

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

27 sierpnia 2024 r.



Ciemniej na horyzoncie, ale burza powinna przejść bokiem

**Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych**

bosbank.analizy@bosbank.pl

**Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista**

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

**Aleksandra Świątkowska
Ekonomista**

+48 515 111 698

aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl



Synteza

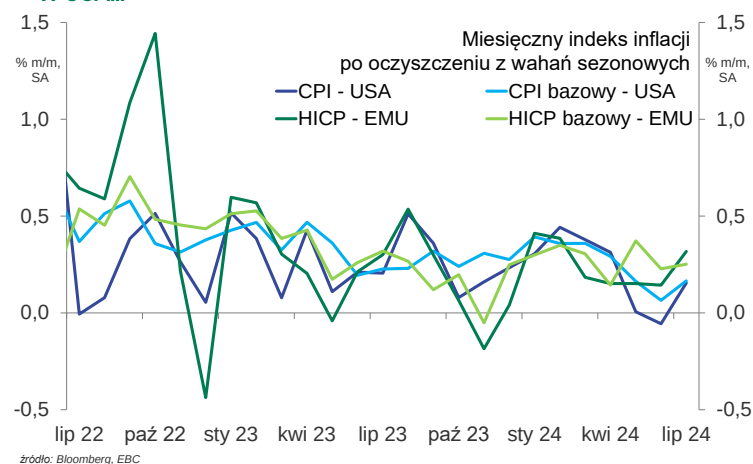
- Powrót trendu spadkowego inflacji i słabsze dane z rynku pracy w USA oraz osłabienie koniunktury gospodarczej w strefie euro podsycały oczekiwania rynkowe na dynamiczne obniżki stóp procentowych Fed i EBC. Podczas wystąpienia w Jackson Hole prezes Fed *de facto* zapowiedział obniżkę stóp na wrześniowym posiedzeniu Fed, choć nie dał wskazówek co do skali tej obniżki.
- W bazowym scenariuszu ograniczonej skali spowolnienia gospodarczego w USA oraz przy nadal podwyższonych bieżących poziomach inflacji w gospodarkach rozwiniętych oczekujemy, że proces rozluźniania polityki monetarnej Fed i EBC będzie stopniowy. Prognozujemy, że do końca roku Fed obniży stopy o 75 pkt. baz., a EBC o 50 pkt. baz.
- Oczekujemy, że gospodarka amerykańska uniknie recesji, niemniej globalna stagnacja w przemyśle, oraz słabsza koniunktura gospodarcza w strefie euro i w Chinach potwierdzają wskazywane dotychczas bariery dla wzrostu światowej gospodarki. Są one także głównym źródłem ryzyka dla naszego bazowego scenariusza.
- Słabsza koniunktura w przemyśle oraz słaby popyt zagraniczny ciężą nastrojom inwestycyjnym polskich przedsiębiorstw oraz mogą silnie negatywnie wpływać na krajowy rynek pracy. Biorąc pod uwagę te czynniki, wygasający w średnim okresie impuls silnego wzrostu konsumpcji prywatnej oraz bardzo powoli rozpędzający się cykl inwestycyjny w ramach projektów współfinansowanych ze środków UE oczekujemy, że do połowy 2025 r. wzrost PKB ustabilizuje się w okolicach 3,0% r/r z ograniczonym potencjałem do silniejszego przyspieszenia.
- Lipcowe podwyżki cen nośników energii poskutkowały wzrostem krajowej inflacji CPI do 4,2% r/r. Jednocześnie po raz pierwszy od kilkunastu miesięcy lekko wzrosła inflacja bazowa. Sądzymy, że wyczerpuje się potencjał do kontynuacji dotychczasowego spadku inflacji bazowej i dynamiki cen żywności, co przy mniej sprzyjających efektach statystycznej bazy odniesienia podwyższy inflację CPI na koniec 2023 r. w kierunku 5,0% r/r. Przy założeniu, że w styczniu 2025 r. wejdą w życie kolejne podwyżki cen nośników energii, w I połowie przyszłego roku inflacja wzrośnie do 5,5% r/r.
- Prognoza dalszego wzrostu inflacji na przełomie 2024 i 2025 roku i stabilizowania się aktywności gospodarczej oraz zakładane utrzymanie dotychczasowego konserwatywnego nastawienia RPP wspiera naszą dotychczasową prognozę, że najbliższa obniżka stóp procentowych NBP nastąpi w III kw. 2025 r. Ewentualne przyspieszenie cyklu obniżek stóp NBP mogłoby nastąpić w sytuacji materializacji negatywnego scenariusza aktywności gospodarczej na świecie i w konsekwencji w Polsce.



W II kw. w gospodarkach rozwiniętych powrót trendu spadkowego inflacji...

- W II kw. i na początku III kw. inflacja bazowa w USA spowolniła po tym jak w I kw. nieoczekiwanie okresowo przyspieszyła. Co więcej poprawiła się jej struktura – silniej obniżyła się dynamika cen usług, przy już hamującej dezinflacji cen towarów.
- Bieżące wyraźnie lepsze dane inflacyjne i silniejszy spadek dynamiki wynagrodzeń w USA istotnie wzmocniły oczekiwania na spadek inflacji w średnim okresie.
- W strefie euro obniżenie inflacji w II kw. było mniejsze, a wskaźniki wynagrodzeń pozostały podwyższone, jednak ocena EBC nt. wyraźnego spadku oczekiwanych podwyżek płac w dłuższym horyzoncie wspiera średnioterminowe prognozy stopniowego obniżenia inflacji.
- W ostatnich tygodniach nadal pogarszała się sytuacja kosztowa w globalnym transporcie. Dotychczasowy wzrost kosztów frachtu podwyższył ceny towarów, jednak nie zahamuje trendu dezinflacji pod warunkiem, że nie dojdzie do dalszego wzrostu kosztów transportu lub silniejszego wzrostu cen surowców.

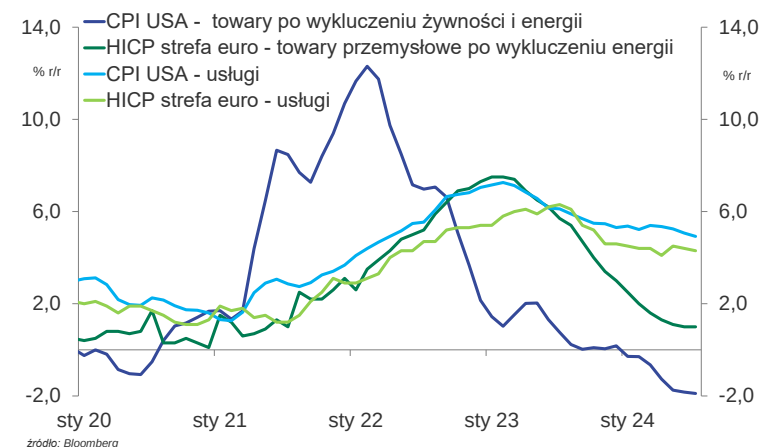
W II kw. niższa dynamika inflacji bazowej, szczególnie w USA...



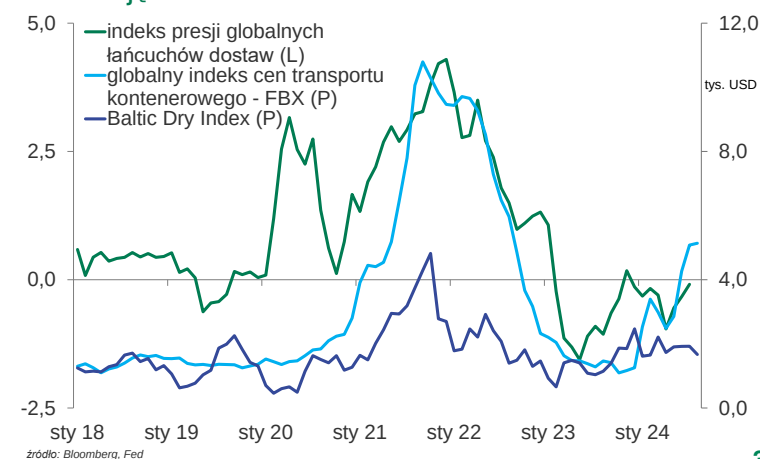
Obniżenie dynamiki wynagrodzeń poprawia średnioterminowe perspektywy inflacji...



...przy obniżeniu dynamiki cen usług



...z kolei wyższe koszty w handlu zagranicznym ograniczą dezinflację cen towarów





...oraz słabsze dane ze sfery realnej silnie podbiły oczekiwania rynkowe na poluzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne

- W ostatnich miesiącach uwaga rynkowa w kontekście polityki pieniężnej przesunęła się z inflacji na sferę realną głównych gospodarek. Znaczące obniżenie wzrostu zatrudnionych w II kw. oraz wyraźny wzrost stopy bezrobocia w USA nasiliły obawy przed scenariuszem recesji w USA, co obok wyraźnie słabszych danych z gospodarki strefy euro znacząco zwiększyło skalę oczekiwanych przez rynki obniżek stóp procentowych Fed i EBC.

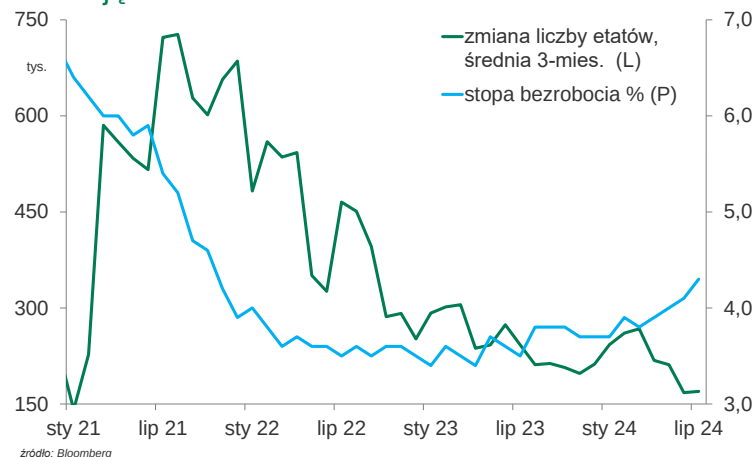
- Biorąc pod uwagę obraz sytuacji na amerykańskim rynku pracy, wciąż solidny wzrost aktywności gospodarczej, jak również nadal podwyższoną inflację oczekujemy w nadchodzących miesiącach wolniejszego tempa obniżek stóp Fed i EBC niż to co dyskontują obecnie rynki.

- Pomimo okresowej silnej korekty na rynkach finansowych w okresie wakacyjnym nie pogorszyły się warunki dostępności finansowania, co w naszej ocenie ogranicza potrzebę silniejszych, wyprzedzających obniżek stóp z tytułu sytuacji rynkowej.

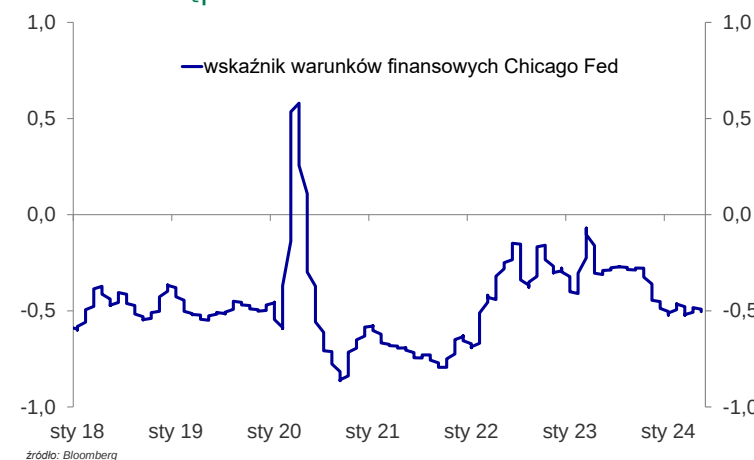
204-08-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

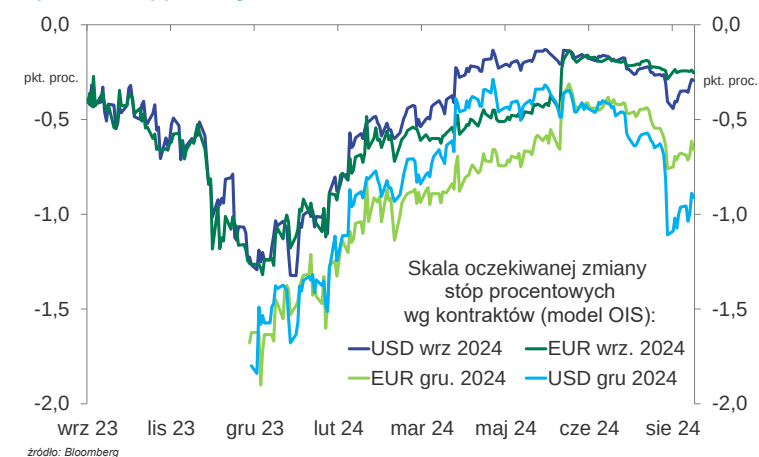
Słabsze dane z rynku pracy podbiły obawy przed recesją w USA...



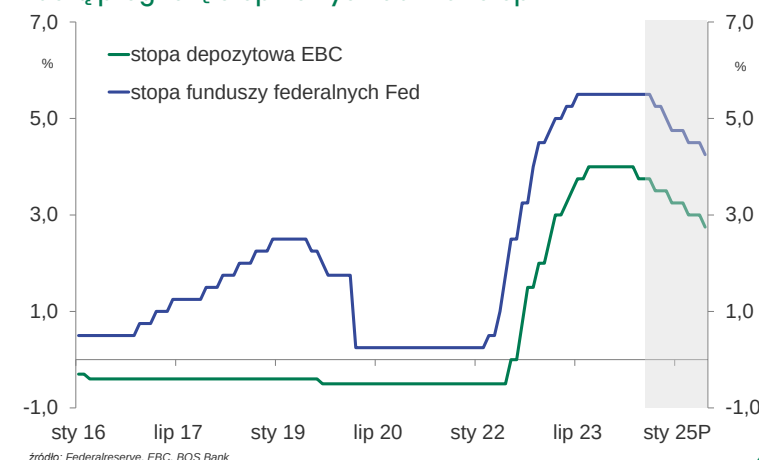
Okresowy wzrost globalnej awersji do ryzyka nie pogorszył warunków dostępności finansowania...



...i silnie wzmocniły oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne



...co przy umiarkowanych danych ze sfery realnej wspiera naszą prognozę stopniowych obniżek stóp





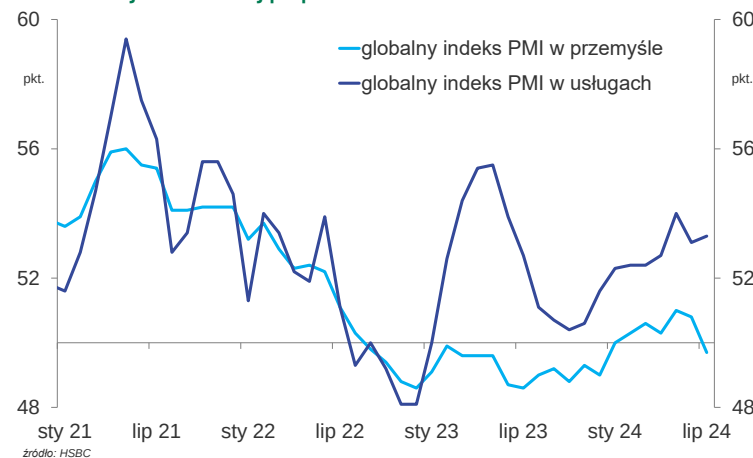
Ponowny wzrost zróżnicowania sektorowego i regionalnego w gospodarce globalnej...

- Jakkolwiek nadal nie oczekujemy w bazowym scenariuszu recesji gospodarki USA, to dane z ostatnich tygodni wskazują na wzrost ryzyka dla bazowego scenariusza stabilnej sytuacji gospodarczej na świecie.
- W ostatnich miesiącach ponownie zwiększyły się nierównowagi sektorowe, tj. wyraźnie pogorszyły się i tak już słabe wskaźniki koniunktury w przemyśle oraz w globalnym handlu. Jednocześnie ponownie nasiliły się nierównowagi regionalne – lepsze dane z USA i części gospodarek wschodzących, słabsze w strefie euro i w Chinach.
- Dynamika eksportu w Azji (np. w Korei) utrzymują się na solidnym poziomie dzięki wciąż wysokiemu popytowi na produkty z sektora IT. Niemniej w skali globalnej ponownie pogorszyły się prognozy eksportu i wyhamował wzrost wydatków inwestycyjnych. To podwyższa ryzyko dla scenariusza poprawy w globalnym przemyśle i stabilizowania się sytuacji gospodarczej, pomimo stopniowego hamowania popytu konsumpcyjnego w największych gospodarkach.

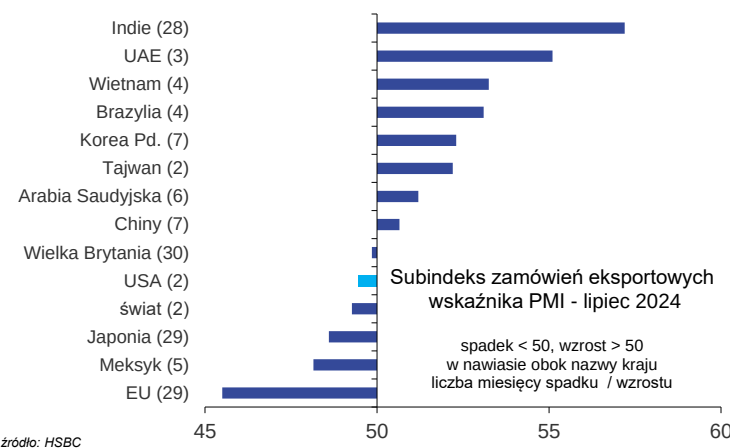
204-08-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Nastroje w globalnym przemyśle pogorszyły się po okresowej wiosennej poprawie...



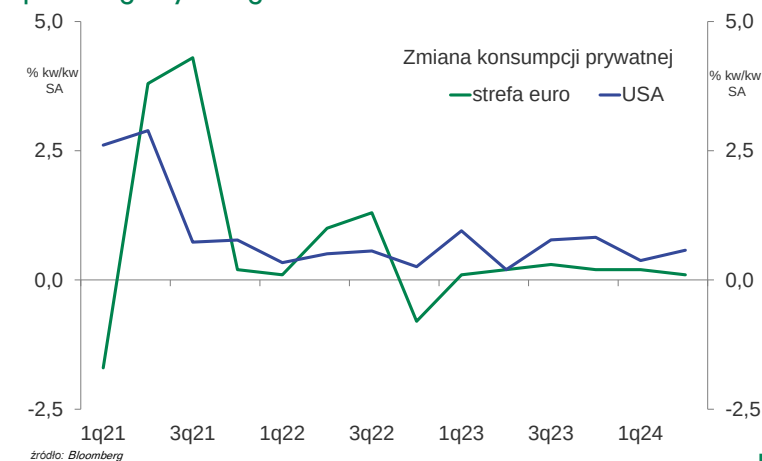
...i dalszym pogorszeniu prognoz zamówień eksportowych



...przy utrzymującej się bardzo słabej aktywności w globalnym handlu...



Ponownie wzrosło też zróżnicowanie aktywności w poszczególnych regionach świata





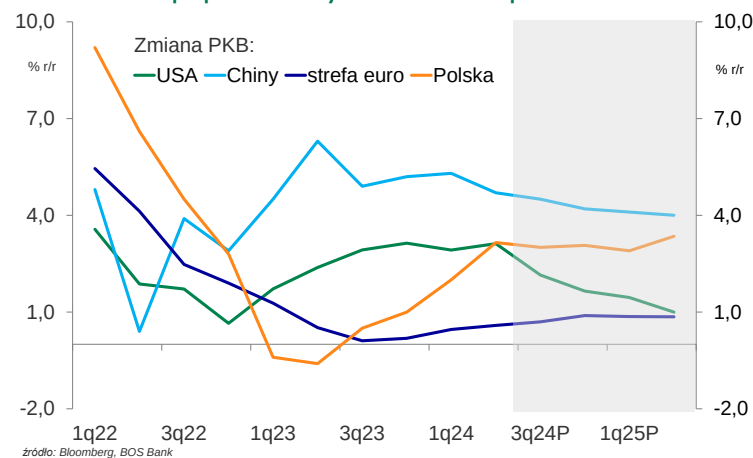
...co podwyższa ryzyko dla prognoz średnioterminowych

- Podtrzymujemy prognozę stopniowej poprawy aktywności w globalnym przemyśle i utrzymania stabilnej sytuacji w gospodarce globalnej zakładając ograniczoną skalę spowolnienia w USA oraz stabilizowanie się na słabszym poziomie tempa wzrostu aktywności w Chinach, pozytywny efekt redukcji stóp procentowych oraz wygaśnięcie dotychczasowego procesu ograniczania zapasów.
- Bieżąca słabsza aktywność oraz utrzymujące się od wielu miesięcy czynniki ryzyka: niestabilna sytuacja geopolityczna, wzrost protekcjonizmu w globalnym handlu, strukturalne dostosowania w następstwie deglobalizacji skutkują podwyższonym ryzykiem dla tej prognozy, w szczególności dla gospodarki niemieckiej, a co za tym idzie dla gospodarki polskiej.
- Nadal wyzwaniem dla gospodarki globalnej jest istotne ograniczenie potencjału wsparcia aktywności przez politykę fiskalną w związku ze znaczącym wzrostem zadłużenia publicznego w następstwie pandemii.

204-08-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W scenariuszu bazowym oczekiwane łagodne spowolnienie w USA i lekka poprawa aktywności w Europie...



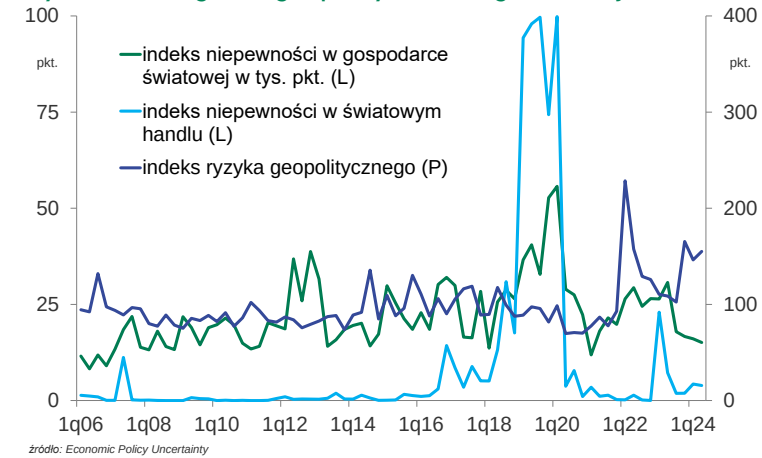
źródło: Bloomberg, BOS Bank

Niestabilna sytuacja na Bliskim Wschodzie może dodatkowo osłabiać globalny handel...



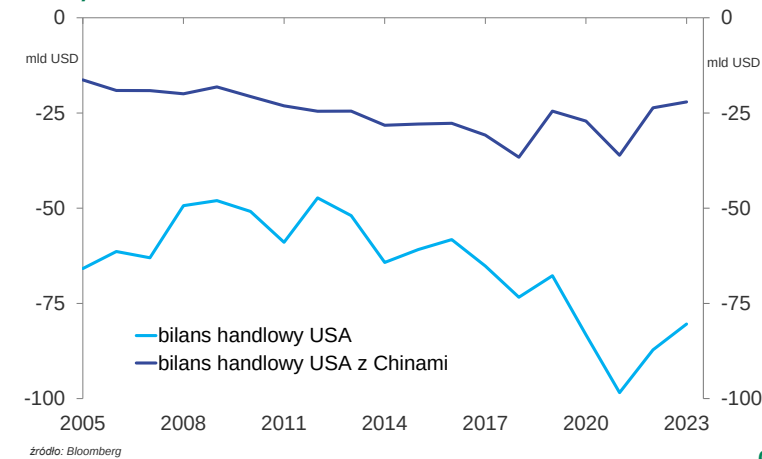
źródło: MFW Portwatch

...ryzyko dla tej prognozy pozostaje jednak bardzo wysokie, szczególnie geopolityczne i deglobalizacji



źródło: Economic Policy Uncertainty

...jak i wysoka niepewność dot. relacji handlowych USA – Chiny



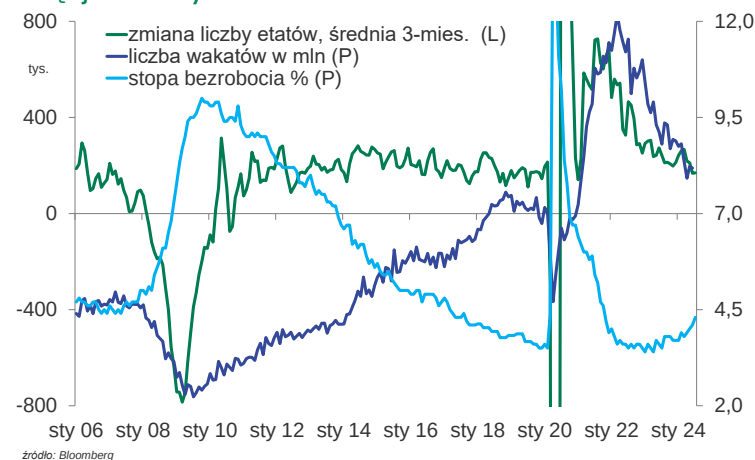
źródło: Bloomberg



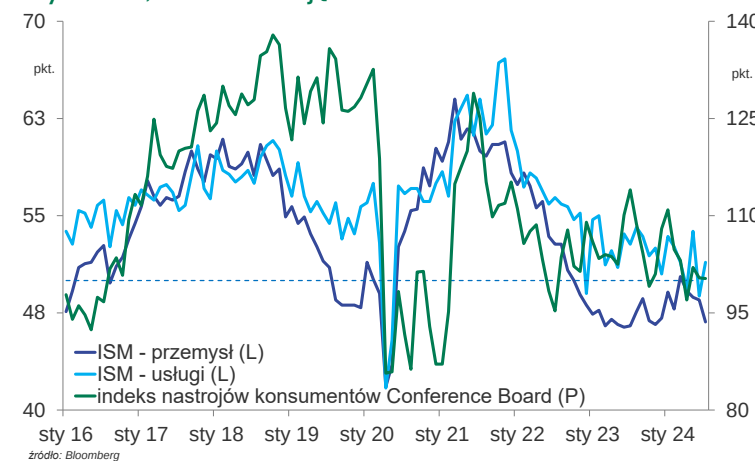
Dekoniunktura na rynku pracy w USA

- W połowie roku liczba wyraźnie wyhamował wzrost zatrudnienia w USA i znacząco wzrosła stopa bezrobocia. Choć skala wzrostu stopy bezrobocia jest bliska tej notowanej w przeszłych okresach recesji (tzw. reguła Sahm), niemniej szerszy obraz rynku pracy nie przesądza recesji.
- Wśród uspokajających czynników można wskazać: - umiarkowany wzrost zatrudnienia, - nadal historycznie wysoki poziom wakatów, - utrzymujący się trend wzrostowy liczby aktywnych zawodowo, niski i nierosnący wskaźnik zwolnień.
- Wskaźniki rynku pracy są obecnie zdecydowanie słabsze, niemniej pogorszenie nastąpiło po okresie bardzo dobrej koniunktury na rynku pracy. Ocenę stanu koniunktury utrudniają z kolei obserwowane w ostatnim czasie szoki i zmiany strukturalne (pandemia, migracja).
- Wskaźniki koniunktury wskazują na spowolnienie aktywności w kolejnych kwartałach, nie zapowiadają jednak recesji. Na taki scenariusz nie wskazują także dane nt. wydatków gospodarstw domowych.

Silniejszy spadek nowych etatów i wzrost bezrobocia, wciąż jednak wysoka liczba wakatów...



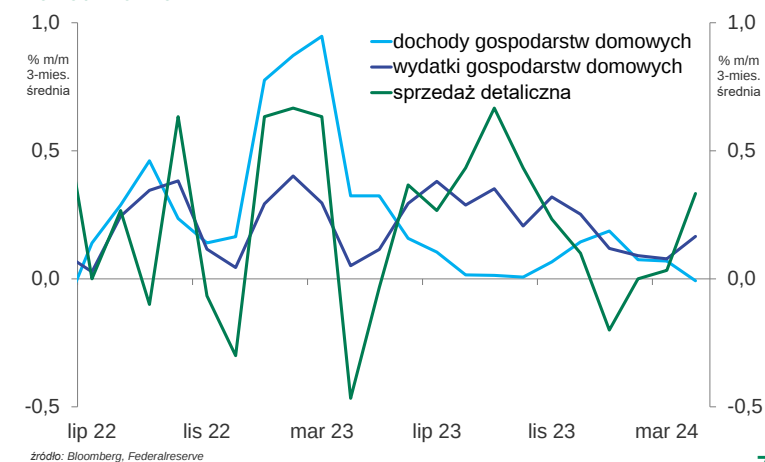
Wskaźniki koniunktury gospodarczej sugerują spowolnienie aktywności, ale nie recesję...



...przy rosnącym wskaźniku aktywności zawodowej i niskim odsetku zwolnień



...w szczególności wciąż bardzo mocne pozostają wydatki konsumentów

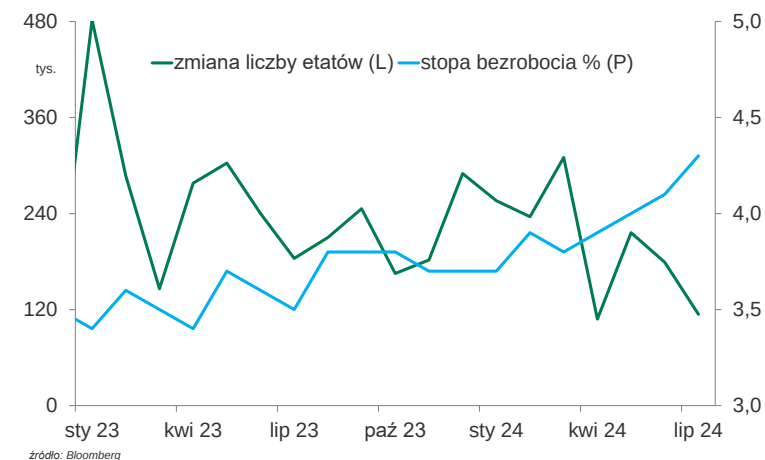




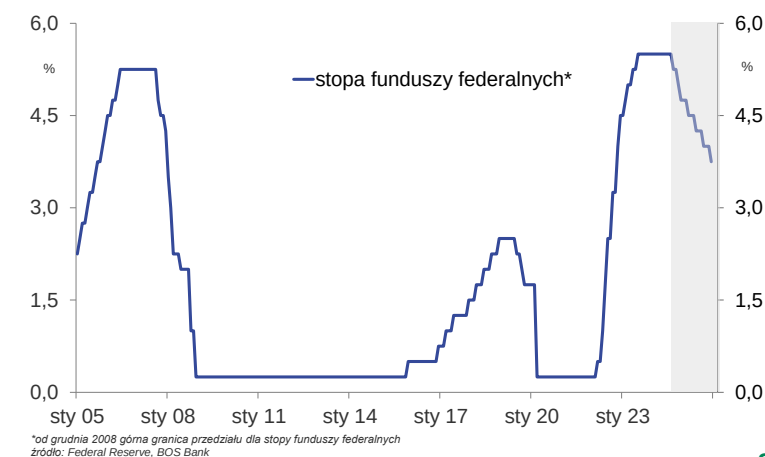
Przy założeniu ograniczonej skali spowolnienia aktywności oczekujemy stopniowych obniżek stóp Fed

- Wyraźne wzmocnienie dezinflacji od II kw., przy zdecydowanie niższej inflacji cen usług otworzyło ponownie opcję obniżek stóp procentowych Fed. Jednocześnie w ostatnich tygodniach to dane ze sfery realnej stały się kluczowe dla prognoz skali redukcji stóp. Na zmianę bilansu ryzyka wskazał w lipcowym komunikacie FOMC, później ten obraz potwierdziły dużo słabsze lipcowe dane z rynku pracy, publikacja stenogramów z lipcowego posiedzenia komitetu (obawy dot. skali pogorszenia sytuacji na rynku pracy) i ostatecznie prezes Fed w wystąpieniu w Jackson Hole.
- Podczas tego wystąpienia Jerome Powell *de facto* zapowiedział wrześniową obniżkę stóp procentowych wskazując, że „nadszedł czas na dostosowania w polityce pieniężnej”.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy, że do końca br. FOMC obniży stopy procentowe łącznie o 75 pkt. baz. (obniżki po 25 pkt. baz. na każdym posiedzeniu we wrześniu, listopadzie i grudniu), a w 2025 r. będzie obniżał stopy w tempie 25 pkt. baz. na kwartał.
- Podtrzymujemy prognozę relatywnie wolnego (w porównaniu do danych historycznych) tempa obniżek stóp zakładając ograniczoną skalę spowolnienia aktywności, przy wciąż podwyższonej inflacji.
- Ostatnie wyraźniejsze wyhamowanie wzrostu zatrudnienia oraz szybszy spadek inflacji są natomiast powodem lekkiej korekty w dół wobec naszej dotychczasowej prognozy stóp (łącznie obniżka stóp o 50 pkt. baz. do końca br.).
- Biorąc pod uwagę całokształt danych oceniamy, że bilans ryzyka wskazuje na szybsze tempo obniżek stóp. Dla skali wrześniowej obniżki kluczowe będą sierpniowe dane z rynku pracy. Gdyby wzrost zatrudnienia spadł wyraźnie poniżej 100 tys., prawdopodobieństwo obniżki stóp o 50 pkt. baz. wzrośnie. Choć nadejście nie byłoby to scenariusz przesądzony, zależny wciąż od pozostałych wskaźników gospodarczych.

Dane z rynku pracy obecnie ważniejsze od inflacji



Podtrzymujemy prognozę stopniowych obniżek stóp Fed





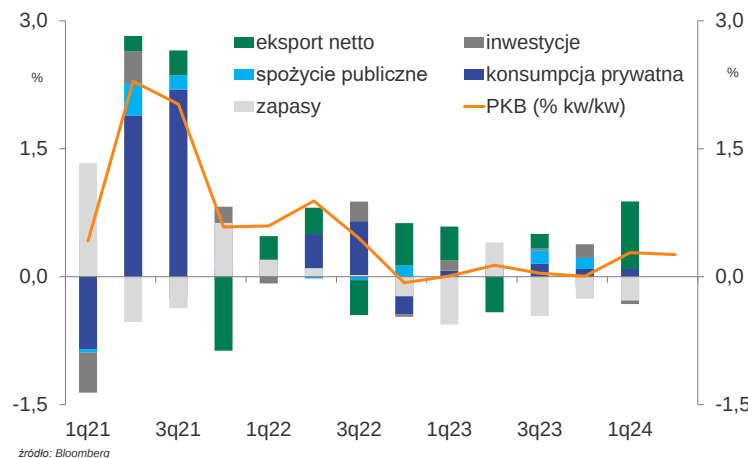
Koniunktura w strefie euro rozczarowuje....

- Aktywność gospodarek strefy euro w I połowie roku okazała się słabsza od oczekiwań, przy niższym wzroście i słabszej strukturze PKB. Konsumpcja bardzo słabo wzrosła pomimo wyraźnego wzrostu dochodów realnych.
- Co więcej, wskaźniki koniunktury PMI w połowie roku obniżyły się, z wyjątkiem zapewne okresowego sierpniowego wzrostu we Francji spowodowanego igrzyskami olimpijskimi.
- W szczególności rozczarowały dane z Niemiec, gdzie utrzymuje się bardzo słaba kondycja sektora przemysłowego.
- W warunkach stabilnej sytuacji na rynku pracy, oczekując umiarkowanej skali spowolnienia gospodarki USA, stabilizowania się gospodarki globalnej oraz redukcji stóp procentowych EBC oczekujemy w kolejnych kwartałach stopniowego wzrostu PKB o 0,7 – 0,9% r/r.
- Kluczowe dla tej prognozy jest jednak założenie stabilizacji w globalnym przemyśle – scenariusz obarczony istotnym ryzykiem.

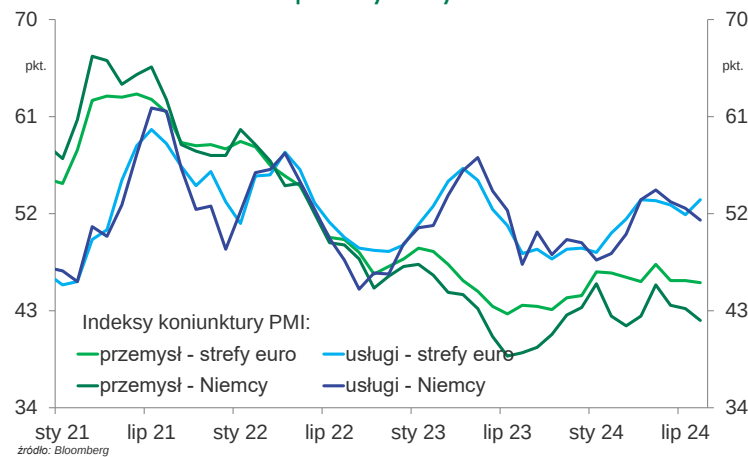
204-08-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

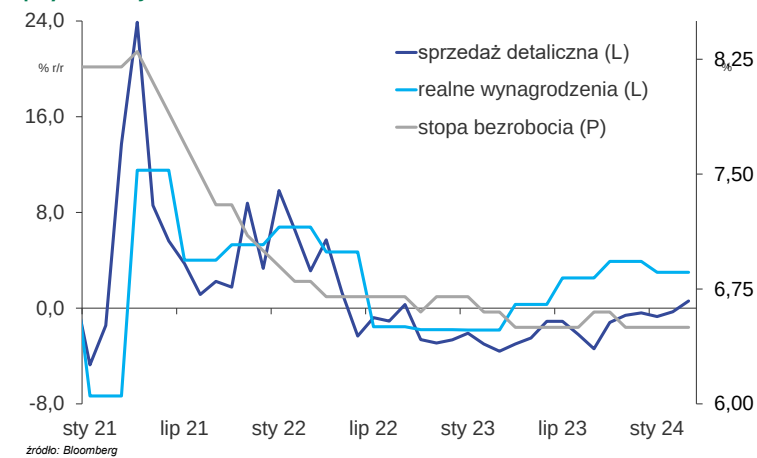
W I poł. roku wolniejsze ożywienie aktywności, przy słabej strukturze wzrostu...



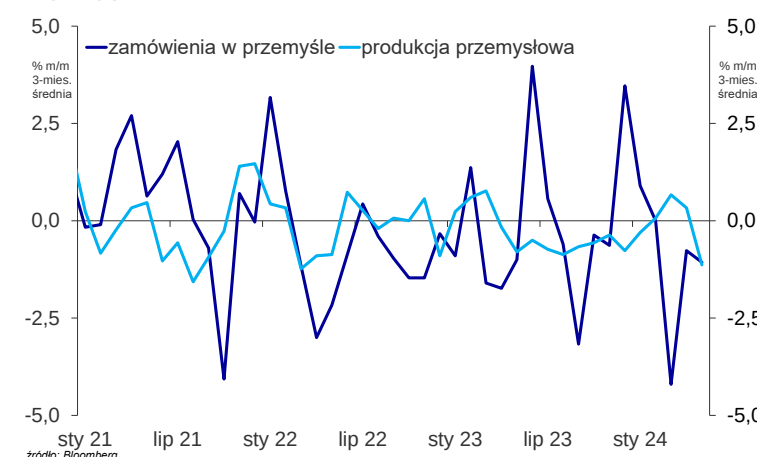
Najistotniejszym czynnikiem ryzyka pozostaje jednak koniunktura w sektorze przemysłowym...



...szczególnie zawiodło słabe odbicie konsumpcji prywatnej



...szczególnie silnie wpływająca na wyniki gospodarki Niemiec

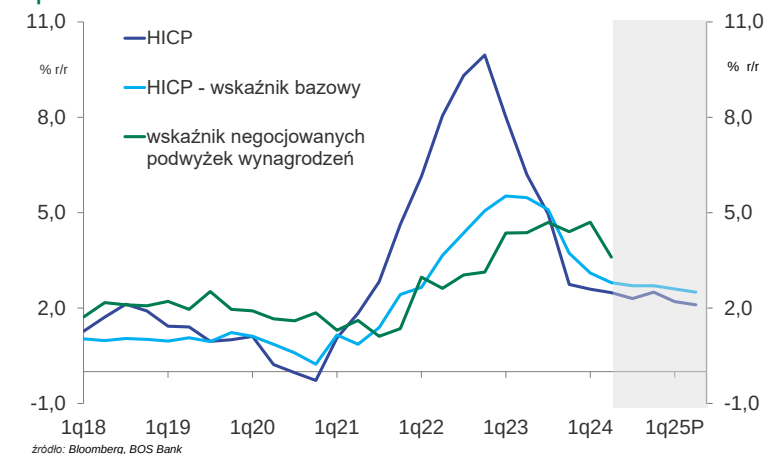




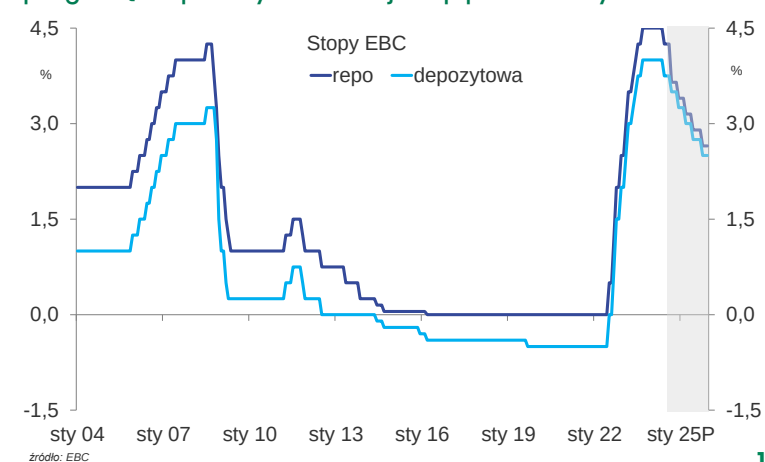
...co wzmacnia argumenty za kolejnymi obniżkami stóp EBC

- Słabsza koniunktura gospodarcza w strefie euro jest głównym argumentem za kolejnymi obniżkami stóp EBC, w tym redukcji stóp o 50 pkt. baz. do końca br. (obniżki we wrześniu i grudniu) oraz o 75 pkt. baz. w 2025 r. Na istotny wzrost obaw rady EBC o rozwój koniunktury gospodarczej wskazuje stenogram z lipcowego posiedzenia EBC.
- W przypadku strefy euro spadek inflacji w II kw. był ograniczony, co więcej w tylko w niewielkim stopniu obniżył się wskaźnik inflacji cen usług. W II kw. wyraźnie obniżył się wskaźnik EBC negocjowanych podwyżek wynagrodzeń, jednak ten spadek wynikał wyłącznie z obniżenia wynegocjowanego wzrostu płac w Niemczech, co nie daje pewności co do kształtowania się wskaźnika w kolejnych kwartalach.
- Biorąc pod uwagę z jednej strony zdecydowanie mniej optymistyczny scenariusz wzrostu gospodarczego w strefie euro, a z drugiej strony stabilną sytuację na rynku pracy (nadal niska stopa bezrobocia) oraz dane dot. inflacji i wynagrodzeń oczekujemy, że rada EBC zdecyduje się na bardzo stopniowe (szczególnie w porównaniu do przeszłych okresów luzowania polityki monetarnej) obniżki stóp.
- Przy utrzymujących się ryzykach dla globalnej gospodarki i mniejszych ryzykach dla procesów inflacyjnych, jako wyższe oceniamy prawdopodobieństwo niższych stóp procentowych wobec bazowego scenariusza.
- We wrześniu wejdą w życie zmiany w zakresie parametrów polityki pieniężnej EBC. Bazową stopą procentową EBC będzie stopa depozytowa, a spread między stopą operacji refinansujących (repo) a stopą depozytową zostanie obniżony do 15 pkt. (vs. obecnie 25 pkt. baz.) Tym samym, przy założeniu redukcji stopy depozytowej na posiedzeniu we wrześniu o 25 pkt. baz. do 3,50%, stopa operacji refinansujących zostanie obniżona o 35 pkt. baz. do poziomu 3,65%.

Choć w ostatnich miesiącach proces dezinflacji spowolnił...



...to słabsza aktywność gospodarki wspiera dotychczasową prognozę stopniowych redukcji stóp procentowych





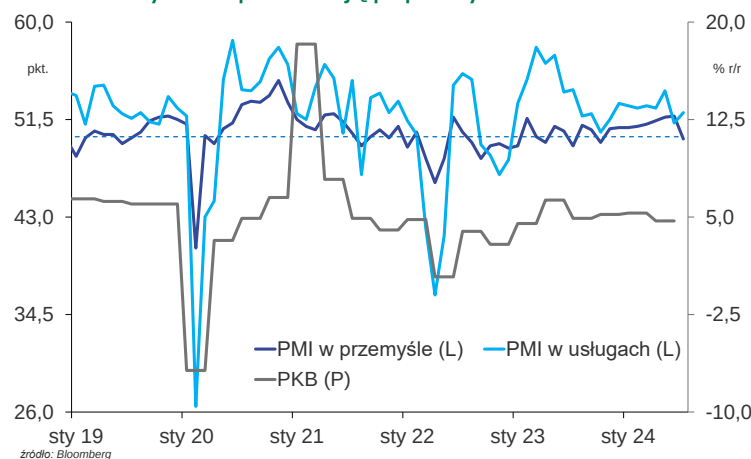
W II kw. wyraźnie słabsza aktywność gospodarcza w Chinach...

- Po pozytywnej niespodziance w I kw. w II kw. wzrost chińskiego PKB zaskoczył negatywnie. Słabsze wskaźniki koniunktury wskazują na utrzymanie wolniejszego wzrostu także w II połowie roku.
- Stabilizowanie się aktywności w globalnej gospodarce w I poł. roku wspierało aktywność eksportową, niemniej wyższe ryzyko dla koniunktury gospodarczej (głównie w USA) ogranicza potencjał dla poprawy aktywności eksportowej w kolejnych kwartałach, co ogranicza produkcję przemysłową.
- W tych warunkach sygnały słabego popytu krajowego (gł. konsumpcyjnego, przy słabej sytuacji na rynku pracy) wskazują na utrzymanie w kolejnych kwartałach tempa wzrostu PKB poniżej 4,5% r/r.
- Poza pandemicznymi dostosowaniami (długi okres lockdownów) na aktywność silnie negatywnie wpływa ograniczenie napływu kapitału zagranicznego, szczególnie inwestycyjnego oraz dostosowania na rynku nieruchomości. Zatem kluczowe dla stabilizowania aktywności są inwestycje publiczne.

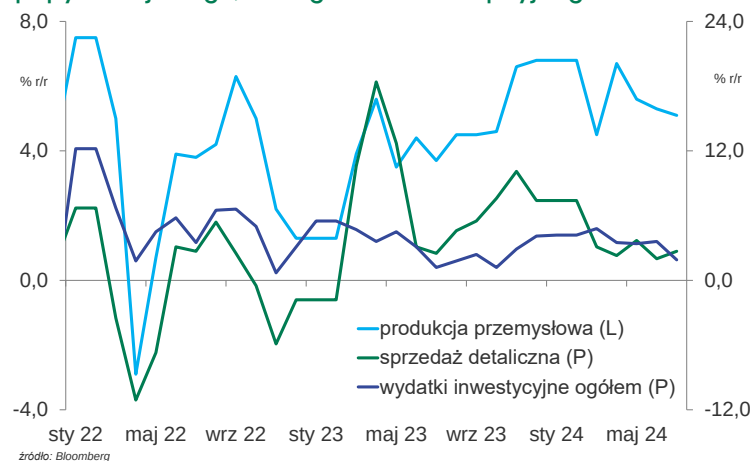
204-08-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

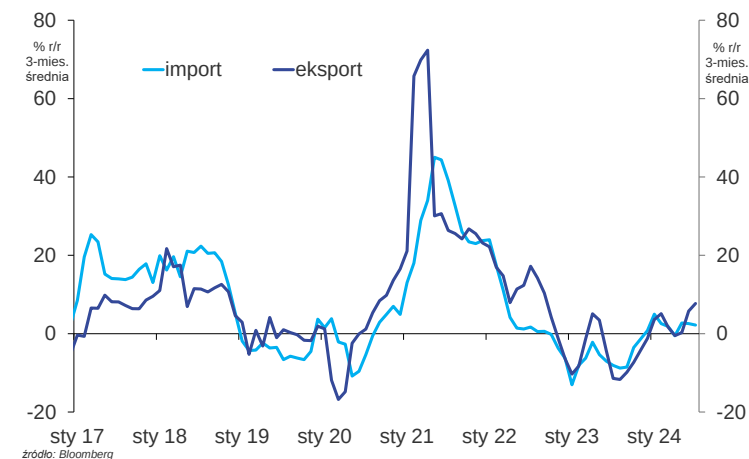
W II kw. dynamika PKB poniżej oczekiwań, wskaźniki koniunktury nie zapowiadają poprawy



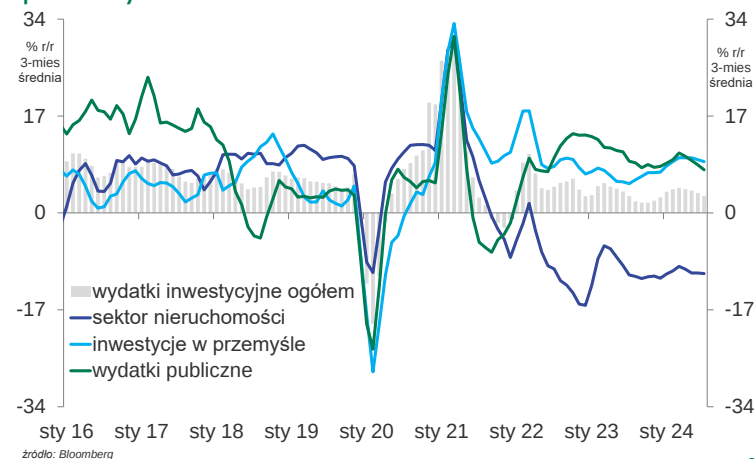
...hamuje wzrosty w przemyśle, przy słabych wynikach popytu krajowego, szczególnie konsumpcyjnego



Ograniczony potencjał dla dalszego wzrostu eksportu...



Wydatki inwestycyjne silnie zależne od inwestycji publicznych

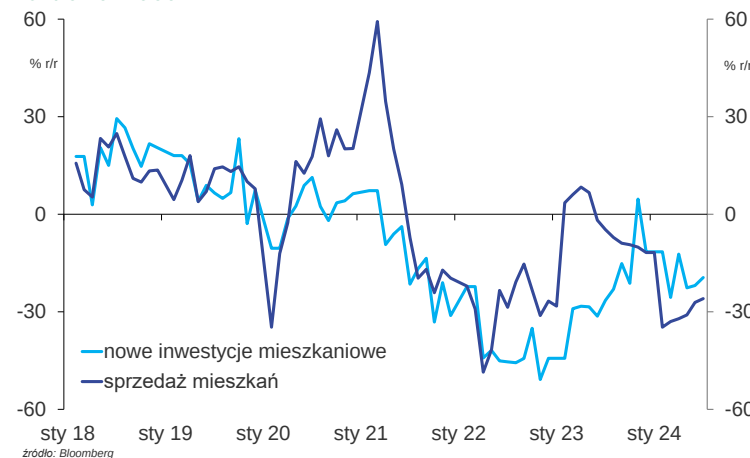




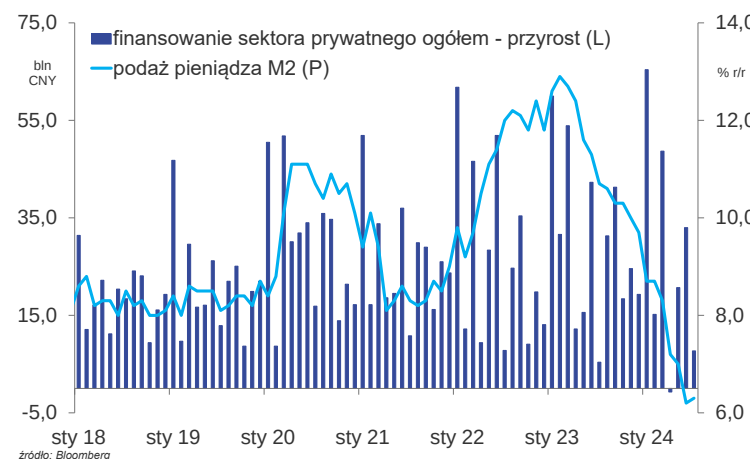
...przy niskiej inflacji wspierają prognozy dalszych obniżek stóp procentowych

- Na lipcowym posiedzeniu Plenum Komunistycznej Partii Chin nie pojawiły się nowe projekty wsparcia aktywności gospodarczej. W zakresie polityki fiskalnej zostaną utrzymane działania władz ogłoszone już wcześniej – w tym możliwość skupu nieruchomości przez sektor publiczny, wydatki infrastrukturalne, inwestycje wysokich technologii, zabezpieczenia żywnościowego i energetycznego.
- W tych warunkach przy utrzymującej się bardzo niskiej inflacji oraz obniżających się statystykach monetarnych zakładamy dalsze stopniowe obniżki stóp procentowych.
- Proces łagodzenia polityki pieniężnej powinny wspierać także obniżki stóp przez Fed, co nie powinno dodatkowo nasilać presji na osłabienie kursu juana w warunkach generalnego ograniczenia napływu kapitału zagranicznego do Chin.

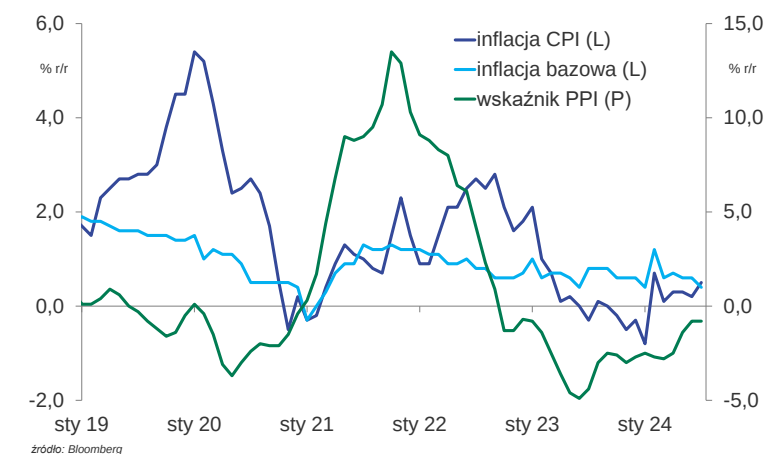
Utrzymuje się bardzo trudna sytuacja na rynku nieruchomości



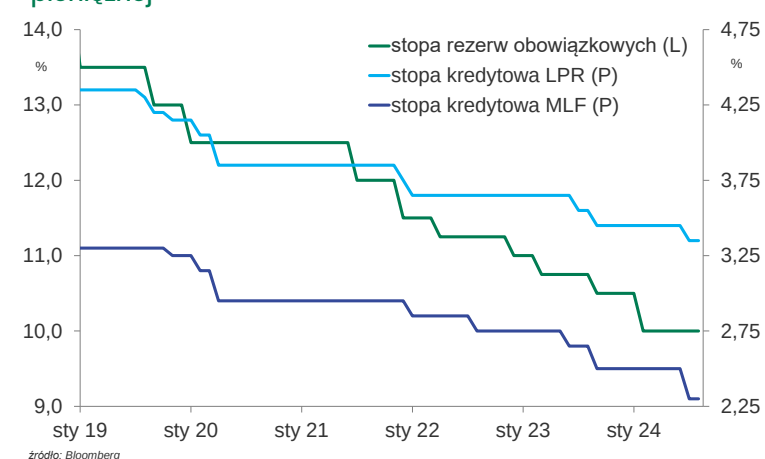
...i słabsze dane monetarne...



Niska inflacja...



...przemawiają za dalszym lekkim luzowaniem polityki pieniężnej

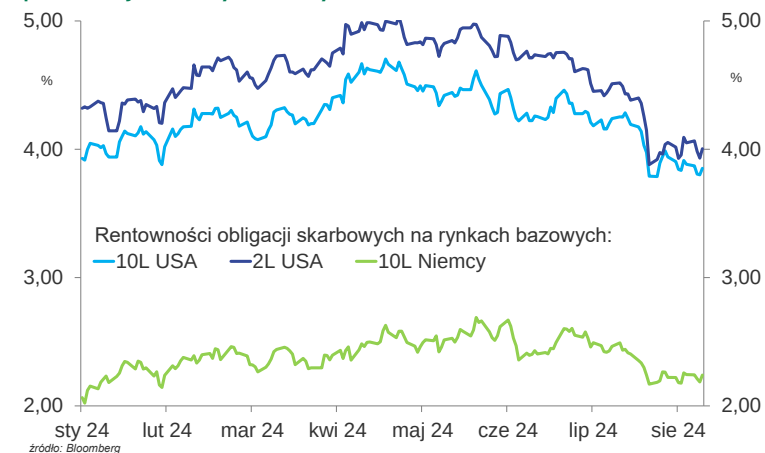




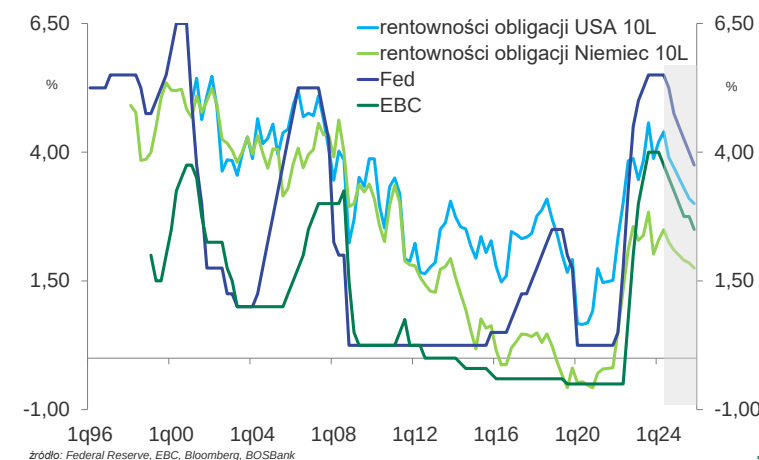
W średnim okresie dalszy, choć wolniejszy, spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

- Wolniejszy wzrost inflacji w II kw. (szczególnie w USA) sprzyjał stopniowym spadkom rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, jednak dopiero publikacja lipcowych danych z amerykańskiego rynku pracy poskutkowała skokowym spadkiem rentowności, przy silnej korekcie prognoz rynkowych dot. prognozy stóp procentowych Fed.
- Choć rentowności silniej spadły w przypadku papierów o krótkim terminie zapadalności (korekta krótkookresowych prognoz Fed), to także silnie wpłynęły na dłuższy koniec krzywej.
- Generalny wpływ sytuacji na rynku amerykańskim, przy rozczarowujących danych ze sfery realnej, także obniżyły rentowności papierów niemieckich.
- W warunkach oczekiwanego w kolejnych kwartałach luzowania polityki Fed i EBC oczekujemy dalszego spadku rentowności papierów na rynkach bazowych w średnim okresie, przy ograniczonym potencjale dla ich silniejszego spadku w krótkim horyzoncie. W krótkim okresie zakładane przez nas mniejsze podwyżki stóp powinny hamować skalę spadku rentowności.
- Czynniki ograniczającymi spadek rentowności (poza kwestią tempa obniżek stóp banków centralnych) będzie także przebiegające równocześnie zacieśnianie ilościowe polityki Fed i EBC, szczególnie w sytuacji wciąż słabych parametrów fiskalnych. Kontynuacja wygaszania luzowania ilościowego w warunkach wysokich podaży obligacji będzie ograniczać skalę spadku rentowności, o ile nie dojdzie do silniejszego wzrostu globalnej awersji do ryzyka.
- Bilans ryzyka wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo silniejszych spadków rentowności, w warunkach niestabilnej sytuacji gospodarczej oraz utrzymującego się wysokiego ryzyka geopolitycznego.

Silne spadki rentowności obligacji skarbowych po publikacji słabszych danych z USA...



...wspierających prognozę obniżek stóp procentowych Fed

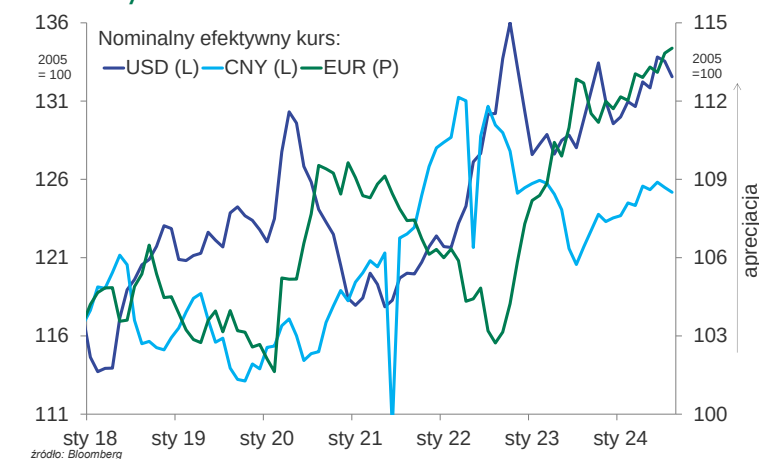




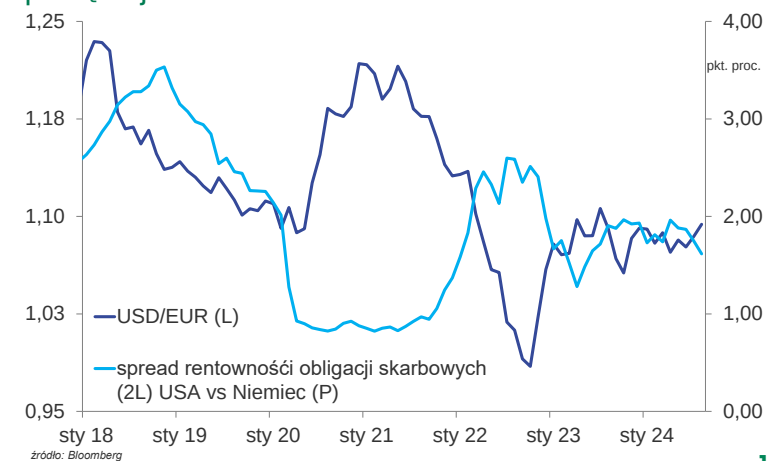
Choć dane z USA zaskoczyły negatywnie, wciąż więcej argumentów za mocniejszym dolarem

- W III kw. publikacje słabszych danych z gospodarki USA i wzrost obaw przed scenariuszem recesji, jak również silniejsza korekta prognoz rynkowych dot. skali obniżek stóp przez Fed poskutkowały osłabieniem dolara, w tym wobec euro w kierunku 1,12 USD/EUR.
- Oczekujemy w średnim okresie powrotu kursu do przedziału 1,05 – 1,10 USD/EUR. Choć faktycznie dane makroekonomiczne potwierdzają osłabienie aktywności w USA, to wciąż scenariusz recesyjny pozostaje mniejszościowy, a aktywność gospodarcza w strefie euro pozostaje dużo słabsza w porównaniu do gospodarki amerykańskiej. W dalszym ciągu oczekujemy generalnie niewielkich różnic w zakresie tempa obniżek stóp Fed i EBC, co nie powinno trwale wpływać na kurs obu walut.
- Ponadto, jakkolwiek ryzyko silniejszego spowolnienia gospodarki amerykańskiej utrzymuje się, to w przypadku alternatywnego scenariusza recesji, przy wyraźnie słabszych gospodarkach strefy euro i Chin oczekujemy powrotu trendu aprecjacyjnego dolara jako waluty zyskującej w okresach wzrostu globalnej premii za ryzyko (niezależnie od punktu cyklu koniunkturalnego oraz poziomu stóp w USA). W naszej ocenie na potencjalną korzyść dolara przemawia także podwyższone ryzyko geopolityczne.
- Poza wątkami makroekonomicznymi na jesieni ponownie może wzrosnąć zmienność rynkowa związana z sytuacją polityczną tj. wyborami prezydenckimi w USA, szczególnie jeżeli będzie się materializował scenariusz ograniczonego spowolnienia aktywności gospodarczej. Zgodnie z dominującymi ocenami ewentualne zwycięstwo Donalda Trumpa może dodatkowo wspierać kurs dolara, głównie ze względu na oczekiwaną bardziej protekcyjną politykę handlową USA.

Zakładamy, że bieżące osłabienie dolara ma charakter okresowy...



...przy ograniczonych różnicach w kierunku polityki pieniężnej Fed i EBC

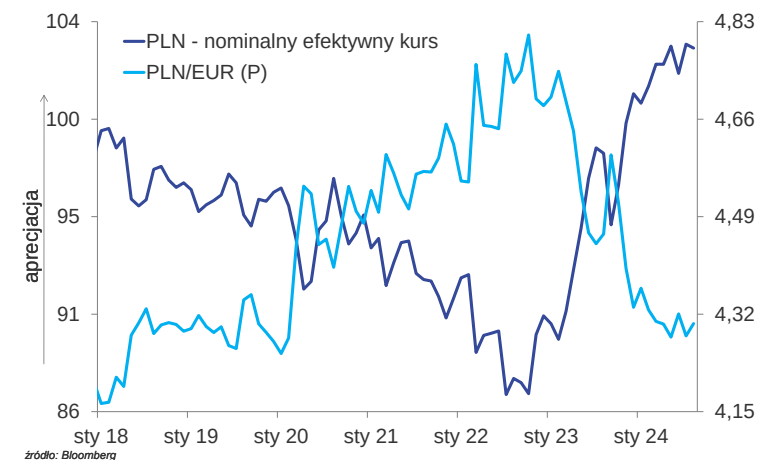




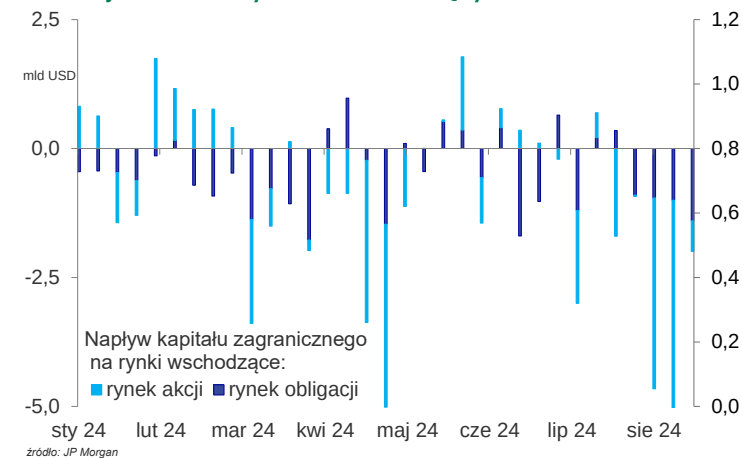
Ograniczony potencjał dla dalszej aprecjacji złotego

- W II kw. oraz na początku III kw. złoty utrzymywał się na mocnym poziomie, choć wyhamował trend aprecjacji. Polska waluta wyraźnie traciła na wartości w okresach podwyższonej awersji do ryzyka, inaczej niż w pierwszych miesiącach roku, kiedy była bardzo odporna na epizody pogorszenia globalnych nastrojów.
- Podtrzymujemy ocenę, że występują czynniki trwale wspierające złotego, szczególnie w porównaniu z okresem 2022 – 2023 r.: – wyraźna poprawa salda na rachunku obrotów bieżących, – poprawa aktywności krajowej gospodarki, – spadek ryzyka dla scenariusza napływu kapitału zagranicznego (KPO).
- Z drugiej strony, pozostajemy sceptyczni co do scenariusza trwałej, silnej aprecjacji złotego w warunkach: – zakładanego jedynie stopniowego poluzowania polityki pieniężnej głównych banków centralnych, – wyraźnego ograniczenia w III kw. napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące, – utrzymujących się czynników ryzyka dla gospodarki globalnej i krajowej, – utrzymania w średnim okresie wysokiego deficytu SFP, – utrzymania dotychczasowej praktyki wymiany środków unijnych w NBP (a nie na rynku walutowym).
- Choć w najbliższych miesiącach dysparytet stóp procentowych pomiędzy Polską a rynkami bazowymi zwiększy się, nie sądzimy, aby bardziej restrykcyjna krajowa polityka pieniężna trwale wzmacniała kurs złotego, szczególnie w sytuacji, kiedy obniżki stóp Fed czy EBC w większym stopniu będą wynikać z obaw dot. wzrostu gospodarczego niż silniejszej dezinflacji. Wpływ dysparytetu stóp procentowych na kurs złotego był w ostatnich latach ograniczony, przy dużo ważniejszym wpływie premii za ryzyko na ceny krajowych aktywów finansowych.
- Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy, że w średniej perspektywie kurs złotego osłabi się w kierunku 4,40 PLN/EUR.

Od początku 2024 r. złoty pozostaje bardzo mocny...



...pomimo wyższej niepewności globalnej i słabszych nastrojów wobec rynków wschodzących

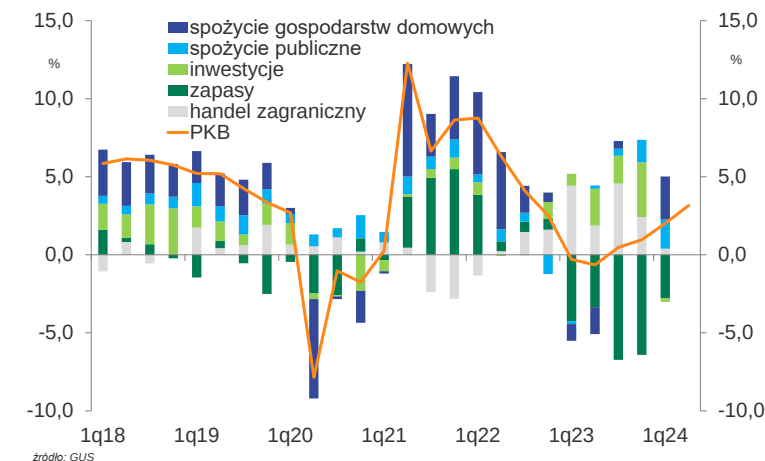




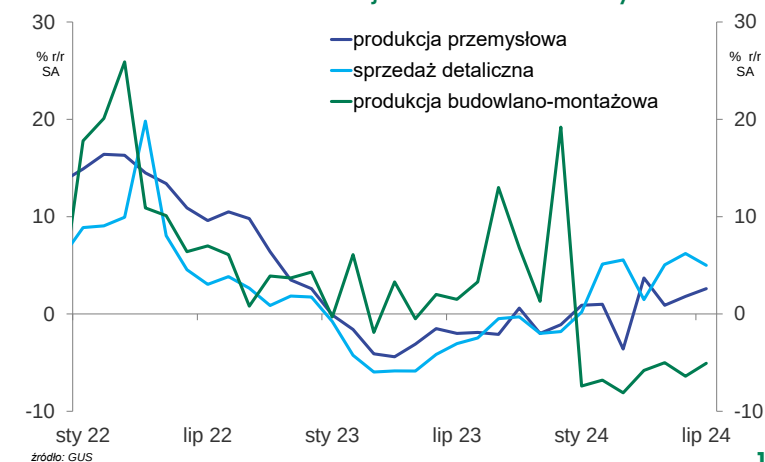
W II kw. 2024 r. wzrost PKB w Polsce przekroczył 3,0% r/r...

- W II kw. krajowy PKB wzrósł o 3,2% r/r wobec 2,0% r/r w I kw br. i 1,0% r/r w IV kw. 2023 r. Także w ujęciu zmian kwartalnych, oczyszczonych z wahań sezonowych dynamika przyspieszyła – w II kw. PKB wzrósł o 1,5% wobec 0,8% w I kw.
- Miesięczne dane nt. sprzedaży detalicznej towarów oraz sprzedaży usług (wg danych Eurostatu) wskazują na utrzymanie solidnego wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych, co jest spójne z obserwowaną od IV kw. 2023 r. poprawą sytuacji dochodowej gospodarstw domowych. Jednocześnie nie przewidujemy już dalszego wyraźnego wzrostu dynamiki popytu konsumpcyjnego.
- Niewielkie zmiany w dynamice produkcji budowlano-montażowej wskazują z kolei na utrzymanie słabej aktywności inwestycyjnej, głównie w obszarze inwestycji infrastrukturalnych w związku z zakończeniem z końcem 2023 r. projektów współfinansowanych ze środków UE z Perspektywy Finansowej na I. 2014 – 2020. Na słaby wynik inwestycji wskazują także utrzymujące się na niskim poziomie wskaźniki nastrojów inwestycyjnych firm.
- Sądzymy, że głównym czynnikiem podwyższającym w II kw. wzrost PKB było ograniczenie ujemnej kontrybucji zapasów oraz lekka poprawa w eksporcie.
- Biorąc pod uwagę zakładaną strukturę wzrostu PKB w II kw. nie oczekujemy w II połowie roku dalszego wyraźnego przyspieszenia dynamiki PKB. W bazowym scenariuszu przewidujemy stabilizowania się wzrostu PKB w okolicach 3,0% r/r.

W II kw. 2024 r. przyspieszenie dynamiki PKB do 3,2% r/r...



...przy lekkiej poprawie aktywności w przemyśle i budownictwie oraz stabilizacji w handlu detalicznym

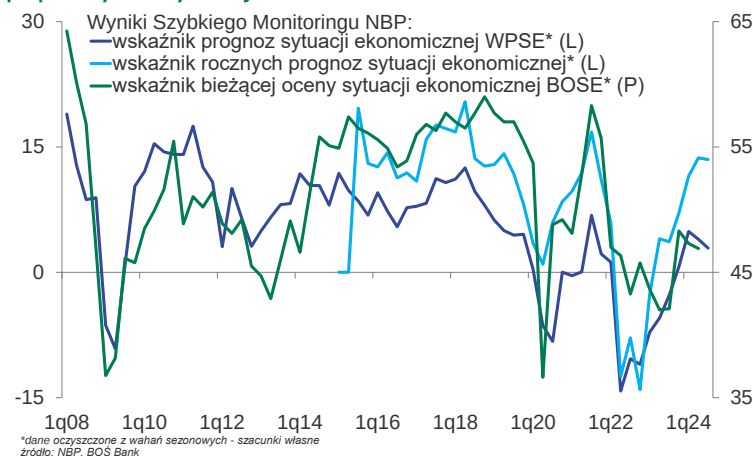




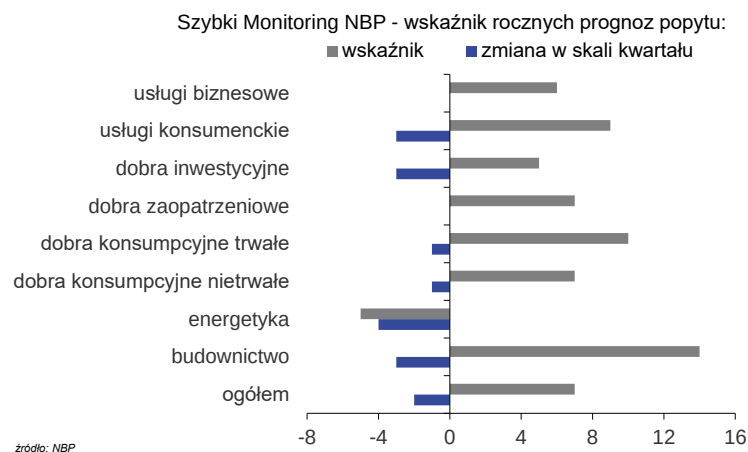
...ale wskaźniki koniunktury studzą optymizm co do dalszego przyspieszenia...

- Wskaźniki koniunktury gospodarczej wskazują na wyhamowanie dotychczasowego tempa poprawy aktywności gospodarczej, w szczególności w krótkim okresie. Jedynie lekkie pogorszenie nastrojów nie zapowiada jednak gwałtowniejszego pogorszenia sytuacji gospodarczej.
- Wyniki ostatniego kwartalnego Szybkiego Monitoringu NBP wskazują na obniżenie prognoz popytu przez firmy, zarówno w horyzoncie kwartalnym jak i rocznym. Te wskaźniki pozostają na wyraźnie dodatnim poziomie, niemniej słabszym niż kwartał wcześniej oraz generalnie utrzymują się poniżej swoich długookresowych średnich.
- Na ograniczenie dalszej poprawy wskazują także wskaźniki koniunktury gospodarczej GUS. Wyhamowanie poprawy następuje w większości sektorów, przy wciąż najniższych nastrojach w przemyśle w konsekwencji stagnacji w globalnym przemyśle i wymianie handlowej.

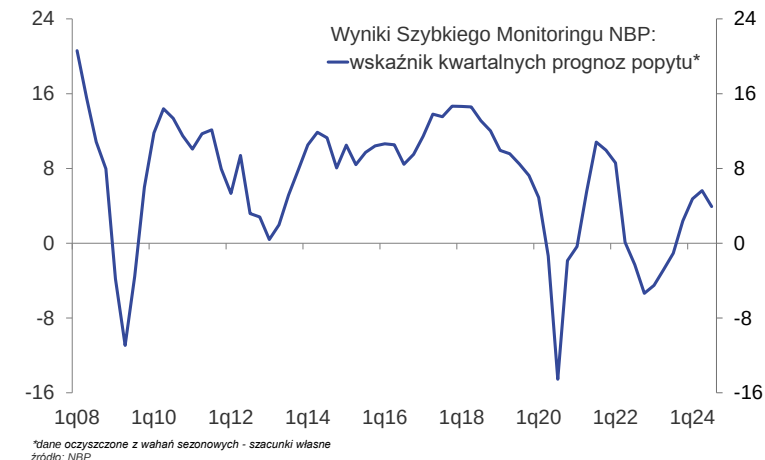
W III kw. ograniczenie optymizmu firm dot. dalszej poprawy ich sytuacji...



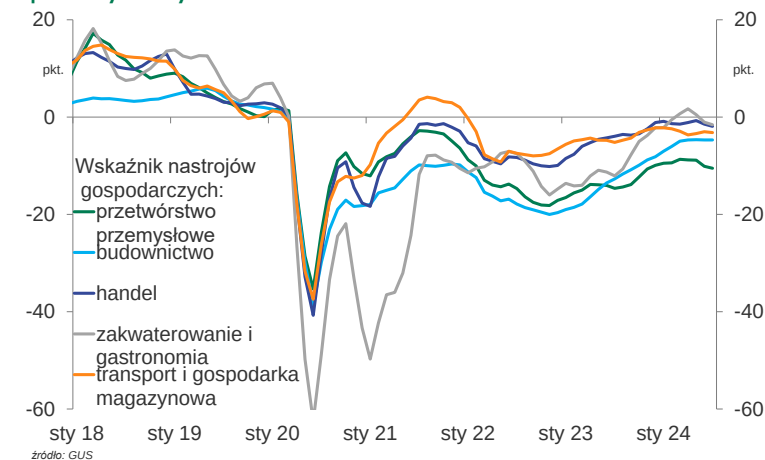
...przy szerokim w ujęciu branżowym pogorszeniu prognoz...



...co szczególnie istotne w zakresie prognoz popytu...



...i najniższych nastrojach w przetwórstwie przemysłowym

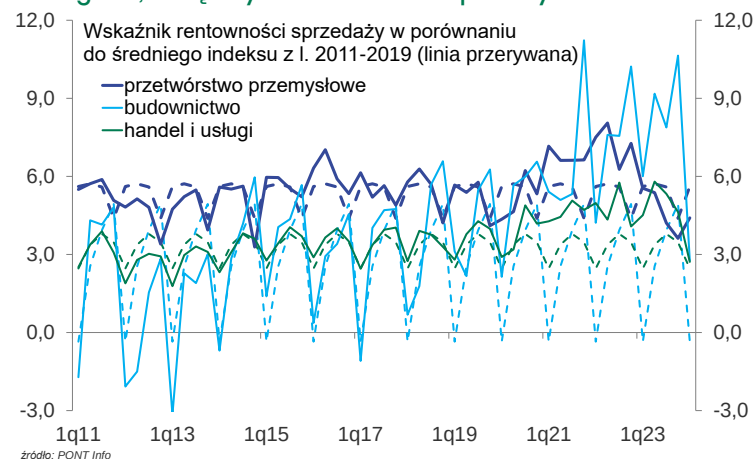




...przy utrzymujących się wyzwaniach w przemyśle

- W I kw. utrzymała się gorsza sytuacja finansowa firm przemysłowych w porównaniu z większością pozostałych sektorów gospodarki, przy wciąż tylko umiarkowanie rosnącej sprzedaży krajowej i pogłębieniu spadku sprzedaży zagranicznej.
- Wyniki produkcji przemysłu w II kw. oraz wskaźniki koniunktury wskazują, tak jak na początku roku, na stabilizowanie się aktywności (stagnację).
- Zakładamy, że w warunkach oczekiwanej poprawy koniunktury w globalnym przemyśle, wyniki krajowego sektora przetwórstwa poprawią się w II poł. roku, niemniej przy słabszych danych z polskiego przemysłu w połowie br., bardzo słabych bieżących wskaźnikach koniunktury dla przemysłu strefy euro oraz czynnikach ryzyka dla globalnego handlu pozostajemy bardzo ostrożni co do tych prognoz.
- Choć konsumpcja prywatna będzie istotnym czynnikiem wzrostu PKB w krótkim okresie, to wzrost aktywności w przemyśle, transporcie, produkcji energii są kluczowe dla prognoz średnioterminowych.

Bardzo dobre wyniki finansowe w budownictwie, handlu i usługach, wciąż wyraźnie słabsze w przemyśle...



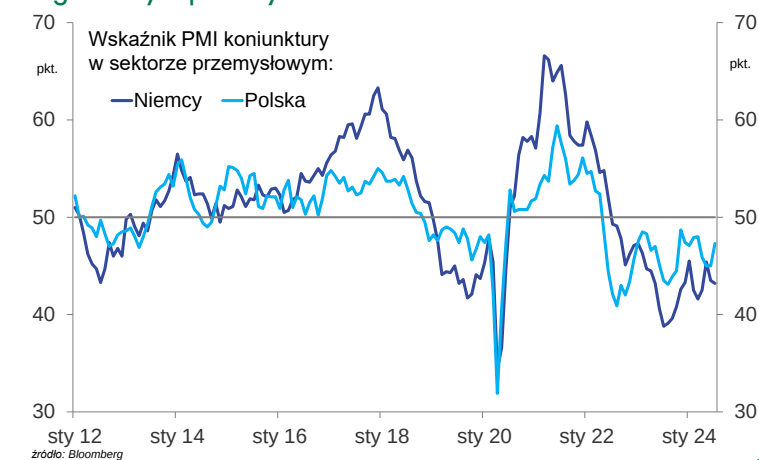
W II kw. ograniczona poprawa wyników produkcji przemysłowej...



...w warunkach powolnego odbicia sprzedaży krajowej i dalszego spadku sprzedaży zagranicznej na początku br.



...najbardziej niepokojące wyhamowanie trendu poprawy w globalnym przemyśle i bardzo słabe dane z Niemiec

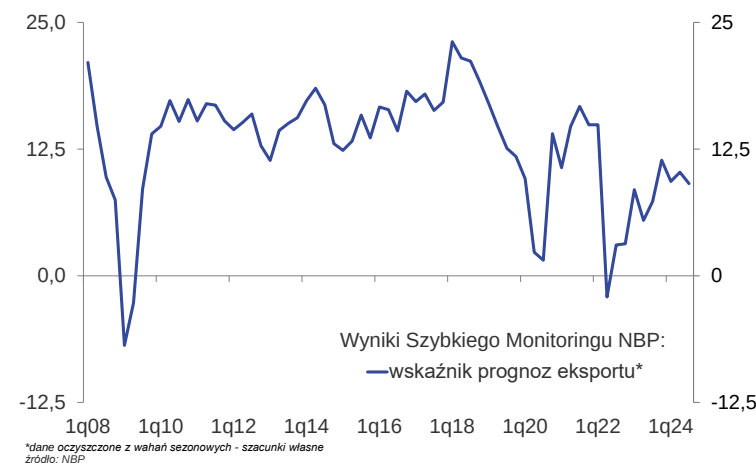




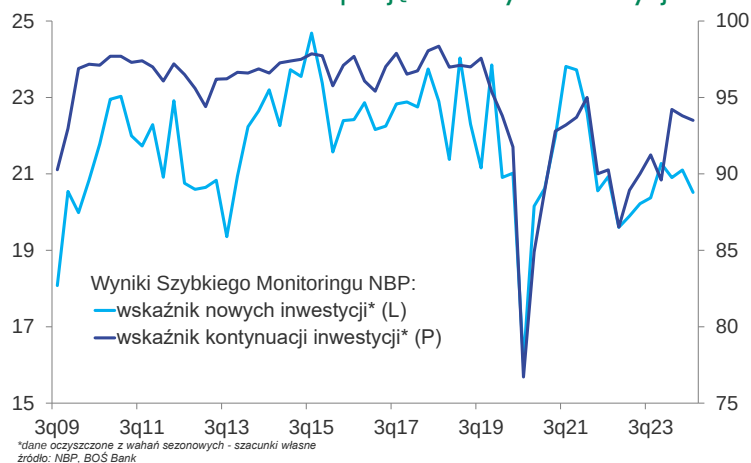
Ożywienie w globalnym przemyśle kluczowe dla wzrostu eksportu oraz inwestycji przedsiębiorstw

- Bardzo słabe dane nt. krajowej produkcji przemysłowej w działach o najwyższym udziale sprzedaży eksportowej, dalsza korekta prognoz firm dot. popytu eksportowego na III kw. (Szybki Monitoring NBP) słabsze dane z globalnego przemysłu oraz ryzyko dla globalnego handlu to istotne czynniki ryzyka dla prognoz ożywienia aktywności w średnim okresie.
- Oczekujemy jedynie bardzo stopniowej poprawy, co przekłada się na oczekiwania powolnego wzrostu eksportu w kolejnych kwartałach.
- Dodatkowo trwalsza i silniejsza poprawa eksportu i popytu firm przemysłowych są kluczowe dla poprawy popytu inwestycyjnego firm prywatnych. Póki co bieżące nastroje dot. rozpoczynania nowych projektów inwestycyjnych pozostają obniżone.
- Stabilny popyt zewnętrzny jest także istotny dla zatrzymania procesu spadku zapasów. Bieżące sygnały wskazują na wygasanie tego efektu, choć też bez oznak silniejszej ich odbudowy.

Lekka korekta prognoz popytu eksportowego firm...



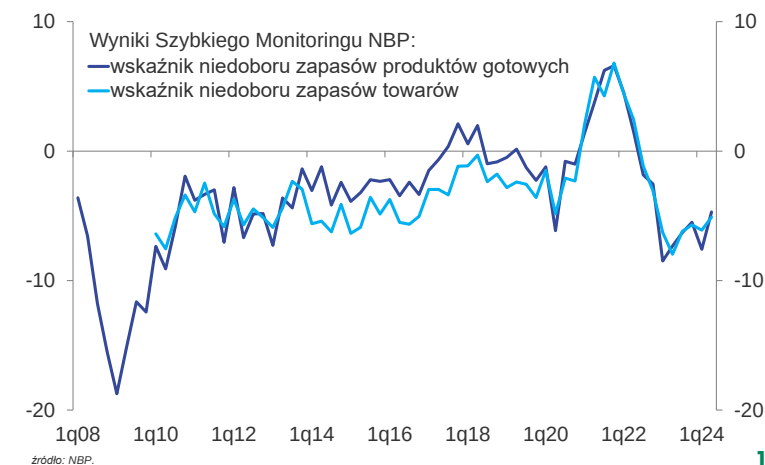
Poprawa perspektyw globalnych jest kluczowa dla wzrostu skłonności firm do podjęcia nowych inwestycji...



...obniża oczekiwane tempo poprawy eksportu, szczególnie po rozczarowujących wynikach w I poł. roku



...i trwałego zatrzymania procesu redukcji zapasów





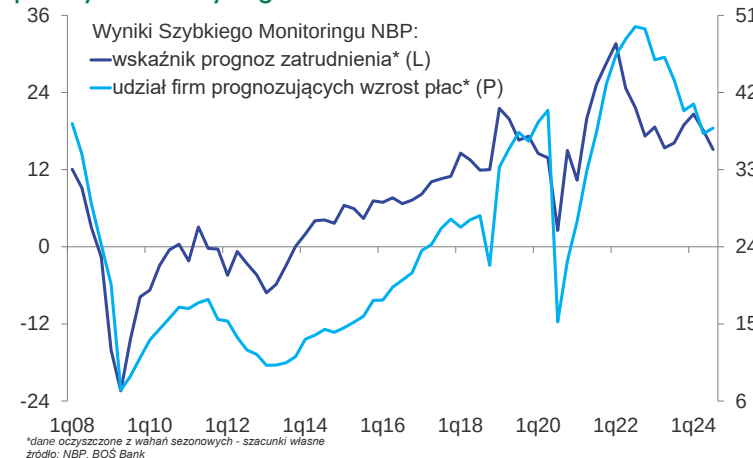
Mniej optymistyczny obraz rynku pracy pomimo wysokiej dynamiki wynagrodzeń...

- W I poł. br. utrzymał się wysoki odsetek firm planujących podwyżki płac i wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń. Ten efekt wynika jednak z silniejszego wpływu podwyżki płacy minimalnej oraz (w przypadku statystyk dla gospodarki narodowej) z podwyżek płac w sektorze publicznym, a nie ze wzrostu popytu na pracę.
- Słabsze dane dot. zatrudnienia, spadki wskaźnika prognoz zatrudnienia w firmach (ankieta NBP) nie potwierdzają pozytywnego efektu cyklicznego na płace. Przeciwnie, dane dot. liczby wakatów oraz niższy (wobec średniej długookresowej) wskaźnik braku kadr jako bariery rozwoju, wskazują raczej na negatywny wpływ dotychczasowego wzrostu kosztów pracy na plany firm dot. zatrudnienia.
- Póki co, wpływ słabszego popytu na pracę nie wpływa na statystyki bezrobocia i w warunkach trendów demograficznych nie oczekujemy jego silnego wzrostu. Niemniej w połowie br. po raz pierwszy po pandemii zwiększyła się w skali miesiąca (SA) liczba bezrobotnych. Czynnikiem ryzyka dla rynku pracy pozostaje sytuacja zewnętrzna i koniunktura w przemyśle.

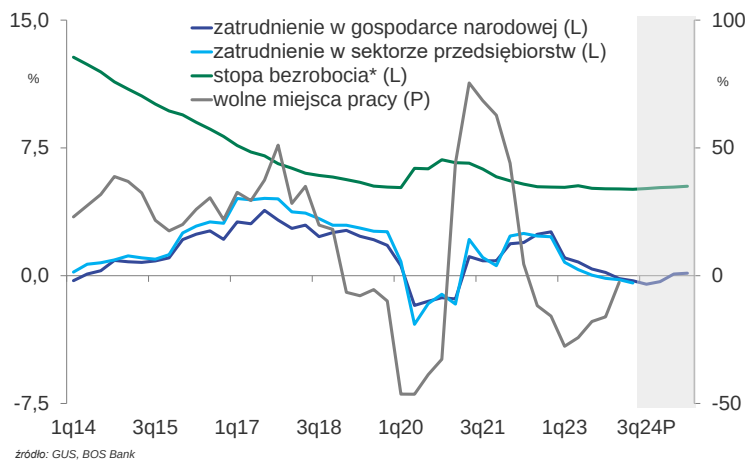
204-08-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Firmy sygnalizują lekki spadek skłonności do zatrudniania i podwyższania wynagrodzeń...



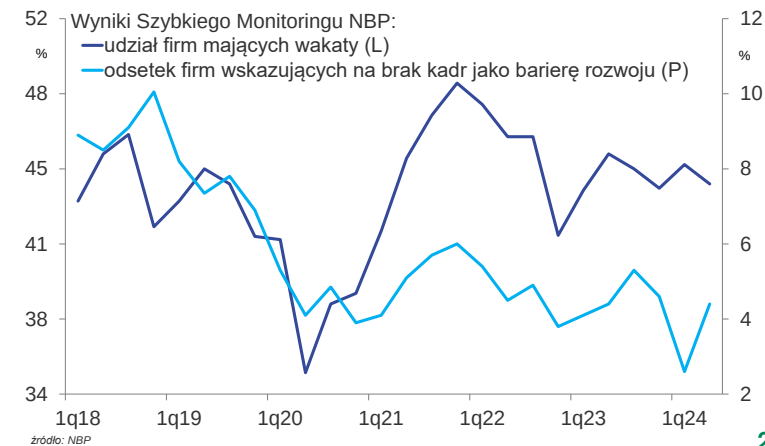
...a wyższe koszty pracy osłabiają popyt na pracowników



...co wskazuje że wysoka dynamika wynagrodzeń to w sporej części efekt wzrostu płacy minimalnej...



Pojawiają się kolejne symptomy stopniowego ochłodzenia koniunktury na krajowym rynku pracy

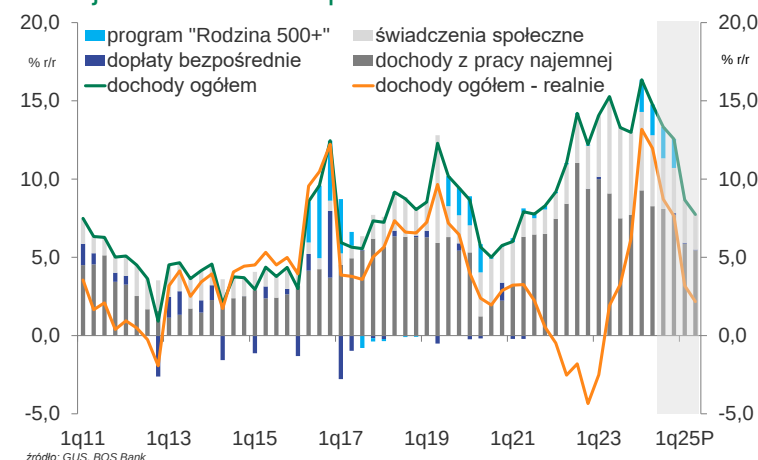




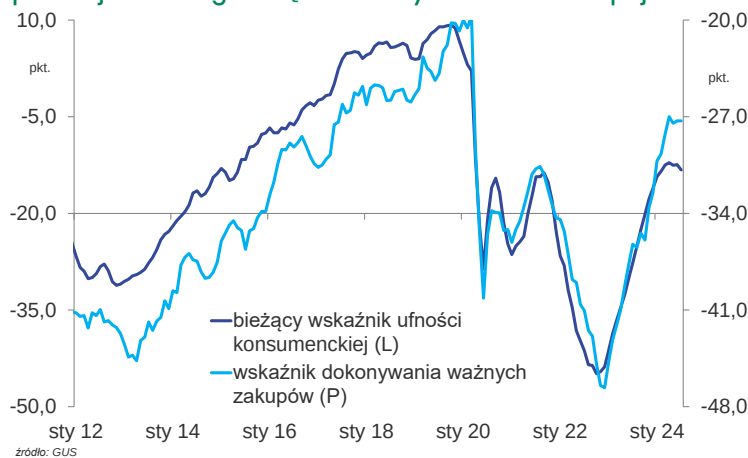
...co w średnim okresie ograniczy tempo wzrostu wydatków konsumpcyjnych

- Dotychczasowy silny wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych pozwoli na utrzymanie także w II poł. br. wysokiej dynamiki konsumpcji ok. 4,5% r/r.
- Jednocześnie jednak w II poł. roku dynamika realnych dochodów obniży się (z powodu wzrostu bieżącej inflacji przy stabilnych dynamikach nominalnego wzrostu dochodów). Niższe tempo wzrostu płac z początku 2025 r. przy wysokiej inflacji będzie w kolejnych kwartałach obniżać dynamikę spożycia. Oczekujemy w I poł. 2025 r. spadku dynamiki konsumpcji do 3,5% r/r.
- Wskaźniki nastrojów konsumentów potwierdzają ograniczony potencjał dla dalszego wzrostu dynamiki spożycia, pomimo dotychczasowego silnego wzrostu dochodów.
- Czynnikiem, który cały czas osłabia dynamikę wydatków jest konieczność odbudowy oszczędności gospodarstw domowych, po ich wyraźnym spadku w I. 2022 – 2023 r. w okresie gwałtownego wzrostu inflacji i spadku realnych dochodów.

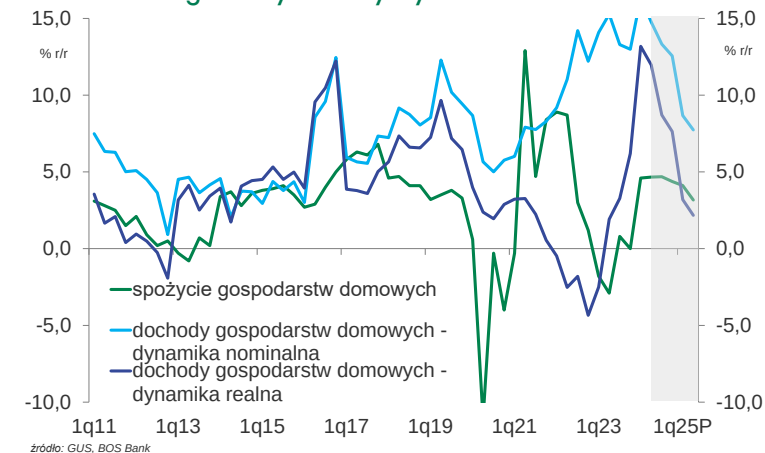
W I połowie roku bardzo silny wzrost dochodów, od 2025 r. wolniejsze nominalne tempo wzrostu...



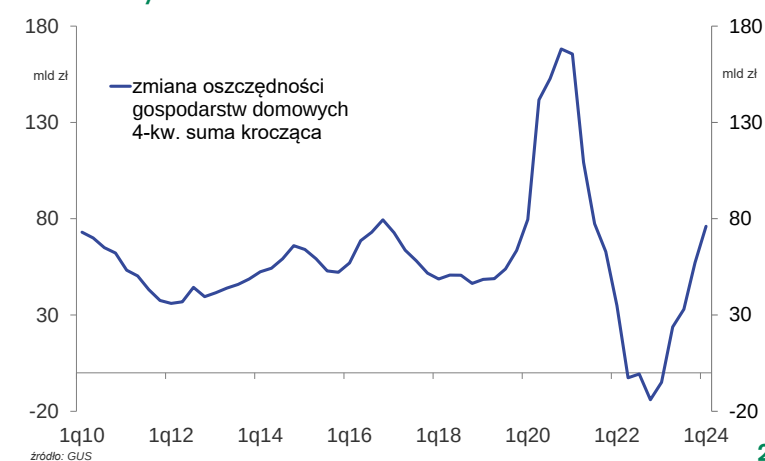
...wskaźniki nastrojów konsumentów potwierdzają słabszy potencjał dalszego zwiększenia dynamiki konsumpcji



...co przy wysokiej inflacji silnie osłabi realny wzrost dochodów i ograniczy wzrost wydatków konsumentów...



Odbudowa oszczędności czynnikiem hamującym tempo wzrostu wydatków konsumentów



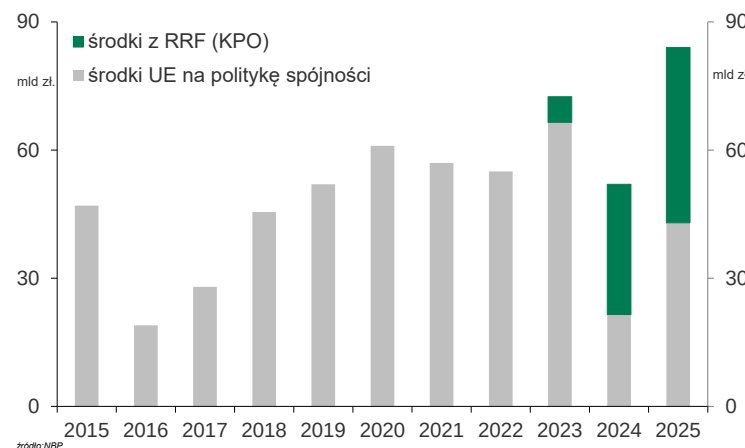
W 2025 r. szansa na stopniowe ożywienie inwestycji po słabym bieżącym roku

- Potwierdza się scenariusz osłabienia inwestycji w następstwie zakończenia w ub.r. projektów współfinansowanych z Perspektywy Finansowej UE na I. 2014–2020, przy niskiej skali rozpoczętych projektów z budżetu UE na I. 2021–2027.
- Oczekujemy stagnacji inwestycji publicznych, po ich wybiciu w 2023 r. Skale spadku będą ograniczać wydatki na wojsko oraz projekty w ramach KPO.
- Niesprzyjający kalendarz wydatkowania środków UE osłabia także inwestycje przedsiębiorstw, gł. przez ograniczenie wydatków firm publicznych. Słabe pozostają nastroje inwestycyjne firm prywatnych, bardziej zależnych od czynników cyklicznych.
- W 2024 r. oczekujemy spadku dynamiki inwestycji do ok. 0% r/r z 13,1% w 2023 r. Poprawy oczekujemy tylko w inwestycjach mieszkaniowych dzięki stopniowo rosnącej liczbie mieszkań w budowie.
- Dopiero w 2025 r. rosnące wykorzystanie środków unijnych będzie stopniowo podwyższać wzrost inwestycji.

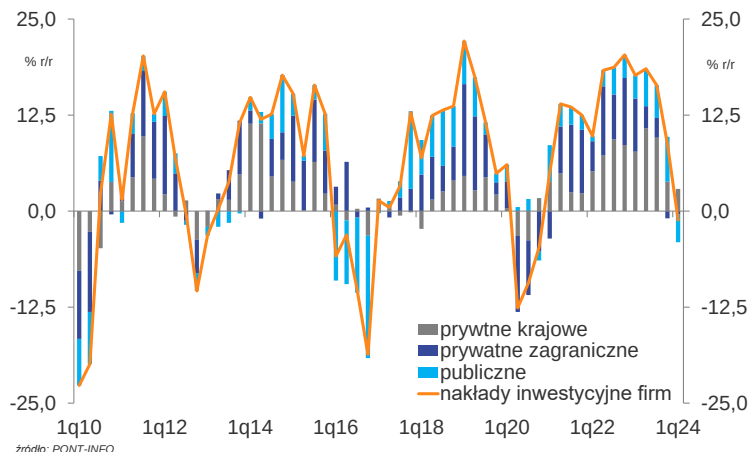
204-08-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

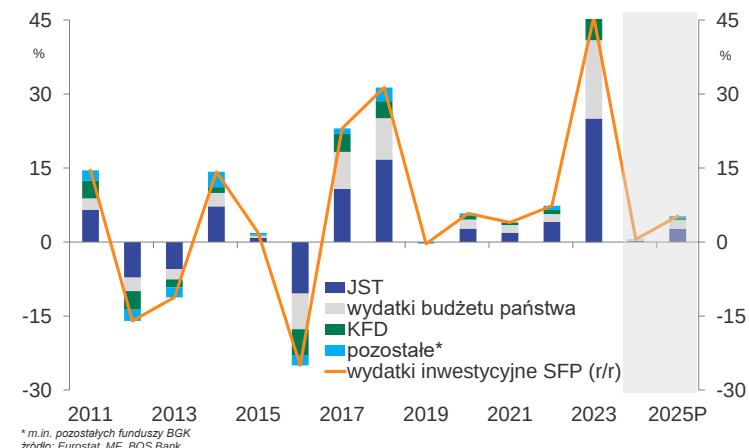
W 2024 r. wyraźne ograniczenie projektów współfinansowanych ze środków UE...



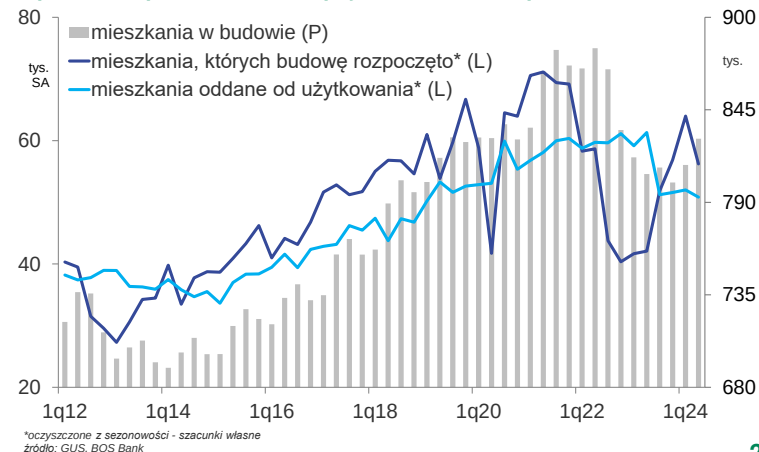
...oraz nakłady inwestycyjne firm publicznych, przy wciąż słabych nastrojach inwestycyjnych firm prywatnych



...co silnie osłabi inwestycje SFP, po ich kumulacji w 2023 r...



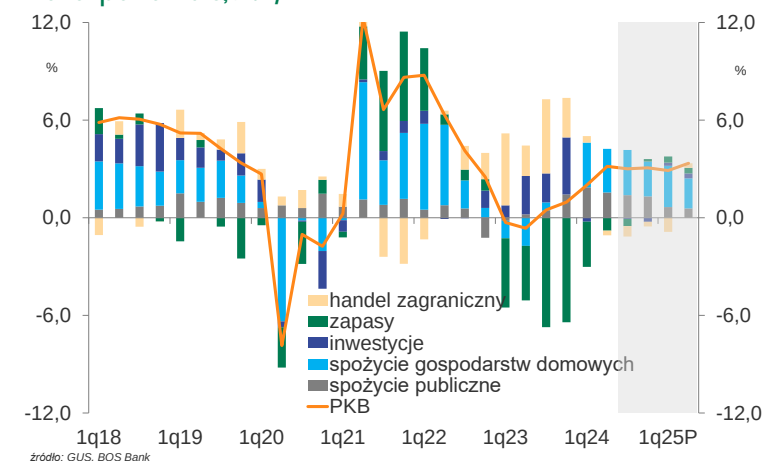
Cykl w budownictwie deweloperskim powinien wspierać wyższą aktywność inwestycji mieszkaniowych



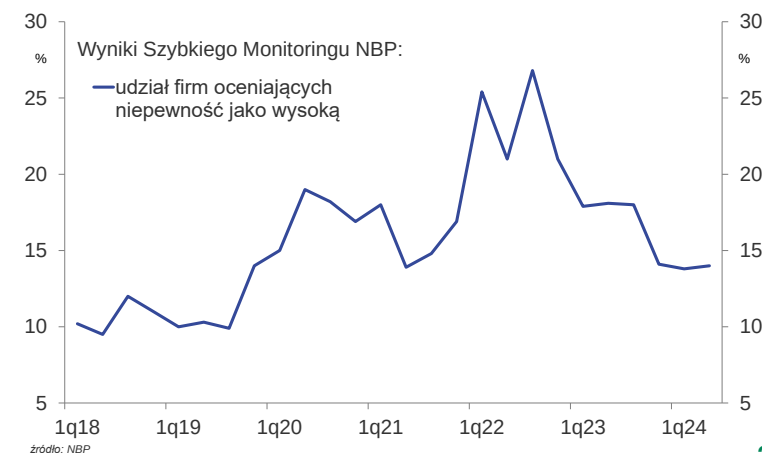
W kolejnych kwartałach wzrost PKB w okolicach 3,0% r/r

- Prognozujemy, że w 2024 PKB wzrośnie o 2,8% r/r wobec 0,2% w 2023 r. Po wzroście dynamiki PKB w I poł. roku do 2,6% r/r oczekujemy, że w kolejnych kwartałach tempo wzrostu PKB będzie wahać się w okolicach poziomu 3,0% r/r.
- W 2024 r. głównym czynnikiem stymulującym wzrost PKB będzie spożycie gospodarstw domowych (wzrost o ok. 4,5% wobec spadku o 1,0% w 2023 r.), dzięki znaczącej poprawie sytuacji dochodów do dyspozycji. Jednocześnie obniżająca się dynamika realnych dochodów będzie osłabiać wzrost konsumpcji prywatnej w I poł. 2025 r. w kierunku 3,5% r/r.
- Oczekujemy, że w II połowie roku utrzyma się bardzo niska dynamika nakładów brutto na środki trwałe (ok. 0% r/r) przy ograniczonej skali projektów współfinansowanych ze środków UE oraz słabych nastrojach inwestycyjnych firm. Stopniowe wdrażanie projektów współfinansowanych ze środków unijnych oraz zakładana stopniowa poprawa nastrojów firm powinny wspierać wzrost dynamiki inwestycji w trakcie 2025 r.
- Zakładając jedynie stopniowe tempo wzrostu gospodarki globalnej oczekujemy natomiast bardzo stopniowego wzrostu popytu zagranicznego, co także będzie hamować silniejsze tempo odbicia aktywności. Trwała poprawa sytuacji w globalnym przemyśle to kluczowy warunek dla ustabilizowania się wciąż trudnej sytuacji w krajowym sektorze przemysłowym i utrzymania trendu ożywienia gospodarczego w średnim okresie, tj. przyspieszenia eksportu i inwestycji prywatnych oraz utrzymania korzystnej sytuacji na rynku pracy.
- Póki co obniżająca się ocena niepewności działalności przedsiębiorstw wspiera prognozę stabilnego ożywienia aktywności, niemniej czynniki ryzyka dla tych prognoz utrzymują się. W tym kontekście kluczowe są bieżące słabsze nastroje w globalnym przemyśle, ale także w średnim okresie niepewność sytuacji w globalnym handlu (ryzyko geopolityczne oraz polityki handlowej na linii USA – Chiny oraz EU – Chiny).

W kolejnych kwartałach dynamika PKB powinna wahać się wokół poziomu 3,0% r/r



Ryzyko dla prognoz utrzymuje się, pozytywnym sygnałem wyraźnie niższa niepewność działalności firm w I poł. roku

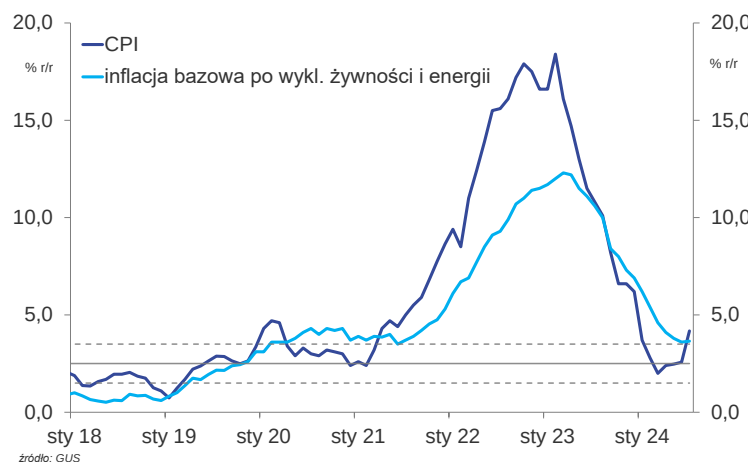




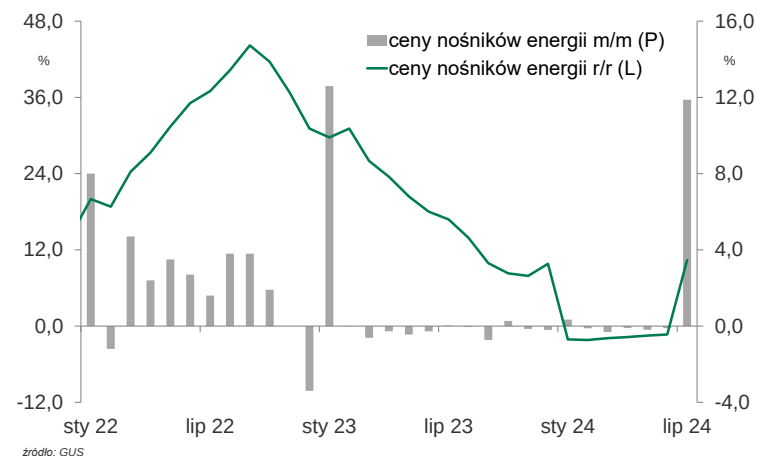
Od lipca inflacja CPI ponownie powyżej celu inflacyjnego NBP...

- Zgodnie z oczekiwaniami po kilku miesiącach utrzymywania się inflacji CPI w okolicach celu inflacyjnego, w lipcu wskaźnik CPI wzrósł do 4,2% r/r.
- Powodem tego wzrostu był skokowy wzrost cen nośników energii, w związku z oczekiwanymi od dłuższego czasu zmianami regulacji dot. maksymalnych cen energii elektrycznej, gazu i energii ciepłej.
- Lipiec był także pierwszym miesiącem od II kw. 2023 r. lekkiego wzrostu inflacji bazowej w warunkach wyraźnego spadku statystycznych baz odniesienia i nadal podwyższonego (w porównaniu do danych historycznych) wzrostu inflacji bazowej w ujęciu m/m.
- Kwietniowe przywrócenie podstawowej stawki VAT na żywność do poziomu 5% było głównym powodem wyhamowania spadku rocznej dynamiki indeksu cen żywności, choć w II kw. skala wzrostu cen z tytułu podwyżki VAT okazała się nieco niższa od naszych oczekiwań.

W lipcu skokowy wzrost inflacji CPI do 4,2% r/r...



...w warunkach kumulacji wzrostów cen nośników energii...



...przy wciąż podwyższonej inflacji bazowej...



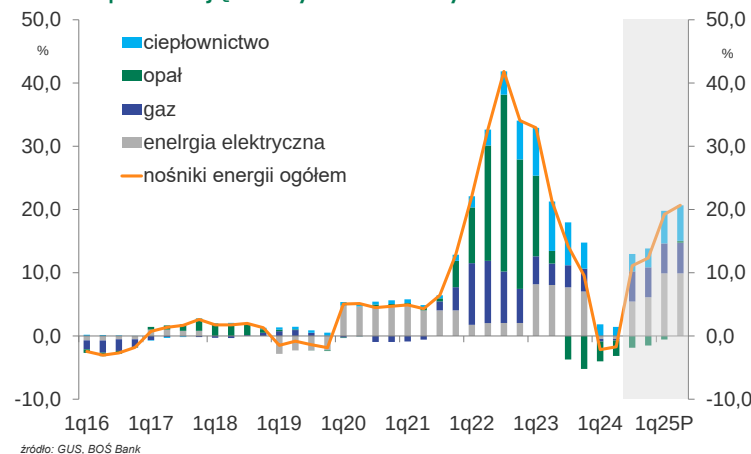
Kwietniowa podwyżka stawki VAT ograniczyła wcześniejszy spadek indeksu cen żywności



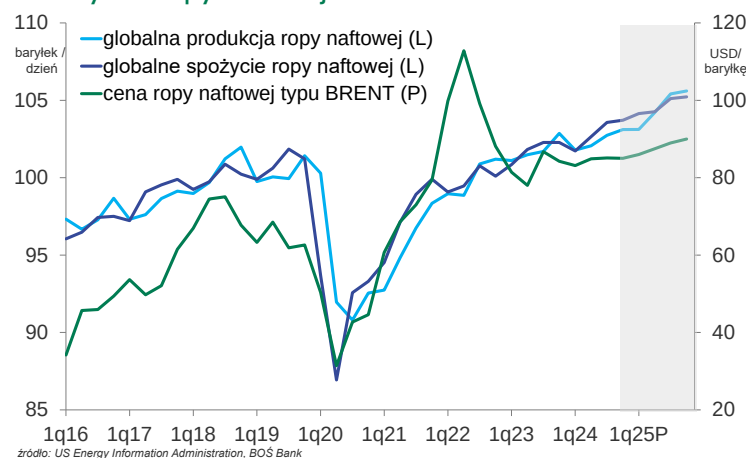
...w wyniku zmian regulacyjnych w obszarze cen nośników energii...

- Lipcowe odmrożenie cen gazu, podwyższenie maksymalnej ceny energii elektrycznej oraz skali wzrostu cen energii ciepłej skutkowało skokowym wzrostem cen nośników energii. Choć ceny surowców i hurtowe ceny energii elektrycznej stabilizują się od wielu miesięcy, to pozostają powyżej poziomów sprzed pandemii, co jest tłem dla wyższych cen detalicznych, który był administracyjnie wstrzymywany w I. 2022 – 2023.
- Od stycznia 2025 r. oczekujemy wzrostu cen nośników energii za sprawą przywrócenia okresowo obniżonej opłaty mocowej oraz dalszego wzrostu cen ciepła.
- Choć oczekiwana poprawa popytu na ropę naftową przy słabszym wzroście podaży może podbijać ceny, to ryzyko dla gospodarki globalnej oraz prognozy wyższej podaży w średnim okresie będą ograniczać te wzrosty w najbliższym czasie. Przy tym założeniu i uwzględniając efekty bazy odniesienia oczekujemy utrzymania rocznej dynamiki cen paliw na poziomie nieco powyżej 0% r/r.

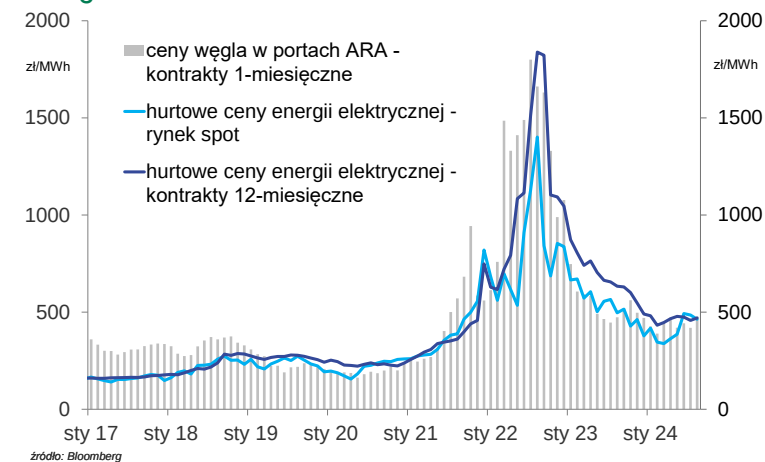
Zmiany regulacyjne podbiły ceny nośników energii w lipcu br. oraz spowodują dalszy wzrost w styczniu 2025 r...



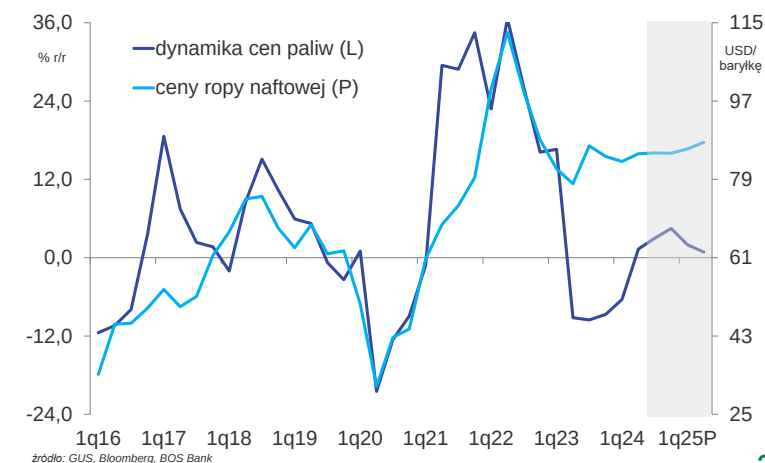
W bazowym scenariuszu sytuacji globalnej niewielkie zmiany cen ropy naftowej...



...jako opóźnione efekty trwale wyższych hurtowych cen energii



...powinna ograniczać zmienność wskaźnika cen paliw





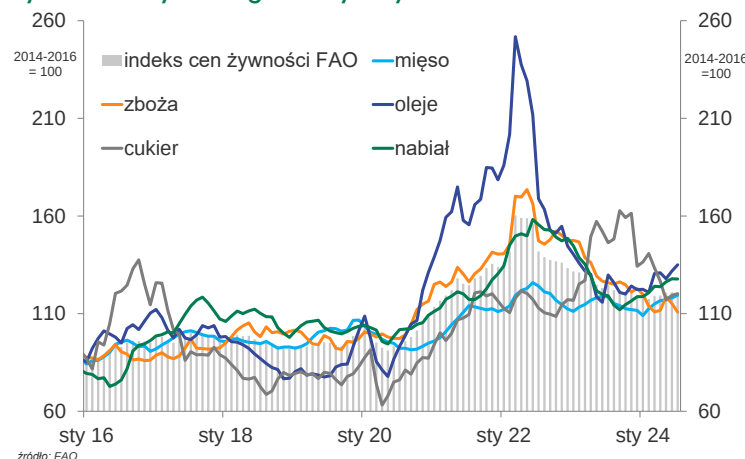
...przy wyhamowaniu spadku dynamiki cen żywności

- Zgodnie z oczekiwaniami, pomimo głębokiego spadku cen surowców żywnościowych, w tym roku skala spadku dynamiki cen żywności przetworzonej była niewielka. Taka sytuacja zapewne wynikała z utrzymujących się wysokich kosztów produkcji (gł. pracy), a od II kw. przywrócenia do poziomu 5% stawki podatku VAT na produkty żywnościowe.
- Przy wygaszającej deflacji cen surowców żywnościowych oczekujemy w kolejnych kwartałach utrzymania lekko dodatniej dynamiki cen żywności przetworzonej.
- Wydaje się, że zmiany podatku VAT miały niewielki wpływ na dynamikę cen owoców i warzyw, przy silniejszym w II kw. wpływie efektów pogodowych i lekkiego przesunięcia wzorca sezonowego. Z drugiej strony, od kilku kwartałów widoczna jest stabilizacja tendencji cen owoców i warzyw, po kilku latach silnego wzrostu (kryzys energetyczny).
- Zakładając w kolejnych kwartałach brak nadzwyczajnych zdarzeń oczekujemy utrzymania umiarkowanego ok. 3-proc. wzrostu cen żywności.

204-08-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dotychczasowy spadek cen większości cen surowców żywnościowych na globalnym rynku...



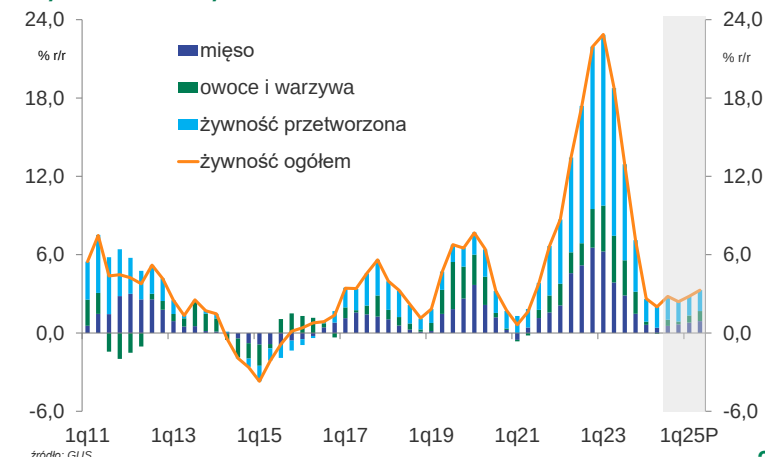
W ostatnich kwartałach stabilizujące się indeksy cen owoców i warzyw



...sprzyja niższej dynamice cen żywności przetworzonej, choć skala tego dostosowania ograniczona



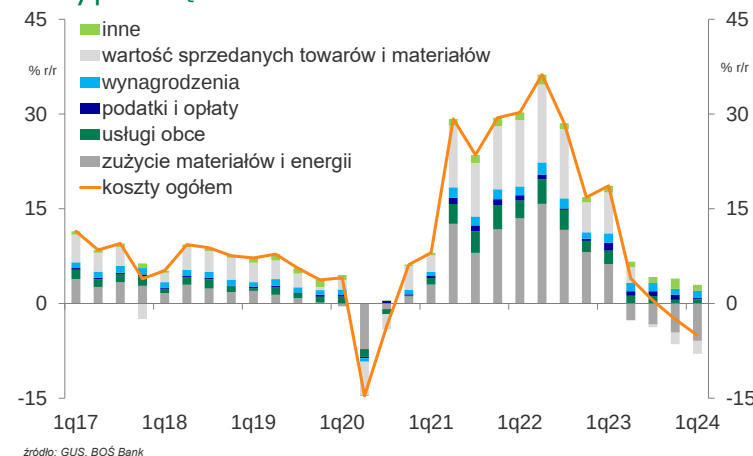
Na przełomie roku oczekiwane utrzymanie niskiej dynamiki cen żywności



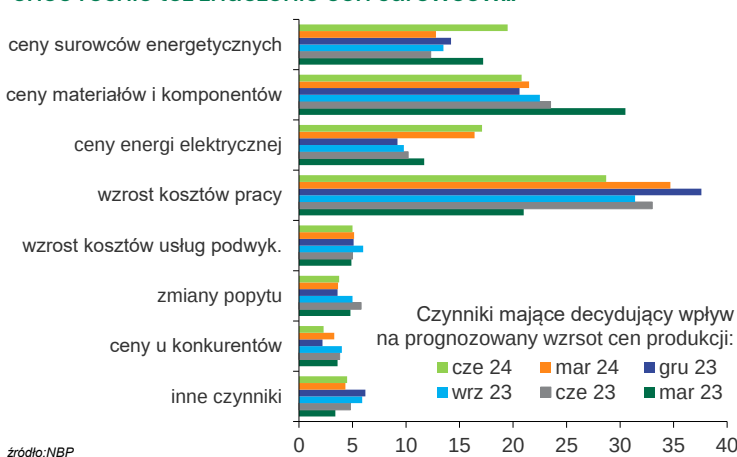
Sytuacja kosztowa przedsiębiorstw nie zapowiada nasilenia dezinflacji...

- W I kw. utrzymał się spadek kosztów działalności przedsiębiorstw, niemniej skala tego spadku pozostaje bardzo niewielka w porównaniu do wzrostów notowanych w I. 2021 – 2022 r.
- Oczekiwania firm dot. skali zmian cen surowców i materiałów, jak również cen własnych, ponownie obniżyły się w III kw. W dalszym ciągu natomiast te wskaźniki utrzymują się powyżej długookresowej średniej, zatem trudno na ich podstawie oczekiwać przyspieszenia dezinflacji.
- Ograniczenie presji płacowej i zakładane mniejsze podwyżki płacy minimalnej w 2025 r. ograniczyły nieco znaczenie kosztów pracy wśród czynników podwyższających ceny produkcji. W dalszym ciągu pozostają one jednak kluczowym czynnikiem wzrostu cen.
- Pozytywną dla perspektyw inflacyjnych informacją jest utrzymanie wysokiego odsetka firm wskazujących na trudności w przenoszeniu wyższych kosztów na ceny finalne, pomimo wyraźnego ożywienia popytu konsumpcyjnego.

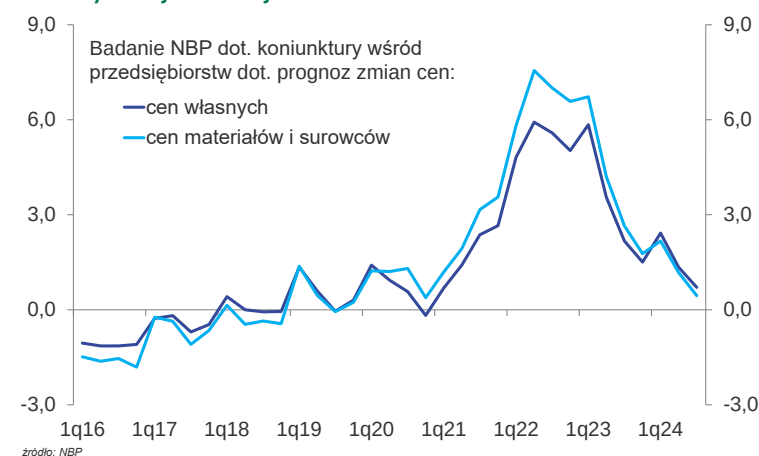
Ustępowanie skutków kryzysu energetycznego obniża koszty przedsiębiorstw...



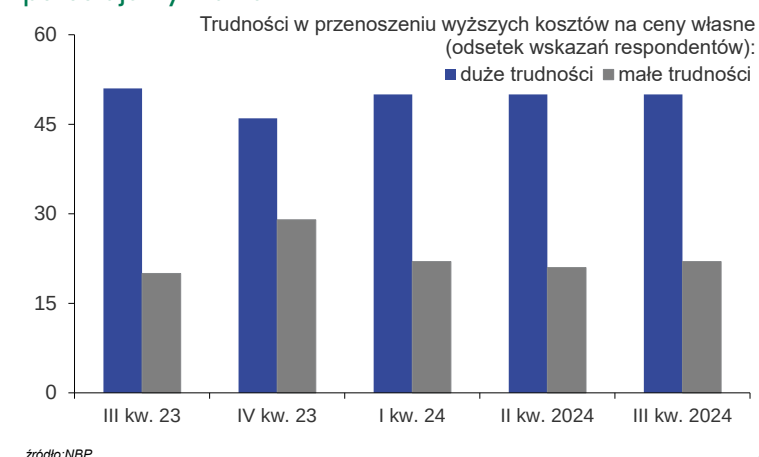
...koszty pracy wciąż kluczowym wyzwaniem dla firm, choć rośnie też znaczenie cen surowców...



...wciąż jednak prognozy cen własnych firm powyżej historycznej średniej...



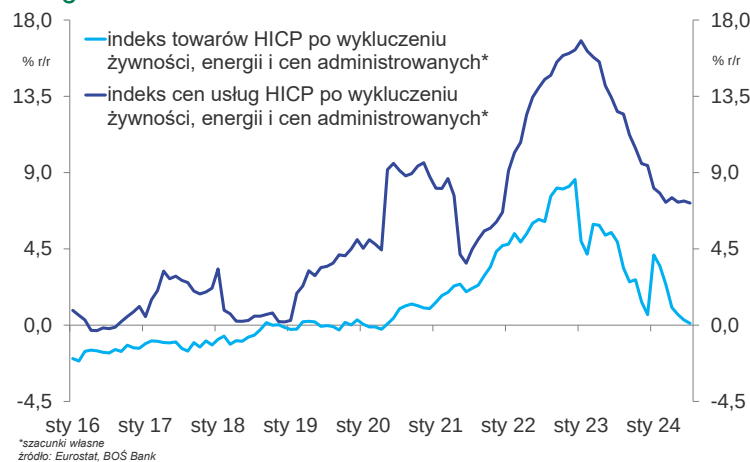
...przenoszenie wyższych kosztów na ceny detaliczne pozostaje wyzwaniem



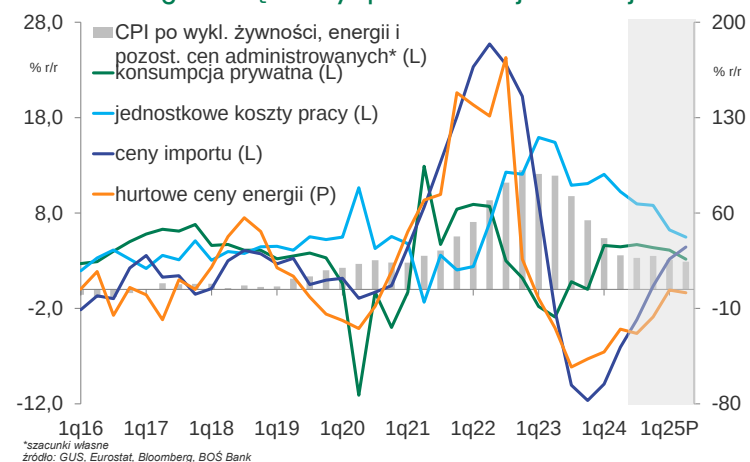
...co przy niższych bazach odniesienia ograniczy dalszy spadek inflacji bazowej

- Podtrzymując oczekiwania słabnącej dezinflacji z tytułu cen surowców i kosztów energii, jak również bardzo powolnego spadku dynamiki kosztów pracy zakładamy, że nasza miara inflacji bazowej – CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych – będzie w kolejnych kwartałach obniżać się już minimalnie.
- Wysokie koszty pracy mogą szczególnie silnie wpływać na ceny usług, a czynnikiem ryzyka dla cen towarów jest silny wzrost kosztów międzynarodowego transportu morskiego oraz wyzwania geopolityczne.
- Ponadto zakładamy, że w II poł. roku silniej wzrosną ceny usług publicznych, które w okresie kryzysu energetycznego rosły w ograniczonym stopniu. Pierwsze informacje dot. podwyżek cen transportu publicznego, opłat związanych z mieszkaniem, wzrostem akcyzy na tytoń potwierdzają ten scenariusz.
- Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja bazowa będzie wahała się wokół poziomu 4,0% r/r.

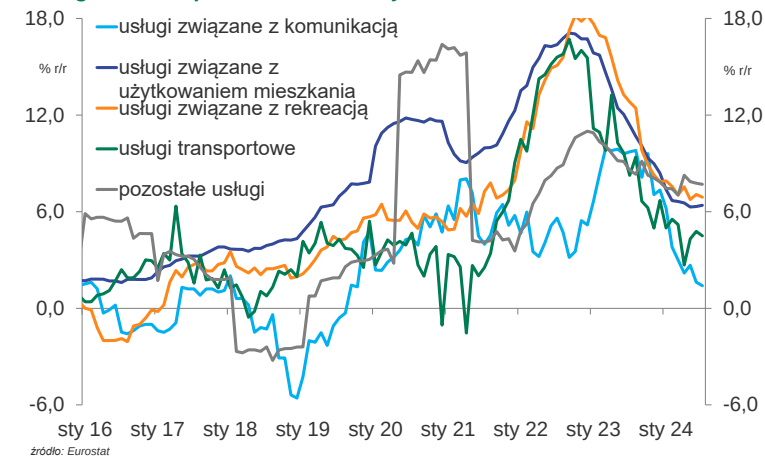
Spadek dynamiki cen towarów, stabilizacja wskaźnika cen usług...



Wysokie koszty pracy i wygasająca dezinflacja cen surowców ograniczą dalszy spadek inflacji bazowej...



...w ostatnich miesiącach obniżała się jedynie inflacja cen usług związanych z komunikacją



...dodatkowo tę dezinflację będą osłabiać podwyżki cen administrowanych

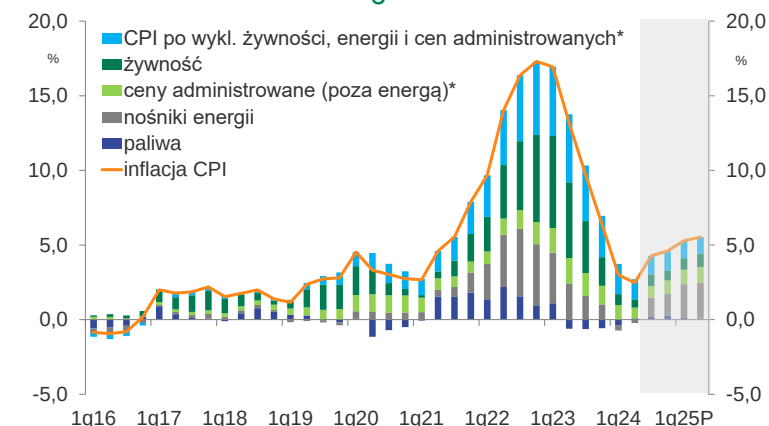




W styczniu 2025 r. oczekiwany ponowny wzrost inflacji z tytułu czynników regulacyjnych

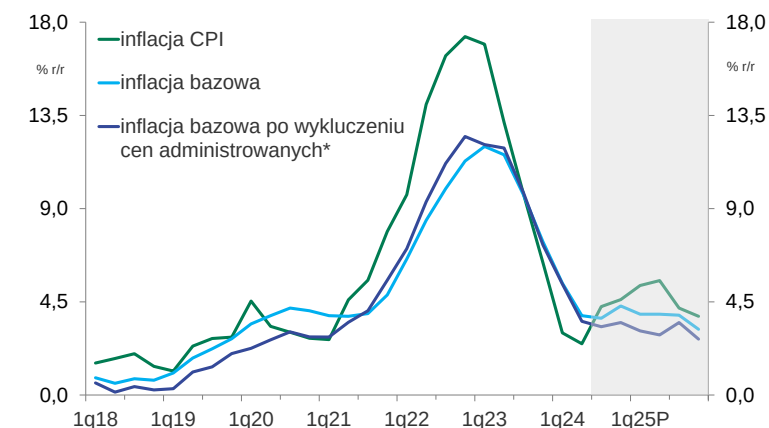
- Oczekujemy, że po lipcowym wzroście inflacja CPI do końca roku będzie utrzymywać się w okolicach 4,5% r/r, po czym w I poł. 2025 r. wzrośnie w kierunku 5,5% r/r i dopiero w III kw. 2025 r. spadnie ponownie poniżej 5%.
- Powodem wzrostu inflacji na początku przyszłego roku będą kolejne podwyżki cen nośników energii przy założeniu przywrócenia opłaty mocy od stycznia 2025 r. Z kolei przy założeniu braku dalszych podwyżek cen nośników energii w połowie 2025 r., dzięki podwyższonej statystycznej bazie odniesienia, pod koniec 2025 r. oczekujemy obniżenia inflacji poniżej 4,0% r/r.
- W przypadku pozostałych kategorii cen oczekujemy powolnych zmian, generalnej stabilizacji wskaźnika cen żywności, lekkiego obniżenia wskaźnika CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych i jednocześnie lekkiego wzrostu wskaźnika cen administrowanych (z wyłączeniem cen energii).
- W przypadku cen żywności i energii uważamy, że bilans ryzyka dla prognozy jest zrównoważony, przy zbilansowanym ryzyku dla prognozy cen surowców żywnościowych i energetycznych. Z kolei w przypadku inflacji bazowej uważamy, że silniej rośnie ryzyko niższego (szczególnie w dłuższym horyzoncie) wskaźnika. Ten bilans ryzyka jest pochodną bilansu ryzyka dla sytuacji gospodarczej, w tym rozwoju sytuacji na rynku pracy (zarówno w aspekcie kosztowym, jak i popytowym).

Do połowy 2025 r. inflacja podwyższona z powodu wzrostów cen nośników energii...



*szacunki własne
źródło: GUS, Eurostat, BOŚ Bank

...przy ograniczonym potencjale dla spadku inflacji bazowej



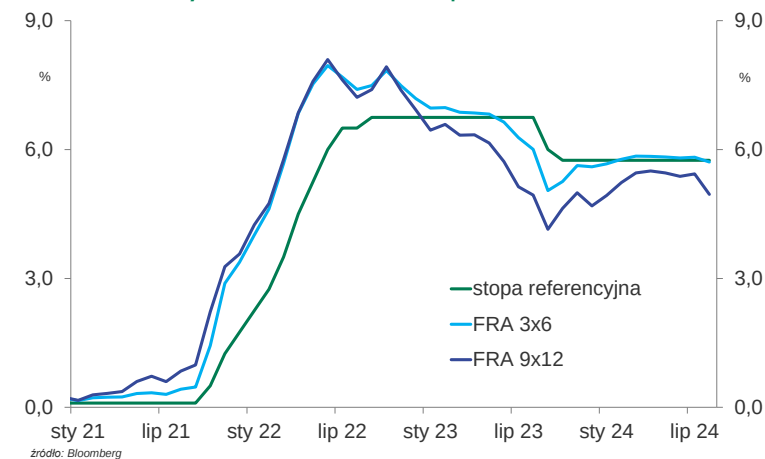
*szacunki własne
źródło: GUS, BOŚ Bank



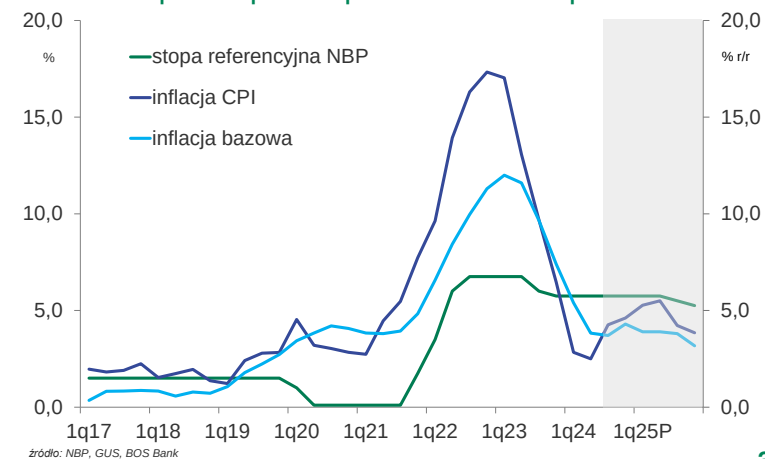
Wzrost inflacji i konserwatywna narracja RPP implikują stabilizację stóp procentowych do III kw. 2025 r...

- W I poł. 2024 r. RPP utrzymała niezmienione stopy procentowe, w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%. Jednocześnie Rada utrzymała bardzo konserwatywną retorykę, osłabiając oczekiwania rynkowe dot. luzowania polityki pieniężnej.
- Większość członków Rady wskazuje na opcję obniżki stóp w trakcie 2025 r.
- W scenariuszu bazowym, w oparciu o naszą prognozę wzrostu CPI powyżej 5,0% r/r w trakcie 2025 r., jako niskie oceniamy prawdopodobieństwo redukcji stóp do połowy 2025 r.
- W najbliższych miesiącach członkowie Rady mogą także częściej wskazywać na utrzymujący się podwyższony poziom inflacji bazowej (powyżej 3,5% r/r) oraz wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń. W naszej prognozie zakładamy utrzymanie restrykcyjnego nastawienia większości członków Rady.
- Zmiana w ostatnich tygodniach sytuacji na globalnych rynkach finansowych poskutkowała ponownym nasileniem oczekiwań rynkowych dot. tempa obniżek stóp NBP.
- W naszej ocenie sam proces luzowania polityki pieniężnej przez Fed i EBC, nawet gdyby przebiegał szybciej wobec naszej prognozy bazowej, nie wpłynie na decyzje RPP.
- Ryzyko wcześniejszych wobec scenariusza bazowego obniżek stóp związane jest natomiast z ewentualnym pogorszeniem perspektyw gospodarczych. Dopiero gdyby zmaterializował się scenariusz silniejszego spowolnienia gospodarki amerykańskiej i wyraźnie pogorszyły się perspektywy gospodarki polskiej, wzrósłoby ryzyko wcześniejszych obniżek stóp NBP.

Restrykcyjna retoryka RPP ograniczyła w I poł. br. oczekiwania rynkowe na obniżki stóp...



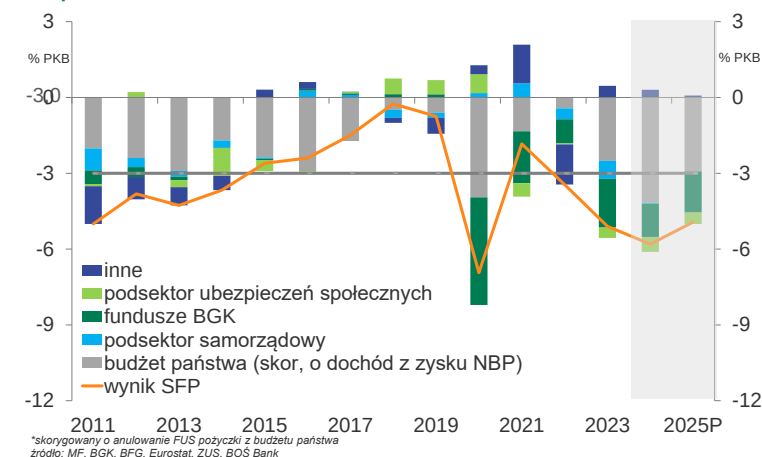
...biorąc pod uwagę scenariusz inflacyjny oraz retorykę RPP, obniżka stóp mało prawdopodobna także w I poł. 2025 r.



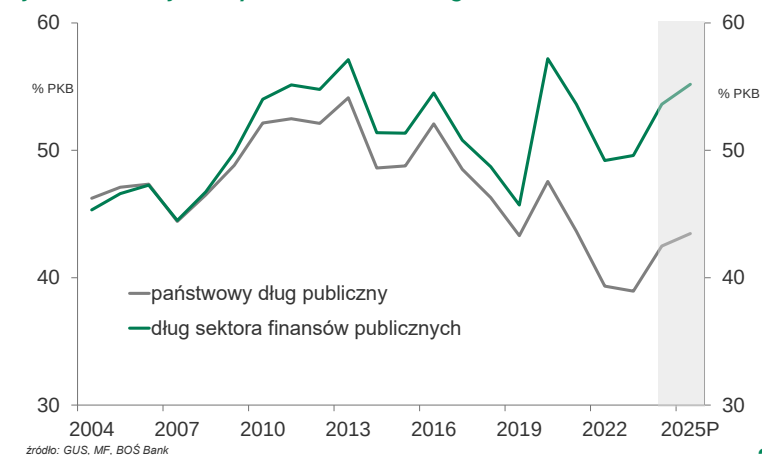
...a nadal wysoki deficyt SFP...

- Realizacja budżetu państwa w I poł. roku była rozczarowująca, w szczególności poziom dochodów z podatków pośrednich. Nie można zatem wykluczyć konieczności nowelizacji ustawy budżetowej, choć wg ostatnich informacji w połowie roku sytuacja dochodowa budżetu wyraźnie poprawiła się, a standardowo resort finansów może także dokonać pod koniec roku przesunięć (np. ograniczenie dotacji dla FUS) i ograniczyć wydatki budżetowe.
- Jak już wskazywaliśmy dla oceny krajowej sytuacji fiskalnej dane dot. wykonania budżetu państwa i ryzyko nowelizacji (szczególnie przy większościowym rządzie) mają marginalne znaczenie, ze względu na ograniczenie udziału budżetu państwa w całym wyniku SFP.
- Biorąc pod uwagę plany utrzymania wysokich deficytów funduszy BGK (FPC, FWSZ), bardzo wysokiego deficytu budżetowego, oczekujemy, że w najbliższym czasie utrzyma się bardzo wysoki poziom deficytu SFP (blisko 6,0% PKB w 2024 r. i blisko 5,0% PKB w 2025 r.)
- W lipcu Rada UE oficjalnie zdecydowała o objęciu Polski procedurą nadmiernego deficytu (konsekwencja deficytu SFP za 2023 r. powyżej 3,0% PKB). Wg nowych regulacji unijnych w kolejnych miesiącach konieczne będzie uzgodnienie indywidualnego planu ograniczenia deficytu w latach kolejnych (na okres od 4 do 7 lat, minimum 0,5% PKB redukcji deficytu strukturalnego rocznie począwszy od 2025). Dopiero te wytyczne dadzą odpowiedź, czy oczekiwane generalne ograniczenie deficytu (m.in. z tytułu przywrócenia wyższej stawki VAT na żywność, podwyżek akcyzy, ograniczenia wydatków na wsparcie z tytułu cen energii, niższy udział w PKB wydatków kwotowych) będzie wystarczające, czy też konieczne będzie silniejsze jego obniżenie deficytu SFP (dodatkowe ograniczenie wydatków / podwyżki podatków).
- Utrzymanie wysokiego deficytu SFP przy wolniejszym wzroście nominalnego PKB wpływa także na dalszy wzrost długu publicznego. W horyzoncie 2026 r. wzrost długu SFP do 60% uważamy za mało prawdopodobny, z kolei w zakresie krajowych regulacji (progi ostrożnościowe) nie ma on żadnego zagrożenia, gdyż te progi dotyczą państwowego długu publicznego, a nie długu całego sektora SFP (czyli np. nie uwzględniają długu funduszy BGK).

W 2024 r. prawdopodobny wzrost deficytu SFP, bardzo stopniowe obniżenie od 2025 r.



Wysoki deficyt będzie podwyższał wskaźnik długu SFP, który jednak w najbliższych latach nie sięgnie 60% PKB

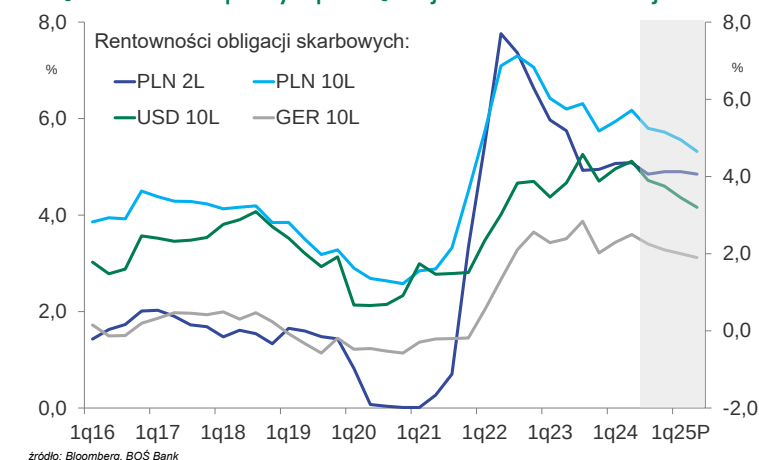




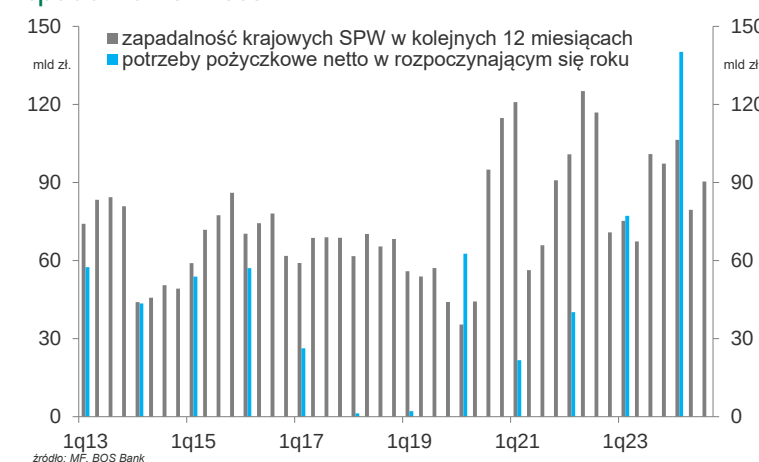
...dodatkowo ograniczy potencjał spadkowy rentowności krajowych obligacji skarbowych na krótkim końcu krzywej dochodowości

- Skokowy spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych silnie obniżył na początku sierpnia rentowności krajowych obligacji skarbowych, przy silniejszym spadku rentowności obligacji o dłuższych terminach zapadalności.
- Zgodnie z oczekiwaniami utrzymuje się odmienny wpływ na polskie obligacje krajowej polityki pieniężnej (krótki koniec krzywej dochodowości) i polityki głównych banków centralnych (długi koniec krzywej), co skutkuje wypłaszczeniem krzywej dochodowości.
- Biorąc pod uwagę oczekiwania dot. rozwoju sytuacji na rynkach bazowych oczekujemy w kolejnych kwartałach dalszego spadku rentowności na dłuższym końcu krzywej, choć przy już mniejszej skali spadku w II poł. br. biorąc pod uwagę dotychczasowe dostosowanie. W 2025 r. krajowe obligacje będą z kolei wspierane rosnącymi oczekiwaniami na poluzowanie krajowej polityki pieniężnej.
- Podtrzymujemy prognozę, że przy mniejszym wpływie czynników globalnych na krótki koniec krzywej oraz biorąc pod uwagę nasz scenariusz krajowej polityki pieniężnej, do końca br. rentowności złotych obligacji 2-letnich obniżą się w niewielkim stopniu. Trwalszego i silniejszego spadku rentowności na krótkim końcu krzywej oczekujemy w trakcie 2025 r. Jednocześnie nadal oczekiwane jest utrzymanie silnego popytu sektora bankowego na te papiery, co będzie wspierać relatywnie niskie rentowności tych papierów.
- Z drugiej strony czynnikiem wpływającym negatywnie na ceny obligacji będzie utrzymująca się wysoka podaż papierów skarbowych, która może ograniczać skalę spadku rentowności. Oczekujemy, że w I. 2024 – 2025 na wysokim poziomie utrzyma się podaż obligacji (zarówno Skarbu Państwa, jak i emitowanych przez BGK), co w warunkach globalnego efektu wysokich podaży i zapadania obligacji w posiadaniu NBP będzie ciążyć cenom krajowych papierów.

W średnim okresie dalszy spadek rentowności obligacji dzięki luzowaniu polityki pieniężnej na świecie i w kraju...



...choć wysoka podaż SPW czynnikiem ograniczającym spadek rentowności



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	2,8
Popyt krajowy	% r/r	5,4	6,3	3,3	-2,7	8,5	5,2	-3,2	3,2
Spożycie indywidualne	% r/r	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	4,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	-0,8
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,1	0,6	-8,5	0,3
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 983	2 127	2 288	2 338	2 631	3 075	3 410	3 614
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,3	-1,3	-0,2	2,5	-1,3	-2,4	1,6	1,1
	mld EUR	-1,5	-6,5	-1,2	12,8	-7,4	-15,7	11,7	9,0
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	11,1	15,7	16,3	18,2	15,9	16,2	16,7	14,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	7,3	6,1	5,4	6,0	6,4	5,4	5,2	5,1
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3,3	2,6	2,2	-1,0	0,4	2,2	0,6	-0,3
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5,3	7,2	7,2	5,3	8,8	12,1	12,7	13,5
	% r/r, real.	3,2	5,4	4,7	1,9	3,6	-2,0	1,1	9,5
Inflacja CPI	% r/r, śr.	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4	11,5	3,6
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	0,7	0,7	2,0	3,9	4,1	9,1	10,2	4,3
Depozyty ogółem	% r/r	4,2	9,1	8,2	13,8	10,9	5,7	9,6	6,3
Kredyty ogółem	% r/r	3,8	7,1	5,0	0,7	5,1	1,7	0,0	2,6
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,4	-5,1	-5,8
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	50,8	48,7	45,7	57,2	53,6	49,2	49,6	53,8
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,00	1,25	6,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%, k.o.	1,72	1,72	1,71	0,21	2,54	7,02	5,88	5,85
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,69	1,33	1,43	0,01	3,33	6,63	4,95	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,66	2,13	1,79	0,41	3,93	6,83	5,00	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	3,29	2,81	2,10	1,22	3,62	6,83	5,18	5,15
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,35
PLN/USD	PLN, k.o.	3,48	3,76	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,03
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,57	3,82	3,92	4,26	4,45	4,77	4,68	4,53
założenia zewnętrzne		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PKB – USA	% r/r	2,3	2,9	2,3	-2,2	5,8	1,9	2,5	2,4
PKB – strefa euro	% r/r	2,7	1,9	1,4	-6,2	6,0	3,5	0,5	0,7
PKB – Chiny	% r/r	6,9	6,8	6,0	1,8	8,5	3,0	5,2	4,7
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	2,1	2,4	1,9	1,2	4,7	8,0	4,1	3,1
Inflacja HICP – strefa euro	% r/r, śr.	1,4	1,4	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,5
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,75
SOFR ON	%, k.o.	-	-	-	-	-	4,30	5,38	4,55
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,42	2,70	1,92	0,91	1,51	3,88	3,88	3,75
Stopa depozytowa EBC	%, k.o.	0,00	0,00	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,25
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	3,25
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	2,02	2,10
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	1,00
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	-	-0,24	1,46	1,32
USD/EUR	USD, k.o.	1,20	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,07
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	54,3	71,0	64,1	42,3	70,6	100,0	82,6	84,5

% r/r – procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. – przeciętnie w okresie

k.o. – na koniec okresu

real. – po korekcie o zmiany cen

* środki rejestrowane po stronie rachunku bieżącego (gt. WPR) oraz rachunku kapitałowego (fundusze strukturalne)

** górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, Bloomberg

2024-08-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	0,5	1,0	2,0	3,2	3,0	3,1	2,9	3,4
Popyt krajowy	% r/r	-4,1	-1,5	1,7	3,7	3,9	3,6	4,0	3,3
Spożycie indywidualne	% r/r	0,8	0,0	4,6	4,7	4,7	4,4	4,1	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	11,3	15,8	-1,8	-0,1	-0,4	-1,0	1,6	2,0
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	4,6	2,5	0,3	-0,5	-0,8	-0,5	-1,1	0,1
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	0,9	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1	0,8	0,9
	mld EUR	1,8	3,6	4,7	1,3	0,2	2,8	2,5	2,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,0	5,1	5,3	4,9	5,1	5,2	5,5	5,1
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,4	0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	0,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	11,0	12,0	14,4	13,8	13,2	12,7	9,0	8,8
	% r/r, real.	1,2	5,2	11,2	11,0	8,5	7,6	3,4	3,0
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	8,2	6,2	2,0	2,6	4,9	5,0	5,6	5,4
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	8,4	6,9	4,6	3,6	4,3	4,3	4,1	4,0
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	6,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	% k.o.	5,77	5,88	5,88	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	4,93	4,95	5,07	5,09	4,85	4,90	4,90	4,85
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	5,22	5,00	5,32	5,53	5,15	5,00	4,85	4,70
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	5,89	5,18	5,43	5,72	5,25	5,15	4,95	4,65
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,64	4,35	4,30	4,31	4,30	4,35	4,40	4,40
PLN/USD	PLN, k.o.	4,37	3,94	3,99	4,03	3,93	4,03	4,07	4,07
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,80	4,68	4,43	4,48	4,50	4,53	4,58	4,57
założenia zewnętrzne		3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25
PKB – USA	% r/r	2,9	3,1	2,9	3,1	2,2	1,5	1,3	0,9
PKB – strefa euro	% r/r	0,1	0,2	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	0,9
PKB – Chiny	% r/r	4,9	5,2	5,3	4,7	4,5	4,2	4,1	4,0
Stopa funduszy federalnych Fed*	% k.o.	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	4,75	4,50	4,25
SOFR ON	% k.o.	5,31	5,38	5,34	5,34	5,05	4,55	4,30	4,05
Obligacje USA 10L	% k.o.	4,57	3,88	4,20	4,40	3,90	3,75	3,45	3,20
Stopa depozytowa EBC	% k.o.	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75
EURIBOR 3M	% k.o.	-	-	-	-	3,50	3,25	3,10	2,85
Obligacje GER 10L	% k.o.	2,84	2,02	2,30	2,49	2,25	2,10	2,00	1,90
Stopa SNB	% k.o.	1,75	1,75	1,50	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00
SARON	% k.o.	1,70	1,70	1,67	1,43	1,19	1,00	1,00	1,00
USD/EUR	USD, k.o.	1,06	1,10	1,08	1,07	1,10	1,08	1,08	1,08
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	86,7	84,3	83,1	84,9	85,1	85,0	86,0	87,5

% r/r – procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. – przeciętnie w okresie

k.o. – na koniec okresu

real. – po korekcie o zmiany cen

* górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

Źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.

2024-08-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne