

Komentarz ekonomiczny

Budżet 2025: Konsolidacja odłożona na później

Przyjęty przez rząd projekt budżetu na 2025 r. wskazuje na utrzymanie ekspansywnej polityki fiskalnej, prowadzącej do szybkiego wzrostu długu publicznego i wysokich potrzeb pożyczkowych. Zwraca uwagę nie tyle rekordowo wysoki deficyt budżetu państwa (289 mld zł), który w związku z przesunięciami dochodów i wydatków w ramach sektora finansów publicznych jest nieporównywalny z poprzednimi latami, co saldo całego sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG), które ma wynieść -5,5% PKB w 2025 r. (ok. 219 mld zł) wobec -5,7% PKB w br. (wcześniej planowano -5,1% PKB w 2024). Zażożenia makro zmieniono na mniej ostrożne, a prognoza dochodów podatkowych jest optymistyczna, co powoduje, że – podobnie jak w przypadku projektu sprzed roku – widzimy ryzyko, że realizacja budżetu będzie przebiegać gorzej niż zaplanowano.

Luźna polityka fiskalna po pierwsze powinna być wsparciem dla wzrostu gospodarczego, po drugie może utrudnić tamowanie inflacji i zniechęcać bank centralny do szybkich obniżek stóp procentowych, a po trzecie może rodzić zastrzeżenia agencji ratingowych, które już wcześniej zwracały uwagę na niebezpiecznie szybki przyrost długu.

Objęcie Polski procedurą nadmiernego deficytu sugeruje, że po 2025 r. powinna nastąpić przyspieszona konsolidacja fiskalna, która sprowadzi deficyt do 3% PKB. Redukcję deficytu w tym okresie mogą jednak komplikować wysokie wydatki na zbrojenia z lat poprzednich ujawniające się z opóźnieniem (wraz z faktycznymi dostawami sprzętu) i kolejna kampania wyborcza przed wyborami parlamentarnymi w 2027 r.

Dług publiczny wg definicji UE ma wzrosnąć w 2025 r. do 59,8% PKB z 54,6% PKB w br. Polska będzie więc na krawędzi prognozy 60% PKB, wynikającego z unijnych kryteriów fiskalnych. Potrzeby pożyczkowe budżetu rosną do rekordowego poziomu 553 mld zł brutto i 367 mld zł netto. Te ostatnie należałoby skorygować w dół o 60 mld zł z tytułu spłaty przez budżet długu PFR i BGK i w górę o 27 mld zł z racji wykupów obligacji z portfela NBP – w sumie po takiej korekcie planowana emisja netto krajowych rynkowych SPW ma być o 60% wyższa niż w br. Emisja netto obligacji na rynkach zagranicznych ma wzrosnąć o 50%. Sfinansowanie dużych potrzeb, podobnie jak w poprzednich latach, nie powinno być jednak problemem, a popytowi inwestorów powinna sprzyjać zbliżająca się perspektywa obniżek stóp procentowych i szybki wzrost nadpłynności sektora bankowego.

Rząd przyjął projekt ustawy budżetowej na 2025 r. z deficytem budżetu państwa na wyjątkowo wysokim poziomie 289 mld zł (co jest równoważnością ok. 7,3% PKB), wobec 184 mld zł planu na 2024 r. Bardzo mocny wzrost deficytu centralnego jest jednak w dużym stopniu efektem zmian strukturalnych – przesunięć dochodów i wydatków w ramach sektora finansów publicznych, w tym spłaty przez budżet państwa obligacji PFR i BGK (w sumie ok. 63 mld zł) oraz skutków reformy dochodów JST, zwiększającej deficyt budżetu o 24,8 mld zł. W efekcie, porównywanie wprost przyszłorocznego deficytu budżetu z wcześniejszymi latami ma niewielki sens, podobnie jak ocena na jego podstawie stanu finansów publicznych. W obu przypadkach znacznie bardziej użyteczne jest saldo całego sektora instytucji rządowych i samorządowych (ang. General Government), które wg projektu ma wynieść -5,5% PKB w 2025 r. (ok. 219 mld zł) wobec -5,7% PKB prognozowanego na 2024 r.

Główne parametry budżetu

	2023 wykonanie	2024 PW	2025 plan
Dochody (mln zł)	573 958	642 381	632 618
Wydatki (mln zł)	659 586	826 381*	921 618
Saldo (mln zł)	-85 629	-184 000	-289 000
Saldo GG (% PKB)	-5,1%	-5,7%**	-5,5%
Dług GG (% PKB)	49,6%	54,6%	59,8%

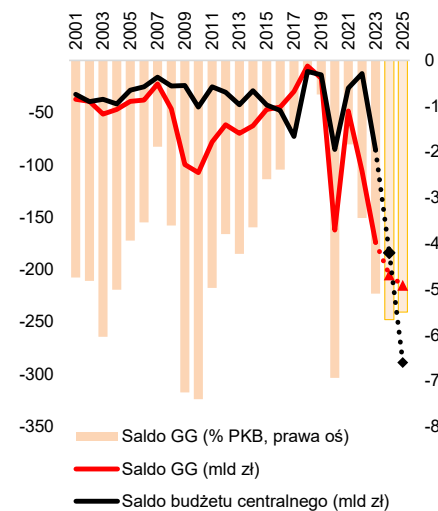
Źródło: Ministerstwo Finansów; * kwota z UB 2024 dostosowana do planowanego wykonania dochodów i deficytu, ** wartość podana przez ministra finansów podczas konferencji prasowej 28.08.2024 r.

Prognozy makroekonomiczne na 2025 r.

	Budżet	Bloom berg	Santan der
PKB (mld zł)	3973,1	-	3912,6
PKB (%)	3,9	3,8	3,5
Konsumpcja (%)	4,3	3,5	2,9
CPI (%)	5,0	4,5	5,1
Zatrudnienie w GN (%)	0,4	-	0,4
Bezrobocie rejestr. (%)	4,9	4,9	4,9
Płace w GN (%)	7,1	-	7,8

Źródło: MF, Bloomberg, Santander

Saldo budżetu i sektora finansów publicznych



Źródło: MF, Eurostat, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

aI. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 691 393 119
 Bartosz Biały 517 881 807
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
 Marcin Luziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Analiza projektu budżetu prowadzi nas do kilku obserwacji:

(1) Tegoroczny wynik finansów publicznych ma być wyraźnie gorszy od planowanego wcześniej 5,1% PKB, czego się zresztą spodziewaliśmy (choć w nieco mniejszej skali). Ok. 0,2 pkt.proc. z tej zmiany wynika z obniżenia prognozy nominalnego PKB, reszta z nowych wydatków nie przewidzianych w ustawie. **Rząd nie wyklucza nowelizacji budżetu w 2024 r.** w związku z niedoborem ok. 40 mld zł po stronie dochodów, ale nie zakłada tego w scenariuszu bazowym, licząc na wypracowanie oszczędności po stronie wydatków budżetowych do końca br. Gdyby jednak doszło do nowelizacji, deficyt fiskalny w 2024 r. okazałby się jeszcze większy.

(2) Skala obniżenia deficytu w 2025 r. jest dość skromna – prognozy KE, agencji ratingowych i analityków zakładały do niedawna konsolidację o co najmniej 0,5 pkt. proc.

(3) ... co w części można przypisać wzrostowi wydatków na obronę narodową, a w części innym nowym wydatkom (m.in. tzw. babciowe, renta wdowia, większe wydatki na zdrowie). Wydatki na zbrojenia mocno rosną w 2025 r. z 4,3% do 4,7% PKB, ale głównie w ujęciu kasowym, co jest odzwierciedlone w deficycie budżetu państwa i wzroście zadłużenia. Natomiast po korekcie o wartość sprzętu, którego dostawy nastąpią w późniejszych latach, rosną z 3,0% do 3,2% PKB, więc dokładają do deficytu w ujęciu GG ok. 0,2 pkt.proc. więcej niż w 2024 r.

(4) Ponownie widzimy ryzyko tego, że wykonanie deficytu w trakcie roku będzie gorsze od prognozy z projektu budżetu. Do pandemii Covid-19 regułą było lepsze wykonanie budżetów niż planowano w ustawach. Jednak w ostatnich paru latach końcowy deficyt był o 0,6-0,7% PKB powyżej pierwotnego planu. Wydaje się, że składają się na to dwie kwestie: mniejszy konserwatyzm w przyjmowanych założeniach ekonomicznych oraz wprowadzona od ub.r. do planowania budżetowego poprawka na tzw. „naturalne oszczędności” po stronie wydatków.

Projekt budżetu wskazuje zatem na utrzymanie ekspansywnej polityki fiskalnej (trzeci rok z rzędu deficytu powyżej 5% PKB), prowadzącej do szybkiego wzrostu długu publicznego i wysokich potrzeb pożyczkowych. Taka polityka powinna być po pierwsze wsparciem dla wzrostu gospodarczego, po drugie może utrudnić tamowanie inflacji i zniechęcać bank centralny do szybkich obniżek stóp procentowych, a po trzecie może rodzić zastrzeżenia agencji ratingowych, które już wcześniej zwracały uwagę na wysoki deficyt i niebezpiecznie szybki przyrost długu. **Nie spodziewamy się jednak negatywnych decyzji ratingowych dla Polski.**

Prognozy wyniku GG i długu publicznego wg różnych dokumentów i instytucji, % PKB

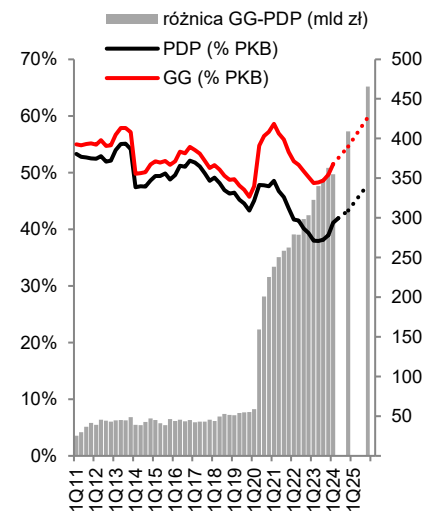
	Saldo GG		Dług publiczny	
	2024	2025	2024	2025
Projekt budżetu 2025	-5,7	-5,5	54,6	59,8
WPPF 2024-2027	-5,1	-4,4	53,4	57,3
KE, maj 2024	-5,4	-4,6	53,7	57,7
Fitch, maj 2024	-5,3	-4,8	53,2	55,5
S&P, maj 2024	-5,1	-4,3	51,2	52,4
Moody's, marzec 2024	-5,1	-4,2	53,9	55,1
Bloomberg mediana, sierpień 24	-5,3	-4,5	-	-

Źródło: MF, KE, Bloomberg, agencje ratingowe

Należy założyć, że w kolejnych latach Polska będzie musiała zwiększyć tempo konsolidacji fiskalnej w związku z tym, że została na wniosek KE objęta procedurą nadmiernego deficytu (EDP). Projekt budżetu na 2025 r. nie uwzględnia rekomendacji ze strony UE nt. ścieżki redukcji wydatków, ponieważ ta nie została jeszcze zatwierdzona. W IV kw. br. Polska ma przedstawić średniookresowy plan budżetowo-strukturalny, w którym ma pokazać ścieżkę redukcji nadmiernego deficytu i najważniejsze reformy z tym związane. Minister finansów sugerował na konferencji prasowej, że skłania się ku przyjęciu przez Polskę 4-letniej ścieżki redukcji deficytu do 3% PKB. Szybka konsolidacja w kolejnych latach może być jednak utrudniona m.in. przez wysokie wydatki na zbrojenia z lat poprzednich ujawniające się w wyniku GG z opóźnieniem (wraz z faktycznymi dostawami sprzętu).

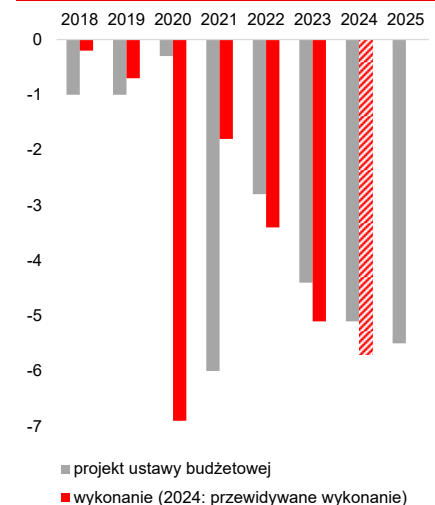
Dług publiczny wg definicji UE ma wzrosnąć w 2025 r. do 59,8% PKB z 54,6% PKB w br. W przyszłym roku Polska będzie więc na krawędzi progu 60% PKB, wynikającego z unijnych kryteriów fiskalnych. Dług w metodologii krajowej (PDP) rośnie z kolei do 47,9% PKB z 43,3% PKB w 2024. To nadal wyraźnie poniżej progu ostrożnościowego 55% PKB, wynikającego z ustawy o finansach publicznych. Różnica między zadłużeniem w obu definicjach rośnie do rekordowej kwoty 470 mld zł, co oznacza wzrost zadłużenia funduszy pozabudżetowych o ok. 63 mld zł. Większość z tego można przypisać finansowaniu Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych.

Państwowy dług publiczny wg definicji krajowej (PDP) i general government (GG)



Źródło: MF, Santander

Saldo GG w projektach ustaw budżetowych a faktyczne wykonanie, % PKB



Źródło: MF, Santander

Założenia makroekonomiczne – rewizje zgodne z rynkiem, ale czy bezpieczne?

Założenia makroekonomiczne zaprezentowane w projekcie ustawy budżetowej różnią się od tych przyjętych przez rząd w czerwcu. Kierunek i skala rewizji są jednak zgodne z tym, jak przesunął się w międzyczasie konsensus rynkowy na 2025 r. MF podniosło wzrost PKB w 2025 r. z 3,7% do 3,9%. W tym czasie - między końcem maja a końcem sierpnia - mediana prognoz rynkowych (wg Bloomberg) zmieniła się z 3,5% na 3,8%, a nasza prognoza pozostała na 3,5%. Mediana prognoz rynkowych dla strefy euro pozostała na 1,4%, a w przypadku Niemiec spadła z 1,2% do 1,0%.

W sytuacji przeciągającej się stagnacji w gospodarce niemieckiej rewizję prognoz dokonaną przez MF uważamy za mało ostrożną. Na rzecz podejścia przyjętego przez MF działa natomiast to, że ostatnie dane o PKB za II kw. i ich struktura wyglądają solidnie i dają podstawy do tezy o odporności polskiej gospodarki na koniunkturalne problemy strefy euro. Co więcej, przyszykowane ożywienie gospodarcze ma być oparte, i według nas, i wg MF, na koncentracji inwestycji opartych o środki z UE, co do czego rząd może mieć lepsze rozeznanie od nas. Istotnym wsparciem wzrostu ma być też wciąż szybko rosnąca konsumpcja prywatna. Znamienne jest pod tym względem, że MF zrewidowało w dół prognozę inwestycji zarówno na 2024 (z 2,9% na 0,4%) jak i 2025 r. (z 10,2% na 6,4%) jednocześnie podciągając prognozy konsumpcji prywatnej z okolic 3,5% do ponad 4% w obu latach i dokładając do konsumpcji publicznej. Mamy wątpliwości czy tempo konsumpcji prywatnej ponad 4% jest możliwe do utrzymania w przyszłym roku skoro dochody realne będą już wtedy rosnać wolniej. Samo MF dokonało rewizji w dół w 2025 r. dynamiki zatrudnienia w gospodarce narodowej o 0,3 pp, a realnych płac o 0,9 pp do 2,0% (choć przy jednoczesnym podbiciu tempa wzrostu płac w 2024 r. z 6,4% do 9,2%). Podniesieniu prognozy wzrostu gospodarczego pomogła też większa rewizja w dół importu niż eksportu. Na 2024 r. MF utrzymał prognozę PKB 3,1%, mniej więcej spójną z naszym szacunkiem i konsensusem rynkowym na poziomie 3,0%.

Inflacja CPI została założona na 3,7% w tym roku i 5,0% w przyszłym. Względem dokumentu z czerwca średnia na 2024 została przesunięta w dół o 1,5 pp a przyszykowana w górę o 0,9 pp. Obie liczby w projekcie budżetu są bliskie naszej prognozie, a kierunek ich rewizji jest spójny z tym jak ewoluował konsensus rynkowy. Rynek zakłada średnią inflację w tym roku na 3,7% (w maju widział 3,9%), a w przyszłym na 4,5% (w maju: 4,0%). Przyszykowany poziom inflacji będzie w dużej mierze determinowany rozwiązaniami przyjętymi przez rząd w zakresie cen energii. Projekt budżetu mówi w tej kwestii jedynie o „ewentualnie podejmowanych działaniach w zakresie polityki gospodarczej”. W naszej prognozie, zblizonej to tej z budżetu, przyjęliśmy wzrost cen energii w styczniu o ok. 1%, co dałoby się osiągnąć przywróceniem opłaty mcowej, utrzymaniem bez zmian pozostałych składników rachunków za prąd, lekkim obniżeniem taryfy gazowej i dalszym stopniowym dostosowaniem cen ciepła w górę do nowego limitu. Wydaje się zatem, że rząd myśli o dalszej kontroli cen energii, choć może nie o pełnym zamrożeniu.

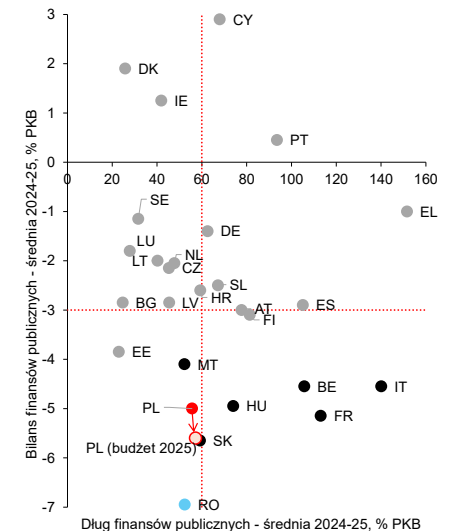
Dochody budżetowe: zbyt optymistycznie

Dochody budżetowe w 2025 r. założono na poziomie 632,6 mld zł, czyli o 1,5% mniej niż w 2024 r. **Naszym zdaniem prognozy dotyczące wpływów z podatków PIT i VAT są zbyt optymistyczne, co rodzi ryzyko rządu 10-20 mld zł dla budżetu centralnego i 15-30 mld zł dla finansów publicznych ogółem.**

Warto przy tym zauważyć, że Ministerstwo Finansów mocno **zweryfikowało swoje oczekiwania co do dochodów budżetowych w bieżącym roku**. Obecnie prognozowana suma to 632,4 mld zł wobec 682,4 mld zł w ustawie budżetowej. Korekta w dół dotyczyła przede wszystkim dochodów z VAT (17,1 mld zł), CIT (8,5 mld zł), dochodów państwowych jednostek budżetowych (6,3 mld zł) zysku NBP (6,0 mld zł) oraz cła (1,8 mld zł). Naszym zdaniem wciąż jeszcze jest potencjał do rewizji tych prognoz w dół, w szczególności w przypadku VAT.

Spadek dochodów budżetowych w 2025 r. w porównaniu do 2024 r. to głównie efekt planowanej reformy dochodów samorządów (szacujemy, że odejmuje ona ok. 95 mld zł od dochodów budżetu centralnego), która ma, między innymi, zwiększyć udział samorządów w dochodach z PIT. W związku z tymi działaniami dochody budżetu centralnego z PIT mają obniżyć się do 31,2 mld zł z 106,7 mld zł w 2024 r. Przy czym łączna kwota dochodów sektora finansów publicznych z PIT jest prognozowana na poziomie 205,3 mld zł wobec 179,6 mld zł oczekiwanych w 2024 r. oznacza to wzrost o 14,3%, co naszym zdaniem wygląda bardzo optymistycznie w porównaniu z założonym przyrostem funduszu płac o 7,5% (wzrost płac w sektorze publicznym ma wynieść 5%) oraz funduszu rent i emerytur o 9,3%. My raczej spodziewalibyśmy się dochodów w przedziale 190-200 mld zł w przypadku całego sektora.

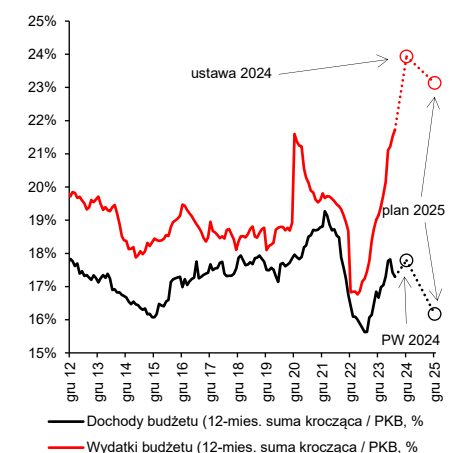
Dług i wynik finansów publicznych wg prognoz KE i projektu budżetu na 2025 r.



Dług finansów publicznych - średnia 2024-25, % PKB
Na szaro – kraje niezagrożone EDP
Na czarno – kraje objęte EDP w 2024
Na czerwono – Polska (objęta EDP w 2024)
Na niebiesko – Rumunia, objęta EDP od 2020

Źródło: KE, MF, Santander

Dochody i wydatki budżetu w relacji do PKB (12-mies. suma krocząca, % PKB)



Źródło: MF, Santander

Wpływy z VAT założono na poziomie 349,4 mld zł, czyli 16,7% wyższym niż planowane wykonanie w 2024 r. Naszym zdaniem, w porównaniu do nominalnego wzrostu PKB o 9,2% i przy założeniu, że podczas dobrej koniunktury efektywna stawka podatkowa rośnie, ten wzrost jest zbyt optymistyczny. My raczej zakładalibyśmy dochody z tytułu VAT w przedziale 330-340 mld zł.

Dzięki zmianom w systemie przypisania dochodów do samorządów akcyza awansowała na drugie miejsce jeśli chodzi o udział w łącznych dochodach budżetu. Wpływy akcyzowe mają wzrosnąć o 9,3% lub 8,4 mld zł. Za dużą część tego wzrostu (ok. 6,5 mld zł) odpowiada wzrost stawek akcyzy wynikający z mapy drogowej z 2022 r. oraz z dodatkowego wzrostu stawek na wyroby tytoniowe, który jest obecnie podmiotem procesu legislacyjnego. W związku z tym oceniamy założenia dotyczące tego podatku jako realistyczne i konserwatywne.

Dochody budżetowe (mln zł)

	2023 wykonanie (1)	2024 PW (2)	2025 projekt (3)	2025 zmiana (3) - (2)
Dochody budżetu	573 957	642 380	632 618	-9 763
1. Dochody podatkowe	506 866	577 414	570 545	-6 869
VAT	244 267	299 300	349 400	50 100
Podatek akcyzowy	84 798	90 311	98 676	8 365
Podatek od gier	4 475	4 900	5 300	400
CIT	67 883	61 500	70 665	9 165
PIT	91 665	106 681	31 195	-75 486
Podatek od kopaliny	3 912	3 700	3 500	-200
Podatek bankowy	5 910	6 520	6 910	390
Podatek od sprzedaży detalicznej	3 952	4 502	4 897	395
2. Dochody niepodatkowe	63 709	61 966	57 940	-4 027
Dywidendy	3 009	4 629	4 791	162
Cto	6 159	6 849	7 541	692
Zysk NBP	0	0	0	0
Dochody państwowych jednostek budżet. i inne dochody niepodatkowe	50 859	45 500	45 608	108
Wpłaty JST	3 680	4 988	0	-4 989
3. Środki z UE i inne niepodlegające zwrotowi	3 381	3 000	4 132	1 132

Źródło: MF, Santander

Dochody budżetu z tytułu CIT mają wzrosnąć o 14,9% i 9,2 mld zł. Reforma dochodów samorządów ma również wpływ na ten podatek, a łączne dochody sektora są szacowane na 98,9 mld zł w 2025 r. w porównaniu do 87,9 mld zł w 2024 r. wzrost to zatem 12,5%. Tym razem dwucyfrowy wzrost nie wydaje nam się kontrowersyjny. Naszym zdaniem poprawa koniunktury i wyników firm (lekko zarysowana już w danych za II kw. 2024) powinna przełożyć się na wyższe wpływy z CIT, zwłaszcza że baza statystyczna za 2024 r. będzie dość niska.

Dochody niepodatkowe mają spaść do 57,9 mld zł z 62,0 mld zł, czyli o 6,5%. To znowu przede wszystkim efekt reformy samorządowej, gdyż z budżetu znika wpłata wnoszona przez samorzady, które osiągały ponadprzeciętne dochody (w 2024 r. ma to być 5,0 mld zł). W przypadku pozostałych dochodów niepodatkowych założono nieznaczny wzrost, który oceniamy jako realistyczny. Projekt zakłada zerową wpłatę z zysku NBP.

Wydatki: rosnać wolniej od PKB

Limit wydatków wyznaczony przez **Stabilizującą Regułę Wydatkową (SRW)** wynosi 1896,4 mld zł, wobec 1704,0 mld zł w 2024 r. W ujęciu nominalnym wzrost limitu wydatków wynosi 11,3%, a w odniesieniu do PKB rośnie do 47,7% z 46,8% PKB. Będzie to najwyższy limit w porównaniu do PKB od początku istnienia reguły wydatkowej (pierwszy raz zastosowana w budżecie na 2015 r.). Limit wydatków po wyłączeniu samorządów, NFZ i innych wyróżnionych jednostek wyniósł 1401,1 mld zł wobec 1311,2 mld zł rok wcześniej.

Wydatki budżetu w 2025 r. wg działów (mln zł)

	2024 ustawa (1)	2025 projekt (2)	zmiana (2) - (1)
Wydatki budżetu	866 376	921 618	55 242
Rolnictwo i łowiectwo	10 423	10 973	549
Leśnictwo	10	8	-2
Rybolóstwo i rybactwo	121	137	16
Górnictwo i kopalnictwo	2 379	3 670	1 291
Przetwórstwo przemysłowe	1 742	2 209	467
Handel	1 615	1 536	-79
Hotele i restauracje	71	61	-10
Transport i łączność	19 146	24 878	5 732
Turystyka	109	111	2
Gospodarka mieszkaniowa	2 616	2 950	334
Działalność usługowa	885	940	55
Informatyka	140	287	147
Szkolnictwo wyższe i nauka	37 967	39 667	1 700
Administracja publiczna	27 346	29 934	2 587
Urzędy naczelnych organów władzy państwowej, kontroli i ochrony prawa oraz sądownictwa	4 079	4 719	639
Obrona narodowa	104 648	109 613	4 965
Obowiązkowe ubezpieczenia społeczne	169 000	184 061	15 061
Bezpieczeństwo publiczne i ochrona przeciwpożarowa	29 563	31 407	1 843
Wymiar sprawiedliwości	24 531	27 732	3 201
Obsługa długu publicznego	66 500	110 162	43 662
Różne rozliczenia	218 581	173 732	-44 849
Oświata i wychowanie	3 699	4 309	610
Ochrona zdrowia	30 721	40 453	9 732
Pomoc społeczna	4 978	5 930	955
Pozostałe zadania w zakresie polityki społecznej	5 136	5 337	201
Edukacyjna opieka wychowawcza	267	294	27
Rodzina	89 175	97 137	7 962
Gospodarka komunalna i ochrona środowiska	2 447	2 576	129
Kultura i ochrona dziedzictwa narodowego	5 777	5 634	-143
Ogrody botaniczne i zoologiczne oraz naturalne obszary i obiekty chronionej przyrody	188	228	40
Kultura fizyczna	2 518	932	-1 585

Źródło: MF, Santander

Wydatki budżetowe mają wzrosnąć do 921,6 mld zł z 866,4 mld zł zapisanych w ustawie budżetowej na 2024 r., czyli o ok. 6,4%. W porównaniu do PKB wydatki lekko się obniżą do 23,2% z 23,8% w 2024 r. Natomiast gdyby skorygować wydatki na 2025 r. o efekt reformy samorządów oraz spłaty obligacji PFR i różnicę w dotacji do Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, to wydatki wyniosłyby ok. 935 mld zł, czyli 23,5% PKB. Wzrost wydatków budżetu jest zatem wolniejszy od nominalnego wzrostu PKB (czego już jednak nie można powiedzieć o wzroście wydatków całego sektora). Budżet na 2025 r. jest zdecydowanie mniej hojny od budżetu na 2024 r., jeśli chodzi o wspieranie konsumpcji: przypominamy, że poprzedni zakładał dwucyfrową waloryzację rent i emerytur (obecnie: 5,5%), wysoki wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym (obecnie: 5,0%) oraz wzrost świadczenia na dzieci do 800 zł z 500 zł, co przekładało się w sumie na dodatkowe 100 mld zł dla gospodarstw domowych. W obecnym budżecie te pozycje dotożą do budżetów osobistych ok. 60 mld zł (wraz z nowymi świadczeniami „Aktywny rodzic” i renta wdowia).

Według podziału wydatków na główne grupy ekonomiczne, najmocniej rosną **wydatki bieżące jednostek budżetowych**, o 16,4 mld zł i 10,4% (173,6 mld zł ze 157,2 mld zł), w tym o 4,3 mld zł w kategorii „różne rozliczenia” (głównie efekt zwiększenia kwoty na rezerwy celowe), o 3,2 mld zł w obronie narodowej, 3,2 mld zł w wymiarze sprawiedliwości, 2,2 mld zł w bezpieczeństwie publicznym i o 2,0 mld zł w administracji publicznej.

Świadczenia na rzecz osób fizycznych rosną do 159,0 mld zł z 145,3 mld zł, czyli o 13,7 mld zł lub 9,4%. W tym nakłady na rodzinę do 76,6 mld zł z 68,4 mld zł, czyli o 8,3 mld zł (efekt wprowadzenia świadczenia „Aktywny rodzic” – 8,3 mld zł oraz dodatkowych świadczeń wspierających na kwotę 4,1 mld zł). Z kolei wydatki na obowiązkowe ubezpieczenia społeczne zwiększone zostały do 72,9 mld zł z 69,1 mld zł czyli o 3,8 mld zł. Wzrost jest widoczny przede wszystkim w kategorii „sprawy wewnętrzne” (2,2 mld zł) i dotyczy głównie świadczeń emerytalnych policjantów. Na świadczenie 800+ przeznaczono 62,8 mld zł, a na 13. i 14. emeryturę 31,5 mld zł.

Kwota przeznaczona na **dotacje i subwencje** rośnie do 384,9 mld zł z 373,0 mld zł (+11,8 mld zł). Największy wzrost w tej kategorii jest widoczny w kategorii „obsługa długu publicznego”: do 34,7 mld zł z 0 zł w 2024 r. Jest to kwota przeznaczona na wykup obligacji PFR zapadających w 2025 r. O 11,2 mld zł rośnie kwota przeznaczona na obowiązkowe ubezpieczenia społeczne, w tym o 8,7 mld zł dotacja do FUS. Poza tym o 10,4 mld zł rośnie kwota przeznaczona na ochronę zdrowia. Spada natomiast kwota zapisana w kategorii „różne rozliczenia”: do 108,5 mld zł ze 161,1 mld zł. Za tym kryje się obniżenie subwencji ogólnych dla samorządów do 49,8 mld zł z 117,9 mld zł (efekt reformy dochodów samorządów) oraz zwiększenie wpłaty do Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 do 28,4 mld zł z 12,0 mld zł – są to środki przeznaczone na spłatę obligacji BGK zapadających w 2025 r.

Wydatki na obsługę długu mają wzrosnąć do 75,5 mld zł z 66,5 mld zł w tym roku (+9,0 mld zł), czyli do 1,9% PKB z 1,8% PKB. Naszym zdaniem jest to spójne z rosnącą wartością długu w ujęciu nominalnym przy lekkim spadku średnich rentowności.

Wydatki majątkowe rosną do 77,4 mld zł z 73,2 mld zł (+4,2 mld zł). W tym w ramach „różnych rozliczeń” (głównie w ramach rezerwy celowej) o 3,4 mld zł oraz na transport i łączność o 1,8 mld zł, w tym na infrastrukturę kolejową na drogi publiczne krajowe po 0,9 mld zł. Nieznacznie spadają natomiast wydatki majątkowe na obronę narodową, do 51,0 mld zł z 51,4 mld zł.

Wydatki na obronę narodową uwzględnione w budżecie centralnym w dziale 752 rosną według projektu budżetu do 109,6 mld zł z 104,6 mld zł (5,0 mld zł) w 2024 r., w tym wydatki bieżące o 3,2 mld zł. Natomiast łączne wydatki budżetu w części obrona narodowa mają wynieść 124,3 mld zł (tj. wraz z kosztami ubezpieczeń społecznych, emeryturami itp.) wobec 118,1 mld zł w 2024 r. Razem z wydatkami Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych wydatki mają wynieść 186,6 mld zł wobec 158 mld zł planowanych na 2024 r. (wzrost o 28,6 mld zł) i osiągnąć rekordowy poziom 4,7% PKB. Natomiast wg budżetu w układzie zadaniowym wydatki na bezpieczeństwo zewnętrzne i nienaruszalność granic rosną do 107,84 mld zł ze 103,29 mld zł. Wydatki na zakup sprzętu wojskowego mają wynieść 98,1 mld zł w porównaniu do 81,0 mld zł w 2024 r. Dostawy sprzętu mają natomiast wynieść 37,5 mld zł wobec 31,9 mld zł (+17,6% r/r). Ta ostatnia pozycja przekłada się na inwestycje ujmowane w rachunkach narodowych, ale większa część tych wydatków pochodzi z importu, zatem efekt tych wydatków na PKB jest neutralny.

Wydatki na zbrojenia rosną w 2025 r. z 4,3% do 4,7% PKB, ale głównie w ujęciu kasowym, a wzrost w ujęciu memoriałowym (łącznie wydatki skorygowane o wydatki na sprzęt, który zostanie dostarczony w innym okresie) rosną do 126,0 mld zł ze 108,9 mld zł (do 3,2% z 3,0% PKB). Zatem **wyższe wydatki zbrojeniowe dokładają do deficytu w ujęciu GG ok. 0,2 punktu procentowego więcej niż w 2024 r.**

Koszty FUS rosną do 471,5 mld zł z 428,0 mld zł (+43,5 mld zł lub 10,2%), w tym w wydatkach na emerytury i renty do 413,9 mld zł z 375,2 mld zł (+38,7 mld zł lub 10,3%).

Wydatki budżetu wg grup ekonomicznych (mln zł)

	2023 wykonanie (1)	2024 ustawa (2)	2025 plan (3)	2025 zmiana (3) - (2)
Wydatki budżetu	659 586	866 376	921 618	55 242
Dotacje i subwencje	292 774	373 037	384 851	11 814
Świadczenia na rzecz osób fizycznych	81 294	145 280	159 013	13 732
Wydatki bieżące jednostek budżetowych	122 469	157 206	173 591	16 385
Wydatki majątkowe	59 087	73 204	77 354	4 150
Wydatki na obsługę długu SP	61 710	66 500	75 500	9 000
Środki własne Unii Europejskiej	30 313	36 460	35 655	-805
Współfinansowanie projektów UE	11 937	14 689	15 655	966

Źródło: MF, Santander

W budżecie środków europejskich zaplanowano dochody 109,9 mld zł (wobec 88,2 mld zł w 2024 r.), w tym 34,8 mld zł w ramach Perspektywy Finansowej 2021-2027, 52,2 mld zł w ramach Planu Odbudowy (KPO) oraz 22,8 mld zł w ramach WPR. Wydatki mają natomiast wynieść 137,9 mld zł (wobec 120,7 mld zł), w tym 33,0 mld zł na Perspektywę, 16,7 mld zł na WPR, 52,2 mld zł na Plan Odbudowy. **Budżet środków europejskich ma się zamknąć deficytem ok. 28 mld zł.** Warto przy tym zauważyć, że w ostatnich latach faktyczne saldo środków europejskich było zazwyczaj znacznie lepsze od planowanego w ustawach budżetowych (w latach 2023-24 różnica wynosiła ok. 20 mld zł). Niewykluczone, że w przyszłym roku będzie podobnie.

Potrzeby pożyczkowe na nowym rekordzie

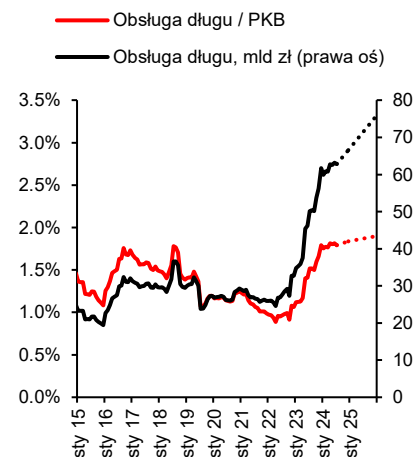
Potrzeby pożyczkowe budżetu rosną w 2025 r. do rekordowego poziomu **553,2 mld zł brutto i 366,9 mld zł netto** (odpowiednio o 30% i aż 70% więcej niż przewidywane wykonanie br.). W relacji do PKB to odpowiednio: rekordowo wysokie 14,1% i 10,1%.

Na potrzeby pożyczkowe netto składa się głównie deficyt budżetu centralnego (289 mld zł), deficyt budżetu środków europejskich (28 mld zł), plus aż niemal 60 mld zł to „kredyty i pożyczki udzielone”.

Aby ocenić faktyczną skalę zapotrzebowania na nowy popyt inwestorów, potrzeby pożyczkowe netto zapisane w budżecie należy skorygować o dwa czynniki: (1) w dół o ok. 60 mld zł, tj. kwotę wynikającą ze spłaty przez budżet państwa zadłużenia PFR i BGK zapadającego w 2025 r. (koszt tej spłaty dla budżetu to 63,2 mld zł łącznie z odsetkami, w tym ok. 60 mld zł to wykup długu). W miejsce wygasającego długu gwarantowanego przez Skarb Państwa zostanie wyemitowany dług skarbowy, który potencjalnie znajdzie w większości tych samych nabywców, więc można to traktować jako „rolowanie” zadłużenia, niewymagające nowego popytu inwestorów. **(2) w górę o ok. 27 mld zł**, czyli łączną wartość obligacji PFR, BGK i skarbu państwa, pozostających obecnie w bilansie NBP i zapadających w 2025 r. - jako że bank centralny zapewne nie będzie zainteresowany ich rolowaniem.

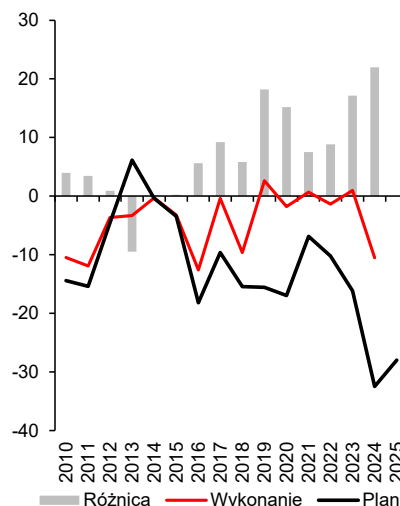
W sumie: **skorygowane potrzeby netto w 2025 r. to ok. 334 mld**, tj. o 55% więcej niż w 2024.

Wydatki na obsługę długu skarbu państwa, 12-mies. suma krocząca



Źródło: MF, Santander

Wynik budżetu środków europejskich, mld zł



Źródło: MF, Santander

Obligacje w portfelu NBP zapadające w 2025 r., mld zł

seria	nominał	odsetki
PFR0325	4,506	0,073
PS0425	2,288	0,017
FPC0725	3,055	0,038
DS0725	12,299	0,400
PFR0925	5,278	0,086
Razem	27,426	0,614

Źródło: NBP, Santander

Potrzeby pożyczkowe i ich finansowanie (mln zł)

	2024 UB	2024 PW	2025 P	2025 zmiana (3) - (2)
	(1)	(2)	(3)	(3) - (2)
Deficyt budżetu państwa	184 000	184 000	289 000	105 000
Deficyt środków UE	32 508	10 521	27 985	17 464
Kredyty i pożyczki udzielone	22 566	18 608	59 986	41 378
Prefinansowanie zadań z UE	0	0	-15	-15
Płatności związane z udziałami w inst. międzynarodowych	1 604	1 675	1 112	-563
Zarządzanie płynnością	0	-12 166	-10 516	1 650
Zarządzanie środkami europejskimi	11 618	13 456	-632	-14 088
Pozostałe	-24	-443	-26	417
SUMA (potrzeby pożyczkowe netto)	252 272	215 651	366 893	151 242
Z tego:				
1. Finansowanie krajowe	148 808	194 876	252 065	57 189
1.1 SPW	148 808	150 806	252 065	101 258
1.2 Środki na rachunkach budżetowych	0	44 070	0	-44 070
2. Finansowanie Zagraniczne	103 463	20 775	114 829	94 053
2.1 Obligacje skarbowe	31 013	28 520	42 909	14 389
2.2 Kredyty otrzymane	-496	-933	-2 888	-1 955
2.3 Pożyczka z KPO	40 015	38 494	25 264	-13 231
2.3 Przepływy związane z rachunkiem walutowym	32 932	-45 306	49 544	94 850

Źródło: MF, Santander

* UB – ustawa budżetowa, PW – przewidywane wykonanie, P – projekt

Głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych mają być rekordowe emisje krajowych rynkowych SPW o wartości ok. 215 mld zł w ujęciu netto i 321 mld zł brutto. W porównaniu z przewidywanym tegorocznym wykonaniem na poziomie 114 mld zł netto i 233 mld zł brutto, oznacza to wzrost o, odpowiednio, niemal 90% i 37%.

Skala emisji SPW netto, skorygowana o dwa wspomniane wcześniej czynniki (spłatę obligacji PFR i BGK oraz wygaśnięcie obligacji z portfela NBP) wyniosłaby nieco mniej - ok. 180 mld zł, co wciąż jest rekordowo wysokim poziomem (i oznacza wzrost o ok. 60% wobec br.).

Projekt ustawy budżetowej zakłada średniomiesięczną emisję brutto SPW na poziomie ok. 27 mld zł, co przy założeniu jak w obecnym roku ok. 35 aukcji dawałoby ok. 9-10 mld zł na aukcję.

Emisje SPW 2024-2025 (mln zł)

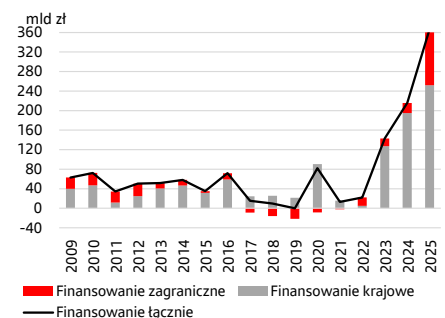
	Emisje netto				Emisje brutto			
	2024 UB	2024 PW	2025 P	2025-24 zmiana (3) - (2)	2024 UB	2024 PW	2025 P	2025-24 zmiana (6) - (5)
	(1)	(2)	(3)	(3) - (2)	(4)	(5)	(6)	(6) - (5)
Bony skarbowe	47 312	0	45 734	45 734	47 312	0	45 734	45 734
Obligacje rynkowe - stały kupon	64 594	79 405	106 320	26 915	141 437	161 922	191 134	29 212
Obligacje rynkowe - zmienny kupon	22 491	20 568	50 976	30 407	50 704	57 853	72 054	14 201
Obligacje rynkowe - indeksowane	0	13 637	11 825	-1 811	0	13 637	11 825	-1 811
Obligacje oszczędnościowe	14 411	37 197	37 210	13	40 817	77 483	73 864	-3 618
SPW KRAJOWE - SUMA	148 808	150 806	252 065	101 258	280 269	310 894	394 611	83 717
SPW ZAGRANICZNE - SUMA	31 013	28 520	42 909	14 389	62 612	59 316	66 313	6 996

Źródło: MF, Santander

* UB – ustawa budżetowa, PW – przewidywane wykonanie, P – projekt

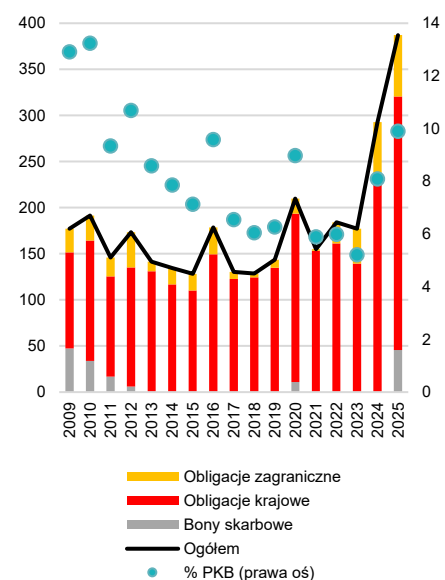
Resort finansów zaplanował emisję 46 mld zł bonów skarbowych, podobnie jak w tym roku. Sądzymy, że to, czy ministerstwo faktycznie zdecyduje się na emisję krótkoterminowych papierów skarbowych, będzie zależało od sytuacji rynkowej. W obecnym roku ustawa budżetowa zakładała emisję bonów na poziomie w 47 mld zł, ale resort finansów ostatecznie

Finansowanie potrzeb pożyczkowych netto, mld zł



Źródło: MF, Santander

Emisje SPW, mld zł



Źródło: MF, Santander

się na nią nie zdecydował wobec zadowalającego popytu na papiery długoterminowe. Niewykluczone, że taka sytuacja utrzyma się do końca roku zgodnie z planowaną realizacją emisji z projektu. W przyszłym roku podaż obligacji może być na tyle duża, że MF może finalnie wyemitować przynajmniej część z zaplanowanej emisji bonów skarbowych. Emisja bonów spotkałaby się ze zwiększonym zainteresowaniem chociażby ze strony banków, które mogłyby przekierować część płynności lokowanej w bonach pieniężnych z korzyściami podatkowymi. W przypadku wysokiego popytu na obligacje, dla którego wsparciem może być cykl obniżek stóp procentowych, podaż bonów mogłaby być odpowiednio mniejsza.

Finansowanie krajowe uzupełnią emisje obligacji oszczędnościowych na poziomie netto 37 mld i brutto ok. 74 mld zł. Oznacza to sprzedaż odpowiednio ok. 3,1 mld zł i 6,2 mld zł przeciętnie na miesiąc. To podobna skala emisji obligacji oszczędnościowych, jak w tym roku i wydaje się realistyczna. Plan na przyszły rok mógłby zostać zagrożony w przypadku obniżenia oprocentowania obligacji oszczędnościowych do poziomów mniej konkurencyjnych wobec lokat bankowych, wraz z oczekiwaną redukcją stóp przez NBP, na co jednak raczej się nie zanoszą.

Sprzedaż obligacji oszczędnościowych, mld zł



Źródło: MF, Santander

Finansowanie zagraniczne w ujęciu netto ponownie wzrosło w przyszłym roku do ok. 115 mld zł z 21 mld zł przewidywanych na 2024 r. W tym **emisje netto obligacji na rynkach zagranicznych mają wynieść ok. 43 mld zł wobec niemal 29 mld zł w roku bieżącym.** Po wielu latach redukcji długu walutowego Ministerstwo Finansów planuje więc go podwyższyć drugi rok z rzędu. Wysoka emisja długu walutowego wychodzi naprzeciw zainteresowaniu inwestorów zagranicznych ale i krajowych i częściowo ma na celu ograniczyć emisję długu krajowego, która i tak jest rekordowo wysoka. Ze względu na wysoką emisję długu krajowego, udział długu walutowego w długu ogółem wzrosło, ale pozostanie stosunkowo niski i według naszych szacunków przekroczy nieznacznie 25%. Jest to naszym zdaniem wciąż bezpieczny poziom z punktu widzenia perspektyw ratingu.

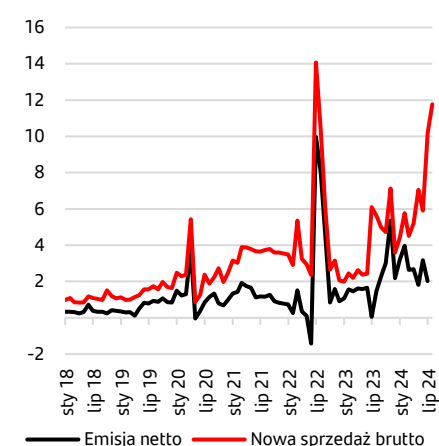
Resort finansów planuje **pożyczkę z UE w ramach Krajowego Planu Odbudowy na poziomie 25 mld zł** wobec 38,5 mld zł w 2024 r. Pożyczki z KPO sfinansują odpowiednią pozycję budżetową pożyczek udzielonych ostatecznym odbiorcom KPO zapisaną w budżecie. Kwota pożyczek z KPO za okres 2023-2025 jest zbliżona do 80 mld zł i mniej więcej pokrywa się z kwotą kredytów udzielonych na odpowiednie programy w tym okresie.

Częścią zagranicznego finansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych (w kwocie ok. 50 mld zł) ma być wykorzystanie środków zgromadzonych na rachunkach walutowych. W tym roku resort przewiduje wpływy na rachunkach walutowych przewyższające ich wykorzystanie o ok. 45 mld zł, w przyszłym roku odwrotnie – większe wykorzystanie niż wpływy.

Finalne potrzeby pożyczkowe budżetu mogą się okazać mniejsze od założonych jeżeli – zgodnie z prawidłowością z lat poprzednich – wykonanie budżetu środków europejskich będzie lepsze od oczekiwań (w ostatnich latach różnica rzędu 20 mld zł).

Komfort w finansowaniu powinna też zapewnić wysoka poduszka płynnościowa na rachunkach resortu finansów (stan środków na rachunkach budżetowych 150 mld zł na koniec sierpnia br.), z której przynajmniej część ma szansę przejść na rok kolejny (choć w budżecie ostrożnościowo założono jak zwykle, że będzie to zero). Według naszych szacunków, biorąc pod uwagę przypadające do końca br. wykupy SPW (ok. 40 mld zł), przewidywaną skalę emisji długu w kolejnych miesiącach (ok. 60-80 mld zł) i przewidywany przyrost deficytu (ok. 100 mld zł), **na koniec tego roku stan środków na rachunkach MF może być bliski 100 mld zł.**

Sprzedaż obligacji oszczędnościowych, mld zł



Źródło: MF, Santander

Wciąż wysoki popyt banków, możliwy powrót inwestorów zagranicznych

Oceniamy, że sfinansowanie rekordowo dużych potrzeb pożyczkowych w 2025 r., podobnie jak w poprzednich latach, nie powinno być dla rządu dużym problemem. Popytowi inwestorów powinna sprzyjać m.in. zbliżająca się perspektywa obniżek stóp procentowych i szybki wzrost nadpłynności sektora bankowego.

Zakładamy, że krajowe banki powiększą swoje portfele obligacji skarbowych o co najmniej 150 mld zł. Taki szacunek wynika z założenia wzrostu depozytów i sumy bilansowej sektora bankowego w przyszłym roku o ok. 7-10%, dalszego wzrostu nadpłynności sektora, dalszego lekkiego wzrostu udziału papierów skarbowych w sumie bilansowej banków z obecnych 15,5%, a także z zapadalności obligacji BGK i PFR w posiadaniu banków (ok. 47 mld zł) i przeniesieniu tych środków na SPW.

Sądzymy, że napływ środków gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych może być kontynuowany na poziomie ok. 30 mld zł rocznie (wobec ok. 22 mld zł za pierwsze siedem miesięcy tego roku), z czego nieco większa część niż w bieżącym roku trafi na krajowy rynek długu.

Zakładamy, że wobec globalnego cyklu obniżek stóp procentowych oraz zbliżającego się cyklu obniżek stóp w Polsce inwestorzy zagraniczni mogą zwiększyć ekspozycję na krajowy dług. Sprzyjać temu mogą relatywnie niskie poziomy basis swap. Na rozpoczęcie pozytywnego trendu dla polskiego długu wskazywać mogą ostatnie dane za czerwiec i lipiec, które pokazały wzrost zaangażowania inwestorów zagranicznych netto w krajowym długu skarbowym o ok. 13 mld zł.

Zmiana portfeli krajowych obligacji skarbowych, mld zł

	Banki	NBP	Inwestorzy zagraniczni	Fundusze inwestycyjne	Ubezpieczyciele	Gosp. domowe	Sektor rządowy i samorządowy	Inni	Ogółem
2016	64.0	0.0	-14.2	3.1	6.9	1.1	4.4	3.3	68.7
2017	8.4	0.0	10.2	6.9	0.8	4.2	2.4	2.8	35.6
2018	20.2	0.0	-11.3	-1.7	5.3	4.1	9.2	9.2	34.9
2019	40.9	0.0	-34.1	12.0	-0.8	7.4	-0.7	-45.3	-20.6
2020	66.9	58.5	-23.6	-18.8	-7.0	13.4	12.6	5.2	107.3
2021	-10.4	28.4	-9.2	-3.3	-1.6	14.4	20.3	-0.1	38.6
2022	-11.7	-8.7	21.6	1.8	3.9	32.8	4.7	2.0	46.5
2023	60.6	-0.7	-17.0	8.0	3.0	13.0	-14.0	10.0	62.9
VI 2024	8.9	0.1	5.0	0.4	0.6	2.2	3.4	0.2	20.8
VII 2024	3.2	-0.6	8.3	3.8	0.1	2.5	-5.2	1.4	13.4
YTD 2024	58.5	-0.5	13.6	6.5	0.6	18.0	-3.6	6.9	100.0
2024P	97.1	-4.5	10.0	8.0	0.0	37.2	-4.0	7.0	150.8
2025P	165.0	-14.6	25.0	20.0	5.0	40.0	7.0	5.0	252.1

Źródło: MF, prognoza 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 którąkolwiek 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 którąkolwiek 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