

Komentarz Ekonomiczny

Fundusze europejskie a sprzedaż kredytu

Bartosz Białas, tel. 517 881 807, bartosz.bialas@santander.pl

Wzrost wykorzystania funduszy unijnych w pierwszych miesiącach 2025 r. stwarza okazję do zbadania, jak realizacja Polityki Spójności na lata 2021 – 2027 może wpłynąć na wyniki sprzedaży kredytów dla przedsiębiorstw. Aby odpowiedzieć na to pytanie, przeprowadziliśmy analizę dotychczasowej relacji między unijnymi i bankowymi źródłami finansowania przedsiębiorstw. Nasze wyniki wskazują, że fundusze europejskie i kredyt bankowy są komplementarnymi źródłami finansowania, a zwiększenie poziomu zakontraktowania funduszy unijnych o 1 mld zł wiąże się ze wzrostem sprzedaży kredytu bankowego dla firm o średnio 0,5 – 0,6 mld zł.

Wstęp

Wzrost wykorzystania funduszy unijnych w pierwszych miesiącach 2025 r., o którym pisaliśmy w ostatnim [MAKROskopie](#), sugeruje, że Polityka Spójności na lata 2021 – 2027 zaczyna przynosić wymierne efekty. W sektorze bankowym stwarza to okazję do zadania pytania, jak fundusze unijne wpływają na sprzedaż kredytu dla firm. Czy stanowią one substytut kredytu, wypierając go jako źródło finansowania, czy są dla niego komplementarne, umożliwiając firmom podejmowanie większych projektów inwestycyjnych?

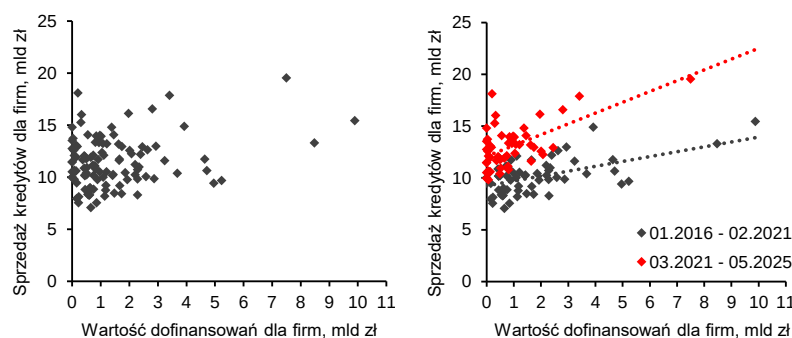
Celem tego artykułu jest zbadanie relacji między unijnymi i bankowymi źródłami finansowania wydatków przedsiębiorstw. Nasze wyniki wskazują, że fundusze europejskie i kredyt bankowy są komplementarnymi źródłami finansowania, a zwiększenie poziomu zakontraktowania funduszy unijnych o 1 mld zł wiąże się ze wzrostem sprzedaży kredytu bankowego dla firm o średnio 0,5 – 0,6 mld zł. Relacja ta może wynikać z faktu, że dofinansowania z programów unijnych pokrywają jedynie około połowę wartości projektów, na których realizację zostały przyznane firmom. Tym samym, środki na pokrycie drugiej połowy potrzeb finansowych muszą pochodzić z innych źródeł. Nasze wyniki sugerują, że około połowa tych brakujących środków może być pozyskiwana w formie kredytu bankowego.

Co mówią dane?

Przedstawiona w tym artykule analiza opiera się na dwóch szeregach czasowych. Pierwszym są dane NBP o wartości nowych umów kredytowych dla przedsiębiorstw niefinansowych. Drugim – dane Ministerstwa Funduszy i Polityki Regionalnej o wartości dofinansowań przyznanych przedsiębiorstwom w ramach wdrażania perspektyw finansowych UE na lata 2014 – 2020 i 2021 – 2027.

Przedstawienie obu szeregów na wykresie może na pierwszy rzut oka sugerować, że nie łączy ich klarowna relacja. Ten pozorny brak powiązania jest efektem wzrostu średniej miesięcznej wartości sprzedaży kredytu w latach po pandemii, najpewniej w związku ze wzrostem poziomu cen.

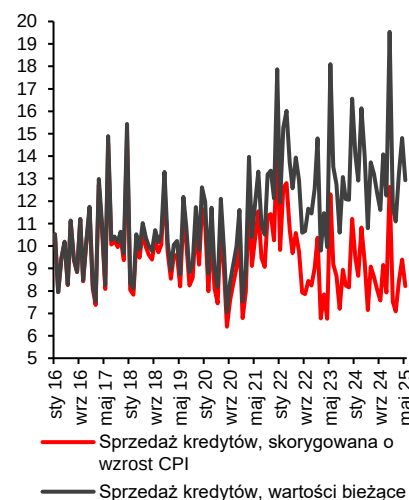
Relacja między sprzedażą kredytów dla firm a wartością dofinansowań dla firm



Linie regresji dopasowano do wartości nieodstających.

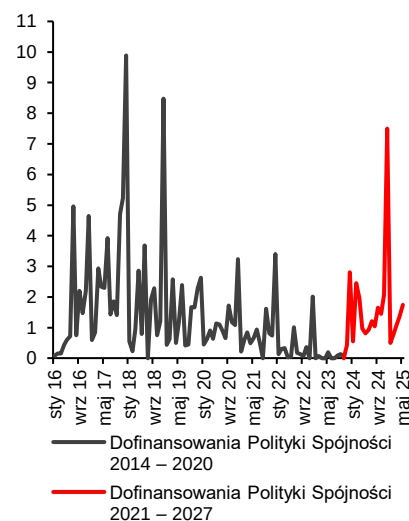
Źródło: NBP, MFIPR, Santander

Miesięczna sprzedaż kredytu, mld zł



Źródło: NBP, GUS, Santander

Miesięczne wartości podpisanych umów na dofinansowania z funduszy Polityki Spójności dla przedsiębiorstw, mld zł



Źródło: MFIPR, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: santander.pl/servis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Białas 517 881 807
Adrian Domitrz +48 571 664 004
Marcin Łuziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Choć oba szeregi są wyrażone w wartościach nominalnych, średnia wartość dofinansowań uzyskiwanych przez firmy nie uległa podobnemu wzrostowi. Wynikało to przede wszystkim ze zmniejszenia budżetu polskich programów Polityki Spójności z około 111,1 mld euro w perspektywie 2014 – 2020 do około 91,6 mld euro w perspektywie 2021 – 2027 (po uwzględnieniu zarówno dofinansowań unijnych, jak i subsydiów krajowych).

Podzielenie danych na dwie próbki pozwala zniwelować efekt zmiany średniego poziomu sprzedaży kredytu i uwidoczniać prawie nieskorygowaną relację między oboma szeregami. Sugeruje ona, że w miesiącach, w których przedsiębiorstwom przyznawano większe wartości dofinansowań, generalnie rejestrowano również większe wartości nowych umów kredytowych.

Co mówi analiza ekonometryczna?

Aby oszacować rzeczywistą skalę zależności między sprzedażą kredytu dla przedsiębiorstw a wartościami uzyskiwanymi przez przedsiębiorstwa dofinansowań, należy poddać kontroli dodatkowe czynniki makroekonomiczne mogące wpływać zarówno na wielkość sprzedaży kredytu, jak i na wartości dofinansowań.

Analiza ekonometryczna przeprowadzona na potrzeby tego artykułu skupia się przede wszystkim na dwóch takich czynnikach: średnim poziomie oprocentowania nowych kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych, a także koniunkturze gospodarczej. Pierwszy z tych czynników powinien mieć znaczenie, ponieważ – jak pokazujemy w dalszej części tekstu – dofinansowania unijne nie pokrywają w pełni kosztów projektów, na których realizację zostały przyznane, co zmusza przedsiębiorstwa do pozyskania dodatkowych źródeł finansowania. Skoro zaś przedsiębiorstwa muszą przeznaczyć na realizację swoich projektów dodatkowe fundusze – być może wewnętrzne, być może bankowe – to muszą oceniać decyzje o rozpoczęciu tych projektów w kontekście bieżącej i prognozowanej sytuacji gospodarczej.

Badając relację między dofinansowaniami unijnymi a sprzedażą kredytu, wykorzystaliśmy kilkanaście specyfikacji równania regresji. Specyfikacje te różniły się kombinacją zmiennych kontrolnych, wyborem wskaźnika koniunktury, obecnością opóźnionych w czasie wartości dofinansowań, a także częstotliwością danych. Aby oczyścić dane z efektu wzrostu poziomu cen, we wszystkich specyfikacjach wykorzystaliśmy dane o kredytach i dofinansowaniach podzielone przez indeks CPI.

Otrzymane wyniki można podsumować trzema obserwacjami. Po pierwsze, niezależnie od specyfikacji równania regresji dane o częstotliwości miesięcznej wskazują, że wzrost wartości przyznanych przedsiębiorstwom dofinansowań unijnych o 1 mld zł prowadzi do wzrostu sprzedaży kredytu dla przedsiębiorstw w tym samym miesiącu o około 0,6 mld zł. Dla każdej specyfikacji równania regresji wynik ten jest istotny statystycznie na poziomie 1%.

Po drugie, uwzględnienie opóźnionych w czasie wartości dofinansowań w równaniu regresji sugeruje, że dwa miesiące po wzroście wartości dofinansowań o 1 mld zł sprzedaż kredytu spada o średnio 0,2 mld zł. W zależności od specyfikacji równania regresji wynik ten jest istotny statystycznie na poziomie 5 lub 10%.

Wreszcie, po trzecie, wykorzystanie danych o częstotliwości kwartalnej wskazuje, że wzrost wartości dofinansowań o 1 mld zł prowadzi do wzrostu sprzedaży kredytu w tym samym kwartale o około 0,5 mld zł. Wynik ten wydaje się zgodny z wcześniejszymi obserwacjami i jest istotny statystycznie na poziomie 5%.

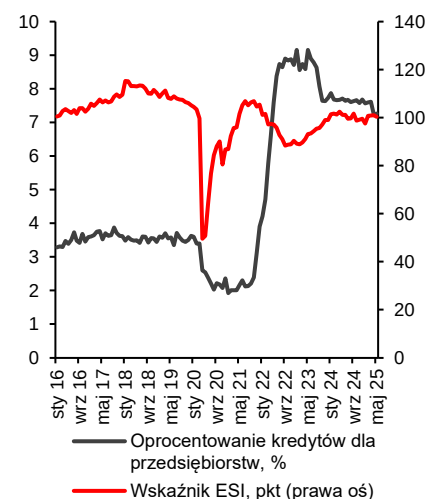
Warto dodać, że żadna z wypróbowanych przez nas specyfikacji równania regresji nie wskazała, aby relacja między przyznawanymi przedsiębiorstwom dofinansowaniami unijnymi a sprzedażą kredytu dla przedsiębiorstw była negatywna.

Szczegółowe wyniki wybranych równań regresji przedstawiamy w załączniku technicznym na końcu tego artykułu.

Skąd komplementarność finansowania unijnego i bankowego?

Komplementarność unijnych i bankowych źródeł finansowania przedsiębiorstw najpewniej wynika z faktu, że dofinansowania unijne nie pokrywają w pełni kosztów projektów, na których realizację zostały przyznane, co zmusza przedsiębiorstwa do poszukiwania dodatkowych źródeł finansowania. Dla przykładu, według danych Ministerstwa Funduszy i Polityki Regionalnej wartość projektów realizowanych przez przedsiębiorstwa w ramach Polityki Spójności na lata 2014 – 2020 wynosiła według stanu na koniec maja 2025 r. ponad 234 mld zł, ale wartość przyznanych im dofinansowań była równa niecałe 128 mld zł, czyli około 55% wartości projektów.

Oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw i wskaźnik ESI mierzący koniunkturę gospodarczą w Polsce



Źródło: NBP, KE, Santander

Wyniki naszej analizy wskazują, że przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać około połowę tych brakujących środków w formie kredytu bankowego.

Stan wdrażania funduszy europejskich w Polsce w latach 2014 – 2020, stan na 31.05.2025

	Przedsiębiorstwa	JST	Organy władzy, administracji rządowej	Inne	Łącznie
(1) Wartość projektów, mld zł	234,1	158,9	137,7	64,4	595,1
(2) Wartość dofinansowań, mld zł	127,6	112,4	94,0	52,8	386,9
Stosunek (2) / (1)	0,55	0,71	0,68	0,82	0,65

Źródło: MFIPR, Santander

Jak Polityka Spójności 2021 – 2027 wpłynie na sprzedaż kredytów?

Czy przytoczone powyżej wyniki oznaczają, że wdrażanie nowej Polityki Spójności przyczyni się w najbliższych kwartałach do wzrostu popytu na kredyt dla firm? Sądzymy, że tak, choć prawdopodobnie w dość ograniczonym stopniu.

Nasze wyniki sugerują, że większość wzrostu popytu na kredyt związanego z nową Polityką Spójności mogła zostać zrealizowana w 2024 r., w którym według danych Ministerstwa Funduszy i Polityki Regionalnej podpisano umowy na dofinansowania dla przedsiębiorstw opiewające na około 23 mld zł. Był to wynik o około 18 mld zł większy niż w 2023 r. i zgodnie z naszymi wynikami mógł motywować sprzedaż dodatkowych 9 mld zł kredytów.

Ekstrapolując przebieg dalszego podpisywania umów na podstawie danych o realizacji poprzedniej perspektywy, można oczekiwać, że wartość dofinansowań zakontraktowanych przez przedsiębiorstwa na przestrzeni 2025 r. będzie jedynie trochę wyższa niż w 2024 r., prawdopodobnie zbliżona do 25 mld zł (po poprawce na ponad półroczne opóźnienie wdrażania perspektywy funduszy unijnych na lata 2021 – 2027, a także na jej mniejszy budżet). Wzrost w takiej skali oznaczałby zgodnie z naszymi wynikami, że sprzedaż kredytów dla przedsiębiorstw motywowana zapotrzebowaniem na finansowanie projektów współfinansowanych środkami unijnymi mogłaby wynieść w 2025 r. trochę ponad 10 mld zł. W ujęciu wolumenowym oznaczałoby to wzrost o lekko ponad 0,1% r/r. Nasza prognoza kredytów dla firm ogółem zakłada wzrost ich wolumenu o około 7% r/r.

Od 2026 r. wkład nowej Polityki Spójności do wyników sprzedaży kredytów prawdopodobnie zacznie się kurczyć.

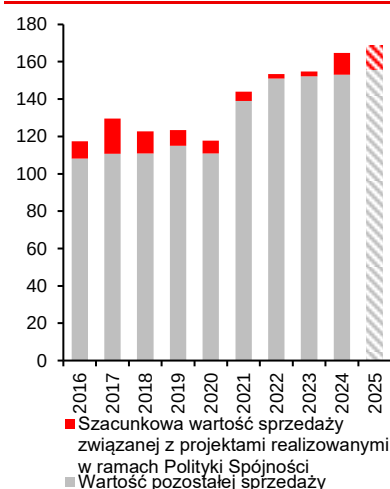
Należy podkreślić, że źródłem niepewności dla powyższych prognozy jest wpływ KPO, który wykracza poza zakres niniejszej analizy.

Stan wdrażania funduszy europejskich w Polsce w latach 2021 – 2027, stan na 31.05.2025

	Przedsiębiorstwa	JST	Organy władzy, administracji rządowej	Inne	Łącznie
(1) Wartość projektów, mld zł	56,1	48,6	50,1	41,7	196,5
(2) Wartość dofinansowań, mld zł	33,9	38,1	39,6	34,7	146,4
Stosunek (2) / (1)	0,60	0,79	0,79	0,83	0,74

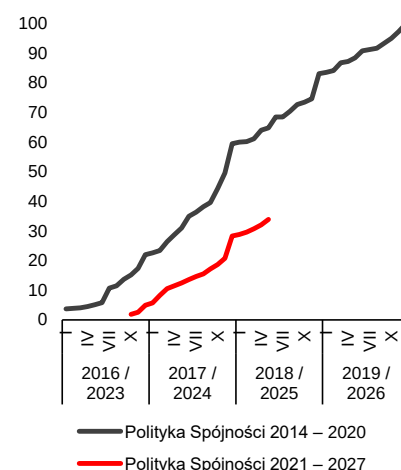
Źródło: MFIPR, Santander

Sprzedaż kredytów dla firm, mld zł



Źródło: NBP, Santander

Dofinansowania Polityki Spójności dla przedsiębiorstw, narastająco, mld zł



Źródło: MFIPR, Santander

Załącznik techniczny – wyniki wybranych modeli regresji

	Sprzedaż kredytów, mld zł			
	Dane miesięczne		Dane kwartalne	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Dofinansowania, mld zł	0,58*** (0,09)	0,59*** (0,09)	0,46*** (0,16)	0,49*** (0,15)
Dofinansowania, mld zł (T-1)	-0,00 (0,10)	-0,00 (0,19)	-0,11 (0,15)	-0,09 (0,15)
Dofinansowania, mld zł (T-2)	-0,18* (0,10)	-0,20** (0,09)	0,03 (0,16)	0,01 (0,14)
Dofinansowania, mld zł (T-3)	0,08 (0,09)	0,05 (0,09)	0,02 (0,15)	-0,06 (0,14)
ESI, pkt		0,04*** (0,01)		0,04** (0,02)
Oprocentowanie kredytów, %		-0,11*** (0,04)		-0,12** (0,05)
Stała	9,56*** (0,14)	9,55*** (0,14)	9,57*** (0,17)	9,53*** (0,16)
Obserwacje	110	110	34	34
R²	0,29	0,36	0,29	0,48
Skorygowany R²	0,26	0,33	0,19	0,37
Odch. stand. błędu	1,48	1,42	1,01	0,89
Objaśnienia:	*** Istotny statystycznie na poziomie 1%			
	** Istotny statystycznie na poziomie 5%			
	* Istotny statystycznie na poziomie 10%			

W przypadku modeli (3) i (4) zmienną objaśnianą jest średnia wartość sprzedaży kredytów w kwartale.

Oznaczenie (T-n) oznacza w przypadku modeli (1) i (2) opóźnienie o n miesięcy, a w przypadku modeli (3) i (4) opóźnienie o n kwartałów.

W przypadku modeli (2) i (4) wykorzystano stopę referencyjną jako zmienną instrumentalną dla oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw. Oprocentowanie kredytów i stopa referencyjna zostały skorygowane o inflację CPI.
Źródło: Santander

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którymkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którymkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl