



**CENTRUM
POLITYK
PUBLICZNYCH**

Podział manny z nieba

**Wpływ polityk NBP na marże odsetkowe
sektora bankowego w Polsce i argumentacja
za podatkiem od zysków nadzwyczajnych**

**Michał Możdżeń
Maciej Grodzicki**

Working Paper 1/2025

Kraków, maj 2025

Spis treści

Abstrakt.....	3
Wprowadzenie.....	3
Kontekst zysków banków	5
Model manny z nieba	9
Strategia i wyniki estymacji.....	10
Postulat dla polityk publicznych – podatek od zysków nadzwyczajnych.....	18
Dyskusja – regulacja marż jako alternatywa dla podatku	20
Podsumowanie.....	22
Literatura.....	24

Abstrakt

Dyskusja na temat przyczyn i adekwatnych reakcji na globalny szok inflacyjny, który obserwowaliśmy w ostatnich latach, wciąż się nie zakończyła. Uznanie inflacji w głównej mierze za zjawisko popytowe lub kosztowe (konfliktowe) prowadzi do różnych konkluzji w zakresie prawidłowych metod jej przeciwdziałania. Głównym przedmiotem kontrowersji pozostaje, niezmiennie, skuteczność i konsekwencje polityki podwyższania stóp procentowych w odpowiedzi na inflację. W warstwie fundamentalnej trwa dyskusja na temat dystrybucyjnych konsekwencji wysokich stóp procentowych, których jednym z celów jest ochrona realnej wartości majątku rentierów. Równolegle toczona jest debata na temat skali i źródeł wzrostu zysków banków w większości krajów, co jest bezpośrednią konsekwencją podwyższania stóp, wpływającego na oprocentowanie aktywów i zobowiązań banków w sposób niesymetryczny zwiększając ich marże odsetkowe. Bazując na zagregowanych danych sektora bankowego przedstawiamy szacunek skali wpływu stóp na marże odsetkowe banków w Polsce, uzupełniając go o argumenty na temat szczególnej roli tzw. strukturalnej nadpłynności sektora i jej relacji z polityką zarządzania rezerwami zagranicznymi NBP, przez co sektor funkcjonuje w warunkach tzw. nadmiernych rezerw (Lavoie 2024). Przedstawiamy wniosek dla polityk publicznych, wskazujący na użyteczność zastosowania instrumentu podatku od zysków nadzwyczajnych (*windfall tax*), w celu redystrybucji części „manny z nieba” – uzyskiwanej przez banki w efekcie polityki NBP – do sektora publicznego. Przedstawiamy też teoretyczne argumenty przeciwko rozwiązaniu w postaci agresywnej kontroli wysokości odsetek kredytowych (pośrednio również przeciwko wakacjom kredytowym).

Wprowadzenie

Szoki inflacyjne lat 2021 i 2022 wywołały w bardzo wielu krajach gwałtowne dostosowania zarówno po stronie podmiotów sektora prywatnego, jak i w zakresie stosowanych instrumentów polityk publicznych. W okresie bezpośrednio następującym po szokach obserwowaliśmy – pchany wzrostem kosztów energii i importu – szybki wzrost zysków firm oraz udziałów zysków w PKB (Lavoie 2023a, 2023b). W niektórych sektorach

obserwowaliśmy również wzrost marż. Trwa dyskusja na temat zaistnienia w ostatnich latach zjawiska „inflacji sprzedawców”, w warunkach której firmy podnoszą marże w sytuacji zwiększonej łatwości przerzucania kosztów na klientów (Bivens 2022; Weber i Wasner 2023; Storm 2023; Gallo i Rochon 2024), co można uznać za równoważne czasowemu zwiększeniu rynkowej siły monopolistycznej przedsiębiorstw (Kalecki 1971).

Po stronie reakcji polityk publicznych rządy uruchomiły wiele instrumentów, które nie były w użyciu od dekad. Rozliczne tarcze antyinflacyjne, czy energetyczne uruchamiane były w większości krajów rozwiniętych (Sgaravatti, Tagliapietra, Trasi, Zachmann 2021). Także w Polsce zrealizowanych zostało wiele inicjatyw politycznych mających na celu złagodzenie wpływu szoku cenowego na sytuację gospodarstw domowych, firm i innych instytucji (Grodzicki, Możdżeń, Surmacz 2023; Grodzicki, Możdżeń, Szpor 2023). W efekcie obserwacji podwyższonych zysków i marż, szczególnie w sektorze energetycznym, wiele krajów zdecydowało się na uruchomienie dawno nie wykorzystywanego instrumentu i wprowadzenie podatków od zysków nadzwyczajnych. Działania w tym zakresie były również inicjowane na poziomie Unii Europejskiej (REPowerEU 2022).

Jedną z najważniejszych reakcji w obszarze polityki gospodarczej na szok inflacyjny były skoordynowane i prawie powszechne podwyżki stóp procentowych wprowadzane przez banki centralne na całym świecie. Skala podwyżek nie miała żadnego precedensu w ostatnich dekadach. Wielu ekonomistów, w tym bankowe zespoły analityczne, wypowiadały się za podwyżkami stóp już od drugiej połowy 2021 r. argumentując je koniecznością przeciwdziałania inflacji (Bolhuis, Cramer, Summers, Parsons 2022). Nie brakowało jednak głosów, że w obliczu szoku inflacyjnego, który ma przede wszystkim charakter kosztowy, bardziej adekwatne jest spojrzenie na nią z perspektywy konfliktowej (Hein 2023; Vernengo, Perez Caldentey 2023; Rowthorn 2024). Oznacza to też skupienie się na dystrybucyjnych efektach narzędzi walki z inflacją, jakimi są stopy procentowe banków centralnych ustalone w celu utrzymania realnej wartości aktywów finansowych rentierów (Botta, Caverzasi, Russo 2024, Durand 2022). W procesie transferu dochodów od kredytobiorców do podmiotów utrzymujących oszczędności istotnym beneficjentem są pośredniczące w nim banki. Celem tego tekstu jest wskazanie mechanizmu pozwalającego na uzyskiwanie przez polskie banki zysków nadzwyczajnych w ostatnich

latach i oszacowanie skali wpływu na nie polityki stóp procentowych oraz zarządzania aktywami (rezerwami zagranicznymi i aktywami krajowymi) przez NBP. Ponadto przedstawiamy preferowaną interpretację tego zjawiska wskazującą na możliwość wykorzystania podatku od nadmiarowych zysków, które – dopóki panuje reżim podwyższonych stóp procentowych – stanowią, zdaniem autorów, lepsze rozwiązanie problemu nadzwyczajnych zysków, niż agresywna kontrola oprocentowania kredytów.

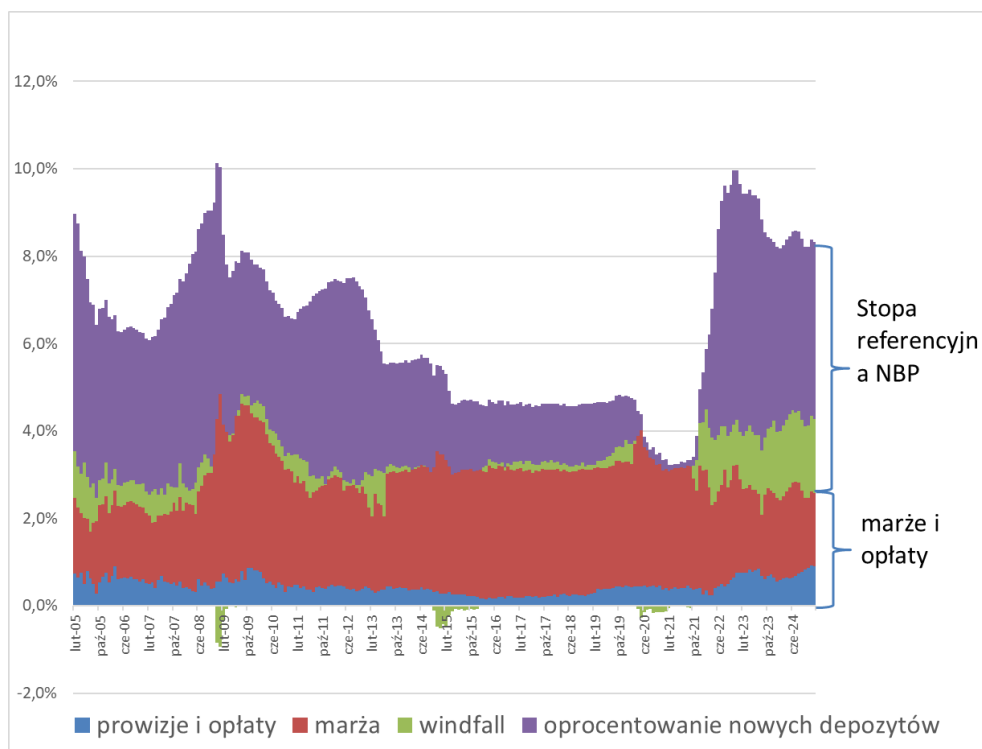
Tekst podzielony jest na 4 części. W pierwszej przedstawiamy kontekst wzrostu zysków banków w Polsce w ostatnich latach i jego wybrane konsekwencje. Druga część poświęcona jest analizie źródeł zysków bankowych leżących po stronie polityki monetarnej. Trzecia część zawiera rekomendacje dla polityk publicznych w postaci wprowadzenia podatku od zysków nadzwyczajnych. Tekst zamyka dyskusja, w której przedstawiamy argumenty przeciwko agresywnej polityce kontroli oprocentowania kredytów.

Kontekst zysków banków

Mimo że nie jest to temat często poruszany w debacie głównego nurtu ekonomii, niezaprzeczalny jest fakt, że polityka stóp procentowych wywołuje konsekwencje dystrybucyjne, choć dyskusja na temat ich kierunku i skali, które są makroekonomicznie i instytucjonalnie kontekstowe się nasila (Raczyński 2022). Należy przede wszystkim odnotować, że dystrybucja przy pomocy stóp odbywa się dwoma kanałami – makroekonomicznym, wynikającym z potencjału wpływania przez stopy na koniunkturę, oraz bezpośrednim finansowym, jako że stopy procentowe regulują stopę zwrotu z majątku finansowego. W debacie naukowej często pomijana jest jednak rola pośredników w tym procesie dystrybucji finansowej, czyli banków. Obserwacja danych pozwala stwierdzić jednoznacznie, że elastyczność odsetek od depozytów względem poziomu stóp procentowych jest wyraźnie niższa niż odsetek od kredytów, które reagują na administracyjną stopę procentową w zasadzie mechanicznie i proporcjonalnie. W efekcie wysokie stopy procentowe generują dla banków dynamiczny strumień zysków odsetkowych.

Ten mechanizm, z uwzględnieniem pewnej specyfiki polskiego sektora bankowego polegającej na tzw. strukturalnej nadpłynności, wydaje się tłumaczyć wzrost zysków sektora w latach 2023-2025. Nazwaliśmy to zjawisko w tekście publicystycznym „manną z nieba” (Grodzicki, Możdżeń 2025) – określenie zaczęło funkcjonować w krajowej debacie politycznej i eksperckiej (Pekao 2025).

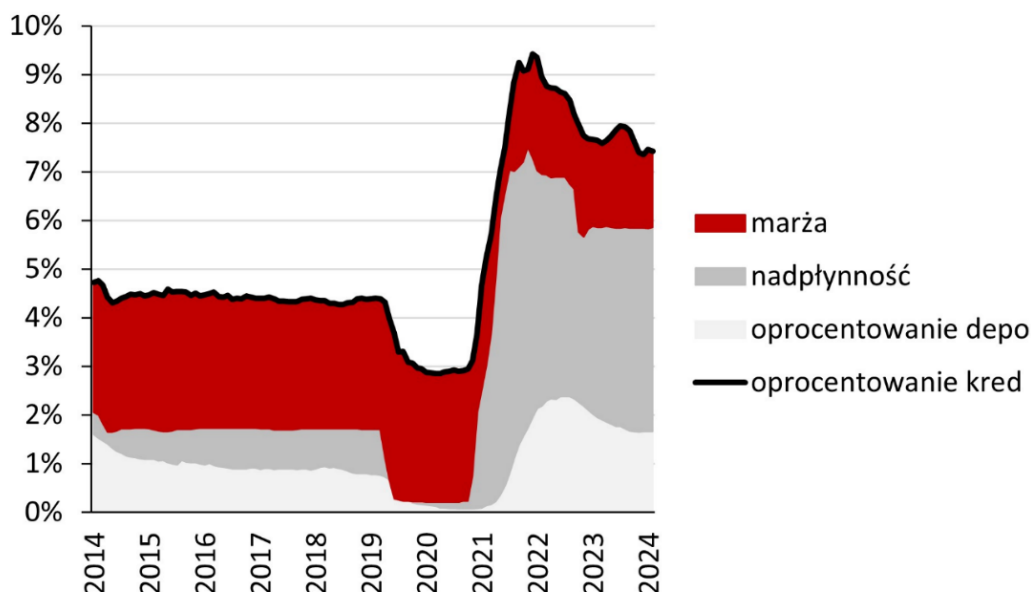
Wykres 1. Oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych w PLN – dekompozycja z uwzględnieniem oprocentowania nowych depozytów



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 1 przedstawia wyraźnie, jak wzrost stóp procentowych NBP przełożył się na podwyższenie, zarówno oprocentowania kredytów, jak i różnicy między nim a oprocentowaniem nowych depozytów. Uwzględniając fakt, że oprocentowanie nowych depozytów jest bardziej elastyczne względem stopy referencyjnej niż starych, a większość kredytów oparta jest o zmienne oprocentowanie, różnica między oprocentowaniem wszystkich kredytów i wszystkich depozytów (od teraz zgodnie z konwencją będziemy ją nazywać marżą odsetkową netto) jest jeszcze wyższa, co raportuje przywoływany raport Pekao (wykres 2).

Wykres 2. Oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych w PLN – dekompozycja z uwzględnieniem oprocentowania wszystkich depozytów



Źródło: Pekao 2025.

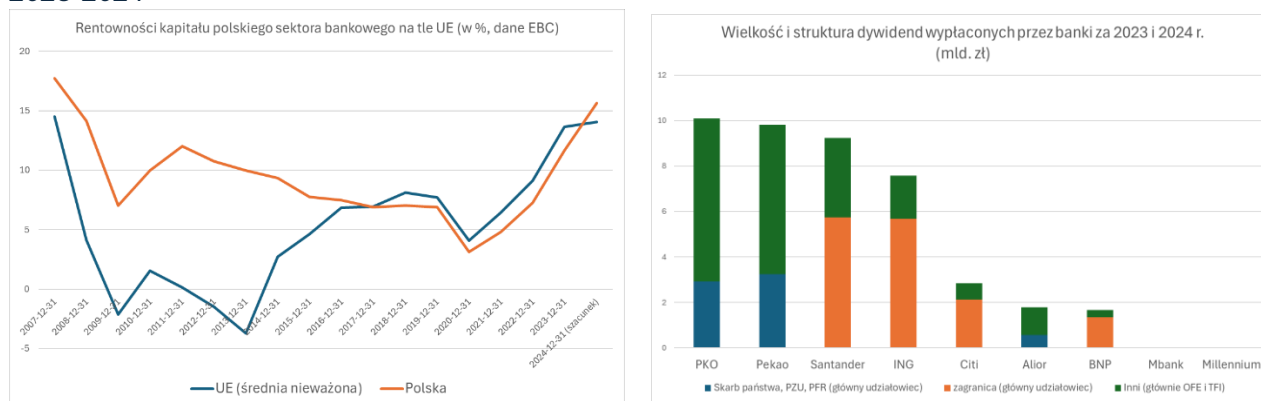
Jak wskazuje raport wzrost marży odsetkowej netto można łączyć ze zjawiskiem zwanym „nadpłynnością” sektora, która ma charakter strukturalny i powoduje, że banki nie muszą aktywnie poszukiwać depozytów. Naszym zdaniem jest to adekwatne określenie, pod warunkiem przyjęcia założenia, że nadpłynność ma dwa źródła: strukturalne, związane z napływem płynności do banków w wyniku polityki zarządzania rezerwami walutowymi NBP i cykliczne, związane ze spadkiem dynamiki akcji kredytowej w warunkach wysokich stóp procentowych.

Nadpłynność polega na tym, że sektor posiada więcej płynnych środków niż wynika z wymagań rezerwy obowiązkowej, co pozwala bankom zwiększać akcję kredytową bez konieczności uciekania się do poszukiwania płynności w banku centralnym z wykorzystaniem operacji repo – czyli pożyczek pod zastaw długoterminowych aktywów. Jest to specyfika, która nosi różne nazwy. Komunikaty Fed określają ją jako sytuację, w której banki mają „*ample liquidity*”. W literaturze pojawia się określenie „*excess reserves*” (Lavoie 2022). W tych warunkach bank centralny operuje z reguły w tzw. reżimie podłogi (*floor system*), w którym występuje presja na spadek stopy procentowej poniżej poziomu referencyjnego, a jego utrzymanie wymaga zapewnienia bankom poziomu zwrotu z nadmiarowej płynności w wysokości stopy referencyjnej (Lavoie 2022). NBP w tym celu wykorzystuje krótkoterminowe bony pieniężne. Dlatego w tekście to ich

wartość będzie stanowiło przybliżenie poziomu nadpłynności sektora. Przyczyną nadpłynności może być tylko działanie banku centralnego stanowiącego jedyne źródło waluty rezerwowej. W polskim przypadku waluta jest emitowana historycznie poprzez zakup rezerw zagranicznych, a w okresie 2020-2021 – również poprzez skup obligacji rządowych od banków komercyjnych.

Marża odsetkowa netto wzrosła więc w następstwie podwyżki stóp procentowych w warunkach wysokiej nadpłynności sektora. W efekcie wzrostu marży odsetkowej zyski banków bardzo wyraźnie się podniosły, pozwalając, pomimo równoległego zaostrzenia regulacyjnych wymogów kapitałowych dla banków, na ponad dwukrotny wzrost rentowności kapitału (ROE) w porównaniu do lat 2015-2019 (wykres 3 – lewa strona). W efekcie banki wypłaciły rekordowe dywidendy, które za lata 2023-2024 osiągnęły dotąd 43 mld zł, czyli więcej niż 0,5% PKB. 15 mld zł, czyli ponad jedna trzecia tej kwoty trafiła do zagranicznych właścicieli kapitału w polskim sektorze bankowym (wykres 3 – prawa strona).

Wykres 3. ROE polskiego sektora bankowego na tle średniej UE i dystrybucja dywidend za lata 2023-2024



Źródło: opracowanie własne.

W dalszej części tekstu dokonujemy oceny, na ile rzeczywiście prowadzona przez NBP polityka pieniężna zdeterminowała ten stan rzeczy. W tym celu tworzymy prosty model teoretyczny i weryfikujemy go na danych polskiego sektora bankowego dostarczanych przez NBP.

Model manny z nieba

W tej części przedstawiamy prosty model marży odsetkowej netto, która stanowi podstawowe źródło zysków banków.

Zdefiniujemy marżę odsetkową netto (MON) jako różnicę między oprocentowaniem aktywów odsetkowych banków a oprocentowaniem depozytów:

$$MON = OA - KOA \quad (1)$$

Gdzie:

OA – miesięczne oprocentowanie aktywów (przychody odsetkowe podzielone przez wartość aktywów odsetkowych)

KOA – miesięczne koszty oprocentowania aktywów (koszty odsetkowe podzielone przez wartość aktywów odsetkowych)

Zakładamy, że oprocentowaniem kredytów zarządza krótkookresowa stopa procentowa:

$$OA = \alpha_1 + \alpha_2 * REF \quad (2)$$

Gdzie:

REF – stopa referencyjna banku centralnego – kontrolowana przez NBP

α_1 – bazowe oprocentowanie aktywów

α_2 – elastyczność oprocentowania względem REF

a oprocentowanie depozytów zależy od stopy procentowej i stopy nadpłynności sektora:

$$KOA = \beta_1 + \beta_1 * REF - \beta_3 * SN \quad (3)$$

Gdzie:

SN – stopa nadpłynności liczona jako wartość nadmiarowych rezerw sektora utrzymywanych w bonach pieniężnych NBP podzielona przez depozytów, czyli:

$$SN = \frac{N}{D} \quad (4)$$

Przy czym nadpłynność N rachunkowo oddawana jest równaniem:

$$N \approx RBC - C - SRO * D \quad (5)$$

Gdzie:

RBC – wartość zakumulowanych rezerw krajowych i zagranicznych NBP w cenie zakupu – kontrolowana przez NBP

C – gotówka w obiegu – poza kontrolą banków komercyjnych

SRO – stopa rezerw obowiązkowych – kontrolowana przez NBP

Ilość depozytów, za pośrednictwem kredytów zależna jest m.in. od historycznej i obecnej stopy procentowej¹:

$$D = D_{-1} + \gamma_1 - \gamma_2 * REF \quad (6)$$

Podstawiając (2)-(6) do (1) otrzymujemy:

$$MON = \alpha_1 - \beta_1 + (\alpha_2 - \beta_2) * REF + \beta_3 * \left(\frac{RBC-C}{D_{-1} + \gamma_1 - \gamma_2 * REF} - SRO \right) \quad (7)$$

W modelu więc marża odsetkowa netto jest zależna dodatnio od stopy referencyjnej na dwa sposoby: bezpośrednio oraz za mediacją stopy nadpłynności, przy czym sama stopa nadpłynności niezależnie od stopy referencyjnej wpływa dodatnio na MON. Stopa nadpłynności wpływa na oprocentowanie depozytów negatywnie, bo zniechęca banki do poszukiwania finansowania na rynku w celu utrzymania odpowiedniego poziomu rezerw wymaganego do udzielania kredytów. Mogą one w zamian polegać na depozytach, które już posiadają.

Strategia i wyniki estymacji

Naszym celem jest zweryfikowanie adekwatności opracowanego modelu do praktyki funkcjonowania polskiego sektora bankowego i oszacowanie skali wpływu REF oraz SN na MON. Ponieważ SN jest prawdopodobnie pozytywnie zależna od REF (model zakłada, że w warunkach wysokich stóp dynamika depozytów powinna spadać, podczas gdy dynamika nadpłynności jest niezależna od stóp, natomiast jest zależna od decyzji dotyczącej skupu aktywów przez bank centralny) w modelu występuje współliniowość, która nie pozwala na estymację go w takiej formule. Estymację opieramy więc na uproszczonym modelu, zakładającym egzogeniczną wartość nadpłynności, która jest resztą z regresji REF na SN. Ponieważ wpływ tej reszty na MON jest zależny od poziomu REF:

¹ Naturalnie to tylko jeden z komponentów wpływających na dynamikę depozytów, ale skupiamy się na polityce pieniężnej.

$$\frac{\sigma_{MON}}{\sigma_{SN}} - \frac{\sigma_{SN}}{\sigma_{REF}} = ESN = \frac{1}{D_{-1} + \gamma_1 - \gamma_2 * REF} - \frac{\gamma_2}{(D_{-1} + \gamma_1 - \gamma_2 * REF)^2} = \frac{D_{-1} + \gamma_1 - \gamma_2 * (REF - 1)}{(D_{-1} + \gamma_1 - \gamma_2 * REF)^2} \quad (8)$$

Gdzie:

ESN – to niezależna od stopy referencyjnej wartość stopy nadpłynności

– wprowadzamy do estymacji również interakcję między REF i ESN.

Jednocześnie:

1. Po weryfikacji, że estymacja równania (6) potwierdza istotną zależność między stopą procentową a dynamiką depozytów, w mianowniku estymatora wykorzystujemy dane na temat depozytów raportowane przez NBP.
2. Po weryfikacji, że równanie (5) dobrze reprezentuje realną wartość nadpłynności utrzymywanej przez banki w bonach pieniężnych (wykres 4), wykorzystujemy tę zmienną w estymatorze.

W efekcie ostateczne równanie do estymacji przybiera formę:

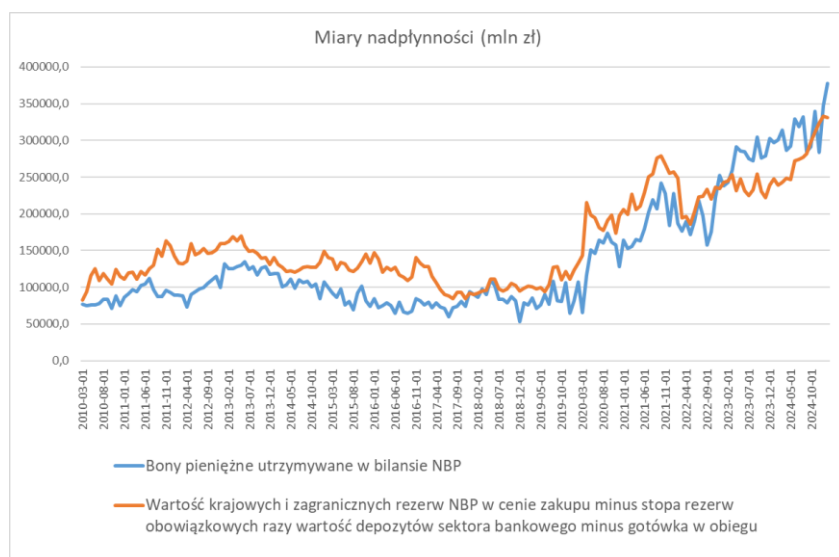
$$MON = \delta_1 + \delta_2 * REF + \delta_3 * ESN + \delta_4 * REF * ESN + \varepsilon \quad (9)$$

Przy czym:

$$ESN = SN - \rho_1 - \rho_2 * REF \quad (10)$$

Czyli ESN jest resztą w modelu regresji REF na SN.

Wykres 4. Poziomy dwóch miar nadpłynności w sektorze bankowym



Źródło: opracowanie własne.

Dane do modelu pochodzą z baz NBP oraz BIS. Wykorzystujemy następujące serie:

Tabela 1. Źródła i serie danych wykorzystywanych w pracy

Nazwa	Źródło	Seria i obliczenia
MON	NBP „Dane finansowe sektora bankowego”	(Przychody odsetkowe – koszty odsetkowe)/(wartość kredytów + instrumentów dłużnych)
REF	BIS „Central Bank Policy Rates”	Stopy procentowe NBP, seria miesięczna
SN	NBP „Bilans Narodowego Banku Polskiego (ujęcie monetarne)”, „Dane finansowe sektora bankowego”	Emisja dłużnych papierów wartościowych (ujęcie monetarne)/Depozyty

Źródło: opracowanie własne.

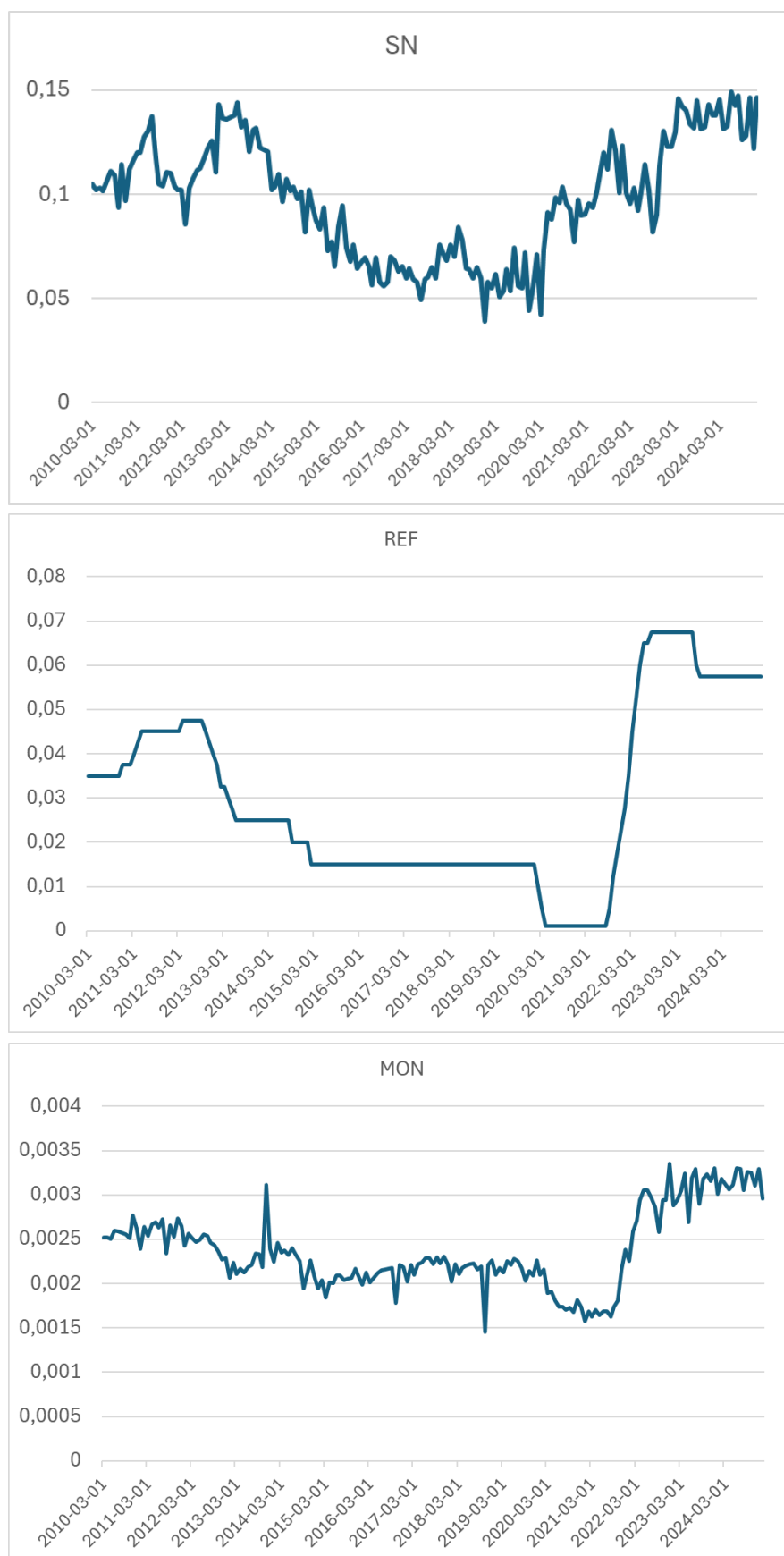
Statystyki opisowe:

Tabela 2. Statystyki opisowe trzech podstawowych zmiennych

	MON	REF	SN
Zakres danych	03.2010-01.2025		
Częstotliwość	Dane miesięczne		
L. obserwacji	179		
Średnia	0,24% (annualizowana 2,84%)	2,93%	9,8%
Mediana	0,23% (annualizowana 2,71%)	2,5%	10,13%

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 5. Serie zmiennych uwzględnianych w modelu regresji



Źródło: opracowanie własne.

Przygotowanie zmiennej ESN wymaga ustalenia reszt z regresji:

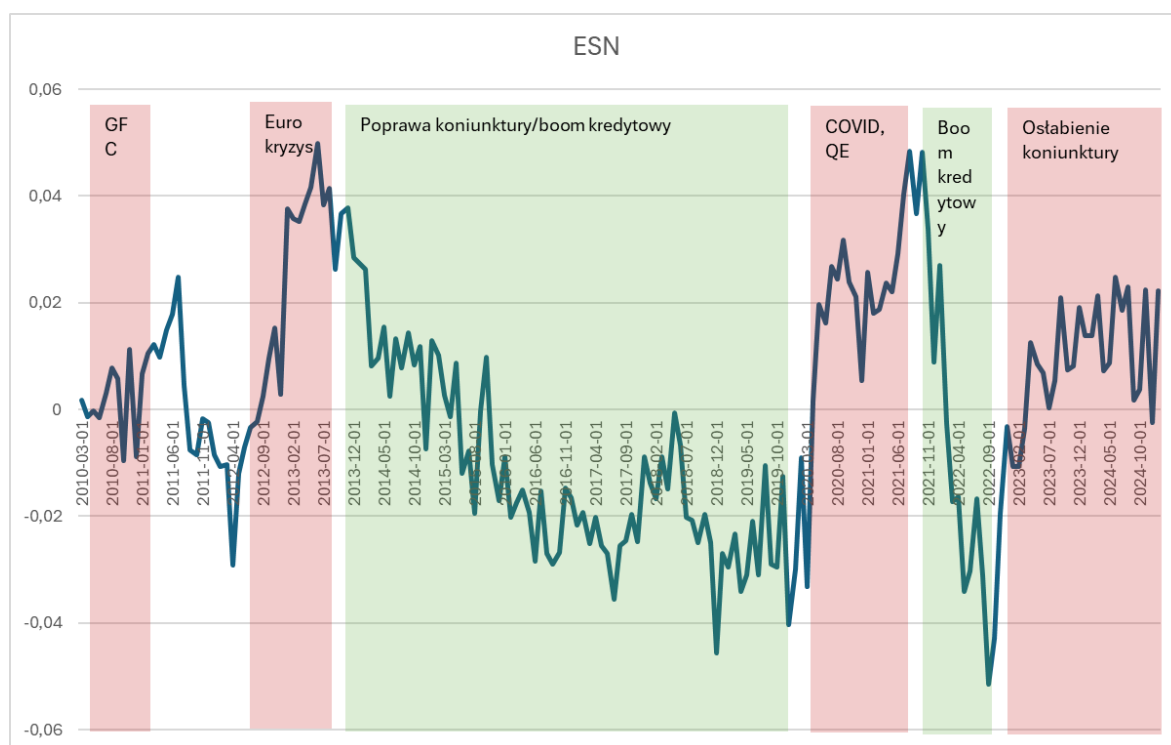
$$SN = \rho_1 + \rho_2 * REF + \varepsilon \quad (11)$$

Taka formuła pozwala wyłączyć rolę stopy i potencjalną współliniowość, czyniąc w gruncie rzeczy z ESN miarę relacji między dynamiką akumulacji rezerw zewnętrznych przez NBP a stanem koniunktury.

Regresja liniowa w oparciu o równanie (11) wskazuje na dobre dopasowanie serii stopy i nadpłynności. Wartość R^2 to 0,42. Szacowany wpływ REF na SN to 0,93, czyli 1 p.p. podwyżki REF powoduje zwiększenie stopy rezerw o 0,93 p.p. Przedział ufności zamykają wartości wpływu 0,77 i 1,09, więc jest on relatywnie wąski.

Biorąc pod uwagę założenie o egzogenicznym charakterze dynamiki skupu rezerw przez NBP (co ma silny związek z napływem walut do sektora rządowego w efekcie transferów UE i emisji obligacji zagranicznych), seria reszt z tego modelu powinna oddawać warunki koniunkturalne wpływające na dynamikę przyrostu bilansów banków (por. wykres 6).

Wykres 6. Zmienność stopy nadpłynności na tle stylizowanego cyklu koniunkturalnego



Źródło: opracowanie własne.

Po oszacowaniu reszt z równania (10) możemy wreszcie przejść do przedstawienia wyników estymacji modelu docelowego (9).

Poniższe tabele zawierają oszacowania parametrów oraz miary dopasowania regresji do danych rzeczywistych. Zaproponowany model wyjaśnia aż 85% wariancji marży odsetkowej netto (MON), a wszystkie uwzględnione parametry są istotne statystycznie na poziomie $p\text{-value} = 0.000$. Świadczy to o adekwatnym podejściu ekonometrycznym.

Tabela 3. Wyniki regresji

MON	Współczynnik	Błąd stand.	t	$p > t $	[95% przedz. ufności]	
REF	0.240	0.008	31.29	0.000	0.225	0.255
ESN	-0.062	0.011	-5.49	0.000	-0.085	-0.040
REF x ESN	2.144	0.358	5.99	0.000	1.438	2.851
cons	0.021	0.000	79.04	0.000	0.021	0.022

Źródło	SS	df	MS	Liczba obserwacji	179
				F(3, 175)	338.09
Model	0.004224	3	0.00141	Prob > F	0
Składnik resztowy	0.000729	175	4.16E-06	R ²	0.8529
				Adj. R ²	0.8503
Razem	0.004953	178	0.000028	RMSE	0.00204

Źródło: opracowanie własne.

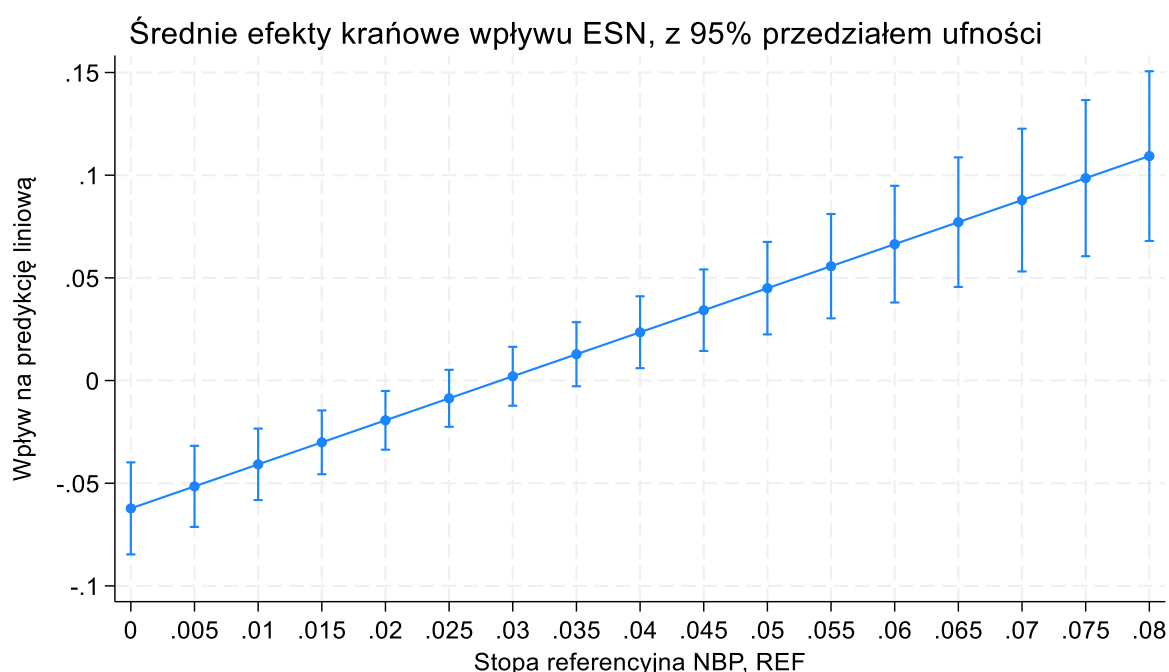
Oszacowane wartości parametrów można zinterpretować w następujący sposób:

1. Istotność elementu interakcji między REF a ESN oznacza, że wpływ tych dwóch czynników należy interpretować łącznie, zaś wartości parametrów stojących odpowiednio przy REF i ESN oznaczają ich umowny wpływ na MON przy zerowej wartości drugiej zmiennej.
2. W takim wypadku, przy hipotetycznej zerowej systemowej nadpłynności, wzrost stopy procentowej o 1 p.p. zwiększa zannualizowaną marżę odsetkową netto o 0,24 p.p. Wpływ ten nasila się wraz z nadpłynnością, a zatem zasadniczo w okresach pogorszenia koniunktury. Potwierdzona jest zatem nasza hipoteza o podwyższonej marży banków przy wysokich stopach procentowych i zdolności sektora bankowego do podwyższania przychodów odsetkowych, przy jednoczesnej kontroli ich kosztów odsetkowych. W tym sensie potwierdza się również hipoteza, iż środowisko wysokich stóp procentowych sprzyja generowaniu przez banki zysków nadzwyczajnych.
3. Z kolei, hipotetyczny wpływ systemowej nadpłynności na zannualizowaną MON przy zerowej stopie procentowej byłby ujemny, przy elastyczności równej -0.062. Jednak wraz ze wzrostem stóp procentowych siła tego negatywnego efektu maleje, a przy

pewnym poziomie REF systemowa nadpłynność zaczyna pozytywnie wpływać na zdolność banków do zwiększania marży odsetkowej netto. Relację tę obrazuje wykres 7 – efektów krańcowych. Można zaobserwować w szczególności, że:

- wpływ ESN na MON jest zerowy przy poziomie stopy referencyjnej ok. 2,9%;
- przy poziomie stóp procentowych z początku 2025 r. (5,75%), każdy dodatkowy 1 punkt proc. systemowej nadpłynności przekłada się na 0,06 pkt proc. marży odsetkowej netto.

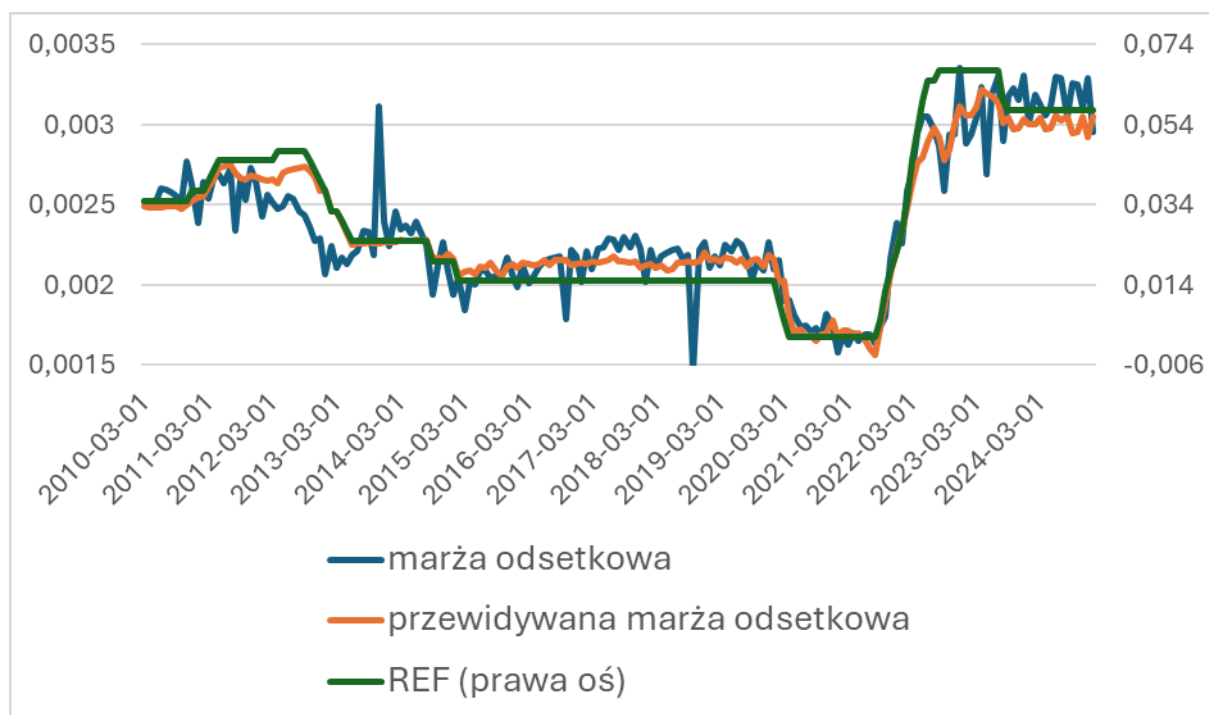
Wykres 7. Efekty krańcowe wpływu ESN na MON, przy różnych poziomach stopy referencyjnej REF



Źródło: opracowanie własne w programie STATA.

Wyniki wskazują na dobre dopasowanie modelu, który wyjaśnia 85% zmienności marży odsetkowej netto. Dopasowanie poprawia się z czasem – w pierwszych latach można dostrzec autokorelację reszt modelu w efekcie silnych „wyprzedzających” dostosowań MON do oczekiwanej przez bankowców REF (por. wykres 8).

Wykres 8. Wyniki modelu i stopa referencyjna NBP na tle wartości empirycznych marży odsetkowej netto



Źródło: opracowanie własne.

Jak można zauważyć na wykresie, główną determinantą MON pozostaje zgodnie z przewidywaniem REF, jednak dopasowanie modelu jest wyraźnie poprawione dzięki uwzględnieniu zaproponowanej miary nadpłynności. Jak widać na wykresie, w okresie globalnego boomu gospodarczego 2015-2019 spadek nadpłynności towarzyszył zwiększeniu marży odsetkowej. Wynikało to prawdopodobnie z faktu, że popyt na kredyt rósł na tyle szybko, że banki miały możliwość podwyższania marż kredytowych przy wciąż na tyle komfortowych poziomach płynności, które pozwalały na utrzymywanie relatywnie niskiego oprocentowania depozytów.

Z kolei w latach 2020-21 ucieczka do gotówki gospodarstw domowych w pobliżu zerowej granicy stopy procentowej (Zero Lower Bound – ZLB) powodowała, że mimo komfortowych poziomów nadpłynności banki nie były w stanie obniżyć oprocentowania depozytów proporcjonalnie do spadku stóp procentowych, co nieco skompresowało wartość marż odsetkowych netto. W roku 2022 niewielki boom kredytowy towarzyszył podwyżce stóp. Mieliśmy więc do czynienia z sytuacją, w której spadająca stopa nadpłynności działała w kierunku obniżenia MON w porównaniu do czystego efektu stóp. W modelu te przeciwstawne efekty ujawniają się w istotnej interakcji między REF i ESN,

gdzie przy niskich stopach procentowych (poniżej 2,9%) zwiększanie ESN działa niekorzystnie na MON, a przy wysokich stopach (jak obecnie) działa korzystnie (wykres 7).

Poziom stóp procentowych, przy którym zyski są neutralne koniunkturalnie to około 2,9%. Obniżka stóp do tego poziomu redukuje MON, czyli w przybliżeniu także ROA (i ROE) o około 25%, sprowadzając je mniej więcej do poziomu wieloletniej średniej (por. wykres 3).

Postulat dla polityk publicznych – podatek od zysków nadzwyczajnych

Jak wykazaliśmy w powyższej analizie – i co jest zgodne z doświadczeniem sektorów bankowych wielu krajów – zyski banków są w dość ścisłym sensie „w rękach” bankierów centralnych. Oczywiście spornym pozostaje na ile decyzje o stopach procentowych pozostają w swobodzie decyzyjnej banków centralnych, a na ile odzwierciedlają relatywną „rzadkość” mocy wytwórczych w gospodarce. Bez wątplenia jednak w sensie ekonomicznym pasywnym beneficjentem tego stanu rzeczy stają się akcjonariusze banków, które realizują zyski wyraźnie wyższe niż wynikałyby z konieczności utrzymania odpowiednich wskaźników kapitałowych. Dlatego warto rozważyć wprowadzenie elastycznego podatku od zysków nadzwyczajnych, który obniży zyski banków do poziomów uzasadnionych wieloletnimi trendami.

Tego rodzaju podatek można zasadniczo skonstruować tak, by pobierał od sektora bankowego całość zysków wynikających z przekroczenia przez marżę odsetkową netto jej średniego, historycznego poziomu. W praktyce jednak, w obecnych warunkach krajowych, rozwiązanie to nie jest optymalne z kilku powodów:

- W związku z ostatnimi zastrzeżeniami w zakresie wymogów kapitałowych, całkowite odebranie zysków przekraczających historyczną średnią marży odsetkowej mogłoby spowodować spadek wskaźnika zwrotu z kapitału (ROE) poniżej rynkowo uzasadnionych poziomów. Warto również uwzględnić, że niektóre banki w Polsce już teraz notują niższe zyski, m.in. przez tworzenie rezerw na ryzyko prawne związane z kredytami walutowymi.

- Ze względu na to, że największe banki koncentrują znaczną część aktywów, kapitału i zysków sektora, podczas gdy wiele mniejszych instytucji – często publicznych lub spółdzielczych – ma dużo mniejsze udziały, wprowadzenie minimalnego progu wielkości instytucji, od której podatek byłby naliczany, wydaje się zasadne.
- Obecna nadpłynność sektora prowadzi do nietypowej sytuacji – rośnie nie tylko różnica między oprocentowaniem aktywów a depozytów ogółem, ale też zwiększa się różnica między oprocentowaniem nowo udzielanych kredytów (lub zakupionych obligacji) a nowo tworzonymi depozytami. Oznacza to, że banki nie muszą konkurować o depozyty na tzw. „krańcowym poziomie”, co skutkuje niekorzystną asymetrią w działaniu polityki stóp procentowych – zarówno dla samych banków, jak i ich klientów.

Z powodu argumentów przedstawionych w punkcie 3, bardziej uzasadnione wydaje się skoncentrowanie na zmianach marży odsetkowej netto dla nowo generowanych aktywów w odniesieniu do jej historycznej średniej, zamiast analizowania całego portfela aktywów. Dane sektorowe pokazują, że ta zmiana wywołana podwyżkami stóp w latach 2021-2022 była około dwukrotnie mniejsza niż zmiana całkowitej marży netto, co może stanowić przybliżenie odpowiedniej stawki opodatkowania.

Stawka podatku na poziomie około 50% powinna ograniczyć motywację banków do przerzucania jego kosztów na klientów, co dodatkowo wspierane jest istniejącym podatkiem dochodowym oraz wciąż słabym rynkiem kredytowym. Aby całkowicie wyeliminować tę motywację, można rozważyć progresywną konstrukcję podatku, w której stawka krańcowa wynosiłaby 100% po przekroczeniu określonego poziomu marży odsetkowej netto (MON).

Dodatkowo, podatek nie powinien obniżać wskaźnika ROE poniżej historycznych poziomów ani obciążać instytucji, które jeszcze nie osiągnęły wymaganej adekwatności kapitałowej.

Szacunek dla tak skonstruowanego podatku wskazuje na zmniejszenie zysku netto sektora bankowego o około 10 mld zł w 2024 r., co jest wartością bardzo podobną do szacowanego na bazie modelu efektu obniżenia stopy procentowej do „neutralnego koniunkturalnie” poziomu 2,9%.

Dyskusja – regulacja marż jako alternatywa dla podatku

W efekcie wysokich marż odsetkowych potwierdzonych przez wysokie zyski sektora, wielu polskich komentatorów i polityków wskazywało na konieczność rozważenia regulacji bankowych marż kredytowych, nawet nieraz w dość agresywnej formie, czy to poprzez obniżenie stopy marży, czy wprowadzanie wakacji kredytowych. Mając dowody potwierdzające przyczyny wysokich marż odsetkowych inne niż aktywna polityka banków, uważamy, że nie jest to prawidłowa reakcja na obserwowaną w ostatnich latach sytuację. Poniżej spróbujemy to wyjaśnić przy pomocy prostego ćwiczenia rachunkowego.

Rozważmy hipotetyczny bilans banku, który na moment analizy nie udzielił jeszcze żadnych kredytów. Instytucja finansowa dysponuje kapitałem własnym oraz depozytami klientów. Po stronie aktywów znajdują się wyłącznie rezerwy obowiązkowe oraz bony pieniężne Narodowego Banku Polskiego (NBP), które generują przychody ze względu na politykę utrzymywania krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie nie niższym niż stopa referencyjna.

Struktura bilansu początkowego:

Aktywa (=200 zł)	Pasywa (=200 zł)
Rezerwy obowiązkowe (5,75% = 100 zł)	Kapitał własny (=40 zł)
Bony pieniężne NBP (5,75% = 100 zł)	Depozyty klientów (4% = 160 zł)

Roczny przychód generowany przez aktywa wynosi 11,5 zł, natomiast koszt utrzymania depozytów – 6,40 zł. Bank osiąga więc zysk netto w wysokości 5,1 zł rocznie, bez konieczności podejmowania aktywnej działalności kredytowej. Zysk ten może zostać częściowo przeznaczony na wypłatę dywidend dla właścicieli kapitału.

W sytuacji, gdy bank udziela kredytu w wysokości 100 zł, oprocentowanego na poziomie 7,5%, następuje kreacja pieniądza w systemie bankowym. Powstaje równocześnie nowy depozyt (zobowiązanie banku) oraz należność z tytułu kredytu (aktywo). Bilans banku po udzieleniu kredytu przedstawia się następująco:

Aktywa (=300 zł)	Pasywa (=300 zł)
Rezerwy obowiązkowe (5,75% = 100 zł)	Kapitał własny (=40 zł)
Bony pieniężne NBP (5,75% = 100 zł)	Depozyty klientów (4% = 160 zł)
+Kredyt udzielony (7,5% = 100 zł)	+Depozyt (4% = 100 zł)

Marża odsetkowa netto wynosi 3,5 punktu procentowego, co pozwala bankowi na osiągnięcie dodatkowego przychodu w wysokości 3,5 zł rocznie.

Jeśli przyjmujemy scenariusz, w którym efektywna marża kredytowa zostaje ograniczona do 1,5 punktu procentowego, kredyt generuje przychód na poziomie 5,5%, co oznacza spadek kosztu kredytu dla kredytobiorcy o 2 p.p. Struktura bilansu nie ulega zmianie poza wartością przychodów:

Aktywa (=300 zł)	Pasywa (=300 zł)
Rezerwy obowiązkowe (5,75% = 100 zł)	Kapitał własny (=40 zł)
Bony pieniężne NBP (5,75% =100 zł)	Depozyty klientów (4% =160 zł)
+Kredyt udzielony (5,5% =100 zł)	+Depozyt (4% =100 zł)

W momencie, gdy środki z udzielonego kredytu są wykorzystywane przez klienta na zakup mieszkania, środki te trafiają na rachunek dewelopera w innym banku, co powoduje odpływ depozytu z banku udzielającego kredytu. W celu zbilansowania tej transakcji, bank zmniejsza zaangażowanie w bony pieniężne NBP:

Aktywa (=200 zł)	Pasywa (=200 zł)
Rezerwy (5,75% =100 zł)	Kapitał (=40 zł)
Bony pieniężne NBP (5,75% =100 zł)	Depozyty klientów (4% =160 zł)
+Kredyt udzielony (5,5% =100 zł)	+Depozyt (4% =100 zł)
-bony pieniężne (5,75% =100 zł)	- depozyt (4% =100 zł)

Z powodu odpływu środków oraz zamiany aktywów, bank ponosi stratę w wysokości 0,25 zł rocznie względem stanu sprzed udzielenia kredytu.

Należy podkreślić, że środki te w 99% przypadków trafiają do innego banku działającego na terenie Polski, który – dzięki obecnym poziomom stóp procentowych oraz kosztom depozytów – uzyskuje dodatkowy zysk w wysokości 1,75 zł rocznie bez podejmowania działań operacyjnych. Zjawisko to leży u podstaw twierdzenia, że „banki zarabiają na depozytach”.

Z tego powodu banki mogą nie być zainteresowane udzielaniem kredytów, które skutkują spadkiem ich zysków. W konsekwencji to stopa referencyjna, a nie oprocentowanie depozytów, stanowi podstawę kalkulacji marż kredytowych.

Podsumowując, z perspektywy sektora bankowego nowy kredyt i odpowiadający mu depozyt można uznać za dobro publiczne. Choć sektor dąży do wzrostu akcji kredytowej, pojedyncze banki udzielają kredytów wyłącznie w przypadku indywidualnej opłacalności.

W związku z tym kontrola marż kredytowych może prowadzić do niepożądanych skutków, gdyż dotyczy aktywnej działalności bankowej a nie zysków pasywnych – to właśnie te drugie powinny być przedmiotem ograniczeń regulacyjnych.

Podsumowanie

W niniejszym opracowaniu analizujemy wpływ polityki stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego (NBP) na marże odsetkowe sektora bankowego w Polsce oraz rozważamy zasadność wprowadzenia podatku od zysków nadzwyczajnych (tzw. *windfall tax*). Kluczową tezę tekstu jest wskazanie, że gwałtowny wzrost zysków banków w ostatnich latach był w dużej mierze efektem asymetrycznego wpływu podwyżek stóp procentowych na oprocentowanie aktywów i pasywów banków – kredyty reagowały na podwyżki niemal automatycznie, podczas gdy depozyty wykazywały się znacznie niższą elastycznością.

Zjawisko to zostało pogłębione przez występowanie strukturalnej nadpłynności sektora bankowego, która wynika m.in. z polityki zarządzania rezerwami walutowymi NBP oraz działań z lat 2020–2021, czyli skupu obligacji w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. W efekcie banki nie były zmuszone konkurować o depozyty, co umożliwiło im uzyskiwanie wysokich marż i zysków pomimo obniżonego popytu na kredyt ze strony sektora prywatnego.

W tekście przedstawiliśmy model teoretyczny pozwalający wyjaśnić zmienność marży odsetkowej netto (MON) w funkcji stopy referencyjnej oraz nadpłynności sektora. Wyniki estymacji wskazują na silną zależność MON od tych dwóch czynników. Jednocześnie wskazujemy, że przy stopach NBP powyżej 2,9% występuje dodatni, nasilający się wraz ze wzrostem stóp, wpływ nadpłynności na marżę odsetkową netto.

W związku z tym rekomendujemy zastosowanie elastycznego podatku od zysków nadzwyczajnych, który w naszym przekonaniu byłby bardziej efektywnym rozwiązaniem niż administracyjna kontrola marż kredytowych. Podatek taki mógłby obejmować tylko zyski przekraczające wieloletnią średnią, mieć charakter progresywny i uwzględniać zróżnicowaną pozycję banków na rynku. Szacunki wskazują, że odpowiednio

skonstruowany podatek mógłby przynieść budżetowi państwa ok. 10 mld zł rocznie, bez istotnego zagrożenia dla stabilności sektora.

W zakończeniu odradzamy stosowanie agresywnych form regulacji marż kredytowych, wskazując, że mogłyby one ograniczyć gotowość banków do udzielania kredytów i przynieść efekty odwrotne do zamierzonych. Zamiast tego proponujemy skoncentrowanie polityki regulacyjnej na ograniczeniu pasywnych źródeł zysków sektora bankowego.

Wnioski płynące z tekstu mają znaczenie nie tylko dla polityki pieniężnej, ale również dla projektowania mechanizmów redystrybucyjnych i kształtowania otoczenia regulacyjnego sektora finansowego w warunkach wysokich stóp procentowych.

Literatura

- Bivens J. (2022). Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond?, Economic Policy Institute. www.epi.org/blog/corporate-profits-have-contributed-disproportionately-to-inflation-how-should-policymakers-respond/
- Bolhuis M., Cramer J.N.L., Summers L.H., Parsons C. (2022). Comparing Past and Present Inflation, *Review of Finance*, 26(5), 1073-1100. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac047>
- Botta A., Caverzasi E., Russo A. (2024). Same old song: On the macroeconomic and distributional effects of leaving a Low Interest Rate Environment, *Structural Change and Economic Dynamics*, Volume 69, Pages 552-570, ISSN 0954-349X, <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2024.03.009>
- Durand C. (2022). The End of Financial Hegemony? *New left review*, 138, 39–55.
- Gallo E., Rochon L.P. (2024). Sellers' Inflation and Distributive Conflict: Lessons from the Post-COVID Recovery. *Review of Political Economy*, 1–20. <https://doi.org/10.1080/09538259.2024.2358130>
- Grodzicki M., Możdżeń M., Szpor A. (2023). Case study on national responses to the energy price hike – Poland, w: B. Galgóczi, *Response measures to the energy crisis: policy targeting and climate trade-offs*, European Trade Union Institute.
- Grodzicki M.J., Możdżeń M., Surmacz T. (2023). Poland: Policies dealing with the inflation crisis. *Wirtschaft und Gesellschaft* 48 (4), 519-544, <https://doi.org/10.59288/wug484.170>
- Grodzicki M., Możdżeń M. (2025). Podatek od manny z nieba, DGP na weekend, 21-23 marca 2025.
- Hein E. (2023). Inflation is always and everywhere... a conflict phenomenon: Post-Keynesian inflation theory and energy price driven conflict inflation, IPE Working Papers 224/2023, Berlin School of Economics and Law, Institute for International Political Economy (IPE). <https://ideas.repec.org/p/zbw/ipewps/280430.html>
- Kalecki M. (1971). Class struggle and the distribution of national income*. *Kyklos*, 24: 1–9. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6435.1971.tb00148.x>
- Lavoie M. (2022). *Post-Keynesian Economics. New Foundations*, Edward Elgar.
- Lavoie M. (2023a). Profit Inflation and Markups Once Again, INET. www.ineteconomics.org/perspectives/blog/profit-inflation-and-markups-once-again
- Lavoie M. (2023b). Some controversies in the causes of the post-pandemic inflation, Monetary Policy Institute Blog. <https://medium.com/@monetarypolicyinstitute/some-controversies-in-the-causes-of-the-post-pandemic-inflation-1480a7a08eb7>
- Pekao. (2025). Manna z nieba czy owoce zatrutego drzewa? O nadpłynności w polskim systemie bankowym, *Dziennik* 3.04.2025.
- Raczyński M. (2022). Monetary policy and economic inequality: a literature review. *Bank i Kredyt*, 53(2), 231–278.

REPowerEU. (2022). Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, COM(2022) 108 final.

Rowthorn R. (2024). The Conflict Theory of Inflation Revisited. Review of Political Economy, 1–12. <https://doi.org/10.1080/09538259.2024.2332297>

Sgaravatti G., Tagliapietra S., Trasi C., Zachmann G. (2021). National policies to shield consumers from rising energy prices, Bruegel Datasets, first published 4 November 2021, www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices

Storm S. (2023). Profit Inflation is Real, INET, www.ineteconomics.org/perspectives/blog/profit-inflation-is-real

Vernengo M., Perez Caldentey E.R. (2023) Price and Prejudice: A Note on the Return of Inflation and Ideology, Post-Keynesian Economics Society WP www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP2302.pdf

Weber I., Wasner E. (2023). Sellers' inflation, profits and conflict: why can large firms hike prices in an emergency? Review of Keynesian Economics <https://doi.org/10.4337/roke.2023.02.05>