



Ministerstwo  
Finansów

Departament Długu Publicznego

## **Plan finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i jego uwarunkowania**

Grudzień 2015

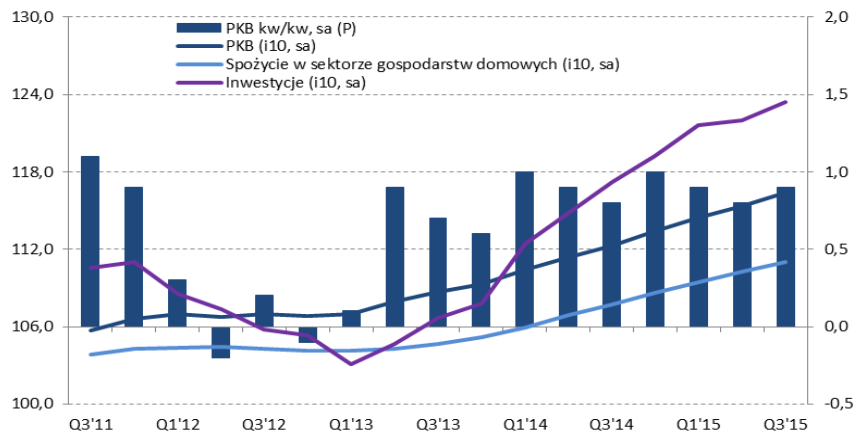
### NAJWAŻNIEJSZE INFORMACJE

I. Bieżąca sytuacja makroekonomiczna .....	2-3
II. Dane statystyczne .....	4
III. Uwarunkowania finansowania potrzeb pożyczkowych .....	5-10
IV. Miesięczny plan podaży SPW .....	11

## Produkt krajowy brutto Polski

ceny stałe, r/r

Od II kw. 2013 r. obserwowana jest wyraźnie wyższa dynamika aktywności gospodarczej (kw/kw, sa). W III kw. 2015 r. Polska gospodarka kontynuowała swój trend wzrostowy: PKB zwiększył się o 0,9% (kw/kw, sa), po wzroście o 0,8% w II kw. 2015 r.

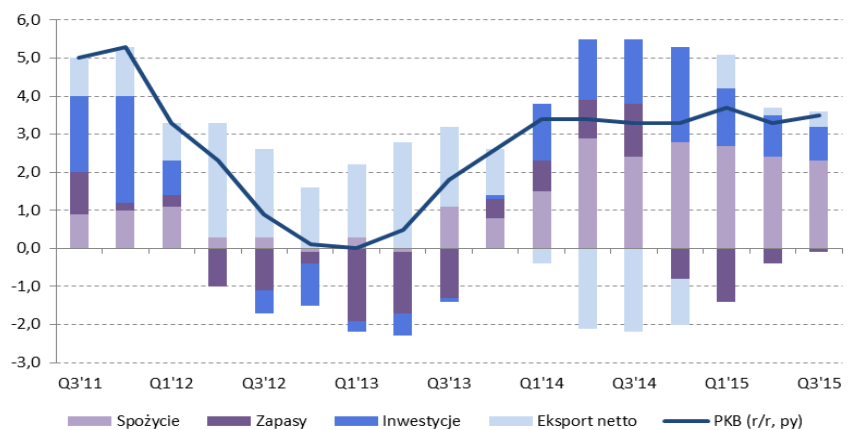


## Kontrybucje we wzrost PKB Polski

pkt proc.

źródło: GUS, obliczenia własne MF

W III kw. 2015 r. PKB był o 3,5% wyższy niż rok wcześniej. Popyt krajowy był podstawowym czynnikiem wzrostu PKB, głównie za sprawą konsumpcji prywatnej i, w mniejszym stopniu, inwestycji. Roczne tempo wzrostu inwestycji było jednak wyraźnie niższe niż w pierwszej połowie 2015 r. Wkład eksportu netto we wzrost PKB był również pozytywny. Jedynym komponentem PKB, który miał ujemną kontrybucję we wzrost, była zmiana zapasów, choć w mniejszym stopniu niż w dwóch poprzednich kwartałach.

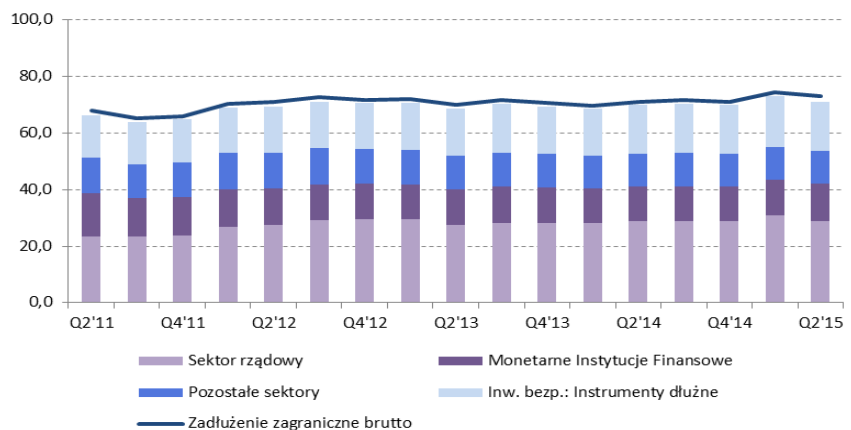


## Zadłużenie zagraniczne brutto Polski

proc. PKB

źródło: NBP, GUS, obliczenia własne MF

Zadłużenie zagraniczne brutto na koniec II kw. 2015 r. wyniosło 306,6 mld EUR (73,1% PKB) i było o 1,3 mld EUR niższe niż w poprzednim kwartale. Udział zadłużenia sektora rządowego w zadłużeniu ogółem zmniejszył się do 39,5%. Oficjalne aktywa rezerwowe na koniec września 2015 r. wyniosły 90,4 mld EUR i pozostały na adekwatnym poziomie, pokrywając ponad pięć miesięcy importu.

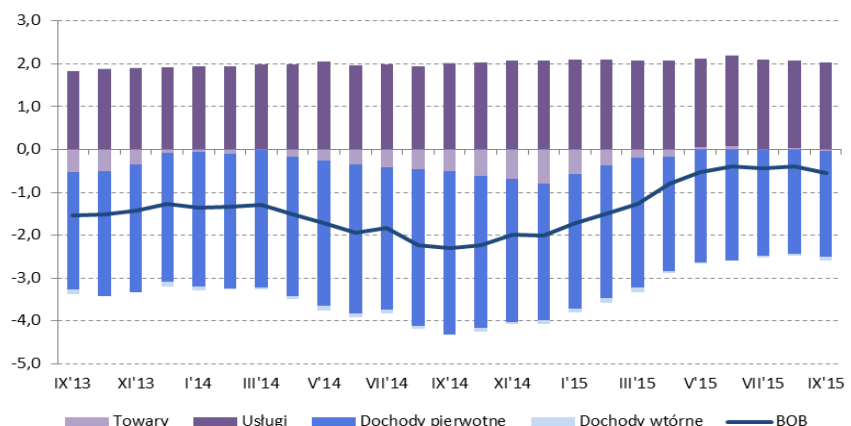


## Saldo rachunku bieżącego

proc. PKB, płynny rok

źródło: NBP, GUS, obliczenia własne MF

We wrześniu 2015 r., według wstępnych danych, deficyt rachunku bieżącego zwiększył się do 0,6% PKB (w ujęciu płynnego roku) z 0,4% PKB przed miesiącem. Deficyt rachunku bieżącego był z dużą nadwyżką finansowany przez napływ kapitału długookresowego (głównie europejskie fundusze strukturalne).

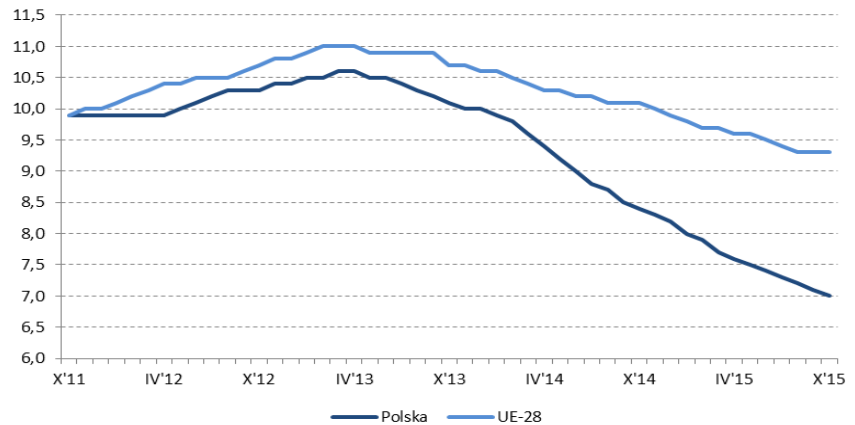




## Zharmonizowana stopa bezrobocia

proc., dane wyrównane sezonowo  
źródło: Eurostat

Zharmonizowana stopa bezrobocia ogółem (sa) utrzymuje się w tendencji spadkowej od połowy 2013 r. W październiku 2015 r. wyniosła 7,0% (wobec 9,3% przeciętnie w UE), tj. o 0,1 pkt proc. mniej niż przed miesiącem oraz o 1,4 pkt proc. mniej niż przed rokiem.



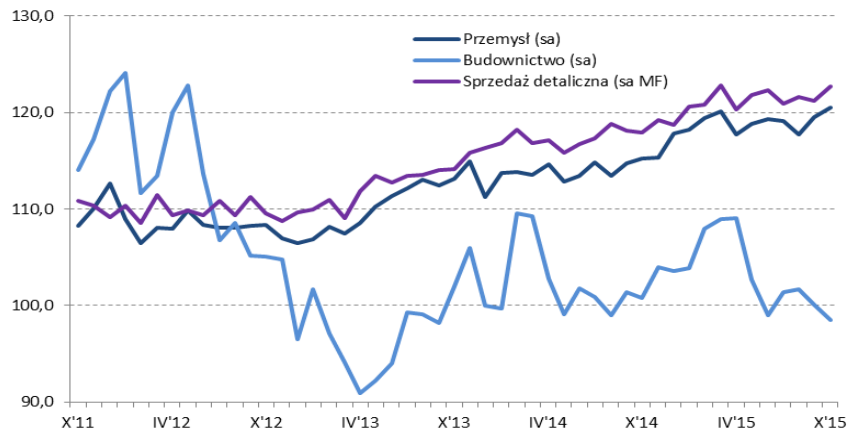
## Miesięczne indykatory sfery realnej

produkcja sprzedana w cenach stałych, i10, dane wyrównane sezonowo  
źródło: Eurostat, GUS, obliczenia własne MF

Produkcja przemysłowa, po odbiciu w poprzednim miesiącu, zwiększyła się o 0,8% (m/m, sa) w październiku 2015 r., a jej poziom był o 2,4% (nsa) wyższy niż przed rokiem.

Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w październiku 2015 r. o 1,6% (m/m, sa), po spadku w podobnej skali przed miesiącem. W efekcie jej poziom był o 5,2% niższy niż przed rokiem (nsa).

W październiku 2015 r. realna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 1,2% (m/m, sa MF), po spadku przed miesiącem. W efekcie poziom sprzedaży był o 3,6% (nsa) wyższy niż przed rokiem.



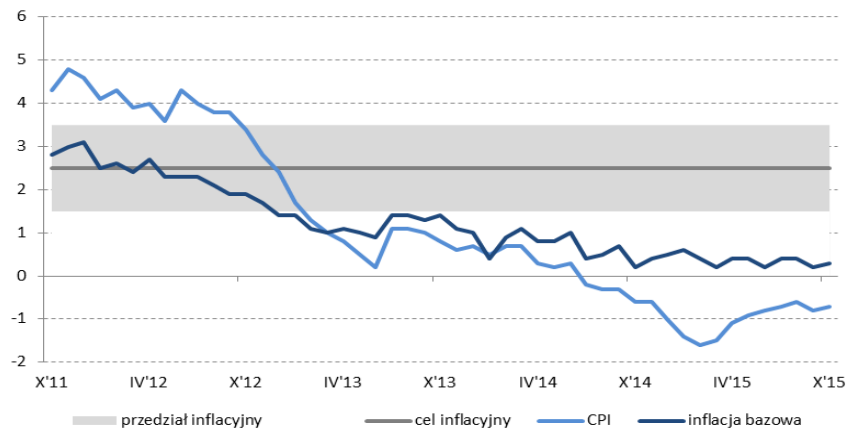
## Inflacja

proc., r/r  
źródło: GUS, NBP

Od lipca 2014 r. utrzymuje się deflacja cen towarów i usług konsumpcyjnych w ujęciu rocznym, która wynika przede wszystkim ze spadku cen surowców (energetycznych i rolnych). W październiku 2015 r. spadek cen konsumpcyjnych w skali rocznej wyniósł 0,7%.

Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) wciąż pozostaje dodatnia i w październiku wyniosła 0,3% (r/r).

Deflacja cen produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym utrzymuje się już od 3 lat (w październiku 2015 r. wyniosła 2,3%).

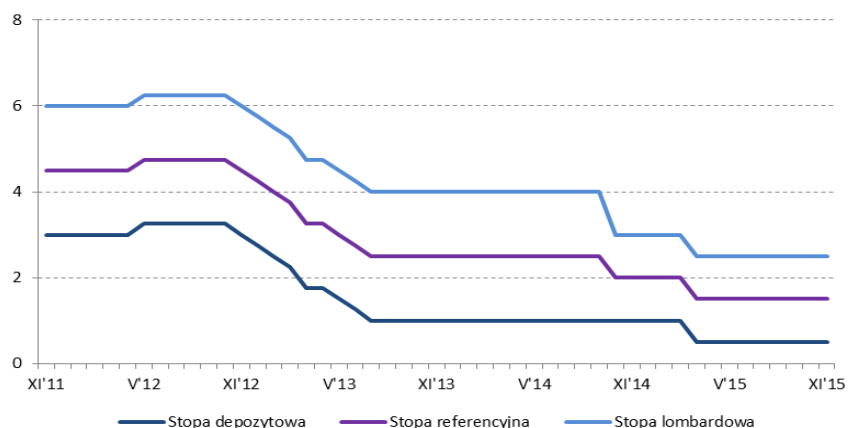


## Stopy procentowe NBP

proc., koniec okresu  
źródło: NBP

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła w listopadzie 2015 r. stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną w wysokości 1,50%.

Analitycy bankowi prognozują obecnie spadek podstawowych stóp procentowych o 0,25 pkt proc. w I kw. 2016 r., w tym stopy referencyjnej do 1,25% (mediana Reuters, 27.11).



## II. DANE STATYSTYCZNE

	j.m.	2014 Q02	Q03	Q04	2015 Q01	Q02	Q03
<b>PKB</b>							
Produkt krajowy brutto	r/r	3,4	3,3	3,3	3,7	3,3	3,5
	kw/kw, sa	0,9	0,8	1,0	0,9	0,8	0,9
Spożycie w sektorze gospodarstw domowych	r/r	3,0	2,4	2,8	3,1	3,1	3,1
	kw/kw, sa	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Spożycie publiczne	r/r	6,2	5,3	7,4	3,7	2,5	2,7
	kw/kw, sa	2,4	0,7	1,4	0,1	0,7	0,6
Nakłady brutto na środki trwałe	r/r	9,3	9,5	9,5	11,5	6,1	4,6
	kw/kw, sa	2,1	2,1	1,7	2,0	0,3	1,2
Eksport dóbr i usług	r/r	6,5	4,7	6,9	8,4	4,8	3,9
	kw/kw, sa	2,0	1,6	2,3	1,4	-0,2	0,7
Import dóbr i usług	r/r	11,7	9,7	10,0	6,8	4,5	3,1
	kw/kw, sa	2,3	2,6	1,0	1,2	0,1	0,5
Wartość dodana brutto	r/r	3,4	3,5	3,3	3,3	3,2	3,4
	kw/kw, sa	0,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7

<b>Udział we wzroście PKB</b>							
Spożycie w sektorze gospodarstw domowych	pp.	1,8	1,5	1,5	2,0	1,9	1,8
Spożycie publiczne	pp.	1,1	0,9	1,3	0,7	0,5	0,5
Nakłady brutto na środki trwałe	pp.	1,6	1,7	2,5	1,5	1,1	0,9
Zmiana zapasów	pp.	1,0	1,4	-0,8	-1,4	-0,4	-0,1
Saldo obrotów z zagranicą	pp.	-2,1	-2,2	-1,2	0,9	0,2	0,4
Wartość dodana brutto	pp.	3,0	3,1	2,9	2,9	2,8	3,0
Podatki i dotacje	pp.	0,4	0,2	0,4	0,8	0,5	0,5

<b>Struktura PKB</b>							
Spożycie w sektorze gospodarstw domowych	% PKB	60,9	60,4	51,3	64,4	59,7	60,0
Spożycie publiczne	% PKB	18,4	17,8	19,1	17,7	18,1	17,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% PKB	17,5	18,9	27,7	13,9	18,1	19,3
Zmiana zapasów	% PKB	0,7	0,6	0,5	-0,7	0,3	0,5
Eksport dóbr i usług	% PKB	48,1	48,3	44,8	51,6	49,7	49,1
Import dóbr i usług	% PKB	46,6	46,9	44,0	47,7	46,8	47,4

	j.m.	2015 M05	M06	M07	M08	M09	M10
<b>Bilans płatniczy</b>							
Eksport (EUR)	r/r	7,8	10,4	3,5	8,7	4,1	-
Import (EUR)	r/r	0,3	9,2	5,8	7,5	5,8	-
Saldo obrotów bieżących <sup>1)</sup>	% PKB	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-
Saldo obrotów towarowych <sup>1)</sup>	% PKB	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Oficjalne Aktywa Rezerwowe	mln euro	93 875,4	93 395,0	90 207,7	88 100,7	90 381,2	91 557,1

<b>Procesy inflacyjne</b>							
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	r/r	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7
Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii)	r/r	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu	r/r	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3

<b>Produkcja</b>							
Produkcja sprzedana przemysłu <sup>2)</sup>	r/r	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4
	m/m, sa	0,9	0,4	-0,2	-1,2	1,6	0,8
Produkcja budowlano-montażowa <sup>2)</sup>	r/r	1,3	-2,5	-0,1	4,8	-2,5	-5,2
	m/m, sa	-5,9	-3,6	2,4	0,3	-1,6	-1,6
PMI dla sektora przemysłowego	sa	52,4	54,3	54,5	51,1	50,9	52,2

<b>Gospodarstwa domowe i rynek pracy</b>							
Sprzedaż detaliczna <sup>2)</sup>	r/r	4,7	6,6	3,5	2,0	2,9	3,6
Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	r/r	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1
	m/m	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3
Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (realnie)	r/r	4,1	3,3	4,0	4,0	4,9	4,0
	m/m	-2,9	0,9	1,5	-1,3	1,2	1,2
Zharmonizowana stopa bezrobocia (Eurostat)	%, sa	7,5	7,4	7,3	7,2	7,1	7,0

1) Dane w ujęciu płynnego roku  
 2) Ceny stałe. Dane dla podmiotów o liczbie pracujących powyżej 9 osób  
 Źródło: GUS, NBP, Eurostat, obliczenia MF na podstawie danych NBP, GUS, HSBC, Market

	j.m.	2015 M04	M05	M06	M07	M08	M09
<b>Zadłużenie Skarbu Państwa</b>							
Zadłużenie Skarbu Państwa (wg kryt. miejsca emisji)	nominał, mln zł	802 033,1	810 231,0	817 800,7	811 439,3	819 163,1	837 652,5
Zadłużenie krajowe	nominał, mln zł	530 447,3	534 836,5	539 257,6	539 755,9	544 992,3	555 441,4
	%	66,1	66,0	65,9	66,5	66,5	66,5
Zadłużenie zagraniczne	nominał, mln zł	271 585,8	275 394,5	278 543,1	271 683,4	274 170,9	282 211,1
	%	33,9	34,0	34,1	33,5	33,5	33,7

	j.m.	2014 Q01	Q02	Q03	Q04	2015 Q01	Q02 <sup>1)</sup>
<b>Zadłużenie sektora finansów publicznych (definicja krajowa)</b>							
Zadłużenie sektora finansów publicznych (wg kryt. miejsca emisji)	nominał, mln zł	782 104,7	793 556,4	802 133,0	826 771,7	848 183,4	858 151,6
Zadłużenie krajowe	nominał, mln zł	505 904,8	518 785,8	522 068,5	534 789,6	559 197,5	564 600,0
	%	64,7	65,4	65,1	64,7	65,9	65,8
Zadłużenie zagraniczne	nominał, mln zł	276 199,9	274 770,5	280 064,5	291 982,1	288 985,9	293 551,6
	%	35,3	34,6	34,9	35,3	34,1	34,2

<b>Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (definicja UE)</b>							
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych	nominał, mln zł	816 891,9	827 817,4	839 564,1	867 065,9	886 454,0	895 807,9

1) dane wstępne  
 Źródło: MF

#### Potrzeby pożyczkowe brutto w 2015 r.

Potrzeby pożyczkowe 2015 r. zostały całkowicie sfinansowane. Obecnie trwa proces prefinansowania potrzeb pożyczkowych 2016 r.

#### Przepływy w grudniu środków z budżetu na rynek z tytułu SPW

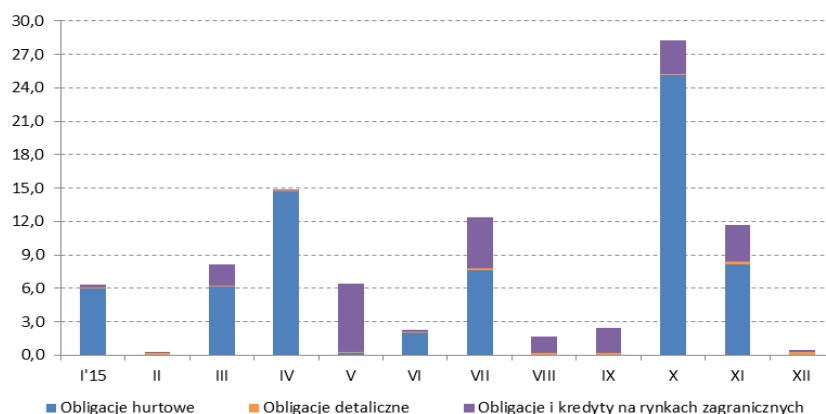
W grudniu br. przepływy środków z tytułu wykupu i płatności odsetkowych od hurtowych SPW nie występują.

#### Harmonogram wykupów długu SP w 2015 r.

stan na 30 listopada 2015 r., wart. nomin., mld zł

Do wykupu w 2015 r. pozostaje dług o wartości nominalnej 0,7 mld zł, w tym:

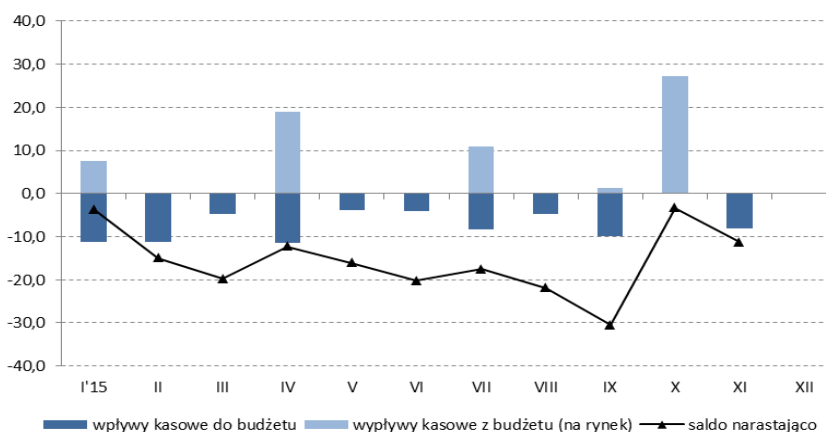
- obligacje detaliczne: 0,3 mld zł,
- kredyty na rynkach zagranicznych: 0,4 mld zł.



#### Przepływy kasowe: krajowy rynek finansowy-budżet\*

stan na 30 listopada 2015 r., mld zł

Do końca 2015 r. nie występują wykupy i płatności odsetek z tytułu hurtowych SPW.

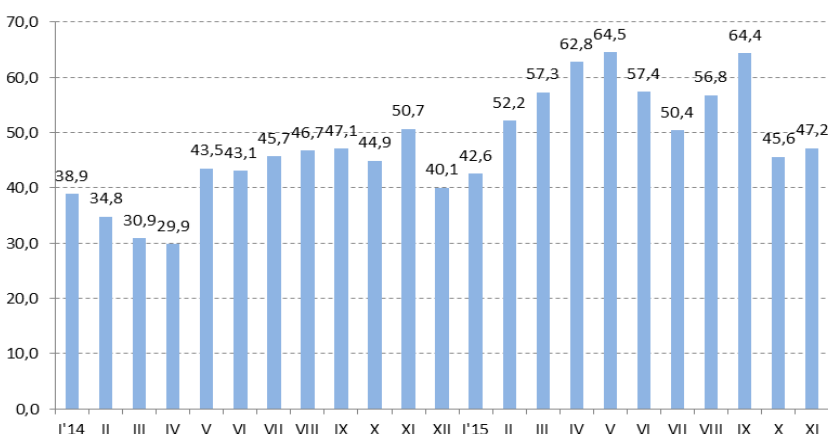


\* obejmują sprzedaż, wykup i obsługę obligacji hurtowych; miesięczne plany finansowania ustalane są w oparciu o warunki rynkowe i konsultacje z inwestorami, z tego powodu brak szczegółowych danych dot. przepływów do budżetu w kolejnych miesiącach.

#### Stan środków złotych i walutowych na rachunkach budżetowych na koniec miesiąca

środki do finansowania potrzeb pożyczkowych, mld zł

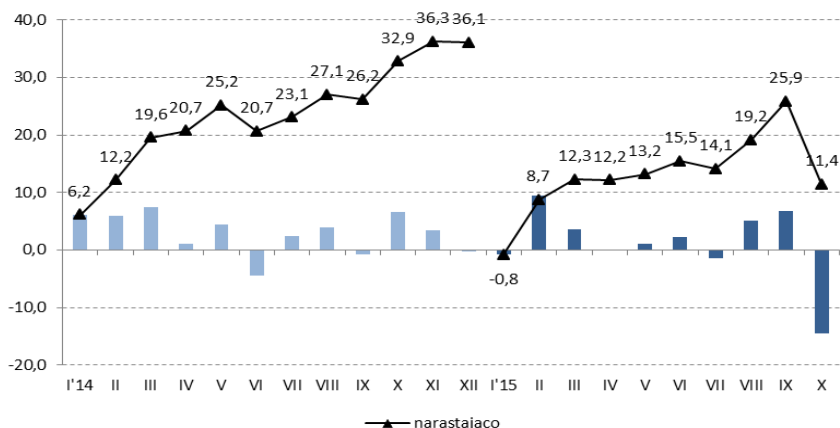
Zgromadzone środki stanowią zabezpieczenie płynności w finansowaniu potrzeb pożyczkowych.



#### Zmiany długu z tytułu SPW na rynku krajowym wobec banków komercyjnych

bez transakcji buy-sell-back z MF, mld zł

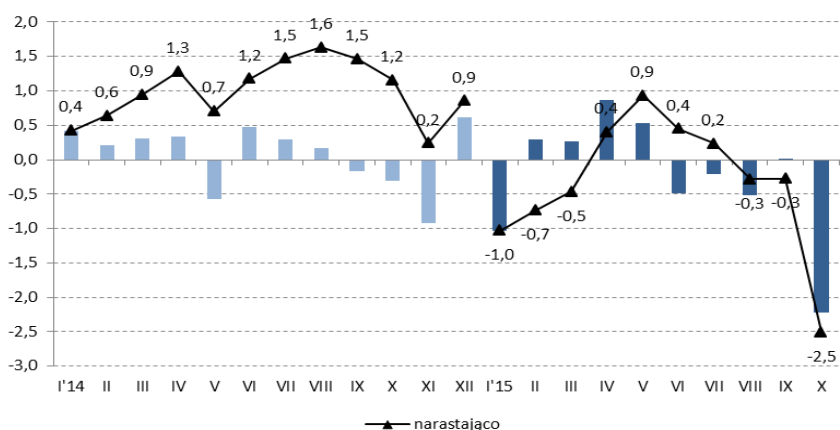
W okresie I-X 2015 r. nastąpił przyrost zadłużenia o 11,4 mld zł względem krajowych banków komercyjnych wobec wzrostu o 32,9 mld zł w analogicznym okresie 2014 r.



#### Zmiany długu z tytułu SPW na rynku krajowym wobec zakładów ubezpieczeniowych

mld zł

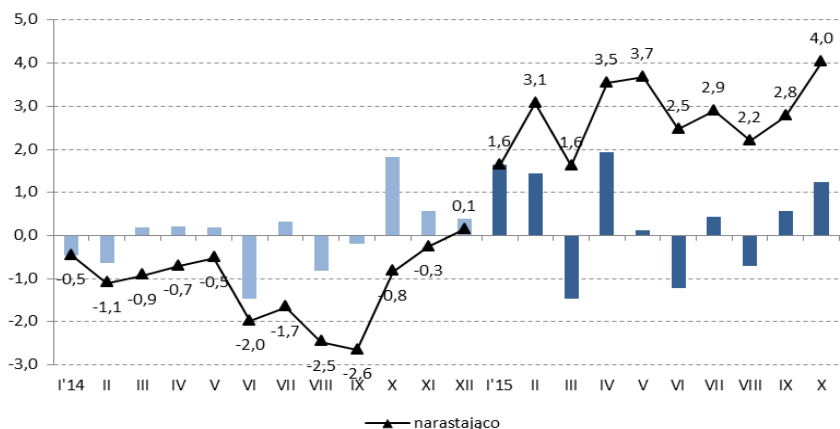
W okresie I-X 2015 r. nastąpił spadek zadłużenia o 2,5 mld zł względem zakładów ubezpieczeniowych wobec wzrostu o 1,2 mld zł w analogicznym okresie 2014 r.



#### Zmiany długu z tytułu SPW na rynku krajowym wobec funduszy inwestycyjnych

mld zł

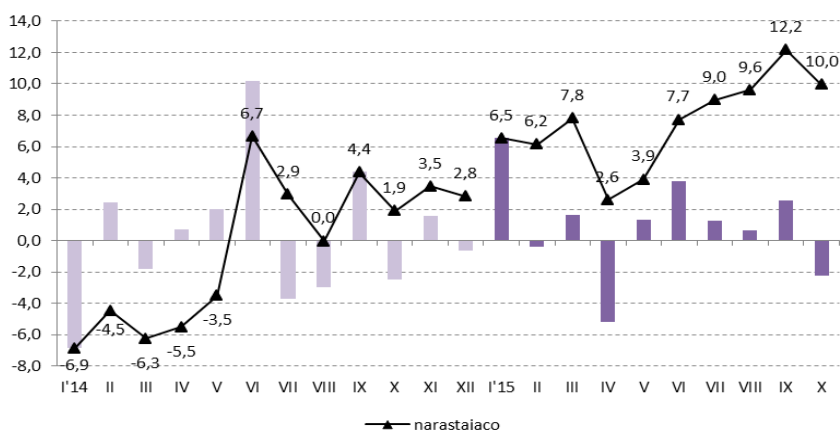
W okresie I-X 2015 r. nastąpił przyrost zadłużenia o 4,0 mld zł względem funduszy inwestycyjnych wobec spadku zadłużenia o 0,8 mld zł w analogicznym okresie 2014 r.



#### Zmiany długu z tytułu SPW na rynku krajowym wobec inwestorów zagranicznych

mld zł

W okresie I-X 2015 r. nastąpił napływ kapitału zagranicznego na rynek SPW w wysokości 10,0 mld zł wobec napływu 1,9 mld zł w analogicznym okresie 2014 r. Portfel tej grupy inwestorów osiągnął poziom 206,0 mld zł.

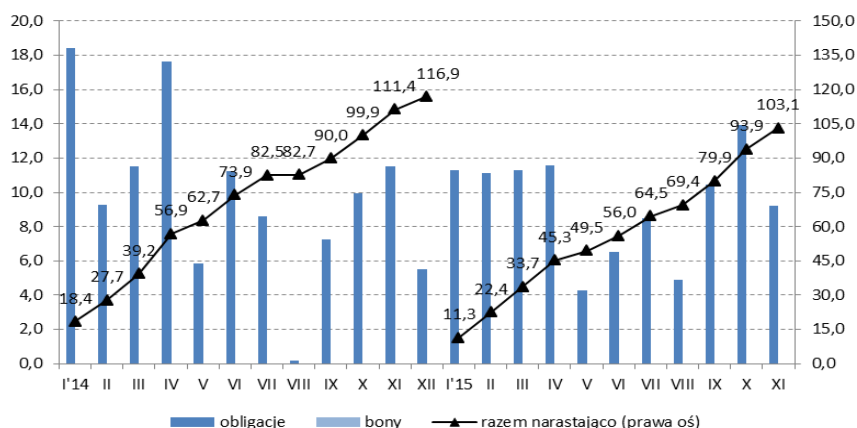


### III. UWARUNKOWANIA FINANSOWANIA POTRZEB POŻYCZKOWYCH



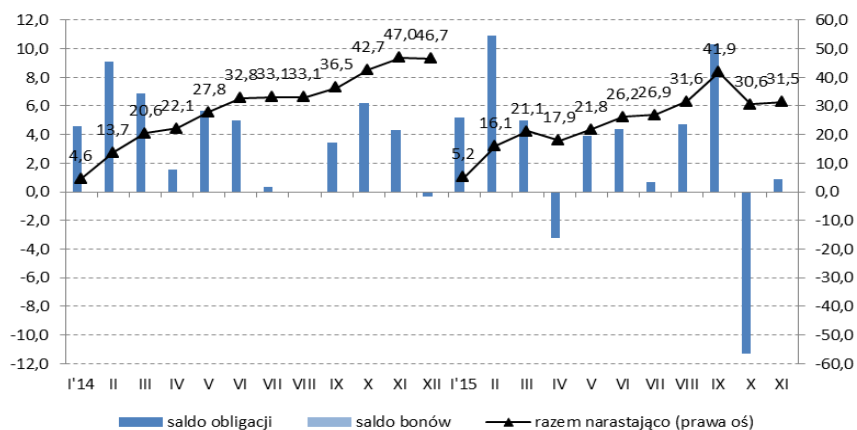
#### Sprzedaż obligacji i bonów w okresie I-XI 2015 r. oraz w 2014 r. wg daty rozliczenia, wartość nominalna, mld zł

Od kwietnia 2013 r. bony nie są sprzedawane. W okresie I-XI 2015 r. sprzedaż obligacji narastająco wyniosła 103,1 mld zł wobec 111,4 mld zł w analogicznym okresie poprzedniego roku.



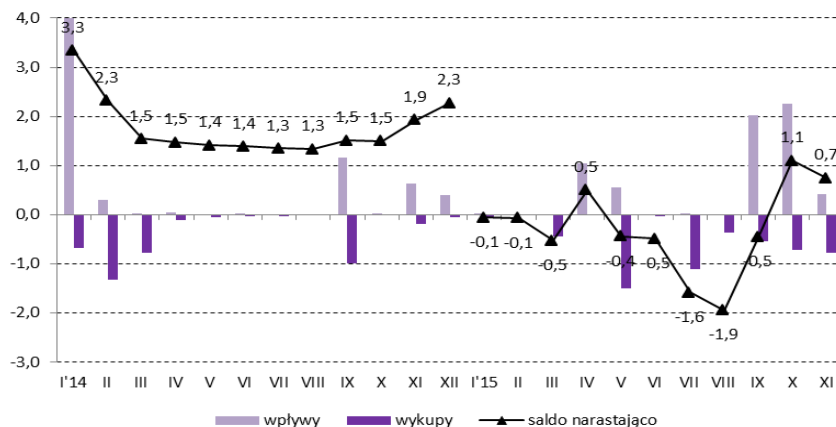
#### Saldo obligacji i bonów w okresie I-XI 2015 r. oraz w 2014 r. wg daty rozliczenia, wartość nominalna, mld zł

W okresie I-XI 2015 r. nastąpił wzrost zadłużenia w obligacjach o 31,5 mld zł.



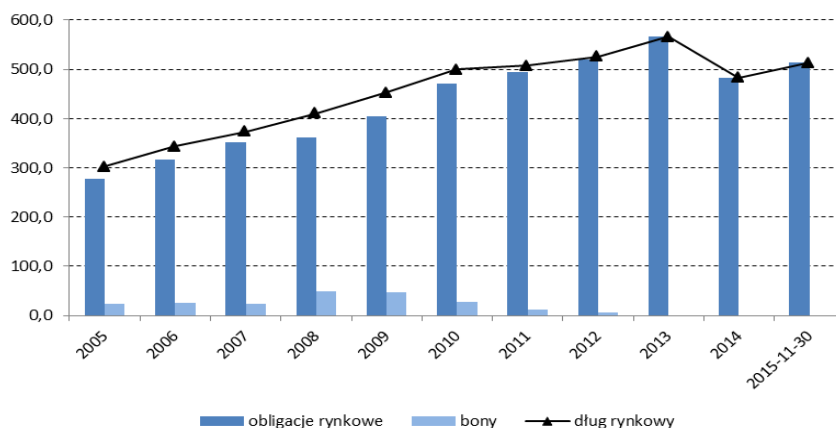
#### Finansowanie zagraniczne w okresie I-XI 2015 r. oraz w 2014 r. obligacje oraz kredyty w międzynarodowych instytucjach finansowych, wg daty rozliczenia, mld EUR

Finansowanie netto na rynkach zagranicznych w okresie I-XI 2015 r. wyniosło 0,7 mld EUR. Wartość emisji obligacji wyniosła 4,3 mld EUR, a kredytów zaciągniętych w MIF 2,0 mld EUR. Stan środków walutowych na rachunkach związanych z zarządzaniem długiem na koniec 2014 wyniósł równowartość 6,7 mld EUR.



#### Struktura krajowego długu rynkowego mld zł

Na koniec listopada 2015 r. poziom krajowego długu rynkowego wyniósł 513,2 mld zł wobec 482,9 mld zł na koniec 2014 r.

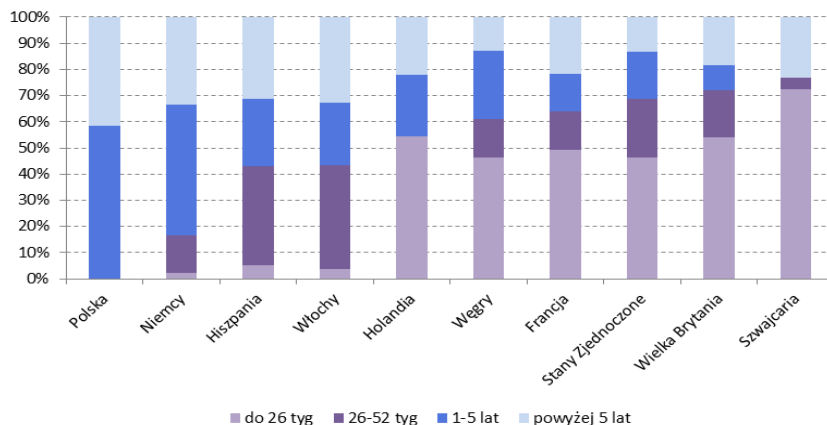




#### Struktura sprzedaży SPW w Polsce i wybranych krajach pod względem zapadalności

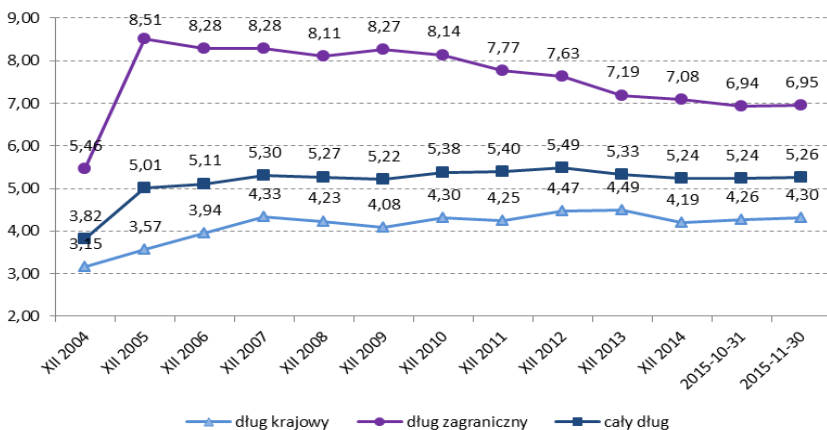
w formie przetargów i syndykatu w walucie lokalnej od 1 stycznia do 30 listopada 2015 r.

Polska charakteryzuje się wysokim udziałem instrumentów w segmencie zapadalności od roku do pięciu lat. W strukturze sprzedaży SPW w 2015 r. w Polsce nie występują instrumenty o zapadalności poniżej 1 roku.



#### Średnia zapadalność długu

Na koniec listopada 2015 r. średnia zapadalność długu krajowego wzrosła do 4,30 (na koniec 2014 r. wyniosła 4,19), a długu ogółem wyniosła 5,26 (5,24 na koniec 2014).

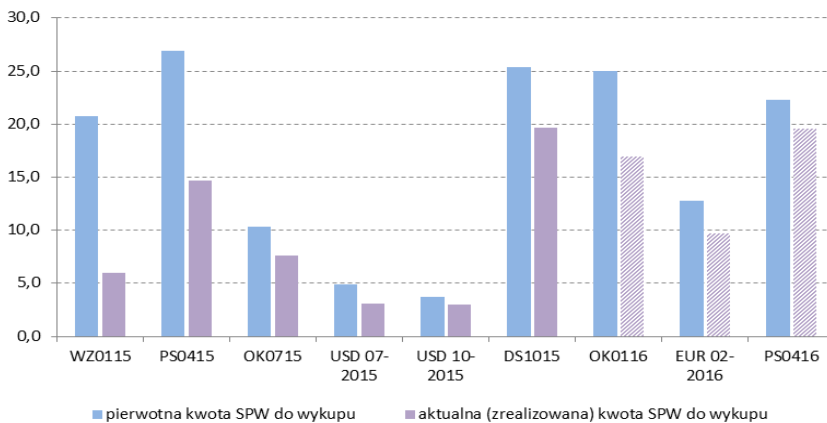


#### Ograniczenie ryzyka refinansowania związanego z wykupem SPW zapadających w 2015 i 2016 r.

stan na 30 listopada 2015 r., wart. nomin., mld zł

Dokonano odkupu (w formie zamiany lub rozliczenia pieniężnego) obligacji zapadających w 2015 r. i 2016 r. o wartości nominalnej:

- WZ0115: 14,7 mld zł (71%),
- PS0415: 12,2 mld zł (45%),
- OK0715: 2,6 mld zł (26%),
- USD 07-2015: 1,9 mld zł (0,6 mld USD; 36%),
- USD 10-2015: 0,8 mld zł (0,2 mld USD; 21%),
- DS1015: 5,7 mld zł (22%),
- OK0116: 8,1 mld zł (32%),
- EUR 02-2016: 3,1 mld zł (24%),
- PS0416: 2,7 mld zł (12%).

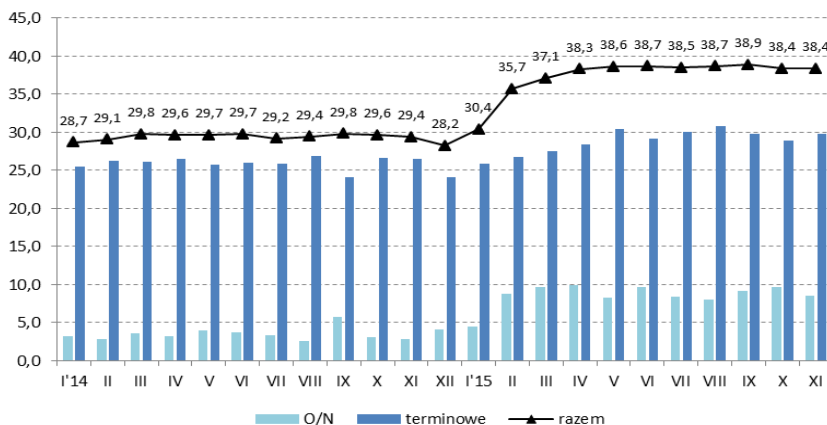


#### Konsolidacja zarządzania płynnością sektora publicznego

mld zł

W wyniku konsolidacji zarządzania płynnością sektora publicznego na koniec listopada zgromadzono środki w wysokości 38,4 mld zł, z czego w depozytach terminowych 29,8 mld zł oraz w depozytach typu O/N 8,5 mld zł.

W okresie styczeń-luty br. miał miejsce drugi etap konsolidacji polegający na poszerzeniu grupy jednostek oraz objęciu depozytów sądowych.







#### Struktura instytucjonalna zadłużenia wobec nierezydentów w SPW wyemitowanych na rynku krajowym

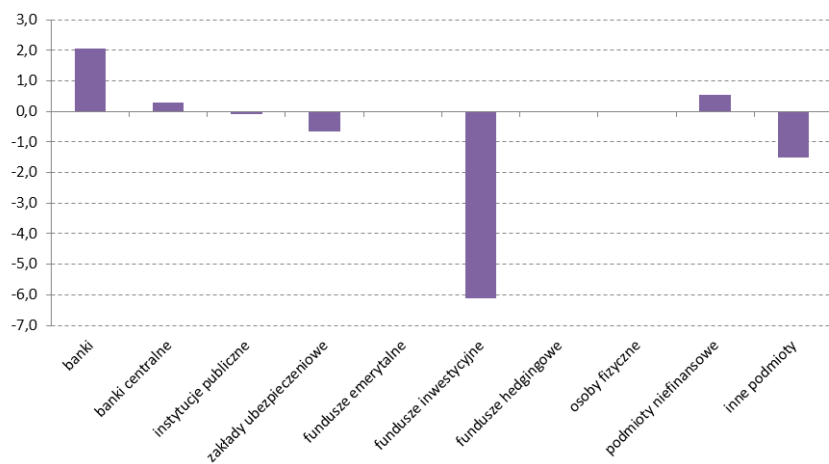
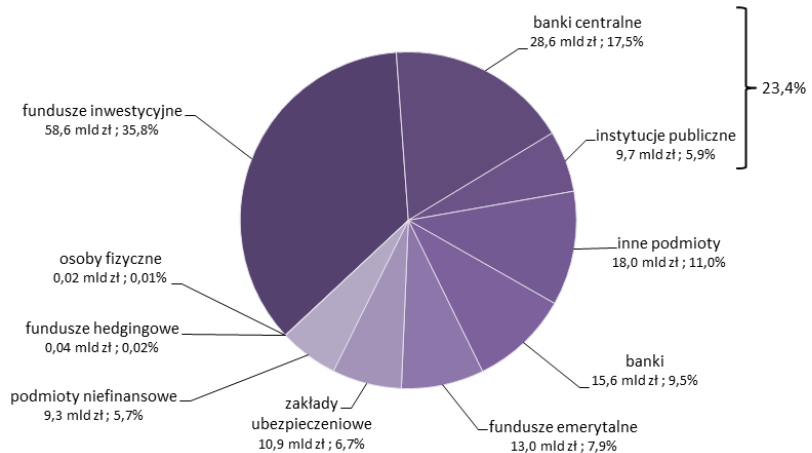
stan na 31 października 2015 r., wykres prezentuje dane bez rachunków zbiorczych

W październiku udział inwestorów zagranicznych w krajowym rynku SPW spadł o 2,2 mld zł, co wynikało głównie z wykupu od tej grupy zapadających w październiku obligacji o wartości 10 mld zł. Wielkość ich portfela osiągnęła wartość 206,0 mld zł, co stanowiło 40,8% zadłużenia w rynkowych obligacjach skarbowych ogółem (39,7% w poprzednim miesiącu). Udział banków centralnych i instytucji publicznych, według stanu na koniec października br., wyniósł 23,4%.

#### Zmiany zadłużenia wobec nierezydentów w SPW wyemitowanych na rynku krajowym w układzie instytucjonalnym

zmiana w październiku 2015 r., m/m, mld zł

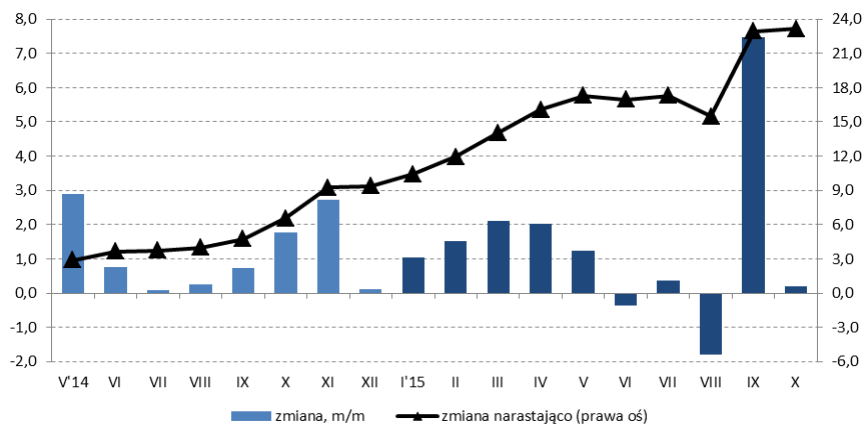
W październiku największy przyrost portfela SPW odnotowały banki komercyjne (2,0 mld zł), natomiast największy spadek zaangażowania miał miejsce w przypadku funduszy inwestycyjnych (6,1 mld zł), w dalszej kolejności w kategorii „inne podmioty” (1,5 mld zł).



#### Zmiany zadłużenia wobec zagranicznych banków centralnych i instytucji publicznych w SPW wyemitowanych na rynku krajowym

stan na 31 października 2015 r., mld zł

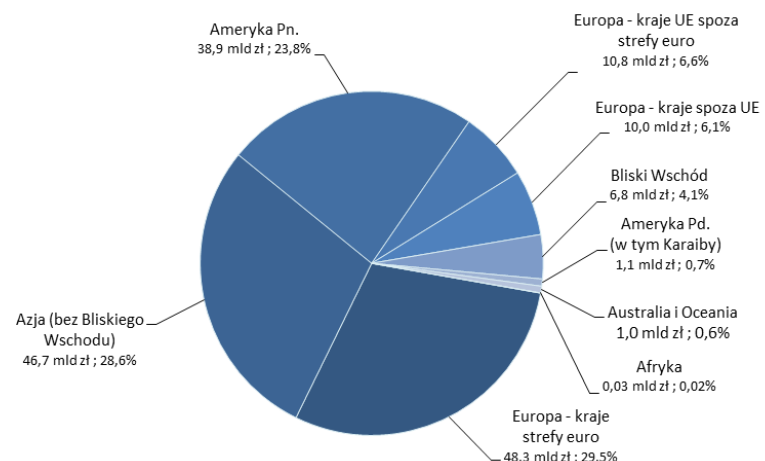
Po istotnej zmianie zaangażowania banków centralnych i instytucji publicznych, jakie miało miejsce we wrześniu 2015 r. (wzrost o 7,5 mld zł), które było wynikiem zmiany klasyfikacji jednego z inwestorów w polskie SPW z funduszu inwestycyjnego na bank centralny, w październiku odnotowano nieznaczny wzrost rzędu 0,2 mld zł., natomiast w okresie od IV 2014 do końca X 2015 r., za jaki dostępne są szczegółowe dane, zaangażowanie tych podmiotów wzrosło o 23,1 mld zł.



#### Struktura geograficzna zadłużenia wobec nierezydentów w SPW wyemitowanych na rynku krajowym

stan na 31 października 2015 r., bez rachunków zbiorczych

Podobnie jak struktura podmiotowa, również struktura geograficzna nierezydentów posiadających krajowe SPW, jest mocno zdywersyfikowana.

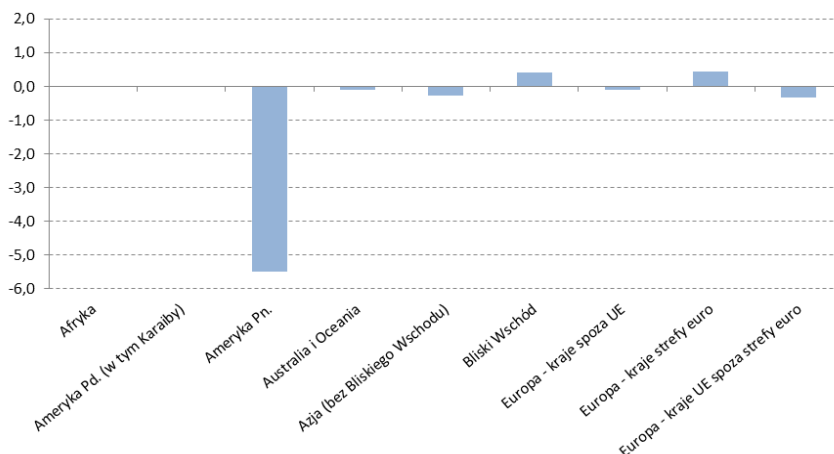




### III. UWARUNKOWANIA FINANSOWANIA POTRZEB POŻYCZKOWYCH

#### Zmiany zadłużenia nierezydentów w SPW wyemitowanych na rynku krajowym w układzie geograficznym zmiana w październiku 2015 r., m/m, mld zł

W październiku 2015 r. wyraźną zmianę odnotowali inwestorzy z Ameryki Pn., których zaangażowanie w krajowy rynek polskich SPW spadło o 5,5 mld zł.



#### Struktura nierezydentów w podziale na kraje

stan na 31 października 2015 r., bez rachunków zbiorczych, z wyłączeniem banków centralnych, wyróżniono kraje o udziale większym niż 1%, mln zł

Kraje	Wartość nominalna zadłużenia (mln zł)	Udział w zadłużeniu nierezydentów (%)
Stany Zjednoczone	37 657,9	27,89%
Luksemburg	23 586,5	17,47%
Japonia	19 135,1	14,17%
Wielka Brytania	8 545,6	6,33%
Norwegia	8 099,4	6,00%
Niemcy	6 982,5	5,17%
Irlandia	5 908,2	4,38%
Austria	4 316,4	3,20%
Holandia	3 580,3	2,65%
Francja	2 404,2	1,78%
Zjednoczone Emiraty Arabskie	1 919,9	1,42%
Szwajcaria	1 690,3	1,25%
Pozostałe kraje	11 196,0	8,29%
<b>Suma</b>	<b>135 022,3</b>	<b>100%</b>

## IV. PLAN PODAŻY SPW W GRUDNIU 2015 R.



### Przetarg zamiany obligacji skarbowych

Data przetargu/ rozliczenia	Obligacje sprzedawane	Obligacje odkupowane	Aktualna wartość nominalna emisji (mln zł)
10 grudnia 2015/ 14 grudnia 2015	wybór w zależności od sytuacji rynkowej	OK0116	16.910
		PS0416	19.580
		OK0716	12.589

### Oferta obligacji detałicznych

Nazwa obligacji	Cena emisyjna	Typ i wysokość oprocentowania
DOS1217	100,00 zł (99,90 zł przy zamianie)	Stałe, 2,00%
TOZ1218	100,00 zł (99,90 zł przy zamianie)	Zmienne (1,00 * WIBOR 6M) 2,10% w pierwszym okresie odsetkowym
COI1219	100,00 zł (99,90 zł przy zamianie)	Zmienne (stopa inflacji + 1,25%) 2,30% w pierwszym okresie odsetkowym
EDO1225	100,00 zł (99,90 zł przy zamianie)	Zmienne (stopa inflacji + 1,50%) 2,50% w pierwszym okresie odsetkowym