






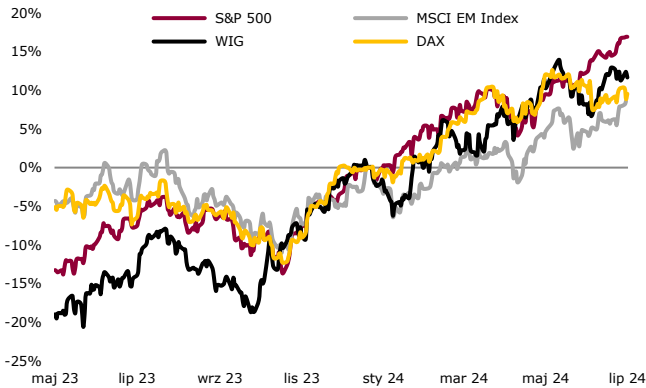
# Zmagania przemysłu

---

MAKROWIZJER  
LIPIEC 2024

- 
 Globalny przemysł jest we wczesnej fazie ożywienia ...
- 
 ... w Europie poprawa sytuacji w sektorze odsuwa się jednak w czasie
- 
 Polski przemysł zмага się z wybrakowanym popytem zagranicznym i krajowym

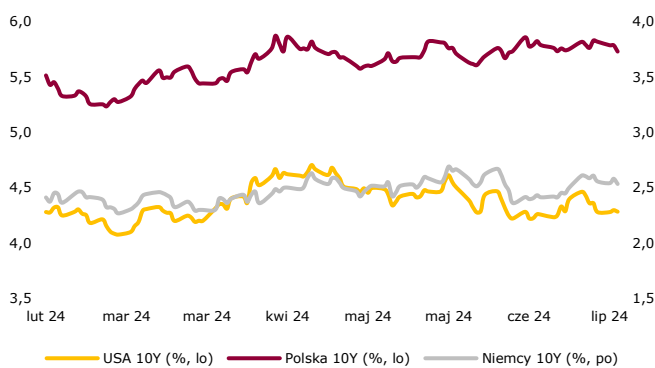
## Rynek akcji (zmiana względem 29.12.2023)



## Rynki akcji i długu

Pierwsza połowa 2024 zamknęła się bardzo udanie dla globalnych rynków akcji. W tym czasie pozytywnie wyróżniał się amerykański S&P500, który zyskał ok. 15% na wartości. W USA wzrosty były napędzane w znacznej mierze przez grono spółek informatycznych, technologicznych i mediowych m.in. korzystających z fali 'hossy AI'. W pozostałych sektorach zwyżki przeważały, ale były skromniejsze. Nieco gorzej, ale też dobrze, radziły sobie parkiety europejskie. Niemiecki DAX rósł o ok. 9%, a MSCI Europe o ok. 7%. MSCI EM zdominowany przez spółki azjatyckie, zwyżkował o ok. 6%. Na takim tle wynik warszawskiego WIG-u (ok. 13%) prezentował się więcej niż zadowalająco, m.in. dzięki mocnej postawie sektora bankowego (WIG-Banki ok. 25%) wspieranego przez okres wysokich stóp procentowych w Polsce.

## Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich

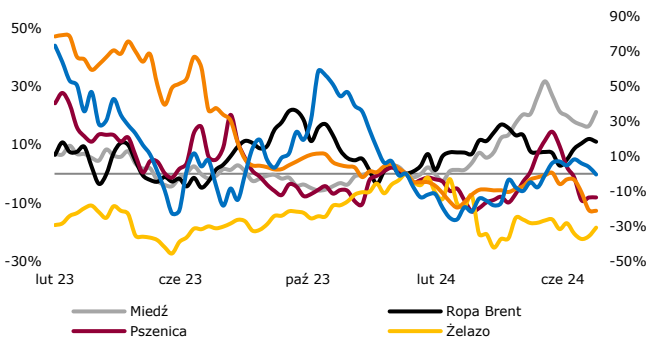


Na bazowych rynkach długu pojawiło się nieco więcej zmienności po wyborach do europarlamentu, których następstwem było m.in. umocnienie skrajnych partii i wzrost ryzyka osłabienia spójności UE. W takim otoczeniu kapitał płynął w kierunku bezpiecznych przystani – amerykańskich Treasuries i niemieckich Bundów. Dodatkowym argumentem za umocnieniem długu był, pierwszy w tym roku niższy od oczekiwań odczyt inflacyjny z USA. Polski dług po wyborach do europarlamentu był pod podwyższoną presją. Rentowności krajowych benchmarków podniosły się też w odpowiedzi na zaostrzenie jastrzębiej komunikacji przez prezesa NBP. Tym niemniej, dzięki utrzymującej się niższej od oczekiwań ścieżce inflacji, która idzie nieco pod prąd nastawieniu RPP, rentowności 2-latek i 10-latek nie opuściły obszaru konsolidacji z ostatnich miesięcy

## Surowce

O ile ub. rok był okresem generalnego spadku cen surowców to pierwsza połowa 2024 przyniosła ich umiarkowane odbicie. Z tej strony zatem pojawiają się sygnały wyczerpywania impulsu dezinflacyjnego. Choć w samym czerwcu tegoroczne wzrosty zostały do pewnego stopnia skorygowane, za czym stały głównie taniejące płody rolne oraz surowce przemysłowe.

## Zmiana notowań bieżących kontraktów surowców względem końca '23 (średnie tygodniowe)

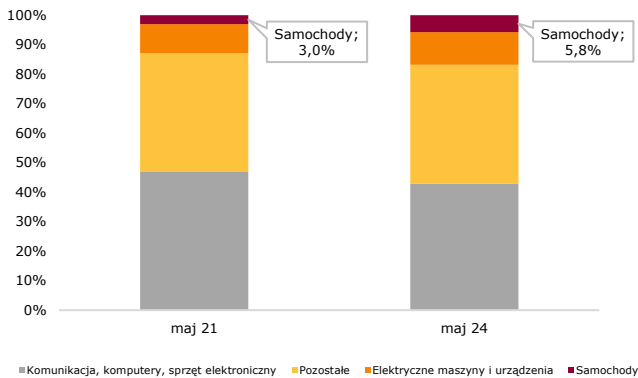


Drożały natomiast surowce energetyczne, w tym ropa. Patrząc w perspektywie całego półrocza obserwujemy stabilizację ceny baryłki Brent w przybliżonym przedziale 80-90 USD. Czerwiec kończył się w połowie dystansu pomiędzy tymi poziomami. Po wzrostach z okresu marzec-maj w Europie stabilizują się ceny gazu ziemnego. W 1-rocznym kontrakcie na benchmark holenderski utrzymują się nieco poniżej 40 EUR/MW, co jest mniej więcej ceną 2x wyższą niż średnia z lat przed pandemią i wojną rosyjsko-ukraińską.

W obszarze metali przemysłowych, w otoczeniu wstępnie zasygnalizowanego ożywienia globalnego przemysłu, pierwsza połowa tego roku generalnie przyniosła wyższe ceny. Droższą miedź, aluminium, nikiel czy też cynk. Wyraźnie tanieje z kolei żelazo. Natomiast sam czerwiec przyniósł korektę w ww. wzrostach, co na dodatek jest spójne z pewnymi sygnałami osłabienia odbicia w przemyśle.

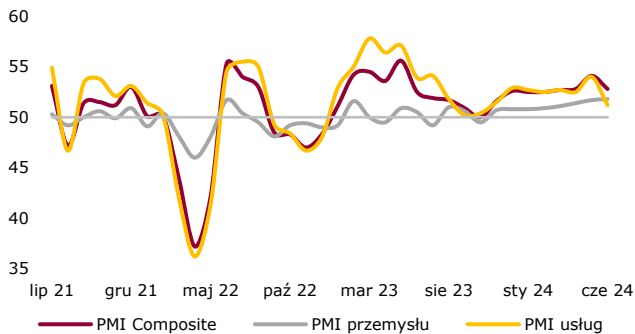
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

## Chiny – struktura eksportu dóbr przemysłowych (CNY, Chiny suma za ostatnie 12 m-cy)



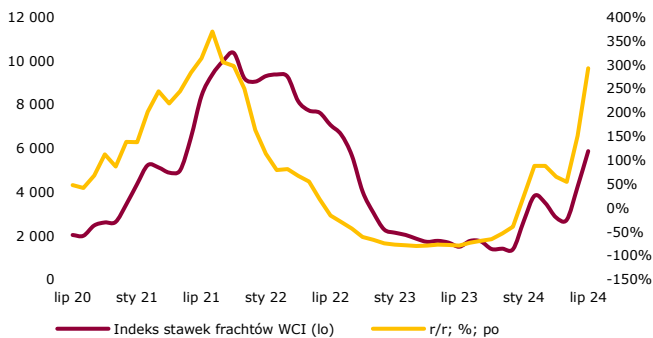
Twarde dane z chińskiej gospodarki sugerują, że ta może nieco wytracać impet obserwowany w 1Q'24. Głównie za sprawą konsumenta. Sprzedaż detaliczna w 1 kwartale br. rosła o 4,7% r/r, a w okresie styczeń-maj już tylko 4,1% r/r. Poza tym obserwowane jest przyhamowanie inwestycji, z 4,5% r/r w 1 kwartale do 4,1% r/r za styczeń-maj. Adekwatne liczby dla produkcji przemysłowej są bardziej stabilne: 6,1% r/r oraz 6,2% r/r. Kluczowy dla koniunktury Państwa Środka sektor przemysłowy jest wspierany przez popyt zagraniczny, przy rzucającym się w oczy, rosnącym blisko dwukrotnie na przestrzeni ostatnich 3 lat udziale samochodów w eksporcie przemysłu (z ok. 3% do ok. 6%). Nadwyżka w bilansie handlowym utrzymuje się na wysokich poziomach, a tegoroczny maj, w odniesieniu do adekwatnych miesięcy lat poprzednich, był pod tym względem najmocniejszy w historii (72,2 mld USD). Popyt krajowy natomiast niezmiennie jest hamowany przez trwający już od ok. 2 lat zastój/kryzys na rynku nieruchomości mieszkaniowych.

## Chiny – indeksy koniunktury PMI (S&P Global)



Z czerwcowych wskaźników koniunktury PMI wyłania się obraz utrzymującego się ożywienia w przemyśle, ale już pewnego przyhamowania pozytywnych tendencji w usługach. Indeks dla przemysłu wzrósł z 51,7 do 51,8 i tym samym ósmy miesiąc z rzędu przekraczał poziom 50 i jest najwyższym od 3 lat. W sektorze obniżył się jednak zauważalnie optymizm w ocenach najbliższej przyszłości. W tle mamy sygnały lekkiego podwyższenia presji cenowych, wskutek m.in. znacznych tegorocznych zwyżek w stawkach frachtów wywołanych głównie atakami jemeńskich Hutich na szlaki handlowe w okolicach Morza Czerwonego. PMI dla usług w czerwcu cofnął się wyraźnie z 54 do 51,2 i jest najniższym od października ub. roku. Wraz z deterioracją optymizmu przedsiębiorców odbieramy ten odczyt jako echo hamującego ożywienia w popycie krajowym.

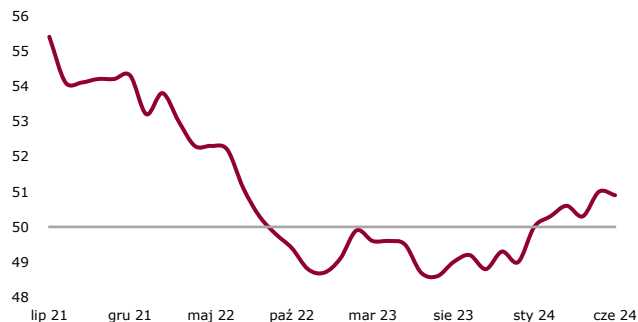
## Ceny frachtu morskiego – indeks WCI



## USA

Gospodarka Stanów Zjednoczonych pozostaje w fazie wyhamowywania nadspodziewanie silnego ożywienia z 2023. Stopniowo luzuje się sytuacja na rynku pracy. Czerwcowe wskaźniki koniunktury dorzucają nieco wątpliwości co do perspektyw w kluczowym sektorze usług. Przemysł z kolei wychodzi z ubiegłorocznego osłabienia i próbuje dołączyć do globalnego ożywienia w tym obszarze, ale robi to dość powoli i nierówno. Wszystko powyższe odbywa się przy wciąż podwyższonej inflacji, ale jednocześnie daje podstawy do kreślenia scenariuszy jej obniżenia. Tym bardziej, że Fed jak dotąd nie zmienia kursu i utrzymuje restrykcyjną politykę monetarną.

## Świat – indeks koniunktury PMI przemysłu

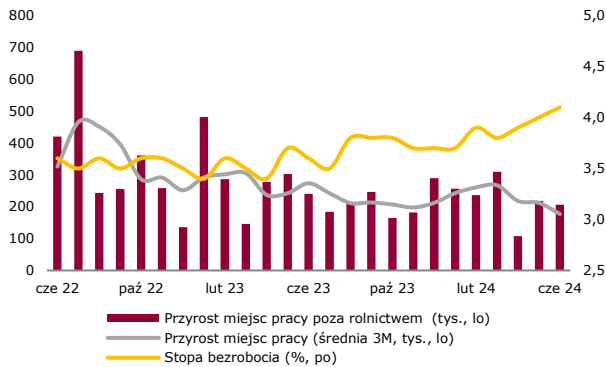


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

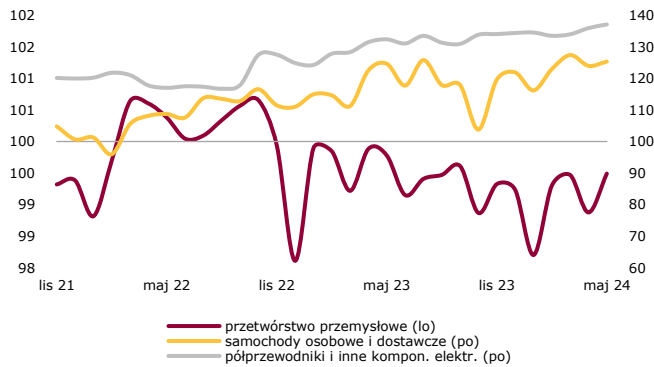
W danych z rynku pracy można dostrzec postępujące od jakiegoś czasu chłodzenie. Trzymiesięczna średnia przyrostu etatów w czerwcu wyniosła 177 tys. i, nie licząc zaburzeń z pandemicznego 2020, była najniższą od końca 2019. Stopa bezrobocia wzrosła z 4% do 4,1% (najwyżej od listopada'21). Płace jednak wciąż utrzymują dynamikę ok. 4% r/r, a więc rosną w tempie o ok. 1 p.p. za wysokim dla Fed.

W amerykańskim przetwórstwie przemysłowym na przestrzeni ostatnich kilku miesięcy zaznaczają się pewne oznaki początku ożywienia. Patrząc na strukturę danych widać, że z większych sektorów wciąż pozytywnie wyróżnia się motoryzacja. Poza tym wyraźnie rośnie produkcja półprzewodników, a więc obszar o mniejszym udziale wolumenowym, ale za to bardzo dużym znaczeniu strategicznym w kontekście geopolityki. Z punktu widzenia wskaźników koniunktury obraz jest mieszany. PMI od S&P

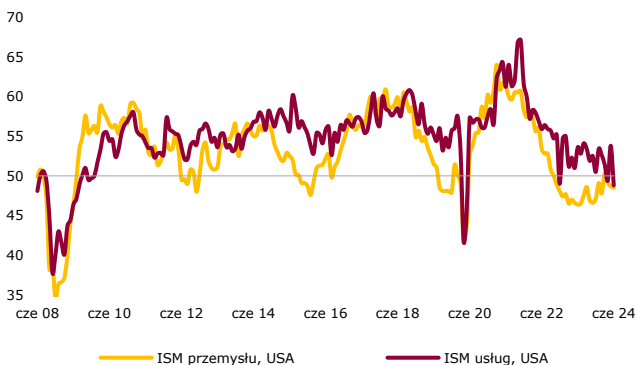
## USA – rynek pracy



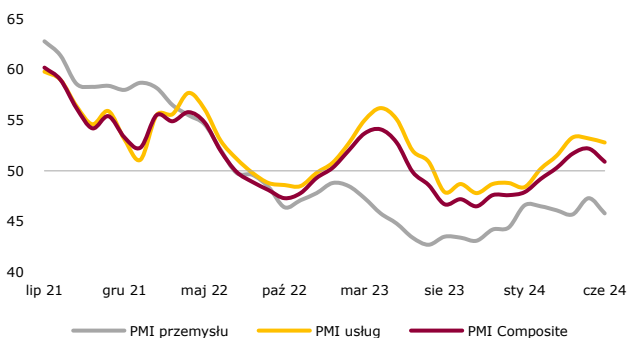
## USA – przetwórstwo przemysłowe (2017=100, wyr. sez.)



## USA – wskaźniki koniunktury PMI (ISM)



## Strefa euro – wskaźniki koniunktury PMI (S&P Global)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Global od kilku miesięcy sygnalizuje umiarkowane ożywienie. Z kolei PMI od ISM co prawda wychodzi z ubiegłorocznego dołka, ale jeszcze nie zarysował wyraźniejszych perspektyw poprawy koniunktury. Poziom wykorzystania mocy produkcyjnych w przetwórstwie od 2022 regularnie się obniża i jest teraz w okolicy średniej z kilku lat przedpandemicznych (ok. 77%). Z tej strony obecnie nie widać zatem ani presji na wzrost cen, ani impulsu dla większego popytu na pracę. Zatrudnienie w sektorze stabilizuje się od wielu miesięcy.

Przemysł w przypadku USA jest dość ważnym komponentem cykliczności (choć mocno zaburzonym przez pandemię), ale z punktu widzenia całej gospodarki ma mniejsze znaczenie. Samo przetwórstwo tworzy ok. 10% amerykańskiego PKB. Kluczowe są usługi, których udział przekracza 70%. Ze strony wskaźników koniunktury PMI w 2Q'24 dostajemy nieco rozbieżny obraz. Indeks od S&P Global pokazuje przyspieszenie ożywienia, a od ISM zauważalne hamowanie podkreślone czerwcowym odczytem 48,8, najniższym od 2020. Konfrontując ww. odczyty z innymi danymi nieco większą wagę przydajemy badaniom od ISM dającym obraz schłodzenia ożywienia w sektorze. Krzepiącą wiadomością z obu opracowań są sygnały obniżającej się presji cenowej w usługach.

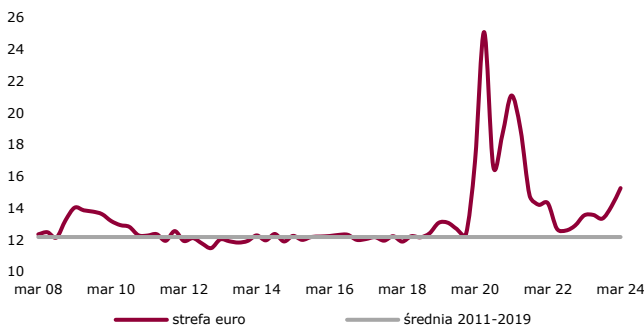
Patrząc na sytuację konsumenta na przestrzeni ostatnich tygodni uwagę przykuwa kilka kwestii i w zasadzie wszystkie wskazują na dalsze tegoroczne chłodzenie popytu z tej strony. Po pierwsze wzrost wydatków gospodarstw domowych w 2Q'24 obniżył się, szczególnie w obszarze usług. Po drugie dane za 1Q'24 o konsumpcji prywatnej zostały zrewidowane w dół, co oznacza, że kontrybucja tego komponentu do wzrostu PKB wyniosła ok. 1 p.p., podczas gdy w ub. roku było to średnio ok. 1,9 p.p. I wreszcie nastroje konsumenckie – miara prezentowana przez Conference Board pokazuje, że są blisko minimów z ostatnich dwóch lat.

Pogorszenie obrazu amerykańskiej gospodarki jest obserwowane dopiero od dwóch miesięcy i póki co jednak jeszcze się nie ugruntowało. Fed wcześniej był regularnie zaskakiwany odpornością koniunktury na wysokie stopy procentowe. Inflacja z kolei mniej więcej od połowy 2023 stabilizuje się na podwyższonym poziomie ok. 3% rocznego wzrostu. A więc z punktu widzenia celu Fed (2%) wciąż zbyt wysokim. Odpowiedzią był dość jastrzębi wydzwięk czerwcowego posiedzenia FOMC. Towarzyszyła mu publikacja najnowszej projekcji makroekonomicznej, w której podniesione zostały prognozy inflacji i ścieżki stóp procentowych. Bieżące tendencje w gospodarce USA idą jednak nieco pod prąd oczekiwaniom FOMC. W rezultacie z początkiem lipca rynkowe wyceny stóp procentowych zmierzają w kierunku dwóch obniżek stóp procentowych w USA do końca 2024.

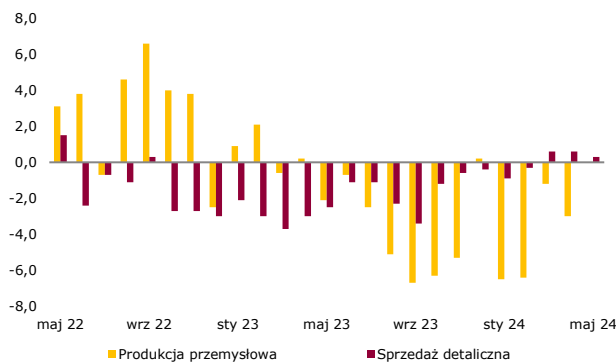
## Europa

Koniunktura gospodarcza w strefie euro nadal jest rachityczna. Po tym jak dane za 1Q'24 dały bardzo nieśmiały sygnał ożywienia wskaźniki koniunktury z czerwca sugerują, że szanse na wyraźniejsze przyspieszenie są niewielkie. Wciąż rozczarowuje sytuacja w przemyśle, gdzie wychodzenie z kryzysu jest wyboiste i opóźnione względem tendencji globalnych. Konsument od jakiegoś czasu daje pewne oznaki umocnienia choć wciąż tłumionego, m.in. za sprawą wysokich stóp procentowych, które zachęcają do oszczędzania. EBC jednak jest bardzo ostrożny w podejściu do ewentualnego luzowania polityki monetarnej wobec wciąż podwyższonych odczytów inflacji. Z kolejnymi obniżkami stóp procentowych wstrzyma się raczej do okresu powakacyjnego.

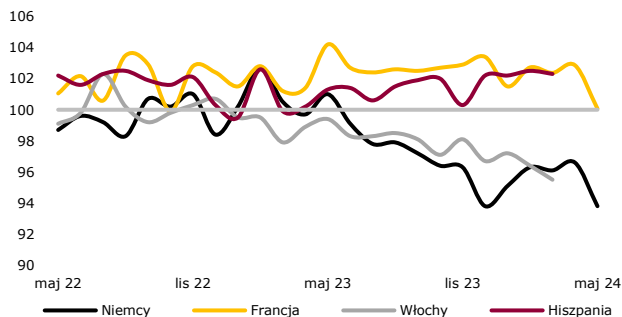
## Strefa euro – stopa oszczędności (%)



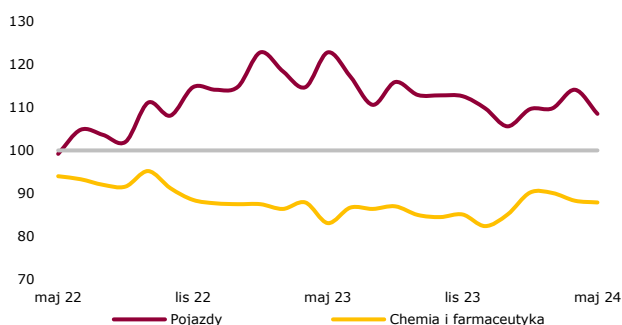
## Strefa euro - przemysł i sprzedaż detaliczna, strefa euro (% , r/r, wyr. dni rob.)



## Strefa euro – przetwórstwo przemysłowe, największe gospodarki (2021=100, wyr. sez.)



## Niemcy – produkcja w wybranych sektorach (2021=100, wyr. sez.)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Europejski konsument powoli zaczyna się rozbudzać. Sprzedaż detaliczna w strefie euro odnotowała trzy z rzędu wzrostowe miesiące (r/r) od marca do maja. Co prawda dynamiki były skromne (0,3 – 0,6%), ale i tak stanowiły o zauważalnej zmianie dotychczasowych tendencji. Gospodarstwa domowe korzystają ze stabilizacji inflacji. Nastroje, wg badań Komisji Europejskiej, są jeszcze poniżej poziomów przedpandemicznych, ale też najlepsze od wybuchu wojny w Ukrainie. Poza tym od kilku miesięcy utrzymują tendencję wzrostową. Czynnikiem tonującym konsumenta są wysokie stopy procentowe, które skłaniają do oszczędzania. Stopa oszczędności gospodarstw domowych w strefie euro od zaostrzenia polityki monetarnej przez EBC zauważalnie rośnie i utrzymuje się powyżej średniej sprzed 2019.

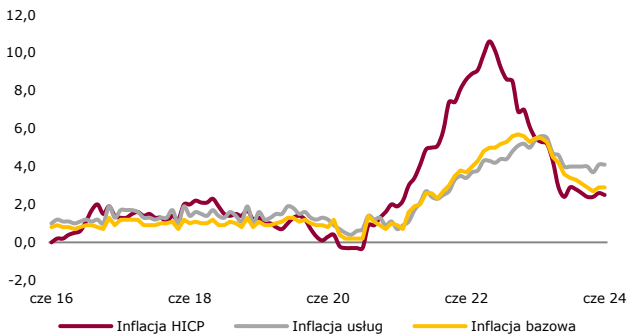
Europejski przemysł „ubija dno” po kryzysie ostatnich kilkunastu miesięcy. Przyczyny zapaści były złożone. Wymienić można przede wszystkim takie czynniki jak: osłabiony globalny popyt na dobra, kryzys energetyczny szczególnie silny w Europie, narastająca konkurencja azjatycka w niektórych branżach, czy też w końcu wysokie stopy procentowe EBC. Z ww. pierwsze dwa elementy ostatnio uległy pewnej poprawie. Pozostałe wciąż wywierają silną negatywną presję na europejskie firmy z sektora.

W ujęciu geograficznym negatywnie wyróżniają się Niemcy oraz Włochy, czyli dwie kluczowe w przetwórstwie przemysłowym gospodarki Europy, odpowiadające łącznie za przeszło 50% wartości dodanej w sektorze całej strefy euro. W Niemczech (przeszło 1/3 wartości dodanej dla przetwórstwa w strefie euro) od połowy ub. roku zaznaczyło się wyraźne osłabienie postpandemicznego odbicia w motoryzacji. Przy obniżeniu cen gazu w Europie zauważalne z kolei jest umiarkowane odbicie branży chemicznej, bardzo mocno dotkniętej kryzysem energetycznym. Nowe zamówienia w całym niemieckim przemyśle w maju jednak wciąż spadały wpisując się w obraz odsuwanego w czasie wyczekiwanego ożywienia.

Na oddalające się ożywienie przetwórstwa przemysłowego w strefie euro wskazują badania koniunktury. Indeksy PMI dla Niemiec czy też strefy euro, po obiecującym majowym wzroście, w czerwcu ponownie się cofnęły i pozostają poniżej poziomu 50 (rozdzielającego koniunkturę od dekoniunktury) już od ok. 1,5 roku. Firmy niemieckie widzą dwa główne problemy. Jeden to wydłużający się proces schodzenia z zapasów u zamawiających, który się przeciągnął poza zwykły cykl. W konsekwencji może dojść do sytuacji, w której odbicie, jeśli już nadejdzie, będzie gwałtowniejsze przez skumulowany popyt. Drugi to narastająca presja ze strony chińskich producentów, którzy coraz wyraźniej konkurują z niemieckimi producentami zarówno na rodzimym rynku jak i na globalnym. Lekko pozytywnym aspektem badania jest fakt, że niemieccy przedsiębiorcy w czerwcu patrzyli w przyszłość z większym optymizmem niż w maju.

Po majowym lekkim rozczarowaniu inflacyjnym (HICP nieco mocniejsza od oczekiwań) czerwcowe dane ze strefy euro przyniosły już nieco spokoju. Impet wytraciły przede wszystkim ceny usług, z dynamiką 0,3% m/m wyr. sez. wobec 0,6% m/m wyr. sez. w maju. Tu dodatkowo warto zwrócić uwagę na wskazania z badań PMI, które w czerwcowym wydaniu wskazywały na kontynuację ożywienia w sektorze, przy jednoczesnym hamowaniu presji cenowych. Inflacja bazowa w ujęciu m/m wyr. sez. przyhamowała z kolei z 0,3% do 0,2%. Inflacja HICP w ujęciu rocznym rośnie o 2,5%, a bazowa o 2,9%, ale bieżące momentum dla szerokiej miary jest obecnie zdecydowanie niższe niż cel EBC

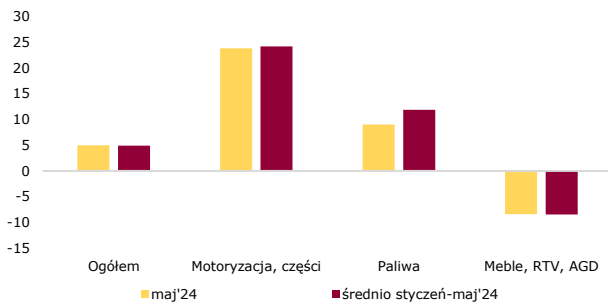
## Strefa euro – inflacja konsumencka, strefa euro (% r/r)



(2%). A w przypadku inflacji bazowej zbliża się stopniowo w okolice celu.

EBC jest obecnie w bardziej komfortowej sytuacji niż był kilka miesięcy temu. Przy jeszcze podwyższonej, ale względnie ustabilizowanej inflacji może więcej uwagi poświęcać koniunkturze. Na czerwcowym posiedzeniu podjęta została decyzja o pierwszej obniżce stóp procentowych (o 25 p.b.), ale póki co, przy trwającym ożywieniu w sektorze usług, któremu towarzyszy utrzymująca się w tym obszarze presja inflacyjna, bank ostrożnie podchodzi do dalszego luzowania polityki monetarnej. Dalsze decyzje odnośnie ewentualnej obniżki stóp zapadną najwcześniej po wakacjach. Wyceny rynkowe dot. tegorocznej ścieżki stóp stabilizują się od kilku tygodni i sugerują jeszcze maksymalnie dwa cięcia w tym roku.

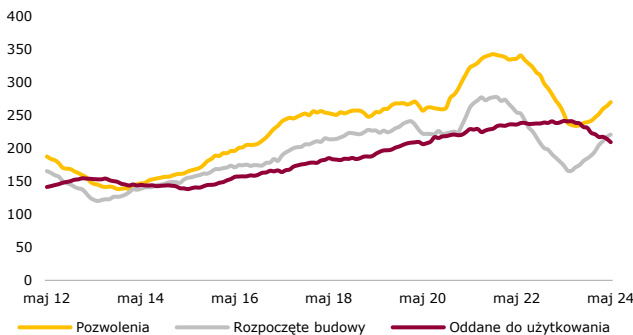
## Polska – sprzedaż detaliczna (ceny stałe, % r/r)



## Polska

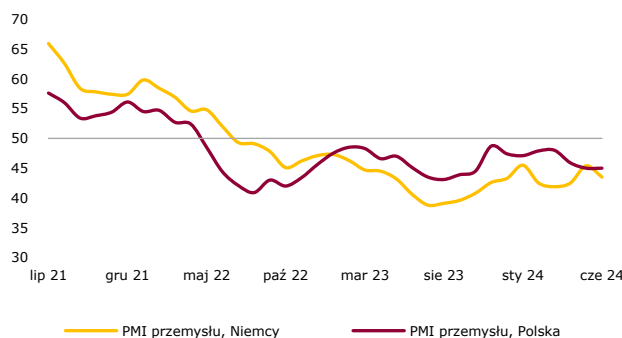
W pierwszej połowie br. obserwujemy niepełne ożywienie polskiej gospodarki. Przyspiesza konsumpcja prywatna, ale jest częściowo hamowana odbudową oszczędności. Popyt inwestycyjny ma gorszy okres po bardzo mocnym 2023, a popyt zagraniczny, przy stagnacji gospodarczej w UE, jest wciąż osłabiony. Wszystkie powyższe elementy wpływają na krajowy przemysł, którego zmagania na drodze do ożywienia w takim otoczeniu wydłużają się. Patrząc w szerszej perspektywie można jednak dostrzec kilka pozytywnych aspektów w sektorze, a bieżący okres flauty traktować jako uciążliwy, ale przejściowy. Tym bardziej, że z biegiem czasu wzrost gospodarczy w Polsce będzie pełniejszy i bardziej zrównoważony. To kluczowa konkluzja po naszej ostatniej rewizji prognoz.

## Polska – budownictwo mieszkaniowe (suma 12M, tys.)



Najświeższe miesięczne dane z polskiej gospodarki podkreślają rozdźwięk między popytem konsumpcyjnym i inwestycyjnym w tym roku. Sprzedaż detaliczna wzrosła w maju o 5% r/r, a produkcja budowlano-montażowa obniżyła się o 6,5% r/r. W 2024 wzrost wydatków gospodarstw domowych w obszarze dóbr napędzany jest głównie przez obszar związany z motoryzacją (23,8% r/r w maju) oraz w pewnym stopniu przez podwyższoną mobilność (w maju sprzedaż paliw wyższa o 9% r/r). Gorzej wypada obszar dóbr związanych z wyposażeniem domu i aktywnością stacjonarną - sprzedaż w 'meble, rtv, agd' w samym maju była niższa o 8,4% r/r.

## PMI – indeks dla przetwórstwa przemysłowego Polski i Niemiec (S&P Global)

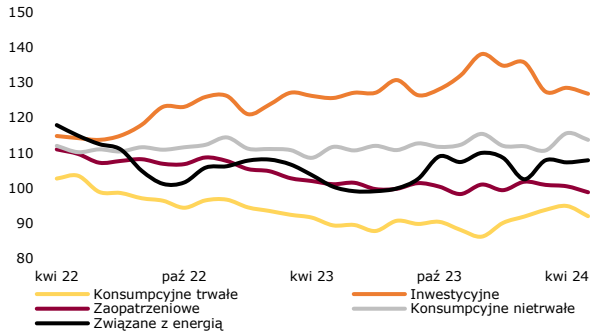


W budownictwie tegoroczne osłabienie koniunktury związane jest z kilkoma nakładającymi się czynnikami: z przesileniem w cyklu inwestycyjnym firm, wyhamowaniem wydatkowania ze środków unijnych, a także rewizją niektórych dużych projektów infrastrukturalnych. Po boomie 2022-2023 niższa aktywność obserwowana jest we wznoszeniu magazynów i budynków przemysłowych. Z końcem ub. roku domykane były inwestycje w ramach poprzedniego budżetu unijnego, a wydatki w ramach obecnego budżetu czy też KPO jeszcze się nie rozkręciły. Poza tym np. na kolei obserwujemy zastój związany z rewizją długoterminowych rządowych planów w tym obszarze. Pewne ożywienie ma miejsce w budownictwie mieszkaniowym (otwierane projekty, pozwolenia), ale liczba oddawanych nowych mieszkań jest zauważalnie niższa, co rzutuje na ww. wydatki w ramach wyposażenia domów. Generalnie branża jest obecnie prawdopodobnie w kulminacyjnym momencie spowolnienia, z którego powinna zacząć wychodzić w drugiej połowie br.

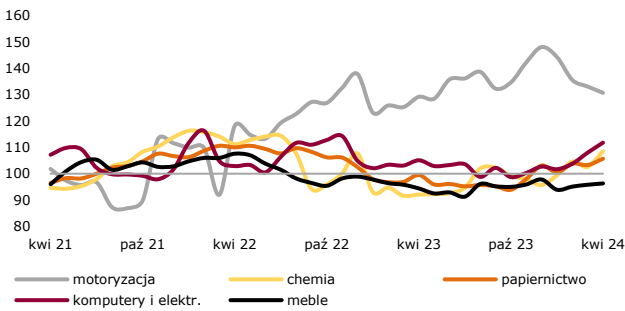
Krajowy przemysł, w tak zarysowanym otoczeniu niepełnego popytu krajowego i dodatkowo przy rachitycznym eksporcie, pozostaje od jakiegoś czasu w stagnacji. Nastroje w branży, m.in. te obrazowane przez indeks PMI, są jednym słowem

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

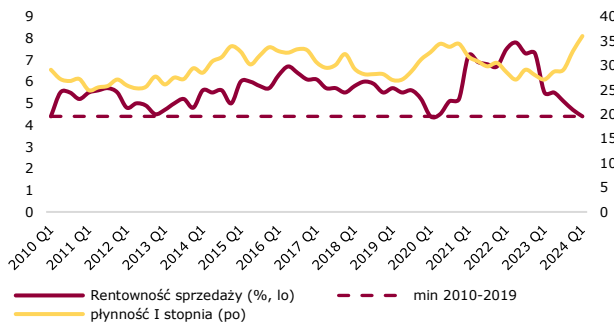
## Polska – grupowania produkcji przemysłowej (2021=100, wyr. sez.)



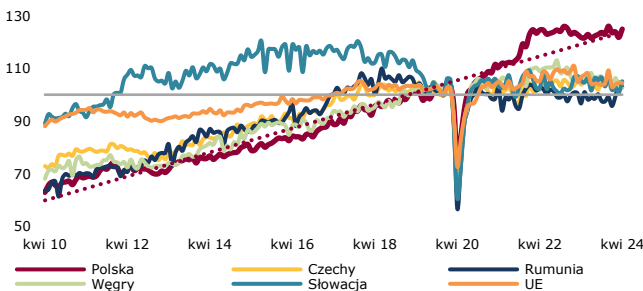
## Polska – wybrane branże przemysłowe (2021=100, wyr. sez.)



## Polska – rentowność i płynność finansowa przetwórstwa przemysłowego (firmy pow. 50 zatrudnionych)



## Przetwórstwo przemysłowe – Polska na tle regionu i UE (gru'19=100, wyr. sez.)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

słabe. Przedsiębiorcy narzekają na brak nowych zamówień, zarówno krajowych jak i eksportowych. Wskaźnik PMI w czerwcu stabilizował się w okolicy 45 i tym samym pozostawał poniżej 50 dwudziesty szósty miesiąc z rzędu. To najdłuższa taka seria w historii badania (od 1998).

Do tego dochodzą znaczne zaburzenia cenowe ostatnich lat, które też mogą prowadzić do pewnej deformacji oceny zjawisk. Najpierw, w okresie globalnego, postpandemicznego boomu na dobra (2021 – 2022) obserwowana była znaczna inflacja. Wzrosty wskaźnika PPI przetwórstwa przemysłowego, w kulminacyjnym okresie (środek 2022) przekraczały 20% r/r. Potem, wraz z podwyżkami stóp procentowych, normalizacją kosztów i dochodzącym do głosu schłodzeniem sektora, pojawiły się zjawiska deflacyjne. Roczna dynamika cen w przetwórstwie od przeszło roku jest ujemna. W rezultacie obecnie dynamika sprzedaży nominalnej przedsiębiorstw jest wyraźnie niższa od dynamiki realnej.

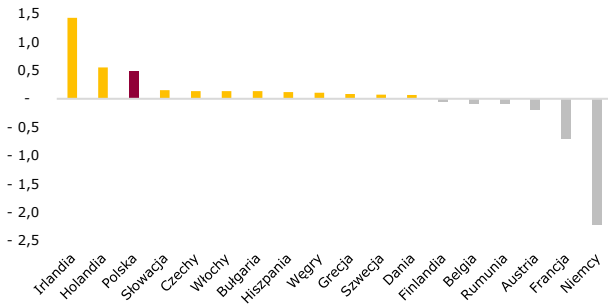
W twardych danych za ten rok widać spore hamowanie w obszarze dóbr inwestycyjnych. Pewne odbicie zaznacza się w dobrach konsumpcyjnych trwałych, ale per saldo koniunktura w przetwórstwie jest jeszcze rachityczna i firmy nie decydują się jeszcze na odbudowę zapasów, co do pewnego stopnia może obrazować utrzymująca się słabość w produkcji dóbr zaopatrzeniowych. W 2024 wyraźniejsze przyspieszenie sprzedaży notują: branża chemiczna, papiernicza oraz producenci komputerów i elektroniki. Pewna poprawa obserwowana jest również w produkcji mebli i wykończenia mieszkań – obszarze najmocniej dotkniętym dekonunkturą na przestrzeni ostatnich dwóch lat. W dużej mierze za sprawą wysokich stóp procentowych i wyhamowania wydatków na wykończenie mieszkań, zarówno w kraju jak i za granicą. Z drugiej strony zauważalnie obniża loty sektor motoryzacyjny, który dynamiką sprzedaży wyróżniał się pozytywnie na przestrzeni ostatnich dwóch lat.

Od połowy ub. roku polskie przetwórstwo przemysłowe boryka się z dużą presją na marże. Przyczyn jest zapewne kilka. Do głównych można zaliczyć słaby popyt krajowy i zagraniczny oraz silny złoty. W warunkach obecnej bardzo niskiej rentowności sektora, dobrą wiadomością jest jego wysoka płynność finansowa. Ta sugeruje większy potencjał przetrwania okresu dekonunktury i pewną elastyczność biznesową w obserwowanej obecnie wczesnej fazie ożywienia popytu.

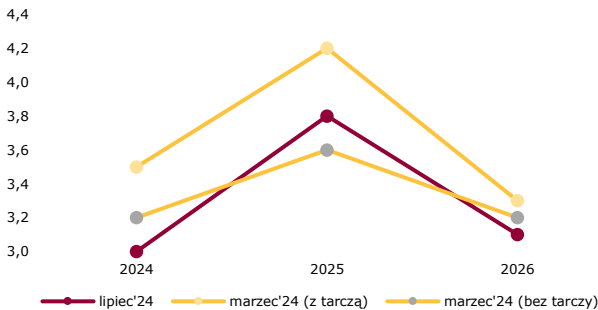
Na sytuację w krajowym przetwórstwie przemysłowym warto też spojrzeć w szerszej perspektywie. Ostatnie niecałe dwa lata flauty poprzedzone były boorem postpandemicznym, który znacznie przebił trendy obserwowane przed 2020. W rezultacie obecnie krajowy sektor w zasadzie wraca do tych wcześniejszych tendencji, a zbliżające się ożywienie gospodarcze sugeruje, że ma spore szanse je kontynuować. Poza tym dobrze też wygląda porównanie do innych krajów. Na tle przetwórstwa przemysłowego w regionie, czy też całej UE, Polska wciąż wygląda wręcz bardzo dobrze. I to nie tylko pod kątem poziomu sprzedaży w sektorze, ale też wartości dodanej. Jeśli porównamy zmianę udziału wartości dodanej kreowanej w przetwórstwie przemysłowym przez poszczególne kraje w całej UE na przestrzeni ostatnich lat, to Polska jest jednym z liderów pod tym kątem. Od 2019 do 2023 udział ten zwiększył się z 4,3% do 4,8%.

Z pozostałych bieżących krajowych danych i wydarzeń gospodarczych warto zwrócić uwagę na ścieżkę inflacji konsumenckiej. Pierwsza połowa 2024 zamknęła się odczytem CPI na poziomie 2,6% r/r, przy szacowanej przez nas inflacji bazowej ok. 3,7% r/r. W jednym i drugim

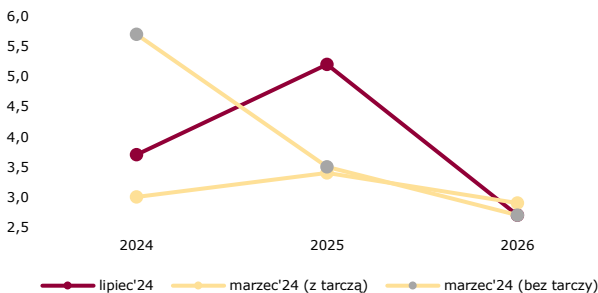
## Przetwórstwo przemysłowe – zmiana (w p.p.) pomiędzy 2019 a 2023 udziału krajowego sektora w wartości dodanej sektora całej UE



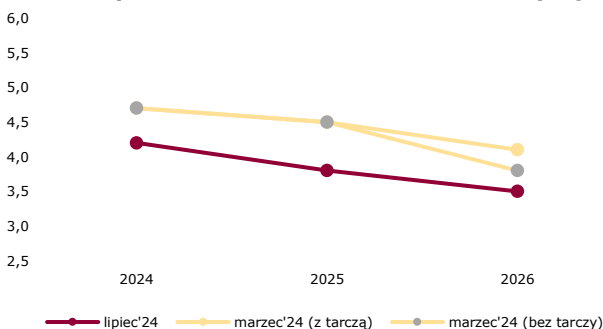
## Polska – dynamika PKB (%) wg NBP, centralna ścieżka, porównanie dwóch ostatnich projekcji



## Polska – Inflacja CPI (%) wg NBP, centralna ścieżka, porównanie dwóch ostatnich projekcji



## Polska – Inflacja CPI bazowa (%) wg NBP, centralna ścieżka, porównanie dwóch ostatnich projekcji



Źródło: Bloomberg, GUS, NBP, opracowanie własne DAM

przypadku można mówić o utrzymujących się pozytywnych zaskoczeniach w ostatnich miesiącach. Wszystko odbywa się przy relatywnie dobrej sytuacji na rynku pracy. Bezrobocie w czerwcu było najniższe w historii (4,9%), choć zatrudnienie w przedsiębiorstwach lekko spada w pierwszej połowie roku. Towarzyszy temu jednak wciąż dwucyfrowa dynamika płac.

W czerwcu zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne. W perspektywie 2024 lekko obniżyliśmy prognozę inflacji CPI (średniorocznie z 3,9% do 3,7%) oraz wzrostu PKB (z 3,3% do 3,1%). Inflacja w drugiej połowie roku podniesie się z obecnych poziomów spełniających cel NBP, do średnio ok. 4,6% r/r. Główną przyczyną wzrostu będzie wychodzenie z rządowych działań osłonowych w obszarze cen energii. W przypadku PKB widzimy pewne przetasowania w strukturze wzrostu na rzecz jeszcze mocniejszej konsumpcji prywatnej (wzrost o 5%) i większego osłabienia inwestycji (-1,2%). W 2025 ożywienie gospodarczej powinno być już pełniejsze (PKB: 4,1%) z ugruntowanym wzrostem konsumpcji prywatnej (powyżej 4%), znacznym przyspieszeniem inwestycji (powyżej 8%) oraz wzmocnionym popycie zagranicznym. Podobnie jak w marcu spodziewamy się utrzymania stóp procentowych NBP do końca 2024 na dotychczasowym poziomie.

Naszą tegoroczną prognozę stóp procentowych wspiera jastrzębia komunikacja ze strony NBP. A. Glapiński w lipcu poszedł nawet dalej i dał do zrozumienia, że w jego mniemaniu scenariusz bazowy to stabilne stopy również w przyszłym roku. My zakładamy, że w 2025 pojawi się przestrzeń do luzowania polityki monetarnej (spodziewamy się -75 p.b.). Jednocześnie uważamy, że trajektoria rewizji prognoz z najnowszej projekcji NBP (w dół PKB, w dół inflacja bazowa) wspiera nasz scenariusz ścieżki stóp.



## Prognoza makroekonomiczna z dnia 14-06-2024

	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24P	3q24P	2024P	2025P
<b>Wzrost gospodarczy</b>								
PKB (realnie, %, r/r)	-0,6	0,5	1,0	2,0	2,6	3,2	3,1	4,1
Inwestycje (realnie, %, r/r)	16,5	11,3	15,8	-1,8	-0,4	-0,8	-1,2	8,3
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	-2,9	0,8	0,0	4,6	4,8	4,0	5,0	4,2
<b>Ceny i płace</b>								
Inflacja CPI - koniec okresu (% r/r)	11,5	8,2	6,2	2,0	2,6	4,7	4,9	3,0
Inflacja CPI - średnio (% r/r)	13,1	9,7	6,5	2,9	2,5	4,5	3,7	4,6
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (% r/r)	13,8	11,0	12,0	14,4	13,6	13,1	13,3	8,7
<b>Rynek pracy</b>								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,1	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	5,0	5,0
Bezrobocie - średnio (%)	5,2	5,0	5,0	5,4	5,0	4,9	5,1	5,0
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (% r/r)	0,1	0,5	0,1	-0,8	-0,3	0,1	-0,3	0,3
<b>Stopy procentowe</b>								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,00
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,78	5,91	5,20	5,43	5,73	5,51	5,22	4,74

## Prognozy wybranych danych miesięcznych

	#	cze 23	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24
<b>Stopa referencyjna NBP (%)</b>		6,75	5,75	5,75	5,75	<b>5,75</b>
<i>konsensus Parkiet</i>						5,75
<b>Produkcja przemysłowa (% r/r, ceny stałe)</b>		-1,6	7,8	-1,7	<b>-1,5</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					-1,3	
<b>Produkcja budowlano-montażowa (% r/r, ceny stałe)</b>		1,6	-2,0	-6,5	<b>-5,5</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					-4,6	
<b>Sprzedaż detaliczna (% r/r, ceny stałe)</b>		-4,7	4,1	5,0	<b>5,5</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					5,3	
<b>Inflacja konsumencka (% r/r)</b>		11,5	2,4	2,5	<b>2,6</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					2,5	
<b>Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii) (% r/r)</b>		11,1	4,1	3,8	<b>3,7</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					3,7	
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>		5,1	5,1	5,0	<b>4,9</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					4,9	
<b>Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% r/r)</b>		0,2	-0,4	-0,5	<b>-0,5</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					-0,4	
<b>Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% r/r)</b>		11,9	11,3	11,4	<b>11,7</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>					11,3	
<b>Eksport towarów (% r/r, EUR)</b>		4,3	5,5	<b>-5,8</b>		
<i>konsensus Parkiet</i>				-5,1		
<b>Import towarów (% r/r, EUR)</b>		-5,0	5,7	<b>-4,1</b>		
<i>konsensus Parkiet</i>				-2,0		

prognozy DAM na dany okres zaznaczone są pogrubioną czcionką

## Dział Analiz Makroekonomicznych

### **Agata Filipowicz-Rybicka**

Główny Ekonomista  
Dyrektor Działu Analiz Makroekonomicznych  
agata.filipowicz-rybicka@alior.pl

### **Marta Skrzypczyńska**

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
marta.skrzypczynska@alior.pl

### **Paweł Bojar**

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
pawel.bojar@alior.pl

### **Jakub Szczepaniec**

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
jakub.szczepaniec@alior.pl

Powyższy materiał (dalej Materiał) został przygotowany przez Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Bank SA. Właścicielem Materiału jest Alior Bank Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie. Powielanie bądź publikowanie Materiału lub jego części bez pisemnej zgody Alior Bank S.A. jest zabronione.

Materiał ma charakter informacyjny, w szczególności nie stanowi: rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, rekomendacji udzielonej w związku ze świadczeniem usługi doradztwa inwestycyjnego (usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o doradztwo inwestycyjne), porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym, badania inwestycyjnego, jak również nie może być traktowany jako usługa doradztwa podatkowego bądź prawnego.

Alior Bank S.A. podjął starania aby Materiał został sporządzony w sposób rzetelny, z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności oraz z należytą starannością.

Materiał wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Alior Bank S.A. nie zobowiązuje się do aktualizacji Materiału po dniu publikacji. Materiał został sporządzony na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez Dział Analiz Makroekonomicznych za wiarygodne, przy czym Alior Bank S.A. ani sporządzający Materiał pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za rzetelność oraz prawdziwość materiałów źródłowych sporządzonych przez podmioty trzecie, a wykorzystanych do opracowania Materiału.

Materiał może zawierać prognozy co do zdarzeń przyszłych, które są niepewne oraz są obciążone ryzykiem błędu.

Podejmując decyzje inwestycyjne Klient powinien kierować się własną, niezależną oceną. Klient ponosi pełną odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych.

Źródłem danych są m.in. GUS, NBP, PAP, Refinitiv, Bloomberg, GPW, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.



# Zmagania przemysłu

---

MAKROWIZJER