

**Katarzyna Kamińska\***

*Szkola Główna Handlowa w Warszawie*

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-0497-7452>

**Ewa Kulińska-Sadłocha\*\***

*Uniwersytet Łódzki*

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-8183-6111>

## **BEZPIECZEŃSTWO FINANSOWE KRAJU NA TLE AKTUALNEJ SYTUACJI SPOŁECZNO- -GEOPOLITYCZNEJ NA PRZYKŁADZIE POLSKI I NIEMIEC W LATACH 2017 – 2022**

### **Streszczenie**

Celem opracowania jest ocena wpływu sytuacji społeczno-geopolitycznej na bezpieczeństwo finansowe kraju na przykładzie Polski i Niemiec w latach 2017 – 2022. Ocenę dokonano na podstawie analizy wskaźników dotyczących zadłużenia publicznego, stopy procentowej, PKB, inflacji, deficytu w rachunku bieżącym, kosztów obsługi długu, a także ratingów agencji Moody's Investor Service, Standard & Poor's (S&P) oraz Fitch Ratings. Pandemia, a następnie konflikt zbrojny w Ukrainie stały się poważnymi zewnętrznymi źródłami ryzyka społecznego zarówno dla sytuacji gospodarczej wielu krajów, jak i stabilności ich systemów finansowych. Obniżenie wartości analizowanych wskaźników w przypadku Polski i Niemiec, a także reakcja obu krajów

\* Katarzyna Kamińska – doktor nauk ekonomicznych. Adiunkt w Katedrze Badań Gospodarki Niemieckiej Instytutu Gospodarki Światowej w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Ukończyła ekonomię na Uniwersytecie Mikołaja Kopernika w Toruniu. Autorka i współautorka publikacji naukowych w zakresie makroekonomii, polityki gospodarczej, ekonomii instytucjonalnej, polityki ochrony konkurencji i konsumentów, społecznej gospodarki rynkowej i polsko-niemieckich stosunków gospodarczych.

\*\* Ewa Kulińska-Sadłocha – doktor nauk ekonomicznych. Adiunkt w Katedrze Bankowości Instytutu Finansów na Uniwersytecie Łódzkim. Absolwentka Akademii Ekonomicznej w Poznaniu (obecnie Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu), dr nauk ekonomicznych, posiada ponad 20-letnie doświadczenie dydaktyczne i organizacyjne jako nauczyciel akademicki, a także doświadczenie zdobyte w praktyce gospodarczej: bankowości, rachunkowości, czy controllingu. Autorka i współautorka licznych publikacji naukowych i popularno-naukowych w zakresie finansów, zrównoważonego rozwoju oraz społecznej gospodarki rynkowej.

na istniejące zagrożenia była zróżnicowana, w dużej mierze determinowana stopniem rozwoju gospodarek i ich konkurencyjnością, sprawnością instytucji publicznych, a także powiązaniem w ramach Unii Europejskiej.

**Słowa kluczowe:** bezpieczeństwo finansowe kraju, pandemia COVID-19, dług publiczny, stabilizacja gospodarki, kryzys ekonomiczny

## Summary

### FINANCIAL SECURITY OF THE COUNTRY AGAINST THE BACKGROUND OF THE CURRENT SOCIO- GEOPOLITICAL SITUATION ON THE EXAMPLE OF POLAND AND GERMANY IN THE YEARS 2017 – 2022

The aim of the study is to assess the impact of the socio-geopolitical situation on a country's financial security using the example of Poland and Germany for the period 2017 – 2022. The assessment is based on an analysis of indicators relating to public debt, interest rate, GDP, inflation, current account deficit, debt service costs, as well as the ratings of Moody's Investor Service, Standard & Poor's (S&P) and Fitch Ratings. The pandemic and subsequent armed conflict in Ukraine have become major external sources of social risk to both the economic situation of many countries and the stability of their financial systems. The downgrading of the analysed indicators in the case of Poland and Germany, as well as the response of both countries to the existing risks, varied, largely determined by the degree of development of the economies and their competitiveness, the efficiency of public institutions, as well as the links within the European Union.

**Keywords:** national financial security, COVID-19 pandemic, public debt, stabilisation of the economy, economic crisis

## Wstęp

Pandemia COVID-19, a także geopolityczne zakłócenia, będące wynikiem toczącej się wojny rosyjsko-ukraińskiej, uświadomiły krajom szereg zewnętrznych zagrożeń dla gospodarki i społeczeństwa, a ogólnie dla bezpieczeństwa narodowego. Zapewnienie ochrony w tym zakresie wiąże się z podejmowaniem przez rządy działań, mających na celu zabezpieczenie przed ryzykiem wynikającym z oddziaływania różnych czynników, eliminowanie lub ograniczanie tego ryzyka czy łagodzenie skutków jego materializacji. Fundamentem bezpieczeństwa narodowego jest bezpieczeństwo ekonomiczne, a w jego ramach największe znaczenie

ma bezpieczeństwo finansowe oraz bezpieczeństwo energetyczne<sup>1</sup>. Najogólniej bezpieczeństwo finansowe oznacza brak zagrożeń w sferze finansów publicznych, finansów przedsiębiorstwa, ubezpieczeń, bankowości czy finansów osobistych gospodarstw domowych<sup>2</sup>. Do oceny bezpieczeństwa finansowego wykorzystuje się szereg wskaźników, a ich dobór zależy od ocenianego podmiotu oraz obszarów zagrożeń. Do głównych czynników determinujących bezpieczeństwo finansowe państwa należy zadłużenie publiczne i koszty jego obsługi oraz sprawność instytucji i regulacji prawnych chroniących system finansowy przed kryzysem.

Celem opracowania jest ocena wpływu sytuacji społeczno-geopolitycznej na bezpieczeństwo finansowe kraju na przykładzie Polski i Niemiec w latach 2017 – 2022. Oceny dokonano na podstawie analizy wskaźników dotyczących zadłużenia publicznego, stopy procentowej, PKB, inflacji, deficytu w rachunku bieżącym, kosztów obsługi długu, a także ratingów agencji Moody's Investor Service, Standard & Poor's (S&P) oraz Fitch Ratings. Podstawę do analiz stanowiły informacje oraz dane publikowane przez ministerstwa finansów, urzędy statystyczne (Główny Urząd Statystyczny w Polsce, Eurostat) i banki centralne (Narodowy Bank Polski oraz Europejski Bank Centralny), a także informacje z serwisów gospodarczych. Metodami wykorzystanymi w prowadzonej analizie są metody analizy jakościowej – analiza komparatywna oraz studium przypadku.

## 1. Bezpieczeństwo finansowe jako element bezpieczeństwa ekonomicznego kraju

Potrzeba bezpieczeństwa należy do nadrzędnych potrzeb tak pojedynczych osób, jak i całych zbiorowości. W hierarchii potrzeb Abrahama Masłowa, grupa potrzeb dotyczących bezpieczeństwa znajduje się jako druga po potrzebach fizjologicznych. W grupie osób dorosłych wzrost znaczenia bezpieczeństwa pojawia się zwłaszcza w czasie wojny, długotrwałej choroby, katastrofy czy bezrobocia<sup>3</sup>. Inna definicja bezpieczeństwa wskazuje, że może być ona rozumiana jako: [...] *pewność istnienia i przetrwania, stanu posiadania oraz funkcjonowania i rozwoju podmiotu. Pewność jest wynikiem nie tylko braku zagrożeń (ich niewystępowania lub eliminowania), ale powstaje także wskutek kreatywnej działalności danego podmiotu i jest zmienna w czasie, czyli ma naturę procesu społecznego*<sup>4</sup>. Bezpie-

<sup>1</sup> K. Raczkowski, *Bezpieczeństwo finansowe*, w: J. Płaczek (red.), *Ekonomika bezpieczeństwa państwa w zarysie*, Difin, Warszawa 2014, s. 299–324.

<sup>2</sup> K. Jajuga, *Elementy nauki o finansach. Kategorie i instrumenty finansowe*, PWE, Warszawa 2007, s. 15.

<sup>3</sup> A. Masłowa, *Motywacja i osobowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016, s. 115–119.

<sup>4</sup> R. Zięba, *O tożsamości nauk o bezpieczeństwie*, „Zeszyty Naukowe AON” 2012, nr 1(86), s. 8.

czeństwo ze względu na swój charakter może być traktowane jako jedno z dóbr publicznych mających charakter nierywalizacyjny oraz inkluzywny, ponieważ nie można wykluczyć z jego konsumpcji żadnego członka danej społeczności<sup>5</sup>. Za jego dostarczanie i wytwarzanie odpowiada w wymiarze instytucjonalnym państwo<sup>6</sup>.

Bezpieczeństwo ekonomiczne jest jednym z wymiarów bezpieczeństwa państwa i społeczeństwa<sup>7</sup>. Ma ono charakter interdyscyplinarny i stanowi przedmiot zainteresowań przede wszystkim ekonomii, polityki, jak i nauk o bezpieczeństwie. Wynika to faktu, że czynniki ekonomiczne, polityczne i społeczne odgrywają kluczową rolę w jego kształtowaniu<sup>8</sup>. Bezpieczeństwo w obszarze ekonomicznym można opisać jako stan, w którym zabezpieczone są interesy zarówno instytucji państwa, całego społeczeństwa, jak i poszczególnych jednostek. Na interesy te składają się: niezależność ekonomiczna, stabilność i zrównoważenie, oraz zdolność do samorozwoju i postępu<sup>9</sup>. Natomiast bezpieczeństwo ekonomiczne państwa to zdolność systemu gospodarczego zarówno do tworzenia, jak i wykorzystywania współzależności gospodarczych o charakterze wewnętrznym i międzynarodowym, aby zwiększyć dynamikę rozwoju gospodarczego oraz efektywność gospodarki, co będzie wywierało pozytywny wpływ na jakość życia obywateli. Ważnym aspektem bezpieczeństwa ekonomicznego jest także utrzymywanie równoważnej współpracy gospodarczej z innymi państwami i uzyskiwanie określonych korzyści z wymiany komparatywnej<sup>10</sup>.

Bezpieczeństwo ekonomiczne można podzielić na następujące kategorie<sup>11</sup>:

- bezpieczeństwo surowcowe – określające zdolność gospodarki do zaopatrzenia w surowce niezbędne dla jej funkcjonowania;
- bezpieczeństwo żywnościowe - zdolność do wykorzystywania wewnętrznych czynników rozwoju, jak również wymiany i współpracy międzynarodowej

<sup>5</sup> M. Leszczyński, *Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa w warunkach finansyzacji*, „Doctrina. Studia społeczno-polityczne” 15/2018, Siedlce, s. 171.

<sup>6</sup> Z. Stachowiak, *Teoria i praktyka mechanizmu bezpieczeństwa ekonomicznego państwa. Ujęcie instytucjonalne*, Warszawa 2012, s. 42.

<sup>7</sup> M. Leszczyńska, *Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa a rozwój gospodarki i społeczeństwa*, *Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy*, nr 56 (4/2018), Rzeszów, s. 289.

<sup>8</sup> M. Leszczyński, *Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa...*, s. 170.

<sup>9</sup> A. Kalata, Z. Nowakowski, I. Protasowicki, *Determinanty bezpieczeństwa ekonomicznego Polski*, w: *Współczesne wyzwania polityki bezpieczeństwa – wybrane zagadnienia*, red. M. Ilnicki, Z. Nowakowski, Towarzystwo Naukowe Powszechne S.A., Warszawa 2014, s. 9, [https://www.researchgate.net/profile/Igor-Protasowicki-2/publication/263571152\\_Determinanty\\_bezpieczenstwa\\_ekonomicznego\\_Polski/links/02e7e53b41a652fa30000000/Determinanty-bezpieczenstwa-ekonomicznego-Polski.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Igor-Protasowicki-2/publication/263571152_Determinanty_bezpieczenstwa_ekonomicznego_Polski/links/02e7e53b41a652fa30000000/Determinanty-bezpieczenstwa-ekonomicznego-Polski.pdf) [dostęp: 12.10.2022].

<sup>10</sup> Z. Nowakowski, *Bezpieczeństwo państwa w koncepcjach programowych partii parlamentarnych I w Polsce po 1989 roku*, Warszawa 2009, s. 121.

<sup>11</sup> R. Jakubczak, J. Flis (red.), *Bezpieczeństwo narodowe Polski w XX wieku. Wyzwania i strategie*, 29 Warszawa 2006, s. 396-397 oraz A. Kalata, Z. Nowakowski, I. Protasowicki, *Współczesne wyzwania polityki bezpieczeństwa – wybrane zagadnienia...*, s. 11.

w celu zapewnienia społeczeństwu zarówno fizycznej jak i ekonomicznej dostępności żywności o odpowiedniej jakości oraz zapewnienia dogodnych warunków do rozwoju krajowej produkcji żywności;

- bezpieczeństwo finansowe – mające wymiar zarówno zewnętrzny, jak i wewnętrzny. Wymiar zewnętrzny charakteryzuje się brakiem zadłużenia i zdolnością gospodarki do przezwyciężenia kryzysów finansowych. Natomiast wymiar wewnętrzny bezpieczeństwa finansowego to zdolność systemu finansów publicznych do niezakłóconego finansowania gospodarki danego kraju oraz zdolność instytucji finansowych do realizowania jego interesów.

Poziom bezpieczeństwa finansowego determinowany jest szeregiem czynników, a do najważniejszych z nich można zaliczyć poziom długu publicznego, stopień rozwoju gospodarki i jej konkurencyjność oraz sprawność instytucji publicznych, w tym sieci bezpieczeństwa finansowego mającej na celu zapewnienie ochrony systemu finansowego przed zakłóceniami (kryzysem). Zapewnienie bezpieczeństwa finansowego państwa jest jednym z podstawowych celów jego organów na wszystkich poziomach zarządzania i wiąże się z zapewnieniem bezpiecznego poziomu długu publicznego (pozwalającego na jego niezakłóconą obsługę), stymulowania rozwoju gospodarki oraz jej konkurencyjności, a przede wszystkim zachowania stabilności systemu finansowego jako warunku koniecznego<sup>12</sup>. Stabilność systemu finansowego jest najczęściej definiowana jako stan, w którym system finansowy pełni swoje funkcje w sposób ciągły i efektywny, nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i niekorzystnych zaburzeń o znacznej skali<sup>13</sup>. Stabilny system finansowy oznacza prawidłowe funkcjonowanie podmiotów, rynków i infrastruktury systemu finansowego – ich odporność na szoki gospodarcze czy gwałtowne zakłócenia równowagi. Z jednej strony wszelkie zaburzenia w systemie finansowym wpływają negatywnie na funkcjonowanie podmiotów gospodarczych, gospodarstw domowych, całą gospodarkę, z drugiej materializacja ryzyka w działalności podmiotów gospodarczych, a także gospodarstw domowych może prowadzić do zaburzeń w funkcjonowaniu rynku finansowego, a w szczególności sektora bankowego<sup>14</sup>. Przy czym szczególnego znaczenia nabierają zagrożenia wynikające z czynników społecznych i środowiskowych (w tym wynikające ze zmian klimatu), których nieprzewidywalność

<sup>12</sup> K. Raczkowski, *Bezpieczeństwo finansowe*, w: J. Płaczek (red.), *Ekonomika bezpieczeństwa państwa w zarysie*, Difin, Warszawa 2014, s. 299–324.

<sup>13</sup> W literaturze stabilność systemu finansowego jest różnie definiowana. Kiedrowska M., Marszałek P., *Stabilność finansowa — pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia cz. I*, „Bank i Kredyt”, nr 3/2002, Dobrzańska A., Kosycarz E., Pietrzak B., *Stabilność systemu finansowego w gospodarce – rozważania teoretyczne i praktyczne aspekty*, w: red. Alińska A., Wasiak K., *Mechanizmy stabilności systemu finansowego*, Beck 2017, s. 15–3.

<sup>14</sup> M. Zioło A. Spoz, E. Kulińska-Sadłocha, *Zrównoważone rynki finansowe. Perspektywa krajowa i międzynarodowa*, PWE, Warszawa 2021, s. 81–83.

i siła oddziaływania w ostatnich latach znacznie wzrosła. Pandemia, a następnie konflikt zbrojny w Ukrainie stały się poważnymi zewnętrznymi źródłami ryzyka społecznego zarówno dla sytuacji gospodarczej krajów, jak i stabilności ich systemów finansowych. Niepewność co do skutków materializacji ryzyka i wynikającej z niego sali i trwałości zaburzeń, stanowi poważne wyzwanie zarówno dla instytucji finansowych, jak i rządów, które nie mają lub mają bardzo ograniczony wpływ na kanały transmisji tego ryzyka.

## 2. Wpływ sytuacji społeczno-politycznej na bezpieczeństwo finansowe Polski w latach 2017 – 2022

Analiza publikowanych przez Narodowy Bank Polski raportów o stabilności systemu finansowego pozwala na stwierdzenie, że od wielu lat do czasu wybuchu pandemii COVID-19, polski system finansowy funkcjonował stabilnie. Gospodarka nie wykazywała istotnych nierównowag makroekonomicznych, a tempo wzrostu gospodarczego utrzymywało się na znacznie wyższym poziomie niż średnie tempo wzrostu UE. W tym czasie źródeł zagrożenia dla sytuacji gospodarczej kraju oraz kondycji polskiego systemu finansowego upatrywano w czynnikach zewnętrznych, takich jak spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie, spadek poziomu inwestycji czy aktywności gospodarczej<sup>15</sup>.

Sytuacja uległa znacznej zmianie w 2020 roku na skutek wybuchu pandemii COVID-19. W celu powstrzymania rozprzestrzeniania się wirusa polski rząd wprowadził restrykcje, które zmusiły wiele przedsiębiorstw do zaprzestania lub ograniczenia swojej działalności (głównie z branży turystycznej, hotelarskiej, gastronomicznej, rekreacyjnej czy eventowej). Przygotował również pakiety pomocowe w ramach polityki fiskalnej, polityki pieniężnej, polityki handlowej, a także w zakresie wzmocnienia systemu finansowego. Ich głównym celem było zmniejszenie obciążeń finansowych sektora prywatnego, utrzymanie finansowania gospodarki oraz zapewnienie płynności sektora bankowego i rynków finansowych. Wartość wsparcia oszacowano na 312 mld złotych, co stanowiło w 2020 roku ok. 10% PKB. W ramach tarcz antykryzysowych wdrożono szereg instrumentów mających łagodzić zarówno skutki COVID-19, jak i skutki wprowadzonych restrykcji w stosunku do ludności, pracowników, pracodawców, a zwłaszcza mikro, małych i średnich firm<sup>16</sup>. W drugiej połowie 2021 roku zno-

<sup>15</sup> NBP, *Raporty o stabilności systemu finansowego*, grudzień 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html> [dostęp: 28.11.2022].

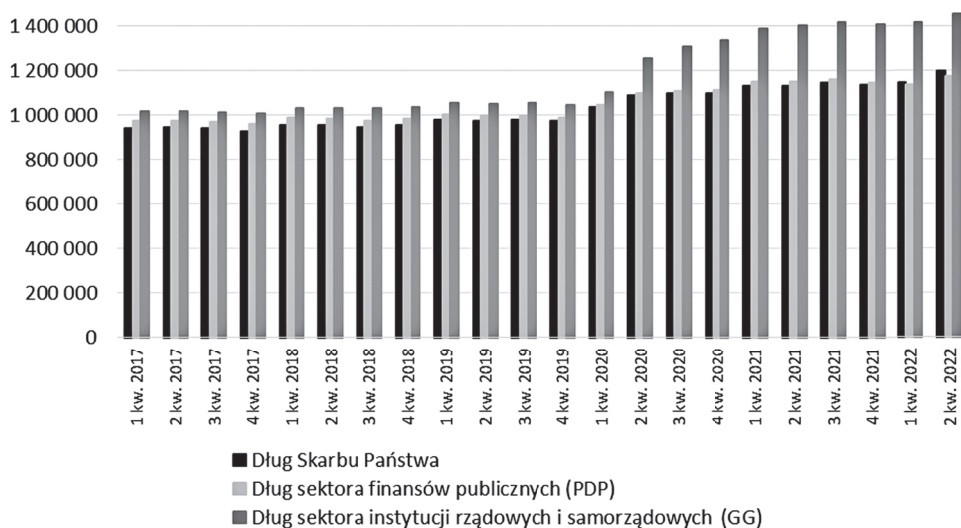
<sup>16</sup> K. Kamińska, E. Kulińska-Sadłocha, *Źródła finansowania działań antycovidowych w Polsce i Niemczech w: Społeczna Gospodarka Rynkowa w dobie pandemii i postpandemii*, red. E. Mączyńska, P. Pysz, Wydawnictwo Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2021, s. 229–258.



szenie restrykcji przeciwcovidowych oraz dostosowanie się podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w warunkach pandemii spowodowało zwiększenie aktywności gospodarczej.

Jednak w kolejnym roku - na skutek rosyjskiej inwazji na Ukrainę - doszło do pogorszenia sytuacji makroekonomicznej, zaburzeń w łańcuchach dostaw, znacznie też wzrosły ceny żywności, energii i surowców. Konflikt militarny przerwał łańcuchy dostaw, spowodował niedobory na rynku, a także wywołał napływ uchodźców do Polski i konieczność zapewnienia im odpowiednich warunków bytowych. Polski rząd uruchomił kolejne pakiety wsparcia mające złagodzić konsekwencje wzrostu cen (tarcza antyinflacyjna)<sup>17</sup>, pomoc w walce z wysokimi cenami energii i jej źródeł (tarcza energetyczna)<sup>18</sup> czy chronić przed gwałtownymi wzrostami cen za energię elektryczną (tarcza solidarnościowa)<sup>19</sup>.

Pandemia, konflikt zbrojny w Ukrainie, a także podejmowane przez rząd działania i ich skutki znalazły odzwierciedlenie we wskaźnikach makroekonomicznych. By sfinansować działania łagodzące skutki i konsekwencje ekonomiczne pandemii, polski rząd zaciągnął zobowiązania w postaci emisji obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa, co spowodowało znaczny wzrost zadłużenia już w drugim kwartale 2020 roku (wykres 1). W okresie od



Wykres 1. Zadłużenie Polski w latach 2017 – 2022 (w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: <https://www.gov.pl/web/finanse/szeregiczasowe> [dostęp: 28.11.2022].

<sup>17</sup> Rządowa Tarcza Antyinflacyjna, <https://www.gov.pl/web/chronimyrozdiny/rzadowa-tarcza-antyinflacyjna> [dostęp: 28.11.2022].

<sup>18</sup> Rządowa Tarcza Energetyczna, <https://www.gov.pl/web/chronimyrozdiny/rzadowa-tarcza-energetyczna> [dostęp: 28.11.2022].

<sup>19</sup> Rządowa Tarcza Solidarnościowa, <https://www.gov.pl/web/chronimyrozdiny/rzadowa-tarcza-solidarnosciowa> [dostęp: 28.11.2022].

początku 2017 roku do lutego 2020 zadłużenie z tytułu skarbowych papierów wartościowych wzrosło o niespełna 7%, natomiast na koniec marca 2020 wzrost był już na poziomie 10%. Emisja obligacji skarbowych w celu finansowania tarcz antykryzysowych powodowała systematyczny wzrost zadłużenia z tego tytułu, które na koniec roku 2020 i 2021 było wyższe o 18% niż na początek roku 2017, a na koniec czerwca 2022 o 22%.

Polski Fundusz Rozwoju (PFR) do końca 2021 roku wyemitował obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa w kwocie 75,9 mld PLN, w tym 3 emisje skierowane do Europejskiego Banku Inwestycyjnego o łącznej sumie 2,5 mld PLN. Pozyskane dzięki emisji środki finansowe przeznaczono na finansowanie tarczy finansowej PFR dla dużych firm oraz tarczy dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, a także na wsparcie dla PLL LOT (930 mln PLN)<sup>20</sup>. Natomiast BGK wyemitował obligacje na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19<sup>21</sup>. Do końca 2021 roku BGK dokonał 7 emisji obligacji krajowych o wartości 134,3 mld zł (wartość nominalna obligacji 1000 zł) oraz 4 emisje zagraniczne, w tym 1 emisję w USD o wartości 400 mln USD i 3 emisje w EUR o łącznej wartości 1,2 mld EUR (wartość nominalna 100000 EUR lub USD)<sup>22</sup>. 6 emisji krajowych to obligacje o stałym oprocentowaniu (1,125% – 2,375% w skali roku), również 3 emisje zagraniczne w walutach, natomiast jedna emisja krajowa dokonana została o zmiennym oprocentowaniu (wartość 14,43 mld zł). Wartość emisji obligacji z gwarancjami Skarbu Państwa przez BGK oraz PFR nie wpłynęła na wzrost zadłużenia Skarbu Państwa<sup>23</sup>. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu skarbowych

<sup>20</sup> PFR w ramach emisji obligacji na rzecz finansowania tarcz antykryzysowych emitował głównie papiery dłużne o wartości nominalnej 1 mln PLN, o stałym oprocentowaniu (1,375% – 2,0% w skali roku) z terminem wykupu od 4 – 20 lat. Wartość gwarancji Skarbu Państwa wynosi 80,49 mld zł. PFR [2022], *Obligacje PFR*, <https://pfrsa.pl/relacje-inwestorskie/obligacje-pfr.html> [dostęp: 28.10. 2022].

<sup>21</sup> Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 został utworzony jako państwowy fundusz celowy dla zapewnienia środków finansowych niezbędnych do finansowania zadań związanych z ograniczaniem gospodarczych skutków pandemii, a emisja obligacji jest jednym ze źródeł pozyskania tych środków. Szerzej na ten temat: Kucia-Guściora B. (2020), *Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 – antidotum finansowe na czas pandemii*, „Kwartalnik Prawno-Finansowy” nr 1, s. 26–51.

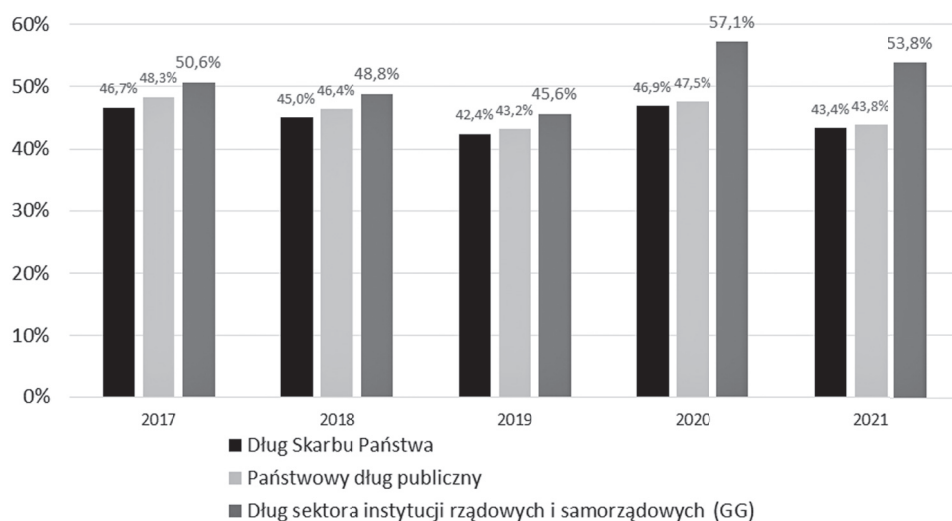
<sup>22</sup> Bank dokonał 7 emisji obligacji krajowych o wartości emisji 134,3 mld zł oraz 4 emisje zagraniczne, w tym 1 emisję w USD o wartości 400 mln USD i 3 emisje w EUR o łącznej wartości 1,2 mld EUR. Głównie były to emisje o stałym oprocentowaniu z terminem wykupu od 5 do 20 lat. BGK [2022], *Obligacje na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19*, Bank Gospodarstwa Krajowego, <https://www.bgk.pl/dla-klienta/relacje-inwestorskie/emisje-obligacji-bgk/obligacje-na-rzecz-funduszu-przeciwdzialania-covid-19/#c14638>, [dostęp: 28.11.2022].

<sup>23</sup> Ulokowanie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 w BGK oraz finansowanie działań antykryzysowych przez PFR, czyli instytucje niebędące elementami sektora publicznego, pozwoliło na ograniczenie wzrostu państwowego długu publicznego, a także nadmiernego obciążenia budżetu.



papierów wartościowych w okresie od marca 2020 do końca czerwca 2022 roku wzrosło o ponad 101,3 mld PLN, co stanowi ponad 54% wzrostu zadłużenia od początku 2017 roku. W okresie od końca roku 2019 do 30 czerwca 2022 państwowy dług publiczny wzrósł o 184,4 mld PLN tj. o 18,6%. Natomiast dług wszystkich instytucji rządowych oraz samorządowych (ang. *general government debt*), który uwzględnia (zgodnie z unijnymi zasadami liczenia) wartość wyemitowanych przez PFR i BGK obligacji, wzrósł o 407,6 mld PLN tj. o 39% w stosunku do końca 2019 roku.

Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w na koniec roku 2017 wynosił 50,6% PKB, a w poprzedzających pandemię latach 2018 – 2019 spadł do poziomu 45,6% PKB (wykres 2)<sup>24</sup>.



Wykres 2. Zadłużenie w stosunku do PKB (%) w latach 2017 – 2021

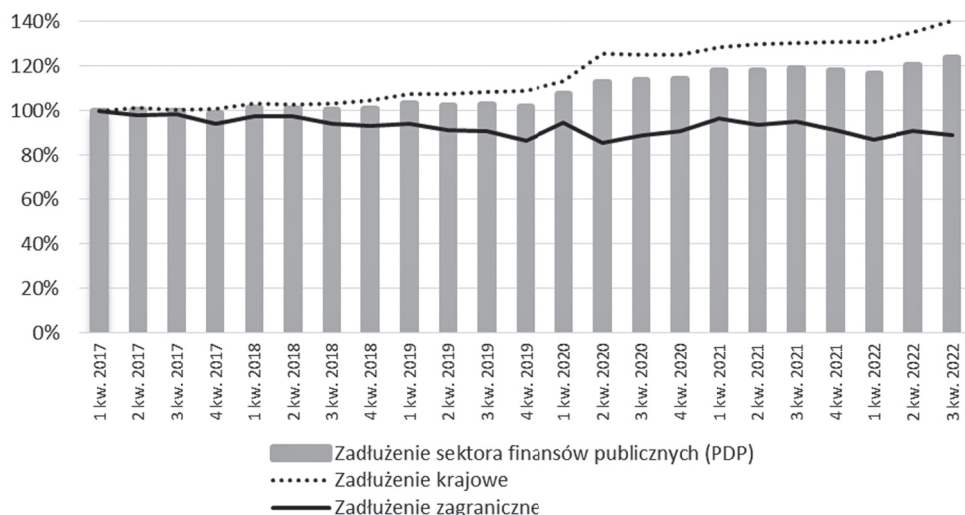
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: <https://www.gov.pl/web/finanse/szeregiemasowe> [dostęp: 28.11.2022].

Konieczność finansowania działań antycovidowych w kolejnych latach spowodowała wzrost relacji długu do PKB powyżej 50%. W roku 2020 w stosunku do roku 2019 dług sektora finansów publicznych wzrósł o 11,5 p.p. do poziomu 57,1%, natomiast w 2021 roku dług wprawdzie zwiększył się nominalnie o prawie 74 mld PLN, ale w relacji do PKB zmalał do 53,8%. Spadek jego udziału w PKB wynikał z szybszego od zadłużenia wzrostu wartości PKB, któremu sprzyjał realny wzrost gospodarczy (według danych GUS 5,7%), jak i rosnąca inflacja, która na koniec 2021 roku wzrosła o 8,6% (według GUS średnia roczna inflacja w 2021 roku

<sup>24</sup> Stosunek długu publicznego w relacji do PKB jest miarą bezpieczeństwa finansowego odwzorowującą zdolność danego państwa do spłaty przyszłego zadłużenia, co wpływa zarówno na rentowność obligacji skarbowych, jak i koszty finansowania zewnętrznego.

wyniosła 5,1%, a w 2020 roku – 3,4%)<sup>25</sup>. Nominalny wzrost PKB w stosunku do roku 2020 wyniósł ponad 276 mld PLN, co stanowi 12,1%.

Państwowy dług publiczny do końca czerwca 2022 roku wzrósł nominalnie w stosunku do końca 2019 roku o prawie 184,4 mld PLN, przy czym w ponad 90% wzrost dotyczył zadłużenia krajowego (wykres 3). Należy zauważyć, że udział zadłużenia zagranicznego systematycznie maleje od 2017 roku i na koniec czerwca 2022 roku wynosił 23,4% (kwota nominalna zadłużenia jest niższa ok. 10%).



Wykres 3. Dynamika państwowego długu publicznego z uwzględnieniem podziału na zadłużenie krajowe i zagraniczne w latach 2017 – 2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: <https://www.gov.pl/web/finanse/szeregiczasowe> [dostęp: 28.11.2022].

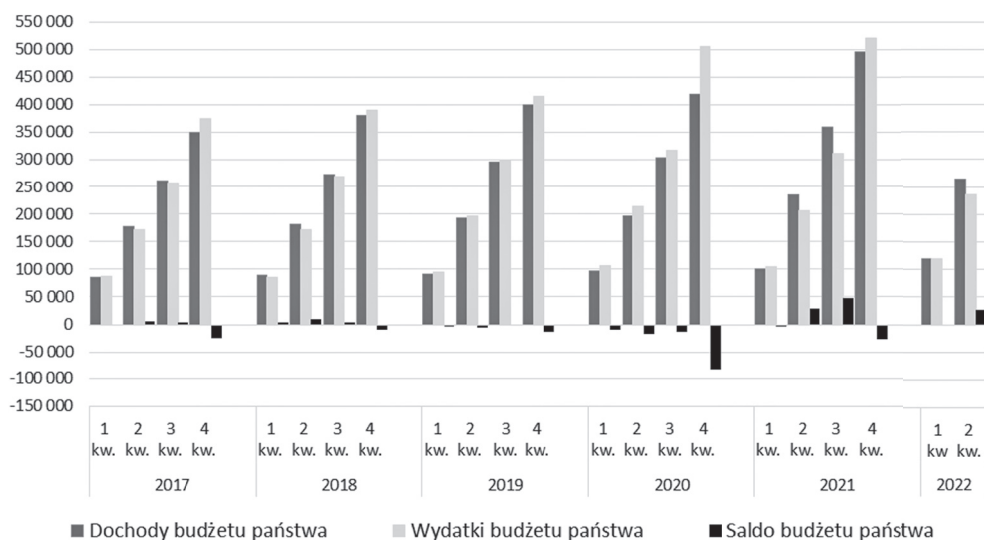
Obligacje skarbowe, a także te z gwarancjami Skarbu Państwa emitowane w celu finansowania tarcz antykryzysowych kierowane są w przeważającej części na hurtowy rynek krajowy (do banków, ubezpieczalni, funduszy inwestycyjnych i instytucji niefinansowych)<sup>26</sup>. Głównym nabywcą papierów skarbowych jest krajowy sektor bankowy, który na koniec czerwca 2022 r. był w posiadaniu aż 44% udziału w rynku papierów dłużnych tego typu. Zaangażowanie banków w skarbowe papiery wartościowe i z gwarancjami Skarbu Państwa wzrosło w stosunku do roku 2019 o 50%, a ich udział w strukturze aktywów na koniec czerwca 2022 wynosił 21% (co ponad dwukrotnie przewyższało kapitały własne

<sup>25</sup> Roczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych od 1950 roku, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-roczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych/> [dostęp: 14.04.2022].

<sup>26</sup> Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie Skarbu Państwa 08/2022*, <https://www.gov.pl/web/finanse/zadluzenie-skarbu-panstwa> [dostęp: 14.04.2022].

sektora). Tak duży udział papierów skarbowych w strukturze banków wskazuje na silne powiązania sektora rządowego z bankowym. W celu zachęcenia inwestorów, a w szczególności banków do ich zakupu, w 2020 roku NBP rozszerzył skup obligacji skarbowych od banków o skup długu z gwarancjami skarbu państwa, a także zaktualizował listę obligacji przyjmowanych jako zabezpieczenie kredytu lombardowego, technicznego i operacji repo<sup>27</sup>. Zakupy obligacji przez NBP stały się w pewnym sensie gwarancją sprzedaży wszystkich papierów emitowanych i gwarantowanych przez Skarb Państwa, a tym samym sposobem pośredniego finansowania deficytu budżetowego przez bank centralny. Z drugiej strony wysoki udział w strukturze aktywów banków, w przypadku znacznych zmian ich wyceny, może negatywnie wpływać na sytuację finansową niektórych z nich i w efekcie prowadzić do napięć w sektorze bankowym.

Ważne dla bezpieczeństwa finansowego państwa jest zachowanie dyscypliny finansów publicznych, utrzymywanie deficytu na poziomie nieprzekraczającym ustalonych reguł fiskalnych. Od 2017 roku saldo budżetu państwa jest ujemne (wykres 4). W 2020 roku przekroczyło 3% PKB (3,63%), co spowodowane było znacznie wyższymi wydatkami na ograniczenie epidemii i walkę z jej skutkami m.in.: na wsparcie dotkniętych nimi podmiotów. Przy czym ujemne saldo zostało



Wykres 4. Dochody, wydatki oraz saldo budżetu państwa w latach 2017 – 2022 (w mln PLN)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: <https://www.gov.pl/web/finanse/szeregiczasowe> [dostęp: 28.11.2022].

<sup>27</sup> NBP do końca roku 2021 skupił od banków obligacje o łącznej wartości nominalnej 143,66 mld zł, z czego 81,86 mld zł obligacji rządowych i 61,8 mld zł gwarantowanych przez Skarb Państwa obligacji, w tym papiery BGK za 41,99 mld zł i PFR za 19,8 mld zł. NBP.

znacznie obniżone poprzez wpłatę do budżetu przez NBP części zysku za rok 2019 (7,4 mld PLN)<sup>28</sup>. Należy zauważyć, że kondycja budżetu nie do końca prawidłowo odzwierciedla sytuację finansów publicznych z uwagi na to, że część kosztów finansowania, np. tarcz antykryzysowych jest ponoszona przez PFR i BGK, co pozwala rządzącym na większą swobodę zarządzania budżetem.

Skutkiem pandemii i konfliktu w Ukrainie jest z jednej strony zmniejszenie dochodów publicznych związane z ograniczeniami działalności gospodarczej (co spowodowało obniżenie wpływów z podatków do budżetu centralnego oraz budżetów jednostek samorządu terytorialnego), a z drugiej większe obciążenia wydatkowe związane z programami pomocowymi, a także z tytułu emisji obligacji oraz gwarancji dla emitowanych obligacji udzielonych instytucjom spoza sektora finansów publicznych<sup>29</sup>.

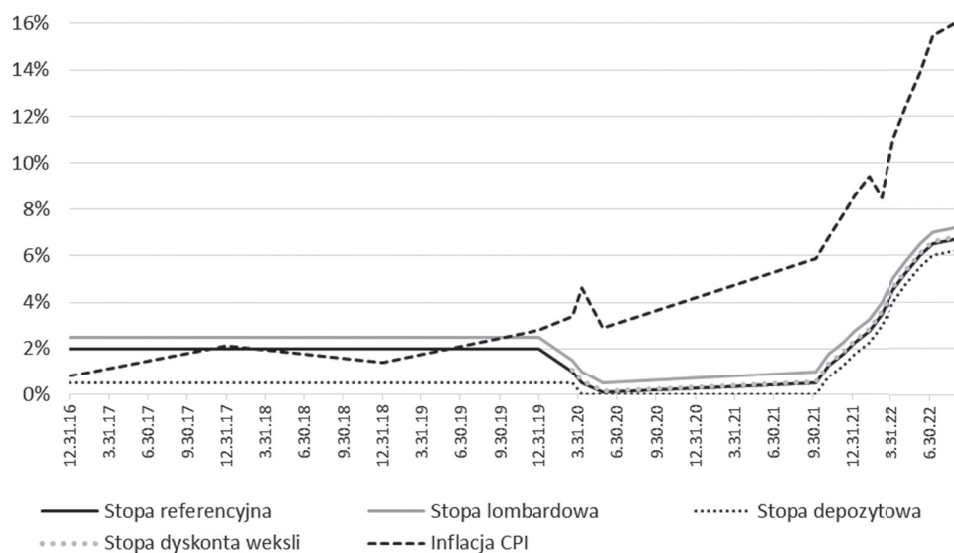
W latach 2020 – 2021 wzrost zadłużenia publicznego w zasadzie nie stanowił dla polskiej gospodarki problemu, podobnie jak koszty obsługi tego długu, które – dzięki zerowym stopom procentowym (do końca września 2021) oraz dużym udziale w strukturze zadłużenia Skarbu Państwa obligacji o stałym oprocentowaniu (na koniec 2021 roku stanowiły 74,2% całego zadłużenia) – były niskie. Jednak od października 2021 roku zaczęto zaostrzanie polityki pieniężnej, a na koniec czerwca 2022 roku stopa referencyjna wzrosła do 6,0% (wykres 5)<sup>30</sup>. I o ile wzrost ten nie ma dużego wpływu na koszt obsługi istniejącego długu o stałym oprocentowaniu, to oznacza wzrost kosztów przyszłego zadłużenia, w tym w celu pozyskania środków do spłaty wcześniejszego zadłużenia (rolowania zadłużenia). Skutkiem agresji na Ukrainę i związanymi z nią sankcjami nałożonymi na Rosję jest znaczny wzrost inflacji spowodowany wzrostem cen surowców energetycznych na rynkach światowych (tzw. PUT-inflacja), a także zbyt długim utrzymywaniem niskich stóp procentowych przez Radę polityki Pieniężnej oraz zwiększaniem wartości pieniądza w obiegu.

Zatem finansowanie wydatków budżetowych w perspektywie rosnących potrzeb związanych z finansowaniem tarcz antykryzysowych, prób wdrażania polityki Polskiego Ładu czy wydatków spowodowanych trwającą rosyjską inwazją na Ukrainie, a dotyczących m.in.: pomocy uchodźcom oraz programów pomocowych mających złagodzić konsekwencje wzrostu cen, pomóc w walce z wysokimi cenami energii i jej źródeł czy chronić przed gwałtownymi wzrostami

<sup>28</sup> Zgodnie z ustawą o NBP, zysk banku centralnego podlega podziałowi na wpłatę do budżetu państwa (95%) oraz odpis na fundusz rezerwowy NBP (5%). Wpłata do budżetu w roku 2021 z tytułu zysku NBP za rok 2020 wynosiła 8,9 mld PLN. Natomiast w roku 2022 z tytułu zysku za rok 2021 – 10,98 mld PLN.

<sup>29</sup> W. Misiąg, *Wpływ pandemii COVID-19 na polskie finanse publiczne – źródła finansowania, wydatki, procedury*, „Kwartalnik Prawno-Finansowy” 2020, nr 1, s. 7–25.

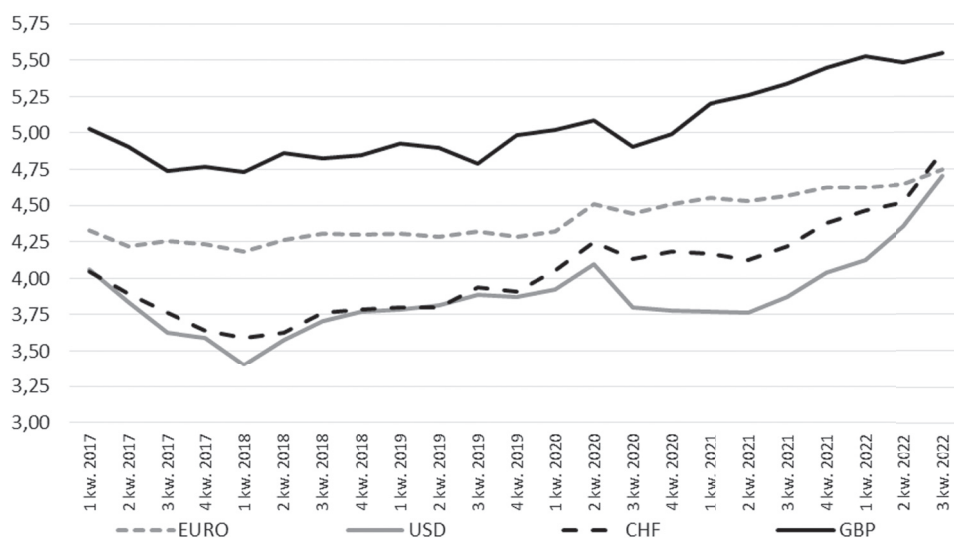
<sup>30</sup> Od października 2021 do września 2022 roku Rada Polityki Pieniężnej podniosła 11-krotnie stopy procentowe tj. w przypadku stopy referencyjnej z 0,10% do 6,75%.



Wykres 5. Stopy procentowe oraz inflacja w latach 2017 – 2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP: <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bazowa/bazowa.htm>; <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm> [dostęp: 28.11.2022].

cen za energię elektryczną, będzie wymagało dalszego zadłużenia, którego koszt obsługi będzie znacznie wyższy i obciąży budżet państwa w przyszłości.

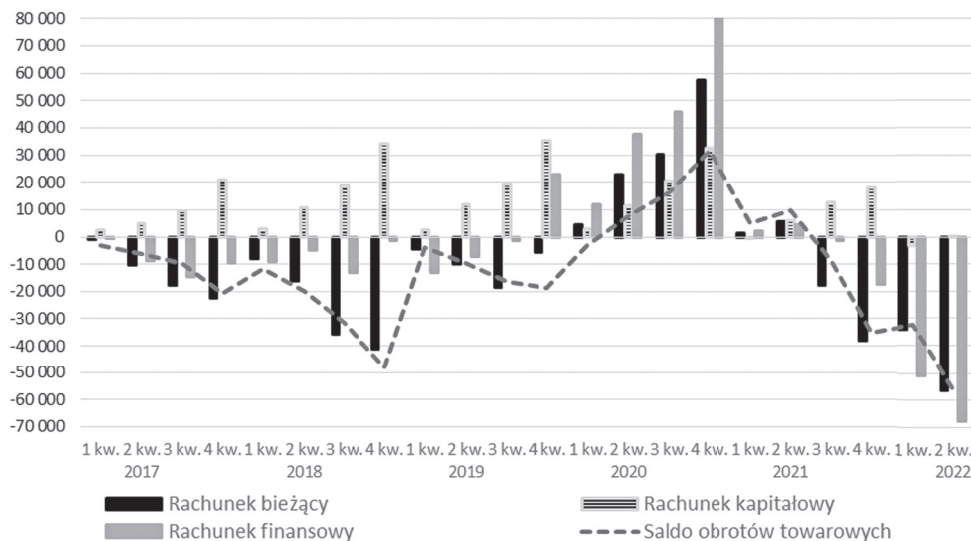


Wykres 6. Zmiany kursów walut wyrażonych w PLN w latach 2017 – 2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/kursy.html> [dostęp: 28.11.2022].

W latach 2017 – 2022 kurs złotego do głównych walut (dolar amerykański, franka szwajcarskiego, euro i funta brytyjskiego) ulegał zmianom, po umacnianiu się złotego w pierwszym roku do 2020 roku był w miarę stabilny. W początkowym okresie pandemii nastąpiło krótkotrwałe osłabienie złotego, a w pierwszym kwartale 2022 doszło do skokowego osłabienia złotówki, głównie w stosunku do USD i CHF. Osłabienie złotówki ma wpływ na wartość zadłużenia zagranicznego, a także eksport i import.

Wyższa dynamika importu niż eksportu powodowała utrzymywanie się do pierwszego kwartału 2020 roku ujemnego salda obrotów towarowych (wykres 7). Sytuacja uległa zmianie w drugim kwartale 2020 roku, od którego przez rok utrzymywało się dodatnie saldo, a także dodatnie wyniki rachunku bieżącego, finansowego oraz kapitałowego. Od trzeciego kwartału 2021 roku wzrosła dynamika międzynarodowej wymiany handlowej, jednak znacznie wyższa była po stronie importu, co stało u podstaw deficytu w rachunku bieżącym. Wykazana w 3 i 4 kwartale niewielka nadwyżka rachunku kapitałowego nie pokrywała deficytu rachunku bieżącego – łączna wartość salda na rachunku bieżącym i kapitałowym była ujemna. W tym czasie odnotowano również deficyt w rachunku finansowym, na który wpływ miał wzrost inwestycji polskich podmiotów za granicą przy jednoczesnym wzroście zobowiązań wobec zagranicznych podmiotów z tytułu inwestycji w Polsce. Deficyty poszczególnych rachunków bilansu płatniczego wskazują na rosnące zagraniczne zobowiązania, co nie pozostaje bez wpływu na wiarygodność kredytową kraju i możliwe trudności w dostępie do kapitału, a także wzrost jego kosztu.



Wykres 7. Kształtowanie się głównych elementów bilansu płatniczego w latach 2017 – 2022 (w mln PLN)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/wstepne/wstepne.html> [dostęp: 28.11.2022].



Ocena wiarygodności kredytowej i wypłacalności kraju dokonywana jest przez agencje ratingowe, które na podstawie oceny ryzyka ekonomicznego, społecznego i politycznego określają, na ile ryzykowne są pożyczki dla danego kraju. Nadawane w analizowanym okresie przez agencje ratingowe oceny dla Polski – w przypadku agencji Moody's nie uległy zmianie, a w przypadku agencji Fitch ocena ulegała poprawie w zakresie krótkoterminowych inwestycji w walucie zagranicznej w 2021 roku (tabela 1). Natomiast w przypadku agencji Standard & Poor's (S&P) w 2018 roku poprawie uległy ratingi dla długoterminowych inwestycji w walucie zagranicznej oraz długoterminowych i krótkoterminowych inwestycji w walucie krajowej (PLN). Wiarygodność Polski została określona na poziomie wysokim (wysoka jakość oraz wysoki – średni poziom wiarygodności)<sup>31</sup>.

Tabela 1. Rating Polski (stan na 2.12.2022)

Agencja ratingowa	Waluta zagraniczna		Waluta krajowa		Perspektywa
	Długoterminowy	Krótkoterminowy	Długoterminowy	Krótkoterminowy	
Fitch	A-	F1	A-	F1	stabilna
Moody's	A2	P-1	A2	P-1	stabilna
S&P	A-	A-2	A	A-1	stabilna

Źródło: <https://www.gov.pl/web/finanse/rating> [dostęp: 2.12 2022].

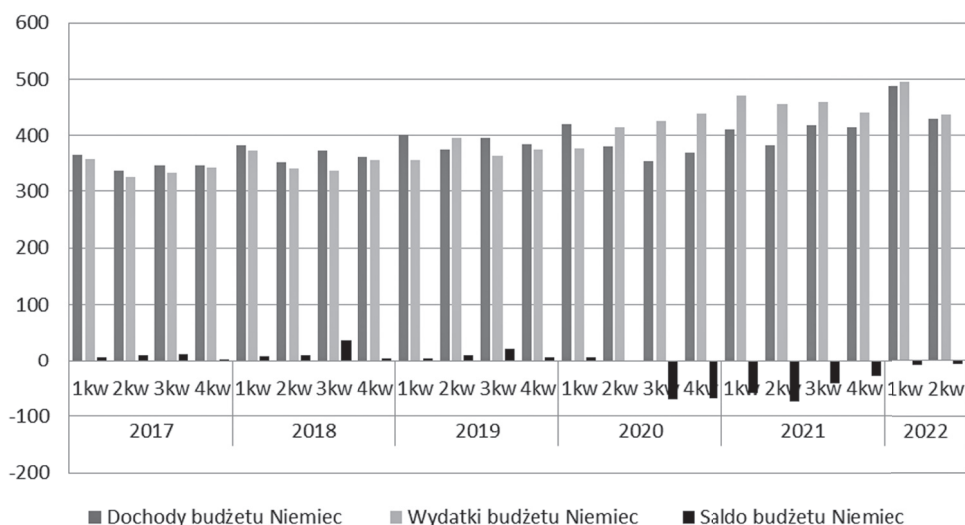
W ostatnim czasie największe agencje ratingowe wskazują na nieodpowiednie relacje Polski z Unią Europejską skutkujące blokadą środków unijnych jako na negatywne konsekwencje dla przyszłej oceny wiarygodności (ratingu) kraju<sup>32</sup>.

<sup>31</sup> Wysoka ocena wiarygodności i wypłacalności kraju (poziom A) lub jej podnoszenie świadczy o braku zagrożeń dla spłaty długu. Niższa ocena lub obniżanie oceny spowodowane jest wyższym ryzykiem inwestycji, a to przekłada się na wyższe koszty pozyskania przez państwo środków pieniężnych. Gwałtowne obniżenie ratingu kraju wiąże się z koniecznością natychmiastowego podniesienia stóp procentowych w celu pozyskania finansowania. Utrzymanie wiarygodności jest jednym z najważniejszych czynników wpływających na możliwości i koszty pozyskania środków na sfinansowanie deficytu i długu publicznego.

<sup>32</sup> W styczniu 2022 roku niemiecka agencja Scope Rating obniżyła perspektywę dla Polski ze stabilnej do negatywnej. Obniżka perspektywy spowodowana była osłabieniem jakości rządów i pogorszeniem relacji z UE, a także pogorszeniem stanu finansów publicznych po pandemii. <https://www.money.pl/gospodarka/ostrezenie-dla-rzadu-pis-agencja-ratingowa-grozi-nam-palcem-6727715383196513a.html> [dostęp: 28.11.2022].

### 3. Wpływ sytuacji społeczno-politycznej na bezpieczeństwo finansowe Niemiec w latach 2017 – 2022

Rok 2017 był ostatnim rokiem stabilnego wzrostu gospodarki niemieckiej, który wyniósł 2,7% PKB<sup>33</sup>. Średniookresowa projekcja na lata 2019-2021 zakładała średnioroczny wzrost PKB na poziomie ponad 1,5%, co odpowiadało poziomowi potencjalnego wzrostu gospodarczego. W oparciu o przewidywane trendy cen ropy naftowej oczekiwano się, że w 2017 roku inflacja będzie rosła w przyspieszonym tempie 1,8%. Inflacja bazowa, która wyniosła 1,2% w 2016 r., miała według prognoz osiągnąć 1,4% w 2017 r. Spodziewano się jednak pojawienia się napięć inflacyjnych<sup>34</sup>. Niemcom udało się kontynuować kurs polityki fiskalnej w kierunku wzrostu i zrównoważonych finansów publicznych. Od 2017 roku do drugiego kwartału 2020 roku osiągały one nadwyżkę budżetową. W drugim kwartale 2020 roku wyniosła ona już zaledwie 0,939 mld euro (wykres 7), a w kolejnych okresach pojawił się rosnący deficyt budżetowy. Największa wartość deficytu budżetowego wyniosła w 3 kwartale roku 2020 (-70,899 mld euro) oraz w 2 kwartale roku 2021 (-73,777 mld euro).



Wykres 8. Dochody, wydatki oraz saldo budżetu państwa w latach 2017 – 2022

Źródło: Trading Economics, <https://pl.tradingeconomics.com/germany/government-budget-value> [dostęp: 30.11.2022].

<sup>33</sup> Dane zaczerpnięte z: <https://pl.tradingeconomics.com/germany/full-year-gdp-growth>, [dostęp: 30.11.2022].

<sup>34</sup> Federal Ministry of Finance, *German Stability Programme. 2017 Update.*, <https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2017-european-semester-stability-programme-germany-en.pdf>, [dostęp: 30.11.2022].

Nieoczekiwany wybuch pandemii COVID-19 doprowadził do nowej sytuacji w historii polityki gospodarczej kraju, przejawiającej się w zasadniczej zmianie paradygmatu prowadzenia polityki fiskalnej państwa. Od początku kryzysu finansowego lat 2007-2009 niemiecka polityka fiskalna koncentrowała się na ograniczeniu zaciągania nowych pożyczek na poziomie federalnym i utrzymaniu zerowego poziomu zadłużenia krajów związkowych. Było to konsekwencją wprowadzenia w 2009 roku hamulca zadłużenia (*Schuldenbremse*). Celem tego instrumentu było zapewnienie długoterminowej stabilności budżetów Federacji i krajów związkowych oraz możliwości manewrowania finansowego w celu realizacji zadań państwa. Polegał on na wprowadzeniu do Ustawy Zasadniczej Republiki Federalnej Niemiec zasady zrównoważonego budżetu (art. 109 ust. 3), przy czym wpływy kredytowe nie mogą przekraczać 0,35% w stosunku do nominalnej wartości produktu krajowego brutto<sup>35</sup> oraz zezwoleniu na prowadzenie przez państwo niemieckie budżetu antycyklicznego. W sytuacjach recesji gospodarczej, klęsk żywiołowych lub sytuacji nadzwyczajnych dopuszczalne było prowadzenie deficytu strukturalnego powyżej dopuszczalnego progu 0,35% PKB<sup>36</sup>. Na początku czerwca 2020 roku podjęto decyzję w sprawie uruchomienia pakietu stymulacyjnego dla niemieckiej gospodarki opiewającego na sumę 130 mld euro. W jego skład wchodził pakiet koniunkturalny i pakiet zarządzania kryzysowego w wysokości 80 mld euro oraz pakiet na rzecz przyszłości w wysokości 50 mld euro<sup>37</sup>.

Wśród najpilniejszych wydatków znalazły się te na wzmocnienie systemu ochrony zdrowia i edukacji, na pomoc pomostową w przypadku zagrożenia niewypłacalnością przedsiębiorstw, na ratowanie firm poprzez pożyczki, gwarancje i inwestycje kapitałowe, a także na ograniczenie utraty płac poprzez dodatki za skrócony czas pracy, na pomoc rodzinom i wreszcie na wzmocnienie spójności społeczno-kulturowej. Ogromna presja wywołana tą sytuacją spowodowała, że przy zatwierdzaniu wydatków zrezygnowano ze zwyczajowego odwoływania się do zastrzeżenia rentowności finansowej. Dużym obciążeniem dla budżetów publicznych była, spowodowana załamaniem gospodarczym, utrata zaplanowanych w budżecie dochodów podatkowych<sup>38</sup>.

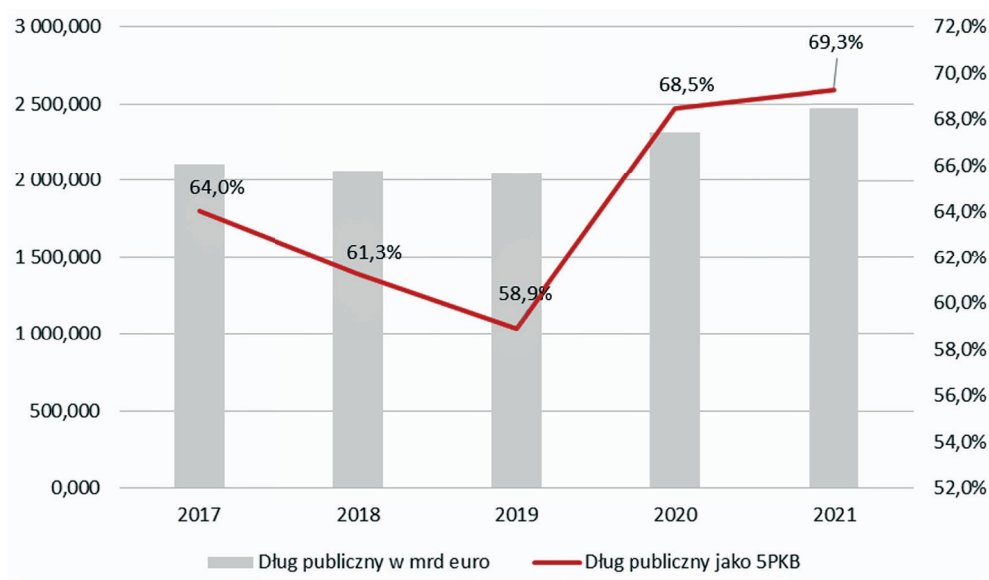
<sup>35</sup> Ustawa Zasadnicza Republiki Federalnej Niemiec, 1949, s. 551.

<sup>36</sup> K. Kamińska, *Ordoliberalizm i keynesizm – dwie sprzeczne doktryny w polityce gospodarczej powojennych Niemiec*, UOKiK, Warszawa 2018, s. 345.

<sup>37</sup> K. Kamińska, E. Kulińska-Sadłocha, dz. cyt., s. 240.

<sup>38</sup> R. Hickel, *Staatliche Kosten der Covid-19-Krise – Die Rechnung begleichen: Corona-Solidarfonds, Staatsverschuldung und Vermögensabgabe*, <https://www.alternative-wirtschaftspolitik.de/de/article/10656381.staatliche-kosten-der-covid-19-krise-die-rechnung-begleichen-corona-solidarfonds-staatsverschuldung-und-verm%C3%B6gensabgabe.html>, [dostęp: 25.03.2022].

Prowadzona od ponad 10 lat polityka gospodarcza Niemiec powoduje wzrost udziału długu publicznego w PKB ponad przewidziany w traktacie z Maastricht poziom. I tak w 2017 roku wynosił on 64,7% PKB (2, 113 mld euro) i zmniejszył się do 58,9 proc. PKB (2 047 mld euro) w 2019 roku<sup>39</sup>. Wybuch pandemii COVID-19 i jej silnie negatywny wpływ na gospodarkę oraz zagrożenie dla zdrowia obywateli spowodowały wzrost różnego rodzaju potrzeb społeczno-gospodarczych, które musiały być finansowane poprzez zaciąganie przez państwo nowego długu i zawieszenie hamulca zadłużenia. Początkowo planowane na lata 2020-2021 zawieszenie tego hamulca zostało wprowadzone w 2022 roku nie tylko ze względu na pandemię COVID-19, ale także atak Rosji na Ukrainę<sup>40</sup>. Najpierw były działania związane z pandemią, która w pierwszej połowie 2021 roku doprowadziła zadłużenie państwa niemieckiego do rekordowego poziomu – 69,3% PKB (wykres 9).



Wykres 9. Rozwój długu publicznego Niemiec w latach 2017-2021 w mld euro i jako % PKB

Źródło: Deutsche Bundesbank, Deutsche Staatsschulden steigen 2021 um 162 Milliarden Euro auf 2,48 Billionen Euro, Schuldenquote von 68,7 auf 69,3 Prozent | Deutsche Bundesbank [dostęp: 11.11.2022].

Tymczasem skutki wojny na Ukrainie, przede wszystkim kryzys energetyczny, powiększają górę zadłużenia kraju. Dopiero, gdy na początku września 2022 roku rząd federalny uchwalił trzeci pakiet pomocowy, mówiło się już

<sup>39</sup> Deutsche Bundesbank, Pressenotiz, <https://www.bundesbank.de/de/presse/presenotizen/deutsche-staatsschulden-888502>, [dostęp: 31.03.2022].

<sup>40</sup> S. Kinkartz, *Bundestag: Der Haushalt 2022 gibt Rätsel auf*, <https://www.dw.com/Bundestag:Der-Haushalt-2022-gibt-Raetsel-auf/Wirtschaft/DW> | 22.03.2022, [dostęp: 29.03.2022].

o czwartym. Teraz rząd federalny planuje „parasol obronny” wart miliardy, aby poradzić sobie z kryzysem energetycznym. To znów zwiększa presję na budżety publiczne<sup>41</sup>. Podjęcie takich kroków jest z jednej strony zrozumiałe ze względu na skalę problemów, jakie pojawiły się wraz z wybuchem pandemii, z drugiej jednak może dziwić ze względu na zmianę podejścia Niemiec do polityki budżetowej, która dotychczas charakteryzowała się skłonnością do oszczędności w zakresie wydatków<sup>42</sup>.

W pierwszej połowie 2020 roku gospodarka niemiecka załamała się w takim dużym stopniu, jak w okresie powojennym. W celu doprowadzenia do jej ożywienia rząd federalny zdecydował w czerwcu 2020 roku o uchwaleniu pakietu naprawy gospodarczej o wartości 167,3 mld euro. Łączna wielkość środków budżetowych wykorzystanych na walkę z pandemią i jej następstwami w 2020 roku wyniosła około 453 mld euro, a zakres udzielonych gwarancji 820 mld euro<sup>43</sup>. Poziom zadłużenia wzrósł o około 14,4 proc. w stosunku do roku poprzedniego. Dług publiczny wyniósł 2, 314 mld euro (68,7 proc. PKB) (zob. Wykres 9.), a zadłużenie per capita wzrosło do około 26 500 euro<sup>44</sup>.

Z powodu kryzysu pandemii COVID-19 i związanej z nim pomocy państwa, np. dodatku za pracę w niepełnym wymiarze godzin, góra zadłużenia w kryzysowym roku 2020 wzrosła o ok. 14,4 proc. w stosunku do roku poprzedniego. Dług krajowy na jednego mieszkańca wzrósł do około 28 000 euro. Dla porównania, podczas światowego kryzysu finansowego i gospodarczego w latach 2007-2012 dług wzrósł do około 2,07 biliona euro. Szybki wzrost długu publicznego spowodowany pandemią jest również widoczny w pożyczkach netto rządu federalnego, przy czym w 2020 r. pożyczki netto wyniosły około 130,5 mld EUR, po tym jak w latach 2014-2019 zawsze osiągały „czarne zero”. W 2021 roku rząd federalny również pożyczył dużą kwotę około 215 mld euro, która została wykorzystana przede wszystkim na cykliczne pakiety pomocowe<sup>45</sup>. W kolejnym roku pandemii COVID-19 niemiecki dług publiczny wzrósł o 162 mld euro do poziomu 2, 476 mld euro (obliczonego zgodnie z Traktatem z Maastricht).

<sup>41</sup> N. Buske, *So hoch ist die Staatsverschuldung in Deutschland 2022*, „Handelsblatt” 2.10.2022, <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/staatsverschuldung-und-schuldenuhr-so-hoch-ist-die-staatsverschuldung-in-deutschland-2022/26273814.html> [dostęp: 02.11.2022].

<sup>42</sup> K. Kamińska, E. Kulińska-Sadłocha, *Wpływ finansowania działań antycovidowych na dług publiczny państwa – przypadek Polski i Niemiec*, in: *Społeczna Gospodarka Rynkowa – ustrojowa przyszłość*, E. Mączyńska, P. Pysz (eds.), Wydawnictwo Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2022, s. 114.

<sup>43</sup> K. Kamińska, E. Kulińska-Sadłocha, dz. cyt., 2021, s. 115.

<sup>44</sup> Statista, Statistiken zur Staatsverschuldung, [https://de.statista.com/themen/90/staatsverschuldung/#topicHeader\\_\\_wrapper](https://de.statista.com/themen/90/staatsverschuldung/#topicHeader__wrapper) [dostęp: 11.11.2022].

<sup>45</sup> Tamże.

Wzrost ten był mniejszy niż w pierwszym roku pandemii, kiedy to dług publiczny wzrósł o 267 mld euro. Wskaźnik zadłużenia, czyli dług do nominalnego produktu krajowego brutto (PKB), wzrósł o 0,6 punktu procentowego do 69,3% w 2021 r. Zarówno w 2020, jak i w 2021 roku wskaźnik zadłużenia był powyżej wartości referencyjnej określonej w Traktacie z Maastricht, wynoszącej 60 procent. Wskaźnik zadłużenia wzrósł tylko nieznacznie, ponieważ nominalny PKB wzrósł znacząco (+6 procent), również w wyniku wzrostu cen. Silny wzrost PKB obniżył wskaźnik zadłużenia o 4 punkty procentowe<sup>46</sup>. Według wstępnych obliczeń Federalnego Urzędu Statystycznego (Destatis) produkt krajowy brutto (PKB) skorygowany o ceny był w 2021 roku o 2,7 procent wyższy niż w roku 2020 (również po uwzględnieniu efektów kalendarzowych). Prezes Federalnego Urzędu Statystycznego – G. Thiel wskazał, że na rozwój gospodarczy w 2021 roku duży wpływ miała również infekcja wirusowa i towarzyszące jej działania ochronne. Jego zdaniem, mimo trwającej pandemii i rosnących braków w zaopatrzeniu i materiałach, gospodarka niemiecka zdołała wyjść z załamania w 2021 roku, choć produkcja gospodarcza nie powróciła jeszcze do poziomu sprzed kryzysu. W porównaniu z rokiem 2019, czyli rokiem poprzedzającym wybuch pandemii Covid-19, PKB w 2021 roku był nadal o 2,0 procent niższy<sup>47</sup>.

Zdecydowana większość wzrostu zadłużenia w 2021 r. miała swoje źródło w deficycie sektora instytucji rządowych i samorządowych w wysokości 132 mld euro. Z pozostałego nowego długu państwo finansowało akumulację aktywów finansowych. Z jednej strony depozyty budżetu państwa w bankach wzrosły o 19 mld euro. Z drugiej strony rząd federalny wykorzystał w szczególności środki na pożyczki pomocowe w związku z pandemią wirusa Covid-19 (*Corona-Hilfskredite*) oraz udziały państwa w przedsiębiorstwach. Przeciwwagę stanowiły pierwsze znaczące spłaty kredytów udzielonych w ramach poprzednich programów pomocowych<sup>48</sup>. Budżet podstawowy na rok 2022 przewiduje wydatki w wysokości 457,6 mld euro i 99,7 mld euro nowego zadłużenia<sup>49</sup>. Dług publiczny Niemiec wzrósł w pierwszej połowie 2022 roku do 2,34 bln euro. Jak podał Federalny Urząd Statystyczny, dług publiczny wzrósł o jeden procent w porównaniu z końcem 2021 roku - i tym samym do nowego rekordowego poziomu.

<sup>46</sup> Deutsche Bundesbank, Pressenotiz, <https://www.bundesbank.de/de/presse/pressenotizen/deutsche-staatsschulden-888502>, [dostęp: 31.03.2022].

<sup>47</sup> Statistisches Bundesamt, *Pressemitteilung*, Nr 020 vom 14. Januar 2022, [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/01/PD22\\_020\\_811.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/01/PD22_020_811.html), [dostęp: 28.11.2022].

<sup>48</sup> Deutsche Bundesbank, dz. cyt.

<sup>49</sup> S. Kinkartz, *Bundestag: Der Haushalt 2022 gibt Rätsel auf*, <https://www.dw.com/Bundestag:Der-Haushalt-2022-gibt-Raetsel-auf-Wirtschaft-DW-22.03.2022>, [dostęp: 29.03.2022].



Dług publiczny Niemiec dzieli się na następujące pozycje:

- 1,57 biliona euro długu jest winien rząd federalny.
- 632,6 mld euro są winne kraje związkowe.
- 137,1 mld euro przypada na gminy i związki komunalne.

System ubezpieczeń społecznych ma najmniejszy udział w zadłużeniu, na poziomie 36 mld euro<sup>50</sup>.

W związku z koniecznością podjęcia działań zapobiegających wzrostowi cen energii, a następnie ich obniżeniu, niemiecki Bundestag uruchomił planowany przez rząd „parasol obronny” podczas obecnego kryzysu wywołanego wojną w Ukrainie. Spowodowało to zniesienie hamulca zadłużenia na kolejny rok z rządu, co tłumaczone jest jako dopuszczalne w „wyjątkowej sytuacji nadzwyczajnej”. Rząd federalny uzasadnia ponowne zniesienie hamulca zadłużenia skutkami rosyjskiej wojny napastniczej na Ukrainie dla cen energii. W decyzji stwierdza się, że drastyczny wzrost cen energii stanowi znaczne obciążenie dla ludności i przedsiębiorstw w Niemczech, w niektórych przypadkach zagrażając ich istnieniu. Planuje się wpłacenie 200 mld euro do Funduszu Stabilizacji Gospodarczej (WSF- *Wirtschaftsstabilisierungsfonds*), pochodzącego jeszcze z czasów pandemii COVID-19 i finansowanego z pożyczek, oraz jego przeformułowanie w roku 2022. Środki te mogą być wykorzystane do połowy 2024 roku. Oprócz hamulca cenowego dla gazu finansowane mają być części hamulca cenowego dla energii elektrycznej, który również jest planowany, a także pomoc dla firm i stabilizacja importerów gazu, którzy popadli w kłopoty z powodu kryzysu energetycznego. Ostra krytyka tego rozwiązania wyszła ze strony frakcji parlamentarnych CDU/CSU i Lewicy, które mówią wprost, że jest to „puste zobowiązanie”, którego domaga się rząd. Rozwiązanie to jest jednak nadal w trakcie przygotowania<sup>51</sup>.

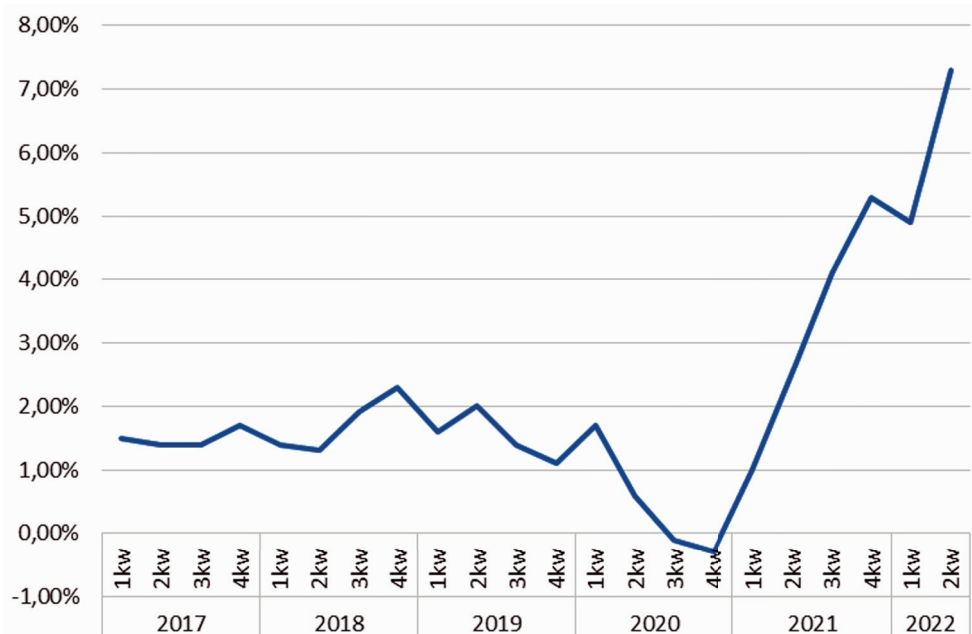
Dług publiczny Niemiec w pierwszym kwartale 2022 roku wyniósł 68,2% PKB<sup>52</sup>.

Innym, ważnym problem występującym w gospodarce niemieckiej jest rosnąca inflacja (patrz wykres 10). W pierwszym kwartale 2017 wyniosła ona 1,5%, a następnie jej wartość wzrastała do 2,3% w 4 kwartale roku 2018.

<sup>50</sup> N. Buske, *So hoch ist die Staatsverschuldung in Deutschland 2022*, „Handelsblatt” 2.10.2022, <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/staatsverschuldung-und-schuldenuhr-so-hoch-ist-die-staatsverschuldung-in-deutschland-2022/26273814.html>, [dostęp: 02.11.2022].

<sup>51</sup> Deutsche Welle, <https://www.dw.com/de/bundestag-beschlie%C3%9Ft-200-milliarden-a-bwehrschirm/a-63517660>, [dostęp: 14.11.2022].

<sup>52</sup> Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych II kw./2022*, „Biuletyn kwartalny”, 4/2022, s. 6.



Wykres 10. Dynamika stopy inflacji w % w latach 2017 – 2022

Źródło: Trading Economics, <https://pl.tradingeconomics.com/germany/government-budget-value> [dostęp: 30.11.2022].

Największe tempo wzrostu inflacji zaczyna się od 3 kwartału roku 2021 – 4,1%. Roczna stopa inflacji w Niemczech wyniosła 7,3% w 2 kwartale roku 2022 i wzrosła do 10,4% w październiku 2022 r., wyrównując wstępny odczyt i osiągnąjąc najwyższy poziom od czasu istnienia Niemieckiej Republiki Federalnej, w obliczu słabości euro, pogłębiającego się kryzysu energetycznego i utrzymujących się problemów z łańcuchem dostaw. Inflacja towarowa wzrosła do 17,8% w październiku 2022 roku z 17,2% miesiąc wcześniej, do czego przyczyniły się wysokie koszty energii (43,0% wobec 43,9% we wrześniu) oraz przyspieszenie cen żywności (20,3% wobec 18,7%). Przyspieszyły również koszty usług (4,0% wobec 3,6%), a ceny najmu wzrosły o 1,8%. Mocno wzrosły ceny produktów energetycznych, zwłaszcza gazu ziemnego (109,8%), oleju opałowego (35,6%), energii elektrycznej (26,0%) i paliw silnikowych (22,3%). W ujęciu miesięcznym ceny konsumpcyjne w październiku wzrosły o 0,9%. Wskaźnik CPI, zharmonizowany w celu porównania z innymi krajami europejskimi, wzrósł o 11,6% w skali roku, co stanowi najwyższy poziom w historii; i wzrósł o 1,1% miesiąc do miesiąca<sup>53</sup>. Rząd niemiecki poszukuje skutecznych sposobów na ograniczenie poziomu inflacji. Na szczególną uwagę zasługuje idea negocjacji z partnerami społecznymi

<sup>53</sup> Statistisches Bundesamt, *Pressemitteilungen*, [https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Preise/Verbraucherpreisindex/\\_inhalt.html](https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Preise/Verbraucherpreisindex/_inhalt.html), [dostęp: 13.11.2022].

znana jako wspólna akcja (*Konzertierte Aktion, KA*), zapoczątkowana w 1967 roku przez socjaldemokratycznego ministra gospodarki Karla Schillera. Nie przybrała ona jednak trwałego charakteru. Obecny – antyinflacyjny – KA rozpoczął się 4 lipca 2022 r. od spotkania stron w Urzędzie Kanclerskim. Rozmowy będą kontynuowane jesienią, gdy pojawi się więcej danych na temat skali kryzysu, z jakim borykają się Niemcy. Jej punktem wyjścia ma być dyskusja o płacach, ale w rzeczywistości inicjatywa ma znacznie poważniejszy cel, którym jest z jednej strony koordynacja polityki gospodarczej w obliczu kryzysów, a z drugiej przebudowa niemieckiego modelu gospodarczego<sup>54</sup>. Jeśli chodzi o ocenę wiarygodności kredytowej i wypłacalności Niemiec dokonywanej przez agencje ratingowe, należy zauważyć, że oceny te są stabilne od ponad 10 lat i kształtują się na poziomie Aaa (Moody's, S&P oraz Fitch).

## Podsumowanie

Pandemia COVID-19, a następnie rozpoczęta 24 lutego 2022 roku wkroczeniem wojsk rosyjskich wojna na Ukrainie spowodowały zakłócenia w łańcuchach dostaw, szereg ograniczeń w wymianie handlowej czy inwestycjach, wzrost cen energii, surowców i żywności. Polska z racji położenia geograficznego została narażona na bezpośrednie skutki konfliktu w znacznie większym stopniu niż Niemcy. Złoty uległ istotnej deprecjacji w stosunku do EURO i USD, a wysoka inflacja spowodowała zaostrzenie polityki pieniężnej przez NBP. By sfinansować działania łagodzące skutki i konsekwencje ekonomiczne pandemii oraz konfliktu zbrojnego, polski rząd zaciągnął zobowiązania w postaci emisji obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa, których wartość spowodowała wzrost długu wszystkich instytucji rządowych oraz samorządowych (ang. *general government debt*), na koniec drugiego kwartału 2022 roku o 408 mld PLN, tj. o 39% w stosunku do końca 2019 roku. Przy rosnącej inflacji i stopach procentowych, a także wzroście awersji do ryzyka w kolejnych miesiącach i latach będzie następował wzrost kosztów obsługi zadłużenia, a tym samym obciążenia budżetu państwa. Jednocześnie wyższe oprocentowanie nie jest gwarantem zakupu obligacji przez inwestorów, na których decyzje wpływ ma wiarygodność kredytowa i wypłacalność kraju. Finansowanie pomocy Ukrainie, a także kolejnych działań polskiego rządu mających na celu łagodzenie negatywnego oddziaływania skutków konfliktu na społeczeństwo będzie wymagało dalszego zadłużania. Głównym zadaniem w ramach zapewnienia bezpieczeństwa finansowego będzie

<sup>54</sup> S. Płóciennik, *Czas gołębi: ostrożna walka Niemców z inflacją*, OSW, <https://www.osw.waw.pl/pl/publikacje/komentarze-osw/2022-08-18/czas-golebi-ostrozna-walka-niemcow-z-inflacja>, [dostęp: 18.11.2022].

utrzymanie zdolności do niezakłóconej obsługi zadłużenia bez drastycznego ograniczania wydatków czy zwiększania dochodów budżetowych, np. poprzez zwiększanie obciążeń podatkowych, a przede wszystkim utrzymanie stabilności sektora finansowego.

W przypadku Niemiec natomiast nastąpiła zasadnicza zmiana paradygmatu polityki budżetowej. Załamanie gospodarki było tak duże, że konieczne było uruchomienie pakietu pobudzania koniunktury. W 2021 roku zadłużenie państwa wyniosło o 429 mld euro, co stanowiło wzrost o 20,9% w stosunku do końca roku 2019. Dalszym utrudnieniem w redukcji poziomu zadłużenia w Niemczech jest fakt, że niemiecka gospodarka boryka się obecnie z najwyższą od 70 lat inflacją, która w październiku 2022 roku wyniosła 10,4%. Głównymi przyczynami tak wysokiej inflacji są duże wzrosty cen produktów energetycznych. Jednak coraz częściej można zaobserwować również wzrost cen wielu innych towarów i usług. Rosnące ceny żywności są jednak szczególnie odczuwalne przez gospodarstwa domowe. Jak dalej podaje Federalny Urząd Statystyczny (Destatis), ceny konsumpcyjne w październiku 2022 roku wzrosły o 0,9 procent w porównaniu do września 2022 roku<sup>55</sup>. Rząd niemiecki próbuje obniżyć poziom inflacji używając nawet instrumentów popularnych pod koniec lat 60. XX wieku, jakim jest idea negocjacji z partnerami społecznymi znana jako wspólna akcja (*Konzertierte Aktion*, KA). Jej celem może być rzeczywiście walką z inflacją, ale także przebudowa niemieckiego modelu gospodarczego w kierunku modelu charakteryzującego się większym niż dotychczas poziomem interwencjonizmu państwowego.

## Bibliografia

- BGK, *Obligacje na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19*, Bank Gospodarstwa Krajowego, <https://www.bgk.pl/dla-klienta/relacje-inwestorskie/emisje-obligacji-bgk/obligacje-na-rzecz-funduszu-przeciwdzialania-covid-19/#c14638>, [dostęp: 28.11.2022].
- Buske N., *So hoch ist die Staatsverschuldung in Deutschland 2022*, „Handelsblatt” 2.10.2022, <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/staatsverschuldung-und-schuldenuhr-so-hoch-ist-die-staatsverschuldung-in-deutschland-2022/26273814.html> [dostęp: 02.11.2022].
- Deutsche Bundesbank, Pressenotiz, <https://www.bundesbank.de/de/presse/pressemitteilungen/deutsche-staatsschulden-888502>, [dostęp: 31.03.2022].
- Deutsche Welle, <https://www.dw.com/de/bundestag-beschlie%C3%9Ft-200-milliarden-abwehrschirm/a-63517660>, [dostęp: 14.11.2022].
- Dobrzańska A., Kosycarz E., Pietrzak B., *Stabilność systemu finansowego w gospodarce – rozważania teoretyczne i praktyczne aspekty*, w: red. Alińska A., Wasiak K., *Mechanizmy stabilności systemu finansowego*, Beck 2017.

<sup>55</sup> Statistisches Bundesamt, *Pressemitteilungen*, [https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Preise/Verbraucherpreisindex/\\_inhalt.html](https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Preise/Verbraucherpreisindex/_inhalt.html), [dostęp: 13.11.2022].

- Federal Ministry of Finance, *German Stability Programme. 2017 Update*, <https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2017-european-semester-stability-programme-germany-en.pdf>, [dostęp: 30.11.2022].
- Hickel R., *Staatliche Kosten der Covid-19-Krise – Die Rechnung begleichen: Corona-Solidarfonds, Staatsverschuldung und Vermögensabgabe*, <https://www.alternative-wirtschaftspolitik.de/de/article/10656381.staatliche-kosten-der-covid-19-krise-die-rechnung-begleichen-corona-solidarfonds-staatsverschuldung-und-verm%C3%B6gensabgabe.html>, [dostęp: 25.03.2022].
- Jajuga K., *Elementy nauki o finansach. Kategorie i instrumenty finansowe*, PWE, Warszawa 2007.
- Jakubczak R., Flis J. (red.), *Bezpieczeństwo narodowe Polski w XX wieku. Wyzwania i strategie*, 29 Warszawa 2006.
- Kalata A., Nowakowski Z., Protasowicki I., *Determinanty bezpieczeństwa ekonomicznego Polski* [w:] *Współczesne wyzwania polityki bezpieczeństwa – wybrane zagadnienia*, red. M. Ilnicki, Z. Nowakowski, Warszawa 2014, [https://www.researchgate.net/profile/Igor-Protasowicki-2/publication/263571152\\_Determinanty\\_bezpieczenstwa\\_ekonomicznego\\_Polski/links/02e-7e53b41a652fa30000000/Determinanty-bezpieczenstwa-ekonomicznego-Polski.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Igor-Protasowicki-2/publication/263571152_Determinanty_bezpieczenstwa_ekonomicznego_Polski/links/02e-7e53b41a652fa30000000/Determinanty-bezpieczenstwa-ekonomicznego-Polski.pdf), [dostęp 14.10.2022].
- Kamińska K., Kulińska-Sadłocha E., *Źródła finansowania działań antycovidowych w Polsce i Niemczech w: Społeczna Gospodarka Rynekowa w dobie pandemii i postpandemii*, red. E. Mączyńska, P. Pysz, Wydawnictwo Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2021.
- Kiedrowska M., Marszałek P., *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia cz. I*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 3.
- Kinkartz S., *Bundestag: Der Haushalt 2022 gibt Rätsel auf*, <https://www.dw.com/Bundestag: Der Haushalt 2022 gibt Rätsel auf | Wirtschaft | DW | 22.03.2022>, [dostęp: 29.03.2022].
- Kucia-Guściora B., *Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 – antidotum finansowe na czas pandemii*, „Kwartalnik Prawno-Finansowy” 2020, nr 1.
- Leszczyńska M., *Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa a rozwój gospodarki i społeczeństwa*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy”, nr 56 (4/2018), Rzeszów 2018.
- Leszczyński M., *Bezpieczeństwo ekonomiczne państwa w warunkach finansyzacji*, „Doctrina. Studia społeczno-polityczne” 15/2018, Siedlce 2018.
- Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie Skarbu Państwa 8/2022*, <https://www.gov.pl/web/finanse/zadluzenie-skarbu-panstwa> [dostęp: 29.11.2022].
- Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych II kw./2022*, „Biuletyn kwartalny”, 4/2022.
- Misiąg W., *Wpływ pandemii COVID-19 na polskie finanse publiczne – źródła finansowania, wydatki, procedury*, „Kwartalnik Prawno-Finansowy” 2020, nr 1.
- NBP, *Raporty o stabilności systemu finansowego, grudzień 2017, 2018, 2019, 2020, 2021*, <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html> [dostęp: 28.11.2022].
- Nowakowski Z., *Bezpieczeństwo państwa w koncepcjach programowych partii parlamentarnych 1 w Polsce po 1989 roku*, Warszawa 2009.
- Ostrzeżenie dla rządu PiS. Agencja ratingowa grozi nam palcem., <https://www.money.pl/gospodarka/ostrzezenie-dla-rzadu-pis-agencja-ratingowa-grozi-nam-palcem-6727715383196513a.html> [dostęp: 28.11.2022].
- PFR, *Obligacje PFR*, <https://pfrsa.pl/relacje-inwestorskie/obligacje-pfr.html> [dostęp: 28.10.2022].
- Plóciennik S., *Czas gołębi: ostrożna walka Niemców z inflacją*, OSW, <https://www.osw.waw.pl/pl/publikacje/komentarze-osw/2022-08-18/czas-golebi-ostrozna-walka-niemcow-z-inflacja>, [dostęp: 18.11.2022].

- Raczkowski K., *Bezpieczeństwo finansowe*, w: J. Płaczek (red.), *Ekonomika bezpieczeństwa państwa w zarysie*, Difin, Warszawa 2014.
- Stachowiak Z., *Teoria i praktyka mechanizmu bezpieczeństwa ekonomicznego państwa. Ujęcie instytucjonalne*, Warszawa 2012.
- Statista, *Statistiken zur Staatsverschuldung*, [https://de.statista.com/themen/90/staatsverschuldung/#topicHeader\\_\\_wrapper](https://de.statista.com/themen/90/staatsverschuldung/#topicHeader__wrapper) [dostęp: 11.11.2022].
- Statistisches Bundesamt, *Pressemitteilung, Nr 020 vom 14. Januar 2022*, [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/01/PD22\\_020\\_811.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/01/PD22_020_811.html), [dostęp: 28.11.2022].
- Zięba R., *O tożsamości nauk o bezpieczeństwie*, „Zeszyty Naukowe AON” 2012.
- Zioło M., Spoz A., Kulińska-Sadłocha E., *Zrównoważone rynki finansowe. Perspektywa krajowa i międzynarodowa*, PWE, Warszawa 2021.