

# Komentarz ekonomiczny

## Budżet 2024: Duży deficyt i jeszcze większy dług

**Marcin Luźński**, tel. +48 510 027 662, [marcin.luzinski@santander.pl](mailto:marcin.luzinski@santander.pl)

**Cezary Chrapek, CFA**, tel. +48 887 842 480, [cezary.chrapek@santander.pl](mailto:cezary.chrapek@santander.pl)

**Piotr Bielski**, tel. +48 691 393 119, [piotr.bielski@santander.pl](mailto:piotr.bielski@santander.pl)

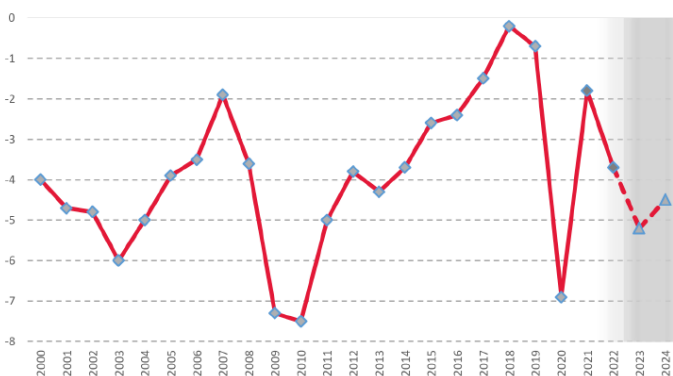
Rząd przyjął projekt budżetu na 2024 r. z deficytem budżetowym 164,8 mld zł i deficytem całego sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG) na poziomie 4,5% PKB (ok. 170,0 mld zł). W tym roku przewidywany jest deficyt centralny 92 mld zł i deficyt całego sektora publicznego ponad 5% PKB. Założenia makroekonomiczne wydają się realistyczne, ale nie ostrożne - w tym sensie, że nie tworzą naszym zdaniem „zakładki bezpieczeństwa” dla dochodów. Jednocześnie (co jest nowością), prognoza na 2024 r. uwzględnia korektę w dół planów wydatkowych o 1,1% PKB, co również po stronie wydatków pozbawia budżet poduszki bezpieczeństwa. W efekcie, widzimy większe niż w poprzednich latach ryzyko tego, że realizacja budżetu w 2024 r. może przebiegać gorzej niż zaplanowano. W ujęciu porównywalnym z poprzednimi latami (bez dyskrecjonalnej korekty wydatków) planowany na 2024 r. deficyt fiskalny wyniósłby 5,6% PKB.

Dług publiczny ma w 2024 r. wzrosnąć do 54% PKB, o ok. 5 pp wobec tego roku. Potrzeby pożyczkowe budżetu rosną w 2024 r. do rekordowych poziomów 225,4 mld zł netto i 420,6 mld zł brutto, co jest pochodną wysokiego deficytu jak i rosnących zapadalności długu. Naszym zdaniem wynikająca z planów budżetowych rządu perspektywa mocnego wzrostu podaży długu (przewidujemy emisję krajowych SPW na poziomie ok. 9,5 mld zł na aukcję) powinna zostać odzwierciedlona w wyższych spreadach ASW i rentownościach obligacji skarbowych. Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla i tak już ambitnych planów jest m.in. uwzględnienie w nich niemal 30 mld zł pożyczek w ramach KPO (które mogą, podobnie jak w br., okazać się trudne do odblokowania) oraz możliwość pojawienia się kolejnych kosztownych propozycji wydatkowych w toku kampanii wyborczej.

Rząd przyjął projekt budżetu państwa na 2024 r. z deficytem 164,8 mld zł. Deficyt całego sektora finansów publicznych w metodologii UE (GG) na 2024 r. został zaplanowany na poziomie 4,5% PKB (ok. 170,0 mld zł).

Z projektu wynika, że w roku 2023 deficyt sektora centralnego wyniesie 92 mld zł i ma być zgodny z przyjętą w lipcu nowelizacją ustawy budżetowej, o ile uda się do końca br. wypracować oszczędności po stronie wydatków, ponieważ wykonanie dochodów będzie niższe o niemal 7 mld zł od planowanego w lipcowej nowelizacji i o ok. 10 mld zł od pierwotnej wersji budżetu. Saldo całego sektora GG ma wynieść w br. ok. 5,2% PKB (co nie jest podane wprost w tekście, ale można odczytać z wykresu – patrz niżej). Poziomy planowanych obecnie deficytów fiskalnych w 2023 i 2024 są wyraźnie powyżej przewidywanych w kwietniowej Aktualizacji Programu Konwergencji (wówczas zakładano odpowiednio 4,7% PKB w 2023 i 3,4% PKB w 2024 r.) oraz wiosennych prognoz Komisji Europejskiej (odpowiednio 5,0% i 3,7%).

### Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych wg projektu budżetu (% PKB)



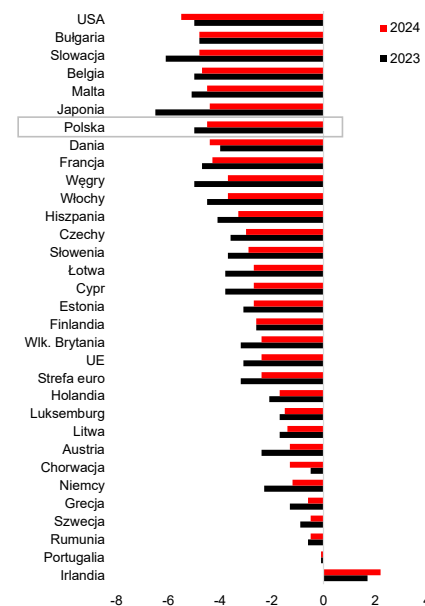
Źródło: Uzasadnienie do Ustawy Budżetowej na rok 2024

### Prognozy makroekonomiczne na 2024 r.

	Budżet	Bloom berg	Santan der
PKB (mld zł)	3770,9	-	3748,9
PKB (%)	3,0	2,6	3,2
Konsumpcja (%)	3,1	3,2	3,7
CPI (%)	6,6	6,0	6,9
Zatrudnienie w GN (%)	1,2	-	0,6
Bezrobocie (%)	5,2	5,2	5,4
Place w GN (%)	9,8	-	10,0

Źródło: Ministerstwo Finansów, Bloomberg, Santander

### Saldo finansów publicznych (GG) 2023-24: Polska wg projektu budżetu, inne kraje wg wiosennych prognoz KE, % PKB



Źródło: KE, MF, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

aL. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)

www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)

**Piotr Bielski** 691 393 119

**Bartosz Biały** 517 881 807

**Cezary Chrapek, CFA** 887 842 480

**Marcin Luźński** 510 027 662

**Grzegorz Ogonek** 609 224 857

Założenia makroekonomiczne, na których oparto budżet, wydają się realistyczne, ale nie ostrożne - w tym sensie, że nie tworzą naszym zdaniem „zaktadki bezpieczeństwa” dla poziomu dochodów. Jednocześnie (co jest nowością), prognoza deficytu na 2024 r. uwzględnia „historycznie uwarunkowaną” różnicę pomiędzy planowanymi wydatkami a ich realizacją (w skali 1,1% PKB), co również po stronie wydatków pozbawia budżet poduszki bezpieczeństwa. W efekcie, widzimy większe niż w poprzednich latach ryzyko tego, że realizacja budżetu w 2024 r. może przebiegać gorzej niż zaplanowano. **W warunkach porównywalnych z poprzednimi latami (bez uwzględnienia dyskrecjonalnej korekty wydatków o 1,1% PKB) planowany na 2024 r. deficyt fiskalny wynosiłby 5,6% PKB.**

Zbieżność deficytu sektora centralnego (4,4% PKB) i deficytu GG (4,5% PKB) w 2024 r. w pierwszej chwili przypisywaliśmy wprowadzeniu w życie zapowiadanej wcześniej przez MF konsolidacji sektora finansów publicznych. Wygląda jednak na to, że były to przedwczesne domysły – konsolidacja nie jest wprowadzona formalnie, o czym świadczy chociażby fakt, że różnica pomiędzy państwowym długiem publicznym (PDP) a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych (EDP) rośnie w przyszłym roku do nowego rekordowego poziomu 465 mld zł (z 302 mld zł na koniec 2022 i 393 mld zł w 2023). Za pewien ruch w kierunku konsolidacji można jednak uznać przekazanie 12 mld zł z budżetu centralnego do Funduszu Przeciwdziałania Covid-19 (co ograniczy konieczność emitowania przez fundusz własnych obligacji).

Kluczowe znaczenie w wyjaśnieniu malejącej w przyszłym roku różnicy między deficytem budżetowym, a saldem GG, ma kwestia metodologiczna: w ujęciu GG wydatki ujmowane są memoriałowo, co oznacza, że w wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych pojawi się tylko część wysokich planowanych wydatków na zakup sprzętu wojskowego (ok. 32 mld zł z ogólnej kwoty 81 mld zł). W pewnej części wyjaśnia to również znaczącą różnicę pomiędzy planowanym deficytem finansów publicznych (ok. 170 mld zł) a planowanym przyrostem długu publicznego (338 mld zł), który w 2024 r. ma wzrosnąć do 54% PKB, o ok. 5 pkt. proc. w porównaniu z rokiem bieżącym.

Od 2024 r. ponownie obowiązują reguły fiskalne UE, zawieszane na kilka lat wskutek pandemii. Reguły te wskazują, że deficyt finansów publicznych nie powinien przekraczać 3% PKB, a dług 60% PKB. Komisja Europejska dopuszcza, że na początku deficyt może być wyższy, ale jego redukcja na kolejny rok powinna wynieść co najmniej 0,5% PKB (w ujęciu deficytu strukturalnego). Przewidywana przez rząd zmiana salda GG teoretycznie spełnia ten warunek, chociaż sposób osiągnięcia tego celu jest specyficzny: poprzez podniesienie prognozy wykonania deficytu na 2023 r. (z 4,7% PKB w kwietniowym APK do ok. 5,2% obecnie) oraz dodanie dyskrecjonalnej korekty po stronie wydatków w 2024 (1,1% PKB).

#### Główne parametry budżetu

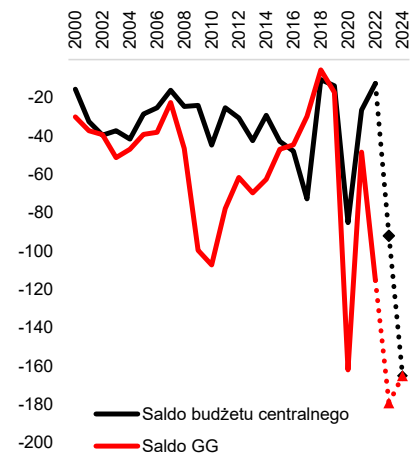
	2022 wykonanie	2023 PW	2024 plan
Dochody (mln zł)	504 821	594 577	683 572
Wydatki (mln zł)	517 399	686 577	848 342
<b>Saldo (mln zł)</b>	<b>-12 578</b>	<b>-92 000</b>	<b>-164 770</b>
<b>Saldo GG (% PKB)</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-5,2%*</b>	<b>-4,5%</b>
<b>Dług GG (% PKB)</b>	<b>49,1%</b>	<b>49,3%</b>	<b>54,0%</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów; \* szacunek na podstawie wykresu w projekcie ustawy

#### Założenia makroekonomiczne bez zaktadki bezpieczeństwa

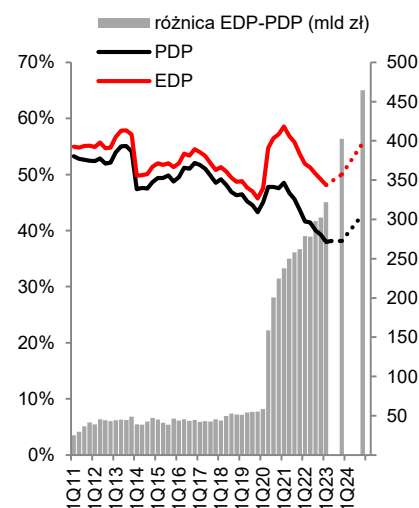
Założenia makroekonomiczne są mniej więcej zgodne z konsensusem rynkowym. Jednak ostatnie starsze dane z gospodarki (PKB w II kw., produkcja przemysłowa w lipcu) sugerują ryzyko w dół, co sprawia, że prognoz tych nie można nazwać konserwatywnymi. Budżet został stworzony przy założeniu, że w tym roku PKB wzrośnie o 0,9%, a w przyszłym o 3,0%. My oczekujemy wzrostu o 0,9% w tym roku, 3,2% w przyszłym, a konsensus Bloomberga zakłada odpowiednio 0,9% i 2,6%. Ożywienie PKB będzie wynikało głównie z poprawy w konsumpcji prywatnej, która przyspieszy z -0,9% w tym roku do 3,3% w przyszłym. Zgadamy się z tym założeniem. Inwestycje założono na poziomie 3,8% w tym roku i 4,4% w przyszłym. Czynnikiem stojącym za lekkim przyspieszeniem wzrostu inwestycji ma być realizacja inwestycji w ramach KPO. Naszym zdaniem jednak dla prognoz inwestycji w 2024 r. istnieje ryzyko w dół, ze względu na wyczerpywanie środków z poprzedniej perspektywy finansowej UE.

#### Saldo budżetu państwa i całego sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG), w mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

#### Państwowy dług publiczny wg definicji krajowej (PDP) i general government (EDP), jako % PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Inflacja CPI została założona na 12,0% w tym roku i 6,6% w przyszłym. Nasze prognozy są zbliżone (11,7% oraz 6,9%). Istotne znaczenie dla prognoz inflacji ma założenie nt. odmrożenia cen elektryczności oraz cofnięcia obniżki VAT na żywność (zmiany te dodają ok. 3 punkty procentowe do średniorocznej inflacji w 2024 r.). Projekt budżetu nie odnosi się wprost do tej kwestii, ale podejrzewamy, że bazuje na założeniu, że zmiany nie zostaną przedłużone.

Rząd założył średni wzrost wynagrodzeń w gospodarce narodowej w tym roku na poziomie 12,3%, a w przyszłym na 9,8%. Z kolei zatrudnienie ma wzrosnąć o 0,3% w tym roku i 1,3% w przyszłym. Oczekiwania te są zbliżone do naszych.

### Dochody budżetowe: dość optymistycznie

Dochody budżetowe założono na poziomie 683,6 mld zł, czyli o 20,4% więcej niż w 2023 r. W ujęciu nominalnym założono wzrost o 89 mld zł. Źródłem większej części tego wzrostu są założenia dotyczące VAT i PIT. Warto jednocześnie zauważyć, że planowane wykonanie dochodów w 2023 r. zostało po raz kolejny skorygowane w dół: o ok. 7 mld zł wobec lipcowej nowelizacji budżetu i ok. 10 mld zł wobec pierwotnej ustawy budżetowej. **Nawet po tej korekcie plan wykonania dochodów na ten rok wydaje się ambitny (relacja dochodów do PKB musiałaby w ostatnich miesiącach roku ostro skoczyć w górę).**

### Dochody budżetowe (mln zł)

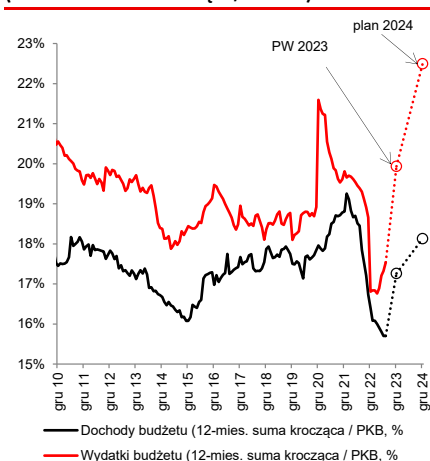
	2022 wykonanie (1)	2023 PW (2)	2024 projekt (3)	2024 zmiana (3) - (2)
<b>Dochody budżetu</b>	<b>504 821</b>	<b>594 577</b>	<b>683 572</b>	<b>88 995</b>
<b>1. Dochody podatkowe</b>	<b>465 456</b>	<b>525 415</b>	<b>607 791</b>	<b>82 376</b>
VAT	230 391	259 600	312 625	53 025
Podatek akcyzowy	79 773	84 500	88 763	4 263
Podatek od gier	3 886	4 400	4 700	300
CIT	70 137	73 000	78 283	5 283
PIT	68 107	89 635	108 839	19 204
Podatek od kopaliny	3 787	4 400	3 700	-700
Podatek bankowy	6 079	5 930	6 250	320
Podatek od sprzedaży detalicznej	3 297	3 950	4 630	680
<b>2. Dochody niepodatkowe</b>	<b>36 782</b>	<b>65 368</b>	<b>71 877</b>	<b>6 509</b>
Dywidendy	1 680	3 005	2 485	-520
Żysk NBP	844	0	6 000	6000
Cto	8 272	8 661	9 602	941
Dochody państwowych jednostek budżet. i inne dochody niepodatkowe	22 536	50 021	48 801	-1 220
Wpłaty JST	3 451	3 681	4 989	1 308
<b>3. Środki z UE i inne niepodlegające zwrotowi</b>	<b>2 582</b>	<b>3 793</b>	<b>3 904</b>	<b>111</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Wpływy z VAT założono na poziomie 312,7 mld zł, czyli 20,4% wyższym niż planowane wykonanie w 2023 r. Jeśli skorygujemy te założenia o efekt podwyżki VAT na żywność (obniżenie stawek obowiązuje do końca tego roku), to wzrost wyniesie ok. 15% (szacujemy ten efekt na ok. 12 mld zł). Naszym zdaniem jest to dość optymistyczne, ale nie nierealne, przy założeniu wzrostu nominalnego PKB o ok. 10% oraz ożywienia gospodarczego, które zwykle sprzyja wzrostowi efektywnej stopy opodatkowania. Rząd zakłada też uszczelnienie systemu podatkowego w związku z prowadzeniem obligatoryjnego fakturowania w systemie e-Faktur; faktyczną skuteczność tego działania trudno nam ocenić.

Dochody z PIT zaplanowano na poziomie 108,8 mld zł wobec planowanej realizacji 89,6 mld zł w 2023 r. Nominalny wzrost wynosi zatem 21,4%, natomiast po korekcie o większe zwroty związane ze zmianą skali podatkowej w środku roku ok. 9% (szacujemy ten efekt na 10 mld zł). W porównaniu z założonym wzrostem płac w gospodarce narodowej o 9,8% (a funduszu płac o

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



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Wydatki budżetu w 2023 r. wg działów (mln zł)

	2023 ustawa (1)	2024 projekt (2)	zmiana (2) - (1)
<b>Wydatki budżetu</b>	<b>693 378</b>	<b>848 342</b>	<b>154 964</b>
Rolnictwo i łowiectwo	8 673	10 099	1 426
Leśnictwo	14	8	-6
Rybołówstwo i rybactwo	195	112	-83
Górnictwo i kopalnictwo	1 794	1 794	0
Przetwórstwo przemysłowe	1 337	1 974	637
Handel	1 004	1 452	448
Hotele i restauracje	34	45	11
Transport i łączność	16 555	15 960	-595
Turystyka	105	106	1
Gospodarka mieszkaniowa	1 656	2 527	871
Działalność usługowa	736	803	67
Informatyka	132	137	5
Szkolnictwo wyższe i nauka	30 947	32 055	1 108
Administracja publiczna	21 012	24 124	3 112
Urzędy naczelnych organów władzy państwowej, kontroli i ochrony prawa oraz sądownictwa	3 514	4 244	320
Obrona narodowa	85 691	99 992	14 301
Obowiązkowe ubezpieczenia społeczne	112 579	178 938	66 359
Bezpieczeństwo publiczne i ochrona przeciwpożarowa	22 856	25 726	2 870
Wymiar sprawiedliwości	20 045	23 310	3 265
Obsługa długu publicznego	62 000	68 500	6 500
Różne rozliczenia	199 762	215 771	16 009
Oświata i wychowanie	3 054	3 286	232
Ochrona zdrowia	17 488	29 909	2 421
Pomoc społeczna	4 561	4 525	-36
Pozostałe zadania w zakresie polityki społecznej	4 392	5 099	707
Edukacyjna opieka wychowawcza	232	233	1
Rodzina	63 650	89 159	25 509
Gospodarka komunalna i ochrona środowiska	2 184	2 384	200
Kultura i ochrona dziedzictwa narodowego	5 254	4 341	-913
Ogrody botaniczne i zoologiczne oraz naturalne obszary i obiekty chronionej przyrody	161	176	15
Kultura fizyczna	1 757	1 553	-204

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

11,1%), waloryzacją emerytur i rent o 12,3% (a funduszu emerytur i rent o 14,0%) i wzrostem płac nauczycieli o 12,3%, założenie to wydaje się dość konserwatywne.

**Wpływy z pozostałych podatków** mają wzrosnąć o 10,2 mld zł, na co składa się przede wszystkim wzrost CIT o 5,3 mld zł (7,2%) i z akcyzy o 4,3 mld zł (5,1%, w tym 2,2 mld zł w wyniku indeksacji stawek). Założenia te są naszym zdaniem dość konserwatywne.

**Dochody niepodatkowe** mają wzrosnąć do 71,9 mld zł, czyli o 10%. Prawie cały wzrost znajduje wytłumaczenie w założeniach dotyczących zysku NBP w wysokości 6 mld zł. Jest to naszym zdaniem dość ryzykowne założenie – wysoki poziom kosztów operacji otwartego rynku, wzrosty rentowności obligacji na rynkach bazowych i umocnienie złotego w tym roku, zwłaszcza wobec dolara, powodują naszym zdaniem ryzyko kolejnego ujemnego wyniku NBP.

### Wydatki: mocno w górę

Limit wydatków wyznaczony przez Stabilizującą Regułę Wydatkową (SRW) wynosi 1695,2 mld zł, wobec 1316,4 mld zł w 2023 r. W ujęciu nominalnym wzrost limitu wydatków wynosi aż 28,8%, a w odniesieniu do PKB rośnie do 45,0% z 38,2% 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 1311,5 mld zł wobec 1003,5 mld zł rok wcześniej.

**Wydatki budżetowe mają wzrosnąć do 848,3 mld zł z 693,4 mld zł** zapisanych w ustawie budżetowej na 2023 r., czyli o ok. 22%. W porównaniu do PKB wydatki wzrosną do 22,5% PKB z 20,1% w 2023 r. **Głównymi czynnikami stojącymi za tym wzrostem są: zwiększone wydatki na dotacje i subwencje oraz na świadczenia na rzecz osób fizycznych.**

**Kwota przeznaczona na dotacje i subwencje rośnie do 356,5 mld zł z 292,3 mld zł (+64,2 mld zł)**, w tym **na obowiązkowe ubezpieczenia społeczne** do 111,2 mld zł z 81,5 mld zł (+29,7 mld zł), **różne rozliczenia** do 145,1 mld zł z 123,6 mld zł (+21,5 mld zł) oraz **na ochronę zdrowia** do 14,8 mld zł z 5,4 mld zł (+9,4 mld zł). Wzrost wydatków na obowiązkowe ubezpieczenia społeczne wynika z wyższych kwot dotacji do ZUS (87 mld zł wobec 61,6 mld zł w 2023 r., +25,4 mld zł) oraz do KRUS (24,2 mld zł wobec 19,9 mld zł w 2023 r., +4,3 mld zł). Wyższe nakłady w kategorii różne rozliczenia to efekt wzrostu rezerw celowych do 41,2 mld zł z 23,8 mld zł (17,4 mld zł), w tym dotacja dla Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 o wartości 12 mld zł. Dotychczas fundusz był finansowany przede wszystkim emisją obligacji BGK i PFR, teraz dostanie środki z budżetu (a dodatkowo 3,2 mld zł z Funduszu Wypłaty Różnicy Ceny). Nadal jednak plany finansowe funduszu są ustalane poza ustawą budżetową. Wydatki na ochronę zdrowia rosną przede wszystkim w mało skonkretyzowanej kategorii pozostała działalność – do 13,6 mld zł z 4,3 mld zł w 2023 r. (+9,3 mld zł).

**Kwota przeznaczona na świadczenia na rzecz osób fizycznych rośnie do 143,4 mld zł z 81,6 mld zł (+61,8 mld zł)**, wzrost jest widoczny przede wszystkim w kategorii rodzina oraz obowiązkowe świadczenia społeczne. **Wydatki w kategorii rodzina** rosną do 68,4 mld zł z 43,9 mld zł (+24,5 mld zł), co wynika ze zwiększenia świadczenia na dzieci do 800 z 500 zł. **Wydatki w kategorii obowiązkowe świadczenia społeczne** rosną do 67,5 mld zł z 30,9 mld zł (+36,4 mld zł). Wzrost dotyczy przede wszystkim kategorii świadczenia finansowe z budżetu państwa zlecone do wypłaty ZUS i KRUS – do 33,5 mld zł z 4,2 mld zł w 2023 r. (+29,3 mld zł). To jest naszym zdaniem związane przede wszystkim z wpisaniem na stałe do prawa wypłat 14. emerytury, która – w przeciwieństwie do 13. emerytury – nie jest finansowana z Funduszu Solidarności.

**Wydatki bieżące jednostek budżetowych** rosną o do 154,0 mld zł z 139,0 mld zł (+15,0 mld zł), czyli o ok. 10,8%, co naszym zdaniem jest głównie pochodną wysokiej inflacji oraz wzrostu płac. Największe wzrosty w ujęciu nominalnym dotyczą obrony narodowej (4,1 mld zł), wymiaru sprawiedliwości (3,0 mld zł), ochrony zdrowia (2,9 mld zł) oraz bezpieczeństwa publicznego (2,7 mld zł).

**Wydatki majątkowe** rosną do 73,3 mld zł z 67,4 mld zł (+6,0 mld zł). W tym na obronę narodową do 48,6 mld zł z 39,1 mld zł (+9,5 mld zł), w ramach różnych rozliczeń spadają do 8,8 mld zł z 13,1 mld zł (-4,3 mld zł, to główne środki w ramach rezerw celowych). Pozostałe wydatki majątkowe rosną do 15,9 mld zł z 15,2 mld zł.

**Wydatki na obsługę długu** mają wzrosnąć do 68,5 mld zł z 62,0 mld zł w tym roku (+6,5 mld zł). Naszym zdaniem faktyczna kwota może być nieco wyższa, biorąc pod uwagę, że największa skala rolowania długu po wyższych rentownościach dopiero przed nami.

**Wydatki na obronę narodową uwzględnione w dziale 752 (czyli ściśle na wojsko)** rosną według projektu budżetu do 100,0 mld zł z 85,5 mld zł w 2023 r., a wzrost wynika z wyższych wydatków majątkowych. Łączne wydatki budżetu w części obrona narodowa mają wynieść 113,3 mld zł (tj. wraz z kosztami ubezpieczeń społecznych, emeryturami itp.). Natomiast wg budżetu w układzie zadaniowym wydatki na bezpieczeństwo zewnętrzne i nienaruszalność granic rosną do 98,4 mld zł z 84,3 mld zł (+14,1 mld zł, dane za 2023 r. wg pierwotnego projektu ustawy, przed nowelizacją. Wydatki na zakup sprzętu wojskowego, wyłączone z SRW za pomocą klauzuli obronnej, finansowane przez budżet oraz Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych, wyniosą 81,0 mld zł, a wartość dostaw sprzętu planowanych na 2024 r. wynosi 31,9 mld zł.

**Koszty FUS** rosną do 427,7 mld zł z 354,6 mld zł (+73,2 mld zł lub +20,6%). Wzrost głównie w wydatkach na emerytury i renty: do 375,2 mld zł z 310,1 mld zł (+65,1 mld zł lub +21,0%).

**Wydatki Funduszu Wypłaty Różnicy Ceny** zaplanowano na 3,3 mld zł.

W budżecie środków europejskich zaplanowano deficyt 32,5 mld zł. Jedną z pozycji wydatkowych jest realizacja projektów w ramach **Krajowego Planu Odbudowy** w części grantowej o wartości 36,0 mld zł, której odpowiadają wpływy w ramach KPO w analogicznej kwocie.

#### Wydatki budżetu wg grup ekonomicznych (mln zł)

	2022 wykonanie (1)	2023 nowelizacja (2)	2024 plan (3)	2024 zmiana (3) - (2)
<b>Wydatki budżetu</b>	<b>517 399</b>	<b>693 378</b>	<b>848 342</b>	<b>154 964</b>
Dotacje i subwencje	256 143	292 350	356 503	64 154
Świadczenia na rzecz osób fizycznych	58 952	81 637	143 409	61 773
Wydatki bieżące jednostek budżetowych	100 296	139 006	154 034	15 027
Wydatki majątkowe	25 238	67 376	73 346	5 970
Wydatki na obsługę długu SP	32 718	62 000	68 500	6 500
Środki własne Unii Europejskiej	34 294	34 883	37 180	2 298
Współfinansowanie projektów UE	9 759	16 127	15 369	-758

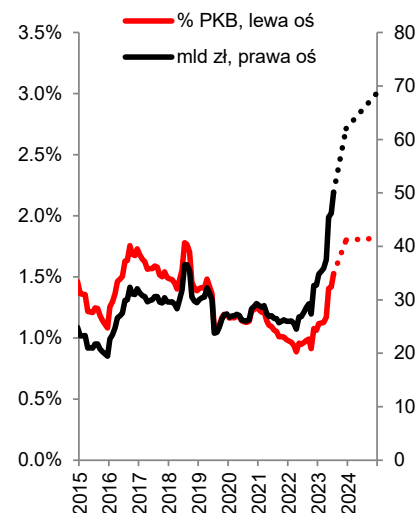
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

#### Rekordowo wysokie potrzeby pożyczkowe

Rząd planuje, że **potrzeby pożyczkowe brutto wzrosną w 2024 r. do rekordowego poziomu 420,6 mld zł z 288,8 mld zł w tym roku**. W relacji do PKB poziom potrzeb pożyczkowych brutto wzrośnie do ok. 11,2%, najwyższego poziomu od 2010 roku. To efekt zarówno wzrostu potrzeb pożyczkowych netto do 225,4 mld zł z 143 mld zł (głównie wynikających z poziomu deficytu centralnego 164,8 mld zł i deficytu budżetu środków europejskich 32 mld zł) jak i wysokich zapadalności długu w 2024 r. Wykupy rynkowych skarbowych papierów wartościowych w 2024 r. mają wynieść ok 145 mld zł, w tym 83 mld zł obligacji krajowych stałokuponowych, 31,2 mld zł obligacji krajowych zmiennokuponowych oraz 31,5 mld zł obligacji zagranicznych. Ponadto w przyszłym roku zapada ok. 24,9 mld zł obligacji oszczędnościowych.

Według projektu budżetu, potrzeby pożyczkowe netto w 2024 r. zostaną pokryte głównie przez emisję obligacji skarbowych: **na rynku krajowym podaż netto zaplanowano na poziomie 161 mld zł wobec 63 mld zł w 2023 r., w tym podaż rynkowych SPW netto miałyby wzrosnąć do 153,7 mld zł z 48 mld zł planowanej realizacji w 2023 r., a na rynkach zagranicznych emisje netto miałyby wzrosnąć do 65 mld zł z 16 mld zł w tym roku**. Istotną częścią planu finansowania jest też pozyskanie 28,6 mld zł w ramach pożyczkowego komponentu KPO.

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



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

#### Potrzeby pożyczkowe budżetu w kolejnych latach, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Potrzeby pożyczkowe i ich finansowanie (mln zł)

	2023 ustawa (1)	2023 PW (2)	2024 plan (3)	2024-23 zmiana (3) - (2)
Deficyt budżetu państwa	65 000	92 000	164 770	72 770
Deficyt środków UE	16 183	-3 406	32 509	35 915
Kredyty i pożyczki udzielone	17 614	770	14 870	14 100
Prefinansowanie zadań z UE	319	319	0	-319
Płatności związane z udziałami w inst. międzynarodowych	1982	1 851	1 652	-199
Zarządzanie płynnością	2 900	33 976	0	-33 976
Zarządzanie środkami europejskimi	3 540	18 332	11 618	-6 714
Pozostałe	-21	-873	-24	849
<b>SUMA (potrzeby pożyczkowe netto)</b>	<b>107 516</b>	<b>142 968</b>	<b>225 394</b>	<b>82 426</b>
Z tego:				
1. Finansowanie krajowe	74 655	127 281	160 721	33 440
1.1 SPW	74 655	62 944	160 721	97 777
1.2 Środki na rachunkach budżetowych	0	64 337	0	-64 337
2. Finansowanie Zagraniczne	32 861	15 687	64 673	48 986
2.1 Obligacje skarbowe	-9 137	13 325	37 810	24 485
2.2 Kredyty otrzymane	-1 038	-863	-1 612	-749
2.3 Pożyczka z SURE (2023) / KPO (2024)	13 471	0	28 642	28 642
2.3 Przepływy związane z rachunkiem walutowym	29 566	3 225	-167	-3 392

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

**Spodziewamy się średniej emisji krajowych SPW w 2024 r. na poziomie ok. 9,5 mld zł na aukcję** (wobec analogicznej średniej w tym roku ok. 6,6 mld zł). Wynika to z planowanej rekordowej sprzedaży obligacji brutto, w tym 155 mld zł obligacji stałokuponowych i 64 mld zł obligacji zmiennokuponowych. W przeciwieństwo do roku bieżącego w przyszłym roku emisja obligacji stałokuponowych ma być znacznie większa relatywnie do zmiennokuponowych, co może wynikać z założenia wyższego popytu na stałokuponowy dług wobec zakładanych obniżek stóp procentowych. Relacja emisji stało- do zmiennokuponowego długu powróciłaby w pobliże relacji historycznej ok. 70%.

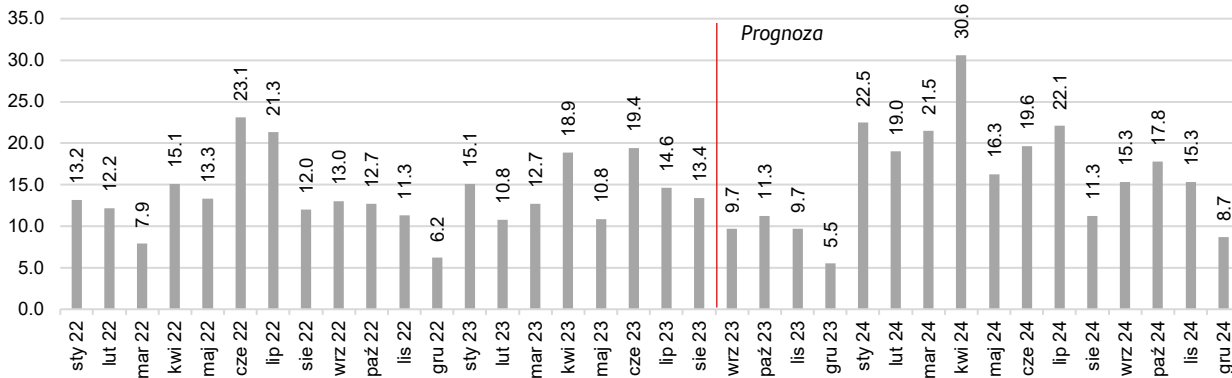
**Rząd zaplanował też sprzedaż brutto 69 mld zł obligacji zagranicznych.** Oznacza to kontynuację polityki emisyjnej prowadzonej od 2020 r., a szczególnie w latach 2022-2023, która w przeciwieństwie do kilku poprzednich lat charakteryzowała się wzrostem nominalnego długu walutowego. Ze względu na znacznie większą skalę emisji obligacji krajowych nie oznaczałoby to wcale wzrostu udziału długu walutowego w zadłużeniu ogółem Skarbu Państwa. Bazując na liczbach z budżetu zakładamy stabilizację udziału długu walutowego na poziomie ok. 22-23% co jest mniej więcej zbliżone do celów ze Wieloletniej Strategii Zarządzania Długiem. Wymagająca sytuacja finansowa może oznaczać, że dalsza redukcja udziału walutowego może się opóźnić o kilka lat.

## Emisje SPW w 2024 r. zakładane w projekcie budżetu (mln zł)

	Plan na 2024			PW 2023	Zmiana (2024 – PW 2023)
	Netto	Wykupy	Brutto	Netto	Netto
Bony skarbowe	54,478	0	79,051	0	54,478
Obligacje rynkowe - stały kupon	72,087	83,064	155,151	20,687	51,400
Obligacje rynkowe - zmienny kupon	27,153	37,190	64,343	33,842	-6,689
Obligacje rynkowe - indeksowane	0	0	0	-6,518	6,518
Obligacje oszczędnościowe	7,004	24,868	31,871	14,931	-7,927
<b>SUMA</b>	<b>160,721</b>	<b>145,122</b>	<b>305,843</b>	<b>62,944</b>	<b>97,777</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

**Emisje brutto krajowych obligacji skarbowych (bez bonów skarbowych) – dane historyczne i prognoza Santander na kolejne miesiące, mld zł**



Źródło: MF, Santander

**Budżet zakłada (realistycznie naszym zdaniem) umiarkowaną skalę emisji obligacji oszczędnościowych.** Plan na przyszły rok zakłada zmniejszenie sprzedaży obligacji detalicznych w ujęciu brutto do 31,9 mld zł z 37 mld zł planowanych na ten rok, a w ujęciu netto odpowiednio do 7 mld zł z 14,9 mld zł. To dosyć konserwatywne założenie przy stosunkowo wysokim poziomie stóp procentowych. Jednak konserwatywne podejście może wynikać ze znacznego przeszacowania w górę planów na rok bieżący w pierwotnej wersji ustawy budżetowej na 2023 r. i późniejszych stopniowych rewizji w dół.

**Sprzedaż obligacji oszczędnościowych (mld zł)**



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

**Opóźnienie porozumienia z Unią Europejską w kwestii praworządności rodzi obawy o realizację planu pożyczkowego dotyczącego środków z KPO.** Rząd zaplanował w przyszłorocznym budżecie pożyczkę z Funduszu Odbudowy o wartości 28,6 mld zł. Trudno w tej chwili przewidzieć kiedy/czy uda się zakończyć spór w Trybunale Konstytucyjnym, który ma decydować o zgodności nowelizacji ustawy o Sądzie Najwyższym z Konstytucją. Jednocześnie ogromna niepewność dotyczy tego, jak długo będzie trwał proces tworzenia nowego rządu po październikowych wyborach i w efekcie kiedy możliwe będą ewentualne inne zmiany legislacyjne które przybliżą nas do porozumienia z KE w sprawie odblokowania KPO. Taka sytuacja rodzi ryzyko w górę dla emisji skarbowych papierów wartościowych na przyszły rok.

**Potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa będą rekordowo wysokie, ale z drugiej strony emisja długu przez BGK i PFR może być znacznie niższa niż w latach ubiegłych,** m.in. dzięki temu, że Fundusz Przeciwdziałania Covid-19 zostanie zasilony z budżetu państwa kwotą 12 mld zł. Projekt budżetu nie zakłada też wzrostu kredytów zagranicznych (a wręcz ich nieznaczną redukcję zarówno w 2023 r., jak i 2024 r.). Zgodnie z wcześniejszymi doniesieniami medialnymi znaczące płatności wynikające z zakupów zbrojeniowych (wg projektu łącznie ponad 80 mld zł w przyszłym roku) najprawdopodobniej zostaną sfinansowane kredytami kupieckimi: media informowały m.in. o planie linii kredytowej z Korei Południowej. Plany finansowania w ramach

Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych nie są jednak ujawnione w projekcie budżetu, chociaż ostatecznie wpływają na wartość planowanego długu publicznego, który ma wzrosnąć w 2024 r. do 54% PKB. Fakt, że na przyszły rok zaplanowano znaczne płatności, podczas gdy wartość dostarczanego w przyszłym roku sprzętu będzie wyraźnie niższa wyjaśnia w części różnicę pomiędzy wzrostem długu i deficytu GG (ten drugi liczony jest memoriałowo). Odpowiednio w kolejnych latach wydatki zbrojeniowe mogą mieć większy wpływ na deficyt a mniejszy na dług.

#### Skąd popyt na rekordowe emisje?

**Proces finansowania potrzeb może być znacznie trudniejszy niż w poprzednich latach.** Przy sporym napływie środków do funduszy inwestycyjnych w tym roku (zakupy krajowych obligacji skarbowych od początku roku za ok. 5,5 mld zł) na przyszły rok zakładamy napływ na poziomie ok. 22 mld zł. Zakładamy, że co najmniej połowa z tych środków zasili fundusze dłużne. Zakładamy, że zakupy netto obligacji detalicznych przez gospodarstwa domowe mogą wynieść ok. 7 mld zł, co realizowałoby plan resortu finansów. Po wielu latach redukcji zaangażowania na krajowym rynku długu (z wyjątkiem roku 2022) przez inwestorów zagranicznych trudno być wyjątkowym optymistą jeśli chodzi o popyt nierezydentów na SPW w przyszłym roku. Rentowności obligacji na rynkach bazowych są stosunkowo wysokie, a choć obniżki stóp procentowych NBP mogą zachęcić inwestorów zagranicznych do zakupów, to zniechęcać może trudniejsza sytuacja fiskalna.

**Głównym kupującym krajowy dług najprawdopodobniej pozostaną krajowe banki.** Zakładamy, że przy założeniu stabilnego udziału długu skarbowego w aktywach i wzroście depozytów w przyszłym roku o 150 mld zł, banki dokupią netto obligacje za ok. 70 mld zł. Dane z rok bieżący i zakup obligacji w I połowie roku za 35 mld zł jest spójny z tym wzorcem przy założeniu wzrostu depozytów w tym roku o 170 mld zł i zakupów obligacji netto za 86 mld zł. Tegoroczne zakupy netto długu skarbowego przez krajowe banki mogą być rekordowe, a w przyszłym roku mogą być tylko nieznacznie niższe.

Taka struktura sprzedaży oznaczałaby, że wobec planu wciąż brakowałoby popytu na dług o wartości ok. 60 mld zł. Sądzymy, że wobec zwiększonej podaży bonów skarbowych mogłyby być one w ostateczności zaabsorbowane przez krajowe banki czy fundusze, dzięki odpowiedniej płynności i niższemu ryzyku rynkowemu.

**Niemniej, wysokie emisje w tym i przyszłym roku wspierają nasz pogląd, że spready asset swap mogą pozostać na podwyższonym poziomie przez kilka następnych kwartałów.** Tym bardziej, że duże zapadalności długu przypadają także na 2025 r. i kolejne lata. W efekcie, istotna rola krótkoterminowych bonów skarbowych w finansowaniu 2024 r. będzie potęgowała wyzwania z finansowaniem kolejnych lat.

#### Zmiana portfeli krajowych obligacji skarbowych, mld zł

	Banki	NBP	Inwestorzy zagraniczni	Fundusze inwestycyjne	Ubezpieczyciele	Gosp. domowe	Sektor rządowy i samorządowy	Inni	Ogółem
2005	-6,0	0,0	6,6	10,5	4,2	-3,5	2,2	17,0	31,1
2006	7,4	0,0	5,4	7,6	5,1	-4,0	1,8	17,2	40,4
2007	8,9	0,0	0,1	3,2	6,2	-2,2	1,4	13,4	31,1
2008	47,8	0,0	-18,6	-13,7	1,1	2,8	1,9	19,9	41,2
2009	10,5	0,0	25,9	3,3	-9,4	-0,9	3,9	13,8	47,1
2010	-15,4	0,0	46,4	3,2	4,3	-2,5	1,8	8,5	46,4
2011	-20,1	0,0	26,0	-0,1	-4,4	-1,3	3,7	7,3	11,1
2012	-18,8	0,0	36,3	9,7	-3,0	-0,3	2,9	-4,7	22,1
2013	23,2	0,0	2,7	4,5	-1,3	0,9	3,2	11,0	44,1
2014	36,1	0,0	2,8	0,1	0,9	-0,1	-0,6	-122,4	-83,1
2015	20,7	0,0	10,8	0,2	-0,7	1,4	0,8	-0,5	32,7
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	71,9	53,6	-23,6	-18,8	-7,0	13,4	12,6	5,2	107,3
2021	-10,5	28,5	-9,2	-3,3	-1,6	14,4	20,3	-0,1	38,6
2022	-12,6	-7,8	21,6	1,8	3,9	32,8	4,7	2,0	46,5
1H23	35,9	-0,7	-11,3	5,5	2,2	6,7	-7,1	9,6	40,7
2023E	60,6	-0,7	-17,0	8	3	13	-14	10	62,9
2024P	105,0	-4,5	17,2	15,0	5,0	7,0	10,0	6,0	160,7

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander



**Poduszka płynnościowa wciąż pozwala na elastyczne planowanie i realizację emisji.** Na koniec lipca poduszka płynnościowa resortu finansów wynosiła 133,3 mld zł, w tym 103,8 mld zł depozytów złotych. Choć lipcowa nowelizacja tegorocznego budżetu zakładała obniżenie emisji i poduszki płynnościowej pod koniec roku, to sądzimy, że napięty harmonogram emisyjny w kolejnych kwartałach sprawi, że poduszka może pozostać na relatywnie wysokim poziomie, a nawet, jeśli spadnie w ostatnich miesiącach roku, to Ministerstwo Finansów będzie chciało ją odbudować na początku przyszłego roku.

Potrzeby pożyczkowe na 2023 r. zostały sfinansowane do tej pory w 94%, co ma związek z podwyższeniem planowanego deficytu budżetowego i szacunku potrzeb pożyczkowych na ten rok w nowelizacji budżetu (do 288,8 mld zł). Podwyższenie tegorocznego deficytu i rekordowe potrzeby w przyszłym roku oznaczają niewielką przestrzeń do zmniejszenia emisji w dalszej części tego roku. W rezultacie sprzedaż obligacji na aukcjach pierwotnych i zamiany najprawdopodobniej utrzymają się na wysokim poziomie. Duża emisja obligacji skarbowych byłaby zgodna z naszymi wcześniejszymi założeniami opartymi na słabych wynikach tegorocznych dochodów budżetowych, że Ministerstwo Finansów niekoniecznie obniży emisję obligacji w pozostałej części tego roku, jak wskazano w ostatniej nowelizacji budżetu.

*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*