

Komentarz ekonomiczny

Budżet 2026: testowanie granic zadłużenia

Projekt budżetu na 2026 r. zakłada utrzymanie akomodacyjnej polityki fiskalnej w Polsce, z deficytem sektora rządowego i samorządowego (GG) na poziomie 6,5% PKB, wobec 6,9% PKB w roku bieżącym. Wykonanie budżetu w 2025 r. ma być czwarty rok z rzędu znacznie gorsze od planowanego, pomimo wciąż wysokiego wzrostu PKB w cenach bieżących na poziomie ok. 7%, który trudno będzie powtórzyć w kolejnych latach. Ryzyko gorszego od planu wykonania deficytu fiskalnego w 2026 r. oceniamy jako niższe niż w przypadku dwóch poprzednich projektów budżetu, m.in. za sprawą urealnionych założeń makroekonomicznych i planów dot. wzrostu dochodów. Ryzyko dla wpływów budżetowych wiąże się głównie z możliwym wetem prezydenta do planowanych podwyżek podatków, jednak nawet w „wersji maksimum” generowałoby to niedobór rzędu 10 mld zł, czyli ok. 0,2% PKB. Dług publiczny w definicji ESA ma wzrosnąć w 2026 r. do 66,8% PKB, a wg definicji krajowej (PDP) do 53,8% PKB. Taka trajektoria oznacza wysokie ryzyko, że w 2027 r. dług PDP przekroczy próg 55%, co wymuszałoby ostre dostosowania w budżecie po 2028 r.

Mocny wzrost planowanych potrzeb pożyczkowych (do 422 mld zł) wynika w dużej części z założonego wykorzystania pożyczkowej części KPO. Podaż netto krajowych SPW ma być nominalnie mniejsza niż w roku bieżącym, ale w warunkach porównywalnych – po korekcie o wykup w 2025 r. obligacji PFR i BGK oraz zapadające SPW w portfelu NBP – wzrasta o ok. 18 mld zł. Większe będą też podaże brutto w związku z dużymi zapadalnościami papierów.

Projekt budżetu na 2026 r. wraz z szacowanym wykonaniem 2025 po raz kolejny przesuwają Polskę na trajektorię fiskalną gorszą niż oczekiwano do tej pory. W naszej ocenie nie spowoduje to ostrej reakcji KE, która w swojej ocenie skupia się głównie na ścieżce wydatków (a te nie przekraczają uzgodnionych celów). Większym znakiem zapytania jest reakcja agencji ratingowych. Wg nas wzrost ryzyka pogorszenia perspektywy ratingu przy okazji kolejnych aktualizacji, chociaż obniżenie ratingu wciąż wydaje nam się bardzo mało prawdopodobne, dopóki utrzymuje się szybki wzrost PKB.

Rząd przyjął projekt ustawy budżetowej na 2026 r. z deficytem budżetu państwa na poziomie 272 mld zł (co odpowiada ok. 6,5% poziomu PKB prognozowanego przez MF na przyszły rok), wobec planowanego wykonania budżetu 2025 na poziomie 289 mld zł (ok. 7,4% spodziewanej wartości tegorocznego PKB). Z projektu wynika, że resort finansów nie zakłada konieczności nowelizacji tegorocznej ustawy budżetowej, pomimo oczekiwanego niedoboru dochodów w wysokości ok. 30 mld zł. Niemniej, **rządowy szacunek deficytu całego sektora instytucji rządowych i samorządowych (ang. General Government) na ten rok uległ znacznemu pogorszeniu – do 6,9% PKB obecnie z poziomu 6,3% przewidywanego w połowie br. i 5,5% PKB planowanego w tegorocznej ustawie budżetowej.** Rok 2025 będzie już czwartym z rzędu, kiedy faktyczne saldo finansów publicznych będzie wyraźnie gorsze od planowanego. **W 2026 r. deficyt sektora publicznego w relacji do PKB ma się obniżyć do 6,5%**, choć jego wartość nominalna pozostanie na zbliżonym poziomie do tegorocznego (ok. 270 mld zł). Oznaczać to będzie trzeci rok z rzędu deficytu fiskalnego wyraźnie powyżej 6% PKB i szybkiego przyrostu zadłużenia, pomimo poprawiającej się koniunktury i wysokiego tempa wzrostu PKB w cenach bieżących na poziomie ok. 7%.

Główne parametry budżetu

	2024 wykonanie	2025 ustawa	2025 PW	2026 projekt ustawy
Dochody (mln zł)	623 240	632 848	603 404	647 200
Wydatki (mln zł)	834 243	921 618	892 173 *	918 940
Saldo (mln zł)	-211 003	-288 770	-288 770	-271 740
Saldo GG (% PKB)	-6,6%	-5,5%	-6,9%	-6,5%
Dług GG (% PKB)	55,3%	59,8%	60,4%	66,8%
Dług PDP (% PKB)	44,3%	47,9%	48,9%	53,8%

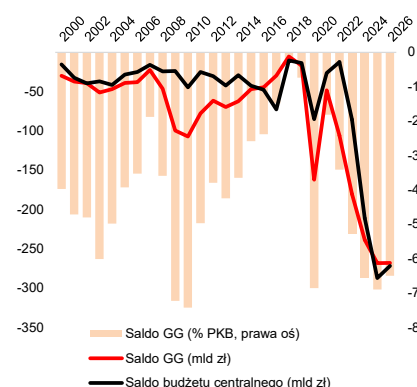
Źródło: Ministerstwo Finansów; * kwota z UB 2025 dostosowana do przewidywanego wykonania dochodów i deficytu

Prognozy makroekonomiczne na 2026 r.

	Projekt budżetu	Bloom berg	Santan der
PKB (mld zł)	4160,2	-	4113,6
PKB (%)	3,5	3,3	3,7
Konsumpcja pryw. (%)	3,3	3,3	3,3
CPI (%)	3,0	2,9	2,9
Zatrudnienie w GN (%)	0,0	-	0,3
Bezrobocie rejestr. (%)	5,0	5,3	5,4
Płace w GN (%)	6,4	-	7,8

Źródło: MF, Bloomberg, Santander

Saldo budżetu i sektora finansów publicznych



Źródło: MF, Eurostat, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

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

Dług publiczny wg definicji UE (GG) ma wzrosnąć w 2026 r. do 66,8% PKB z 60,4% PKB w br. Wg obecnych szacunków MF już w tym roku miałyby dojść do przekroczenia progu 60% PKB, wynikającego z unijnych kryteriów fiskalnych (czego nie przewidywała ustawa budżetowa 2025). Dług w metodologii krajowej (PDP) rośnie z kolei do 53,8% PKB z 48,9% PKB w 2025. Różnica między zadłużeniem w obu definicjach wg szacunków MF ma w tym roku wynieść ok. 448 mld zł, a w przyszłym powiększyć się do ok. 540 mld zł (tj. 13% PKB), czyli o 92 mld zł, co oznacza kontynuację wypychania zadłużenia do funduszy nieobjętych krajową definicją długu, której dotyczą ustawowe i konstytucyjne progi ostrożnościowe. W samym Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych przewidziano w 2026 r. wpływy z tytułu finansowania dłużnego 73,7 mld zł. Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 planuje w przyszłym roku pozyskać 18,5 mld zł z emisji obligacji przy braku zapadalności własnych papierów. Z kolei zadłużenie Krajowego Funduszu Drogowego ma być na koniec 2026 r. większe niż na koniec br. o 3,7 mld zł.

Intrygujący może wydawać się duży przyrost długu GG przy jednoczesnym zmniejszeniu deficytu GG. Trzeba mieć na uwadze, że pożyczki udzielane w ramach KPO istotnie podnoszą poziom długu, w samym 2026 r. o 2,8% PKB. Podobnie jak w roku ubiegłym, w zakresie rejestrowania znacznych wydatków Polski na obronność znaczenie ma kwestia innej metody ich księgowania w przypadku salda GG (memoriatowo) i długu publicznego (kasowo). Różnica ma być w przyszłym roku duża: **uwzględniane w zadłużeniu wydatki na sprzęt wojskowy mają wynieść 109 mld zł (2,6% PKB), natomiast obciążające saldo GG dostawy sprzętu wojskowego ok. 43 mld zł (1,0% PKB).**

Przy tak wysokiej prognozie długu PDP na rok 2026 (53,8%) **rośnie prawdopodobieństwo przekroczenia w 2027 r. progu ostrożnościowego 55% PKB, wynikającego z ustawy o finansach publicznych.** Przypomnijmy, że rok 2027 będzie rokiem wyborów parlamentarnych, co wg nas ograniczy pole do dalszej konsolidacji fiskalnej. Zgodnie z zapisami ustawy kolejny budżet szykowany po stwierdzeniu przebiecia nie może w ogóle wykazywać deficytu (czyli w obecnych warunkach przebiecie progu wymusiłoby znalezienie oszczędności budżetowych na prawie 300 mld zł) lub musi zapewnić spadek długu do PKB, dochodzi do zamrożenia płac w sferze budżetowej, renty i emerytury mogą być waloryzowane nie bardziej niż o wskaźnik inflacji. Stwierdzenia przekroczenia progu dokonuje się w oparciu o stan zadłużenia na koniec roku, oficjalnie podawany wiosną kolejnego roku. Zatem przekroczenie w roku T (przykładowo: 2027), stwierdzone w roku T+1 (2028), będzie narzucało ograniczenia dopiero na konstrukcję budżetu na rok T+2 (2029). Zanim to nastąpi, dług publiczny może już znacząco zbliżyć się do limitu konstytucyjnego na poziomie 60% PKB.

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

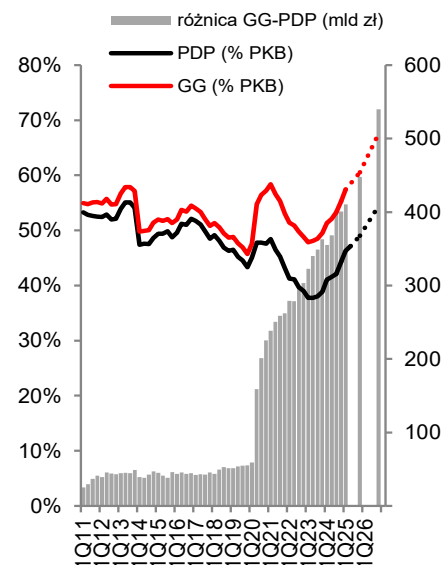
	Saldo GG		Dług publiczny	
	2025	2026	2025	2026
Projekt budżetu 2026	-6,9	-6,5	60,4	66,8
Średniookresowy plan budżetowo-strukturalny 2025-2028, wrzesień 2024	-5,5	-4,5	58,4	60,9
Sprawozdanie z wdrażania średniookresowego planu, kwiecień 2025	-6,3	-	57,8	-
KE, maj 2025	-6,4	-6,1	58,0	65,3
Fitch, marzec 2025	-5,9	-5,0	58,7	61,6
S&P, czerwiec 2025	-6,1	-5,1	-	-
Moody's, marzec 2025	-5,8	-	57,0	-
Bloomberg mediana, sierpień 25	-6,4	-5,9	-	-

Źródło: MF, KE, Bloomberg, agencje ratingowe

Projekt budżetu na 2026 r. wraz z szacowanym wykonaniem 2025 po raz kolejny przesuwają Polskę na trajektorię fiskalną gorszą niż oczekiwano do tej pory. Uzasadnione wydaje się pytanie, czy taka sytuacja spotka się z negatywną oceną instytucji zewnętrznych.

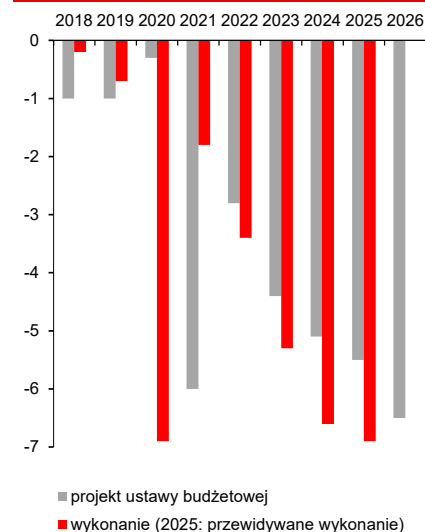
W naszej ocenie nie spowoduje to ostrej reakcji KE, która w swojej ocenie skupia się głównie na ścieżce wydatków, a nie poziomie deficytu. Wg projektu, tempo wzrostu wydatków netto, kluczowe w obowiązującym unijnym systemie utrzymywania unijnej dyscypliny fiskalnej, nie wyjdzie poza wyznaczoną w uzgodnionym z KE średnio-okresowym planie budżetowo-strukturalnym. W rezultacie projekt budżetu nie powinien ściągać na rząd krytyki ze strony KE, pomimo przewidywanego deficytu bardzo daleko od progu 3%. Polska zobowiązała się

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

zlikwidować nadmierny deficyt do 2028 r., co teraz wygląda na niewykonalne, jednak nadrzędne wobec tego celu jest trzymanie się ścieżki wydatków netto.

Większym znakiem zapytania jest reakcja agencji ratingowych. **W naszej ocenie wzrosło ryzyko pogorszenia perspektywy ratingu przy okazji kolejnych aktualizacji**, chociaż obniżenie ratingu wciąż wydaje nam się bardzo mało prawdopodobne, dopóki utrzymuje się szybki wzrost PKB.

Założenia makroekonomiczne – powrót ostrożnego, niekontrowersyjnego podejścia

Założenia makroekonomiczne zaprezentowane w projekcie ustawy budżetowej są tożsame z dokumentem zawierającym aktualizację tychże założeń z końca lipca. Warto podkreślić, że zmiany względem wstępnej wersji założeń opublikowanej w kwietniu poszły w stronę konsensusu rynkowego i jednocześnie w stronę większej ostrożności. Generalnie, nie można zatem zarzucać MF, że stara się tątać budżet, przesadnie podnosząc optymizm wpisany w założenia makroekonomiczne (które m.in. stanowią bazę do szacunków wpływów podatkowych). MF utrzymało prognozę wzrostu PKB w przyszłym roku na 3,5%, co przewyższa nieco medianę prognoz zebranych przez agencję Bloomberg (ta zarówno w kwietniu jak i obecnie wynosi 3,3%), ale odstaje w dół od naszej prognozy 3,7%. Nominalny PKB ma wg projektu budżetu powiększyć się w przyszłym roku o 6,6% a w tym o 7,1%. Nasz prognozy nie różnią się na tyle, żeby sygnalizować tu ryzyko, że faktyczny wynik gospodarki będzie inny.

Obniżona została prognoza przyszłorocznej inflacji: w miejsce dość wysokiej prognozy 3,8% z kwietnia (konsensus wynosił wtedy 3,2%) ostatecznie użyto prognozy 3,0%. W międzyczasie konsensus przesunął się do 2,9% i taka jest też nasza obecna ocena. Prognoza MF inflacji zakłada przedłużenie obowiązywania maksymalnej ceny prądu dla gospodarstw domowych wyłączone na IV kw. br. Nie jest to wg nas założenie budzące wątpliwości, a rezygnacja z utrzymywania tego ograniczenia cenowego w 2026 r. w naszej ocenie nie powinna wywołać istotnego wzrostu rachunków w przyszłym roku. O zamiarze rezygnacji z mrożenia cen prądu w 2026 r. świadczą też zerowe koszty zaplanowane w przyszłym roku w Funduszu Wyплаты Różnicy Ceny.

Tak samo za dostatecznie bezpieczne można uznać założenia dotyczące rynku pracy. Wzrost płac w gospodarce narodowej w 2026 r. przyjęty na poziomie 6,4% jest niemal zgodny z zapisami lipcowej projekcji NBP (6,3%) i istotnie niższy niż zapis MF użyty we wstępnej wersji założeń budżetowych (7,6%). W ujęciu realnym rządowa prognoza płac została zrewidowana w dół z 3,8% do 3,4%. W przypadku stopy bezrobocia najwyraźniej MF nie uwzględnił w szacunkach zmian regulacyjnych, które „sztucznie” (tj. niezależnie od koniunktury gospodarczej) podbiły ją o ok. 0,4pp w ostatnich miesiącach. Prognoza MF pozostała blisko 5%, podczas gdy nasza i rynkowa przesunęły się w międzyczasie wyżej.

Założenia co do działań Rady Polityki Pieniężnej również wydają się niekontrowersyjne – przeciętny poziom stopy referencyjnej przyjęty na przyszły rok (3,94%) trafia pomiędzy naszą prognozę (4,06%) a oczekiwania rynku (3,88%).

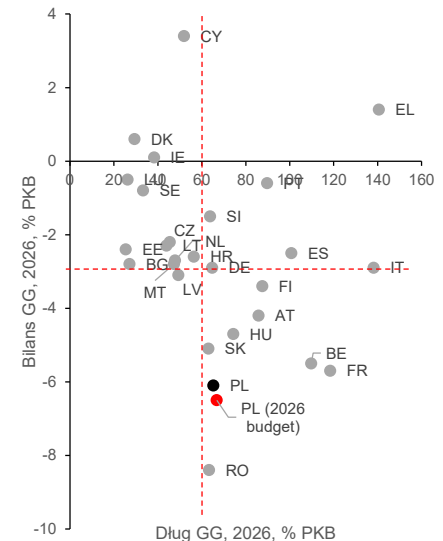
Dochody budżetowe: weta prezydenta głównym czynnikiem ryzyka

Dochody budżetowe w 2026 r. założono na poziomie 647,2 mld zł, czyli 7,2% więcej niż planowane wykonanie w 2025 r. **Rządowe prognozy dotyczące wzrostu dochodów są naszym zdaniem spójne z założeniami makro**, choć nieco zbyt optymistyczne wydaje nam się spojrzenie na dochody z CIT, które przycięlibyśmy o ok. 5 mld zł. Budżet zawiera też dochody z planowanego podwyższenia akcyzy na alkohol oraz CIT dla banków, łącznie ok. 8,5 mld zł. Prezydent Nawrocki sugerował, że zawetuje ustawy podwyższające te podatki, więc jest to dla dochodów budżetowych czynnik ryzyka. Dodatkowo prezydent Nawrocki zapowiedział weto dla ustawy podnoszącej opłatę cukrową. Nie stanowi ona dochodu budżetu, a NFZ. Jej brak spowoduje zatem potencjalnie wzrost dotacji do NFZ (czyli wydatku budżetowego) o 1,3 mld zł.

Warto przy tym zauważyć, że Ministerstwo Finansów mocno **zwyfikowało swoje oczekiwania co do dochodów budżetowych w bieżącym roku**. Obecnie prognozowana suma to 603,4 mld zł wobec 632,8 mld zł w ustawie budżetowej. Korekta w dół dotyczyła przede wszystkim dochodów z VAT (24,5 mld zł), CIT (4,7 mld zł), PIT (3,6 mld zł) oraz akcyzy (3,1 mld zł). Naszym zdaniem liczby w planowanym wykonaniu nadal są nieco zbyt optymistyczne i my raczej zakładamy realizację na poziomie 590-595 mld zł.

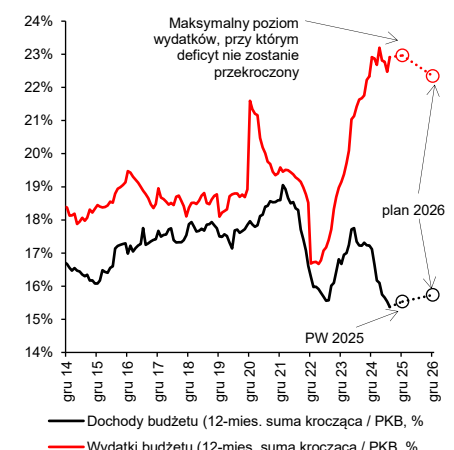
Wpływy z **VAT** w 2026 r. założono na poziomie 341,5 mld zł, czyli 5% wyżej niż planowane wykonanie w 2025 r. (325 mld zł). Jakkolwiek planowane wykonanie nadal wydaje nam się o kilka miliardów zbyt optymistyczne (choć nie ma tu istotnego ryzyka w dół), to i tak wzrost dochodów z

Dług i wynik finansów publicznych wg prognoz KE i projektu budżetu na 2026 r.



Źródło: KE, MF, Santander

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



Źródło: MF, Santander

VAT na 2026 r. jest dość skromny w porównaniu z nominalnym wzrostem PKB o 6,6%. Dochody z VAT wyglądają zatem realistycznie, a nawet nieco konserwatywnie.

Wpływy z akcyzy zostały zaplanowane na poziomie 103,2 mld zł, czyli 8,7% więcej niż planowane wykonanie w 2025 r. (95 mld zł). Wzrost stawki akcyzy na alkohol i tytoń ma przynieść 8,3 mld zł. Część przepisów podnoszących te akcyzy jest w mocy już od dawna (tzw. mapa drogowa), jednak niedawno rząd zaproponował wyższy wzrost akcyzy na alkohol (o 15% zamiast 5%), co wg naszych szacunków przyniesie 2 mld zł z 8,3 mld zł zakładanego wzrostu. Ten dodatkowy wzrost akcyzy na alkohol może zostać zawetowany przez prezydenta Nawrockiego. Wzrost wpływów akcyzy oczyszczony z efektów wzrostu stawek jest zatem lekko ujemny, co uważamy za szacunek konserwatywny.

Dochody budżetowe (mln zł)

	2024 wykonanie (1)	2025 PW (2)	2026 projekt (3)	2026 zmiana (3) - (2)
Dochody budżetu	623 240	603 404	647 200	43 796
1. Dochody podatkowe	555 937	536 278	579 923	43 644
VAT	287 683	325 000	341 500	16 500
Podatek akcyzowy	90 315	95 000	103 253	8 253
Podatek od gier	5 266	6 000	6 500	500
CIT	60 240	66 000	80 423	14 423
PIT	97 600	28 129	32 037	3 908
Podatek od kopaliny	4 034	4 360	3 200	-1 160
Podatek bankowy	6 441	7 130	7 590	460
Podatek od sprzedaży detalicznej	4 357	4 660	4 958	298
2. Dochody niepodatkowe	64 935	63 257	63 643	386
Dywidendy	5 430	6 380	9 297	2 917
Cto	6 816	7 599	8 733	1 134
Zysk NBP	0	0	0	0
Dochody państwowych jednostek budżet. i inne dochody niepodatkowe	47 706	49 278	45 613	-3 665
Wpłaty JST	4 982	0	0	0
3. Środki z UE i inne niepodlegające zwrotowi	2 368	3 868	3 634	-234

Źródło: MF, Santander

Dochody budżetu z tytułu **CIT** mają wzrosnąć o 21,9% do 80,4 mld zł z 66,0 mld zł. Korekta o planowane wpływy z podwyższenia CIT dla banków (6,6 mld zł) daje wzrost o 11,8%. Wydaje nam się to zbyt optymistycznym założeniem, przy umiarkowanym wzroście gospodarczym oraz niskiej inflacji, firmy nie będą raczej miały wiele miejsca do zwiększenia dochodowości i zysków. Ponadto, również planowane wykonanie wydaje nam się zbyt optymistyczne. Naszym zdaniem wpływy z CIT nie przekroczą 75 mld zł.

Dochody niepodatkowe mają wzrosnąć o 0,6%, do 63,6 mld zł z 63,3 mld zł. Wzrost wynika z poprawy zakładanych wpływów z dywidend i ceł przy spadku dochodów państwowych jednostek budżetowych. Założenia te nie budzą naszych zastrzeżeń. Projekt zakłada zerową wpłatę z zysku NBP.

Wydatki: mniejsze, choć w rzeczywistości większe

Zaplanowane wydatki budżetowe są niższe o 0,3% od przyjętych w tegorocznej ustawie budżetowej i wynoszą 918,9 mld zł. Założenie MF o braku nowelizacji tegorocznego budżetu pomimo obniżenia prognozy dochodów oznacza, że faktyczne wykonanie wydatków w 2025 r. będzie niższe od planu w ustawie budżetowej w podobnej skali jak dochody (prawie 30 mld zł). W relacji do PKB wydatki obniżą się do 22,1% z 22,9% w 2025 r. (przy założeniu skorygowania wydatków w dół zgodnie z informacją MF o nieprzekroczeniu założonego deficytu pomimo niższych dochodów). Jednak ponieważ tegoroczne wydatki uwzględniały 63,2 mld zł na wykup

Wydatki budżetu w 2026 r. wg działów (mln zł)

	2025 ustawa (1)	2026 projekt (2)	zmiana (2) - (1)
Wydatki budżetu	921 618	918 900	-2 718
Rolnictwo i łowiectwo	10 973	9 559	-1414
Leśnictwo	8	6	-2
Rybołówstwo i rybactwo	137	243	106
Górnictwo i kopalnictwo	3 670	5 634	1964
Przetwórstwo przemysłowe	2 209	2 224	15
Handel	1 536	1 323	-213
Hotele i restauracje	61	71	10
Transport i łączność	24 878	21 817	-3061
Turystyka	111	117	6
Gospodarka mieszkaniowa	2 950	7 033	4083
Działalność usługowa	940	1 028	88
Informatyka	287	298	11
Szkolnictwo wyższe i nauka	39 667	40 961	1294
Administracja publiczna	29 934	30 102	168
Urzędy naczelnych organów władzy państwowej, kontroli i ochrony prawa oraz sądownictwa	4 719	5 112	393
Obrona narodowa	109 613	109 235	-378
Obowiązkowe ubezpieczenia społeczne	184 061	195 971	11910
Bezpieczeństwo publiczne i ochrona przeciwpożarowa	31 407	30 918	-489
Wymiar sprawiedliwości	27 732	28 735	1003
Obsługa długu publicznego	110 162	90 388	-19774
Różne rozliczenia	173 732	162 744	-10988
Oświata i wychowanie	4 309	4 695	386
Ochrona zdrowia	40 453	54 237	13784
Pomoc społeczna	5 930	6 912	982
Pozostałe zadania w zakresie polityki społecznej	5 337	2 213	-3124
Edukacyjna opieka wychowawcza	294	291	-3
Rodzina	97 137	97 922	785
Gospodarka komunalna i ochrona środowiska	2 576	2 690	114
Kultura i ochrona dziedzictwa narodowego	5 634	5 456	-178
Ogrody botaniczne i zoologiczne oraz naturalne obszary i obiekty chronionej przyrody	228	232	4
Kultura fizyczna	932	773	-159

Źródło: MF, Santander

obligacji PFR i BGK (co nie będzie miało miejsca w 2026 r.), „trzon” wydatków budżetu centralnego wzrośnie o 7%, a zatem nieco silniej od prognozowanego nominalnego wzrostu PKB (6,6%).

Według podziału wydatków na główne grupy ekonomiczne, najmocniej rosną **wydatki bieżące jednostek budżetowych**, o 16,4 mld zł i 9,6% (187,1 mld zł ze 170,1 mld zł), w tym o 8,4 mld zł w kategorii „różne rozliczenia” (głównie efekt zwiększenia kwoty na rezerwy celowe, w tym 2,7 mld zł rezerwy na inwestycje z pożyczek KPO), o 4,8 mld zł w obronie narodowej, 1,4 mld zł w obszarze wymiaru sprawiedliwości i 1,2 mld zł w ochronie zdrowia.

Świadczenia na rzecz osób fizycznych rosną o 2,1%, do 162,4 mld zł ze 159,1 mld zł. na kontynuację świadczeń społecznych będą zbliżone do przewidzianych na obecny rok. Nakłady w dziale 855 („rodzina”) w tej kategorii rosną o 0,7 mld zł, do 77,4 mld zł z 76,6 mld zł. W szczególności na wydatki na świadczenie 800+ przeznaczono 61,7 mld zł (wobec 62,8 mld zł w 2025 r.), na 13. i 14. emeryturę 31,8 mld zł (wobec 31,5 mld zł), a na program „Aktywny rodzic” zmniejszono szacunkowy koszt z 8,4 do 6,0 mld zł.

Kwota przeznaczona na **dotacje i subwencje** będzie niższa o ponad 35 mld zł (tj. o 9,1%) od przewidzianej na 2025 r. i wyniesie 350,1 mld zł. Kwota przeznaczona na obowiązkowe ubezpieczenia społeczne będzie jednak wyższa o 10,0 mld zł, a o 10,4 mld zł rośnie kwota przeznaczona na ochronę zdrowia. Za spadek całej kategorii odpowiadają niższe kwoty w działach „różne rozliczenia” oraz „obsługa długu publicznego”. Ta pierwsza spada do 85,1 mld zł ze 109,7 mld zł. Prawie 24 mld zł niższych dotacji wynika z obniżenia wpłaty do Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (FPC). Podobnie brak jest dotacji w obszarze obsługi długu w 2026 r. Te dwa elementy pokazują, że w roku rząd nie zamierza wziąć w ciężar budżetu centralnego spłacania obligacji PFR i obligacji BGK wyemitowanych na rzecz FPC, inaczej niż w 2025 r. (w 2026 r. zresztą żadne papiery tego typu nie zapadają).

Wydatki budżetu wg grup ekonomicznych (mln zł)

	2024 wykonanie (1)	2025 ustawa (2)	2026 plan (3)	2026 zmiana (3) - (2)
Wydatki budżetu	834 243	921 618	918 900	-2 718
Dotacje i subwencje	366 475	386 031	350 797	-35 234
Świadczenia na rzecz osób fizycznych	142 732	159 109	162 392	3 283
Wydatki bieżące jednostek budżetowych	144 619	170 634	187 060	16 426
Wydatki majątkowe	71 896	79 034	72 029	-7 005
Wydatki na obsługę długu SP	65 791	75 500	90 000	14 500
Środki własne Unii Europejskiej	33 198	35 655	41 585	5 930
Współfinansowanie projektów UE	9 531	15 655	15 077	-578

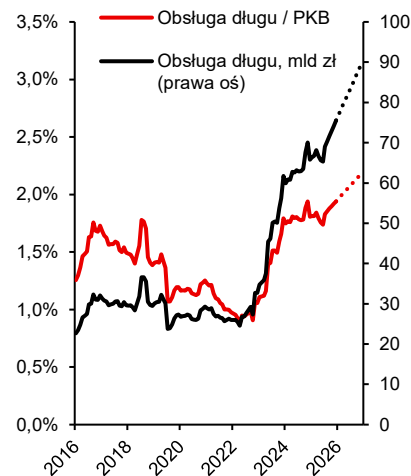
Źródło: MF, Santander

Wydatki na obsługę długu mają wzrosnąć o prawie 1/5, do 90,0 mld zł z 75,5 mld zł w tym roku (+14,5 mld zł), czyli do 2,2% PKB z 1,9% PKB. Nominalnie koszty długu rosną o 19,2% przy założonym nominalnym wzroście zadłużenia o 17,3%, a zatem można powiedzieć, że pozycja ta została założona z lekkim nadładkiem.

Wydatki majątkowe spadają do 72,0 mld zł z 79,0 mld zł (-7,0 mld zł), w tym 5,6 mld zł stanowi zmniejszenie wydatków majątkowych w ramach działu 752 obrony narodowej. Ponadto o 2,1 mld zł spadną wydatki w kategorii „transport i łączność”, a o 1,1 mld zł w bezpieczeństwie publicznym. Natomiast wzrost wydatków majątkowych o ponad 3 mld zł przewiduje się w obszarze gospodarki mieszkaniowej (z 1,2 do 4,4 mld zł).

Wydatki na obronę narodową uwzględnione w budżecie centralnym w dziale 752 pozostają praktycznie takie same (109,2 mld zł wobec 109,6 mld zł w 2025 r.), w tym przewidziany jest wzrost wydatków bieżących o 4,8 mld zł i spadek wydatków majątkowych o 5,6 mld zł. Łączne wydatki budżetu w części obrona narodowa mają wynieść 124,8 mld zł (tj. wraz z kosztami ubezpieczeń społecznych, emeryturami itp.) wobec 124,3 mld zł w 2025 r. Razem z wydatkami Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych wydatki mają wynieść 200,1 mld zł wobec 186,6 mld zł planowanych na 2025 r. (wzrost o 13,5 mld zł) i osiągnąć poziom 4,8% PKB, czyli *de facto* tyle samo, co planowano na 2025 r.

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



Źródło: MF, Santander

Wydatki na zakup sprzętu wojskowego mają wynieść 109,0 mld zł wobec 94,9 mld zł planowanych na 2025, a dostawy sprzętu 42,5 mld zł wobec 38,7 mld zł w 2025. Wydatki na obronność w ujęciu memoriałowym, tj. łączne wydatki skorygowane o wydatki na sprzęt, który zostanie dostarczony w innym okresie, wyniosą ok. 133,7 mld zł, czyli 3,2% PKB – o 0,1 punktu procentowego mniej niż rok wcześniej. **Zatem wydatki zbrojeniowe nieznacznie zmniejszają deficyt finansów publicznych w porównaniu do 2025.**

Całkowite nakłady na ochronę zdrowia mają wynieść **247,6 mld zł**, co stanowić będzie ok. 6,0% prognozowanego PKB w 2026 r., w porównaniu z 5,7% PKB w 2025 r. Za sprawą niższej inflacji przyszłoroczna waloryzacja rent i emerytur będzie kosztowała o 2,2 mld zł mniej, tj. 22,0 mld zł (wobec 24,2 mld zł w br.). Ponadto, projekt ustawy przewiduje obniżenie tempa wzrostu płac nauczycieli i pozostałej sfery budżetowej – z 5% wzrostu kwoty bazowej przewidzianej na ten rok do 3% w 2026 r., co będzie kosztowało ok. 6,7 mld zł. Pozostałe reformy rządu: renta wdowia oraz podwyższona kwota zasiłku pogrzebowego kosztować odpowiednio 7 mld zł oraz 1,2 mld zł.

W budżecie środków europejskich zaplanowano dochody 137,9 mld zł (wobec 109,9 mld zł w 2025 r.), w tym 54,2 mld zł w ramach Perspektywy Finansowej 2021-2027, 62,1 mld zł w ramach Planu Odbudowy (KPO) w części grantowej oraz 20,3 mld zł w ramach WPR. Wydatki mają natomiast wynieść 174,1 mld zł (wobec 137,9 mld zł), w tym 81,1 mld zł na Plan Odbudowy, 43,0 mld zł na Perspektywę, 13,2 mld zł na WPR. **Deficyt budżetu środków europejskich zaplanowano na 36,2 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 2023-25 różnica wynosiła niecałe 20 mld zł). Niewykluczone, że w przyszłym roku będzie podobnie.

Potrzeby pożyczkowe dużo większe, ale emisje SPW tylko nieco powyżej tegorocznych

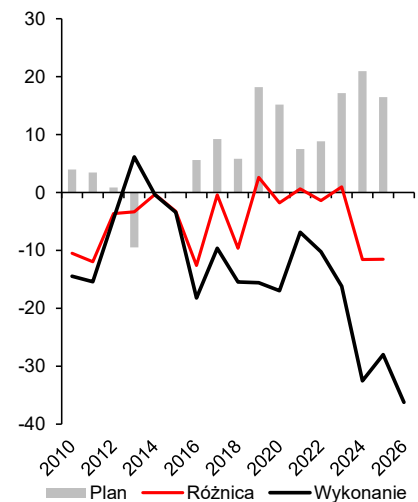
Projekt budżetu na 2026 r. zakłada ustanowienie nowego rekordu potrzeb pożyczkowych – mają one wzrosnąć do około **423 mld zł w ujęciu netto** i do około **690 mld zł w ujęciu brutto**, czyli w obu przypadkach o około 41% względem ich wykonania przewidywanego na 2025 r., równego odpowiednio 301 mld zł i 489 mld zł.

Przy planowanym spadku deficytu budżetu centralnego o około 17 mld zł w porównaniu do 2025 r., **wzrost potrzeb pożyczkowych netto w 2026 r. wynika głównie z założenia większej aktywności związanej z rozporządzaniem środkami UE**, w tym przede wszystkim udzielenia około 111 mld zł pożyczek w ramach KPO, a także wzrostu deficytu budżetu środków UE o blisko 25 mld zł i wzrostu deficytu wynikającego z zarządzania środkami europejskimi o ponad 20 mld zł.

Warto zwrócić uwagę, że na podobnym założeniu opierał się plan potrzeb pożyczkowych na 2025 r. W ustawie zakładano, że w br. udzielonych zostanie blisko 60 mld zł pożyczek, w przeważającej części w ramach KPO, a deficyt budżetu środków UE wyniesie około 28 mld zł. Aktualne przewidywania z projektu budżetu na 2026 r. wskazują, że wartość faktycznie udzielonych pożyczek nie przekroczy w br. 10 mld zł, a deficyt budżetu środków UE wyniesie niecałe 12 mld zł. W rezultacie tegoroczne potrzeby pożyczkowe mają wynieść nie pierwotnie zakładane 367 mld zł, a około 301 mld zł. Nie można wykluczyć, że potrzeby pożyczkowe w 2026 r. zostaną zrewidowane w podobny sposób. Ponieważ wdrażanie KPO przebiega wolniej niż zakładano, a rząd informował, że w pierwszej kolejności będzie starał się rozdysponować fundusze bezzwrotne, faktyczna wielkość pożyczek z KPO udzielonych w 2026 r. może okazać się niższa niż planowane obecnie 111 mld zł.

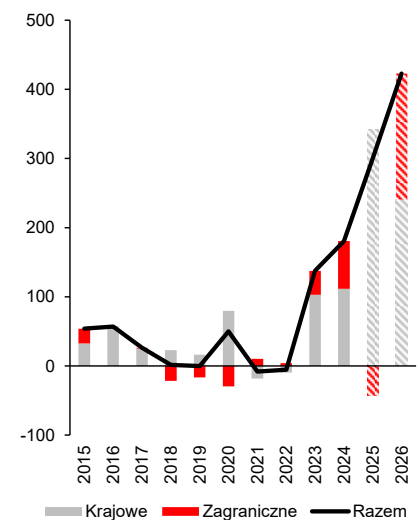
Ponieważ projekt budżetu na 2026 r. przewiduje równoległe wpływy funduszy zwrotnych przeznaczonych na realizację KPO w wysokości 51 mld zł (pomniejszone o około 6 mld zł przez spłatę pożyczki z SURE), a także wykorzystanie środków zgromadzonych na rachunkach walutowych, przewyższające wpływy na rachunek walutowy o ponad 110 mld zł, **rekordowe potrzeby pożyczkowe nie przełożą się na wzrost podaży skarbowych papierów wartościowych (SPW) – przynajmniej nominalnie.** Emisje krajowych SPW netto mają wynieść niecałe 241 mld zł, a tym samym być o około 26 mld zł mniejsze niż ich przewidywane wykonanie w 2025 r. Niemniej, warto zwrócić uwagę, że emisje z 2025 r. obejmują wykup obligacji PFR i BGK, który zwiększył podaż SPW o ponad 60 mld zł i stanowił w praktyce „rolowanie” zadłużenia publicznego. Dodatkowo, saldo emisji netto należałoby wg nas skorygować w drugą stronę o wartość zapadających obligacji, będących w posiadaniu NBP (jako że bank centralny nie planuje rolowania tych papierów, więc będzie to wymagało znalezienia nowego popytu) – w 2026 r. jest to ok. 11 mld zł wobec 27 mld zł w 2025. **W efekcie, emisje**

Wynik budżetu środków europejskich, mld zł



Źródło: MF, Santander

Finansowanie potrzeb pożyczkowych netto, mld zł



Źródło: MF, Santander

Obligacje w portfelu NBP zapadające w 2026 r., mld zł

seria	nominał
DS0726	8,732
PS1026	2,848
Razem	11,580

Źródło: NBP, Santander

netto SPW w 2026 r. „w warunkach porównywalnych”, tj. po korekcie o wykup obligacji PFR i BGK i zapadalności w portfelu NBP, wzrosną w 2026 r. o 18 mld zł w porównaniu z rokiem bieżącym.

Potrzeby pożyczkowe i ich finansowanie (mln zł)

	2025 UB	2025 PW	2026 P	2026 zmiana (3) - (2)
	(1)	(2)	(3)	(3) - (2)
Deficyt budżetu państwa	288 770	288 770	271 740	-17 030
Deficyt środków UE	27 985	11 515	36 205	24 690
Kredyty i pożyczki udzielone	59 986	9 671	112 772	103 101
Prefinansowanie zadań z UE	-15	-130	160	290
Płatności związane z udziałami w inst. międzynarodowych	1 112	1 143	354	-789
Zarządzanie płynnością	-10 516	-2 026	-10 573	-8 547
Zarządzanie środkami europejskimi	-632	-8 280	12 243	20 523
Pozostałe	-26	-142	-28	114
SUMA (potrzeby pożyczkowe netto)	366 663	300 522	422 873	122 351
Z tego:				
1. Finansowanie krajowe	246 205	342 536	240 768	-101 769
1.1 SPW	246 205	266 907	240 768	-26 139
1.2 Środki na rachunkach budżetowych	-	75 630	-	-75 630
2. Finansowanie Zagraniczne	120 458	-42 014	182 106	224 120
2.1 Obligacje skarbowe	42 909	33 008	27 949	-5 059
2.2 Kredyty otrzymane	-2 888	-1 038	-1 617	-579
2.3 Pożyczki z UE	25 263	16 851	45 276	28 424
2.3 Przepływy związane z rachunkiem walutowym	55 173	-90 836	110 498	201 334

Źródło: MF, Santander

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

Planowana podaż SPW netto będzie obejmowała około 223 mld zł rynkowych SPW, w tym ok. 27 mld zł bonów skarbowych, a także ok. 18 mld zł obligacji oszczędnościowych. Podaż netto obligacji oszczędnościowych ma tym samym być o blisko połowę mniejsza niż jej wykonanie przewidywane na 2025 r., równe 35 mld zł. W ujęciu brutto emisje rynkowych SPW i obligacji oszczędnościowych mają być równe odpowiednio 381 mld zł i 81 mld zł, tj. około 44 mld zł i 8 mld zł więcej niż wynosi ich przewidywane wykonanie w 2025 r. Oznacza to, że **średniomiesięczne rząd planuje sprzedawać około 32 mld zł papierów rynkowych i niecałe 7 mld zł obligacji detalicznych.**

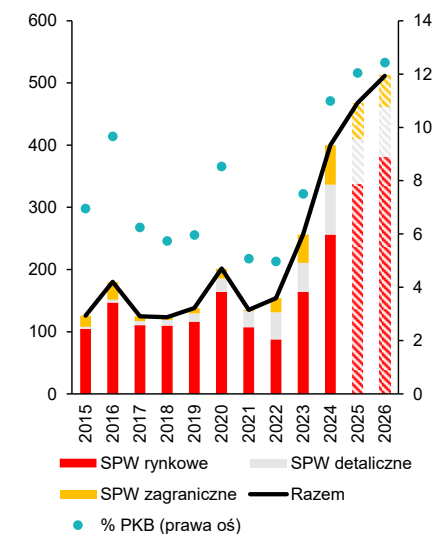
Emisje SPW 2025-2026 (mln zł)

	Emisje netto				Emisje brutto			
	2025 UB	2025 PW	2026 P	2026 zmiana (3) - (2)	2025 UB	2025 PW	2026 P	2026 zmiana (6) - (5)
	(1)	(2)	(3)	(3) - (2)	(4)	(5)	(6)	(6) - (5)
Bony skarbowe	45 734	31 468	26 645	-4 823	45 734	31 468	58 113	26 645
Obligacje rynkowe - stały kupon	102 823	153 186	150 939	-2 248	182 228	232 578	236 443	3 865
Obligacje rynkowe - zmienny kupon	48 613	39 813	36 510	-3 304	67 343	66 353	78 471	12 119
Obligacje rynkowe - indeksowane	11 825	7 452	8 468	1 017	11 825	7 452	8 468	1 017
Obligacje oszczędnościowe	37 210	34 988	18 206	-16 781	73 864	73 666	81 238	7 572
SPW KRAJOWE - SUMA	246 205	266 907	240 768	-26 139	380 995	411 516	462 733	51 217
SPW ZAGRANICZNE - SUMA	42 909	33 008	27 949	-5 059	66 313	56 181	48 606	-7 575

Źródło: MF, Santander

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

Emisje brutto SPW, mld zł



Źródło: MF, Santander

Plan emisji obligacji oszczędnościowych na poziomie netto 18,2 mld zł i brutto ok. 81,2 mld zł oznacza sprzedaż odpowiednio ok. 1,5 mld zł i 6,8 mld zł przeciętnie na miesiąc. Prognozowana skala emisji obligacji oszczędnościowych wydaje się realistyczna, o ile nie dojdzie do radykalnego spadku (nietypowo) wysokiej skłonności do oszczędzania oraz program OKI nie przekieruje nadwyżek gospodarstw domowych w stronę aktywów o wyższym profilu ryzyka. Dla wykonalności planu pozyskania środków z emisji obligacji detalicznych ważne jest też utrzymywanie oprocentowania tych papierów na poziomie zapewniającym dotychczasowy poziom ich konkurencyjności wobec lokat bankowych.

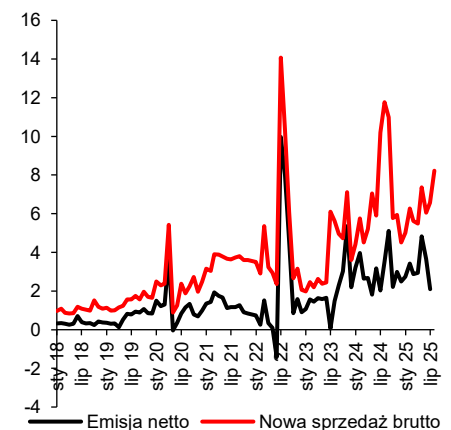
Sprzedaż obligacji oszczędnościowych, mld zł



Źródło: MF, Santander

Według założeń z projektu, **emisje obligacji na rynkach zagranicznych mają wynieść 28 mld zł netto i 49 mld zł brutto**. Obie kwoty są niższe niż ich przewidywane wykonanie w 2025 r., równe odpowiednio 33 mld zł i 56 mld zł, a także niż pierwotny plan z ustawy budżetowej na 2025 r., zakładający emisje na poziomie 43 mld zł netto i 66 mld zł brutto. Sugeruje to, że w 2026 r. może obserwować dalszy spadek udziału długu zagranicznego w państwowym długu publicznym – według stanu na koniec I kw. 2025 r. jego stopa wynosiła 23,6%, co stanowiło najniższy wynik od 2007 r. (w którym była równa 23,5%), a zarazem drugi najniższy od ponad 20 lat.

Sprzedaż obligacji oszczędnościowych, mld zł



Źródło: MF, 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