprawy stabilności finansowej poprzez wydłużenie okresu zapadalności długu oraz lepsze zarządzanie ryzykiem stopy procentowej i refinansowania.

Od 2022 r. sukcesywnie rośnie rola rynków zagranicznych w plasowaniu obligacji hurtowych. Trend ten bardzo silnie przyspieszył w I kw. 2024 r., kiedy udział emisji plasowanych za granicą sięgnął blisko 40%, a uplasowane tam obligacje (głównie w USD) miały wartość 47,6 mld PLN. Pomimo ograniczonego udziału zadłużenia denominowanego w walutach obcych w długu publicznym ogółem, wpływ zmian rynkowych na łączną wartość ekspozycji walutowej bywa znaczący. Było tak m.in. w 2017 r. czy w 2020 r. W 2023 r. wpływ zmian kursu walutowego obniżył wartość długu zagranicznego. Umocnienie złotego obniżyło dług zagraniczny o 24,8 mld PLN, czyli o blisko 8% stanu zadłużenia zagranicznego z końca 2022 r. Czynnikiem podnoszącym zmienność rentowności obligacji (i generalnie zmienność wycen krajowych aktywów) od II poł. 2023 r. była polityka pieniężna.

Oprócz oceny stricte finansowej, należy również ocenić finanse publiczne jako system. Jak opisaliśmy wyżej, stan finansów publicznych, mierzony poziomem

długu czy poziomem deficytu, jest poważny, ale nie jest w stanie dramatycznym tu i teraz, choć mamy poważne zagrożenia średnio- i długoterminowe. Z drugiej strony, finanse publiczne jako system zostały doprowadzone przez poprzedni rząd do stanu kryzysowego, co potwierdzają nasze poprzednie raporty z cyklu „Zagrożenia nadmiernego długu publicznego” oraz liczne analizy ekonomistów, konstytucjonalistów, Najwyższej Izby Kontroli, instytucji międzynarodowych, jak również badania opinii publicznej, a ostatnio „Biała Księga” Ministerstwa Finansów.

Od kilku lat w finansach publicznych na masową skalę tworzone są rozwiązania, które służą wydatkowaniu środków publicznych poza kontrolą demokratyczną, poza kontrolą parlamentu, poza regulacjami ustawy o finansach publicznych, poza formalnym budżetem państwa. Na koniec 2023 r. różnica pomiędzy państwowym długiem publicznym (metodologia krajowa PDP), a długiem obliczonym według metodologii unijnej (EDP) wyniosła ponad 363 mld zł, tj. 21,5% pełnego długu i 10,6% PKB. Ta różnica to głównie zadłużenie finansujące wydatki, które są poza kontrolą parlamentu w funduszach przy BGK i PFR. Dług „równoległego budżetu” to już ponad 1/5 pełnego długu publicznego. Plany finansowe tych funduszy nie są dołączane do ustawy budżetowej, przez co naruszona jest chroniona przez Konstytucję zasada jedności zarządzania finansami publicznymi. Oprócz aspektu konstytucyjnego, który jest fundamentalny, jest aspekt ekonomiczny, który w istocie należy traktować jako niegospodarność w zarządzaniu finansami publicznymi. Koszty obsługi długu w „równoległym budżecie” są bowiem wyższe niż gdyby te wydatki były finansowane przez emisję skarbowych papierów wartościowych (SPW). Jeżeli uwzględnimy emisje w 2023 r. - dodatkowe koszty do zapadalności rosną do ponad 13,5 mld zł, a jeżeli uwzględnimy emisje do połowy maja br. - do 14,5 mld zł. To marnotrawstwo.

W raporcie opisaliśmy, jak ważne znaczenie mają ramy polityki budżetowej, w tym reguły fiskalne. Są one tworzone, aby zmniejszyć skłonność rządów do deficytu (ang. *deficit bias*). Teoria wyboru publicznego wskazuje, że obywatele popierają rządy, które zwiększają wydatki lub obniżają podatki, co często prowadzi do dużych deficytów i niestabilności finansów publicznych. Reguły fiskalne mają na celu zabezpieczenie interesów społeczeństwa i stabilności fiskalnej, ograniczając nadmierne wydatki publiczne i akumulację długu.

Nowe ramy budżetowe UE skupiają się na planach średniookresowych, które zastąpią programy stabilności i konwergencji. Ścieżki wydatków, szczególnie w przypadku państw z długiem przekraczającym 60% PKB, będą wiążące na okres co najmniej czterech lat, a ich przestrzeganie będzie monitorowane przez Komisję Europejską. Z drugiej strony, państwa członkowskie będą miały większą elastyczność w realizacji inwestycji publicznych i reform strukturalnych, wspierających zrównoważony wzrost i stabilność długu.

Ponawiamy apel: jest jeszcze czas, choć bez wątpliwości nie ma go zbyt dużo, by przedstawić wiarygodny i kompleksowy plan naprawy finansów publicznych. Potrzebujemy wiarygodnego planu redukcji deficytu, który umożliwi stabilizację długu publicznego i uchroni nas przed ostrzegawczymi scenariuszami Komisji Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Przed nami ogromne wyzwania w zakresie inwestycji militarnych, transformacji energetycznej i kryzysu demograficznego. Bezpieczeństwa nie da się budować zwiększając zagrożenia nadmiernego długu. Potwierdzają to przykłady zagraniczne: wysoki dług grecki w dużym stopniu wynika również z wydatków militarnych (nie tylko tych socjalnych). Czy Grecja po kryzysie finansowym w 2008 r. i kryzysie strefy euro była bezpieczna, gdy zabrakło pieniędzy na wynagrodzenia dla żołnierzy, bo kraj właściwie zbankrutował? Musimy mieć tego świadomość.

Aspekt sytuacji kryzysowej w systemie finansów publicznych, przejrzystości i jedności budżetu szczegółowo opisali współautorzy niniejszego opracowania (Dudek i Kotecki) w raporcie „Stabilny i przejrzysty budżet pod kontrolą obywateli. Plan Naprawy Finansów Publicznych.”, gdzie oprócz diagnozy przedstawiono 25 kompleksowych rekomendacji jak naprawić system finansów publicznych. Po prostu zrealizujemy te rekomendacje.

W **Planie naprawy finansów publicznych** pokazaliśmy jak krok po kroku uzdrowić system finansów państwa po latach jego stopniowego psucia. Gdy tylko postawimy solidny fundament.

