

Citi Weekly

Przemysł w Europie wciąż nie złapał oddechu

- Motorem napędowym polskiej gospodarki, który pchnie wzrost gospodarczy z 0,2% w 2023 w stronę potencjału powyżej 3% w tym roku (w oczekiwaniach naszych oraz innych ekonomistów) miała być konsumpcja prywatna. Dane PKB za pierwszy kwartał oraz miesięczne o sprzedaży detalicznej wydają się potwierdzać ten pogląd. Jednak gałęzią, która zaskakuje negatywnie i może obniżyć skalę odbicia gospodarczego w bieżącym roku jest przemysł.

- Agresja zbrojna Rosji przeciwko Ukrainie wpłynęła istotnie na wzrost cen energii, które to z kolei przełożyły się na niższą aktywność w przemyśle w Polsce, jak i innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (CEE). Drugim czynnikiem powstrzymującym wzrost wartości sprzedanej produkcji (która w całym regionie CEE znajduje się poniżej poziomu osiągniętego w marcu 2022 r.) jest słaby globalny popyt na dobra przemysłowe.

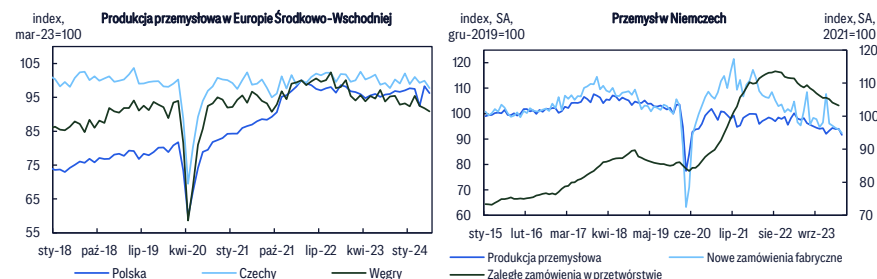
- Zerwane łańcuchy dostaw wynikające z wybuchu pandemii COVID-19 przyczyniały się do istotnych opóźnień w dostarczaniu dóbr do ostatecznego odbiorcy. W trakcie odbicia gospodarczego po tym szoku firmy nie były w stanie obsłużyć „nabudowanego popytu”, co powodowało, że rosła liczba nieobsłużonych zamówień. Dane dla Niemiec pokazują, że w ostatnich dwóch latach firmy sukcesywnie „nadganiały” zaległą produkcję. Biorąc pod uwagę, że globalny popyt na dobra przemysłowe się osłabił i zauważalnie spadły nowe zamówienia na dobre fabryczne, to niejako naturalnie brak było pola do wyraźnej poprawy w przemyśle.

- Dla producentów w regionie CEE szczególnie istotne są zamówienia eksportowe z krajów strefy euro, a w szczególności z Niemiec (które stanowią około 30% wartości całego eksportu z tych krajów). Indeksy badające poziom zamówień eksportowych z Polski, Czech oraz Węgier charakteryzują się silną dodatnią korelacją z zamówieniami w niemieckim przetwórstwie (od 55% do 65%).

- Badania ankietowe wskazują, że managerowie odpowiedzialni za zakupy nie zauważyli jeszcze istotnego odbicia w bieżącej aktywności w europejskim przemyśle. Indeksy PMI dla całej strefy euro oraz Niemiec znajdują się poniżej 50 pkt (granicy ekspansji) i pomimo oczekiwań wytwórców o zbliżającym się odbiciu, ciężko szukać tego potwierdzenia w danych.

- Naszym zdaniem dane o polskiej produkcji przemysłowej nie pokażą istotnej zmiany trendu na bardziej optymistyczny. Zakładamy, że w czerwcu (podobnie jak w maju) produkcja sprzedana przemysłu obniżyła się o 1,7% r/r.

Wykres 1. Odbiciu produkcji przemysłowej w krajach CEE pomógłby wzrost zamówień na niemieckie dobra przemysłowe.



Źródło: Citi Handlowy, GUS, CZSO, KSH, Destatis, Haver Analytics

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

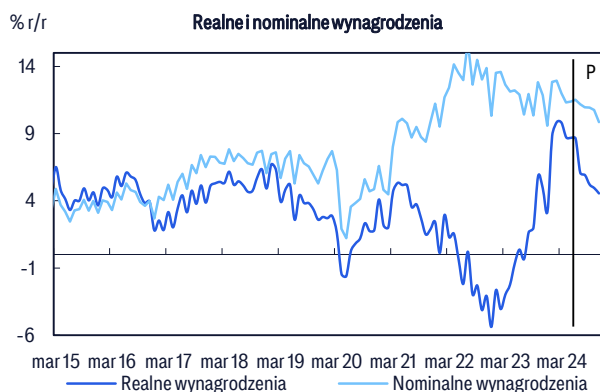
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Realny wzrost płac wciąż wysoki



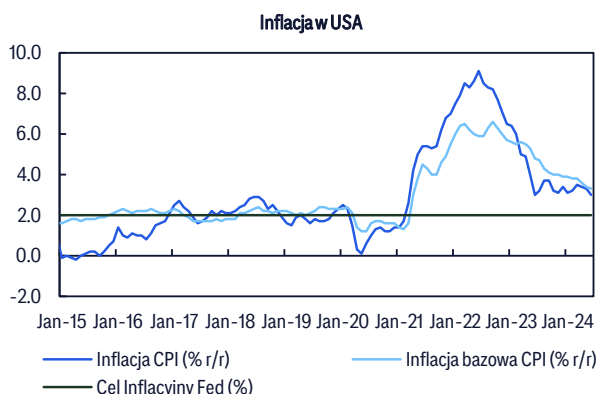
Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Spodziewamy się lekkiego przyspieszenia wzrostu płac w polskim sektorze przedsiębiorstw z 11,4% r/r w maju do 11,5% w czerwcu. Pomimo osłabionego popytu na pracę, wciąż odczuwalne są opóźnione efekty żądań płacowych po szoku inflacyjnym w latach 2022 i 2023.

- Nasze szacunki wskazują na wzrost płac realnych o 8,1% r/r, co stanowi spadek w odniesieniu do blisko 10% tempa z początku roku. Zważywszy na przewidywany wzrost inflacji w następstwie zmian cen energii, oczekujemy spadku dynamiki wzrostu płac realnych do poziomu 5%-6% w drugiej połowie roku.

- Wbrew niektórym doniesieniom o dużych zwolnieniach grupowych, [nasza analiza](#) nie potwierdza istotnego odchylenia od długookresowej średniej. Podobnie jak w maju, oczekujemy spadku zatrudnienia o 0,5% r/r, co może odzwierciedlać odpływ uchodźców z Ukrainy do Europy Zachodniej.

Wykres 3. Zmniejsza się presja inflacyjna w USA



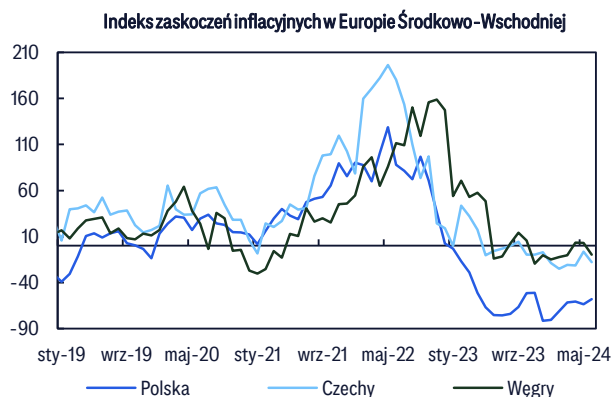
Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Inflacja bazowa CPI w USA zanotowała w czerwcu skromny wzrost o 0,1% m/m wobec konsensusu prognoz na poziomie 0,2%. W ujęciu rocznym natomiast wskaźnik odnotował wzrost o 3,3%. Na osłabienie presji inflacyjnej w USA znaczący wpływ miało spowolnienie we wzroście cen czynszów.

- Czerwcowe wyniki stanowią istotną przesłankę do obniżek stóp procentowych przez Fed. Jerome Powell podczas swoich zeznań w amerykańskim kongresie unikał jednoznacznych wskazań dotyczących konkretnej daty początku cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, jednak z jego wypowiedzi można wnioskować o gotowości do takich działań.

- Podtrzymujemy nasze oczekiwania, że cykl obniżek stóp procentowych rozpocznie się we wrześniu, a po danych inflacyjnych taki ruch już w pełni uwzględniają również notowania kontraktów pochodnych.

Wykres 4. Inflacja w CEE ponownie zaskakuje w dół



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Czerwcowe dane o inflacji z Czech oraz Węgier okazały się niższe niż rynkowe prognozy i wyniosły odpowiednio 2,0% r/r (konsensus: 2,5%) oraz 3,7% r/r (konsensus: 3,9%).

- W przypadku obu krajów niższe odczyty wynikały głównie z czynników niebazowych. W Czechach mocniejszy od naszych założeń spadek wynikał z niższych cen żywności. Natomiast na Węgrzech za ten efekt odpowiadały ceny paliw oraz energii.

- Według nas dane inflacyjne dają przestrzeń do dalszego stopniowego dostosowania stóp procentowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Oczekujemy, że węgierski MNB obniży w sierpniu stopy procentowe o 25 pb. Z kolei w Czechach widzimy w sierpniu przestrzeń do kolejnego ruchu o 50 pb w dół, biorąc pod uwagę nasze oczekiwania o spadku inflacji w okolicy 1% średniorocznie w 2025 roku.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 lip	PONIEDZIAŁEK						
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	V	0,221	--	-0,241
16 lip	WTOREK						
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VII	41,0	-41,8	47,5
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VI	3,8	--	3,8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	-0,4	-0,2	0,1
17 lip	ŚRODA						
9:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	VI	--	--	1,0
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	VI	2,5	2,5	2,6
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	VI	1,396	1,390	1,399
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	VI	1,301	1,300	1,277
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	0,1	0,3	0,9
18 lip	CZWARTEK						
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VI	-0,5	--	-0,5
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	-1,7	--	-1,7
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	VI	--	--	-7,0
10:00	PL	Płace	% r/r	VI	11,5	--	11,4
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	VII	3,75	3,75	3,75
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	230	--	222

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	903	990
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,634	3,932
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,268	21,487	24,060	26,472
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	4,9	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,4	4,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	-1,8	6,6
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	6,0	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	5,4	3,9
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	1,9	5,6
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	2,2	5,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,4	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,0	4,5
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	4,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,88	4,76
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,25	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,10	3,82
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,03	3,97
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,31	4,37
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,31	4,35
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	-4,0	-8,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	-5,7	-8,3
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	406,0	443,7
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	411,7	452,0
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,6	49,1
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,4	-45,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,1	-5,4	-4,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,2	-3,2	-1,4
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	41,7	41,9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Aleksandra Siuzdak

Stażystka

aleksandra.siuzdak@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań, by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku.

Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów.

Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.