

Komentarz Specjalny

Wbrew grawitacji

- **Prawdopodobnie Mierny Indeks** – Głęboki spadek indeksu PMI w ostatnich miesiącach rozbudził obawy o perspektywę wzrostu polskiej gospodarki. Jak na razie jednak produkcja trzyma się nieźle, a coraz widoczniejsza staje się rozbieżność między indeksami nastrojów a rzeczywistymi wynikami gospodarki.
- **Nie tylko miękkie dane** – Produkcja przemysłowa w kraju rośnie również szybciej niż produkcja w Niemczech, a korelacja między tymi danymi jest – wbrew pozorom - relatywnie niska. Nasza analiza wskazuje, że nie jest to nowe zjawisko. Paradoksalnie to właśnie rosnące (a nie słabnące) powiązania polskich i niemieckich firm mogą stać za odpornością tych pierwszych.
- **Rola popytu krajowego** – Zamówienia krajowe są zdecydowanie silniejsze niż zamówienia eksportowe, co częściowo wyjaśnia odporność Polski na spowolnienie w Niemczech. Oczekujemy, że popyt krajowy pozostanie silny w 2019 roku, głównie za sprawą przyspieszenia konsumpcji.
- **Powyższe argumenty sugerują, że wyjątkowa odporność polskiej gospodarki może utrzymywać się dłużej niż wskazywałyby wyniki gospodarek strefy euro.**

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

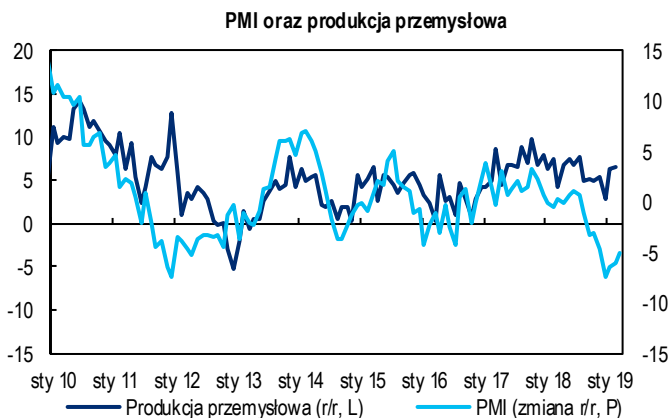
cezary.chrapek@citi.com

Wbrew grawitacji

Głębokie spadki indeksu PMI w poprzednich miesiącach rozbudziły obawy o perspektywy wzrostu w kraju. Obawy te mogą wydawać się uzasadnione, biorąc pod uwagę, że gospodarka niemiecka już wyraźnie spowolniła a jej powiązania z polską gospodarką są silne. Niemniej pomimo spadku indeksu PMI, twarde dane o produkcji przemysłowej trzymają się niezłe - produkcja w kraju wzrosła w lutym o 5,2% r/r (w ujęciu 3-miesięcznej średniej ruchomej).

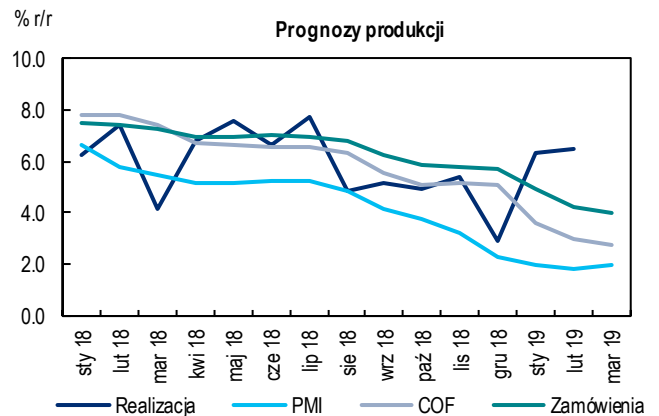
Gdyby na spowolnienie wskazywały wyłącznie dane o PMI, nie wywoływałyoby to naszych większych obaw. Od dłuższego czasu (przynajmniej od 2014 r.) uznajemy PMI za niezbyt skuteczny wskaźnik tendencji w polskim przemyśle. Ostatni rok tylko nas utwierdził w tym przekonaniu – przez większą część 2018 roku rzeczywiste wzrosty produkcji były istotnie i systematycznie wyższe niż pesymistyczne wskazania modeli opartych na PMI (wykres 2). Tym razem jednak niepokojące sygnały płyną również z innych źródeł. W szczególności modele oparte o wskaźniki Komisji Europejskiej, które w przeszłości były skuteczniejsze od modeli opartych na PMI, zaczęły sygnalizować na początku 2019 roku pogłębienie spowolnienia w produkcji. Co ciekawe, nastąpiło to wtedy, gdy aktywność w przemyśle nawet przyspieszyła. Jak pokazuje wykres 2, ta rozbieżność trwa relatywnie krótko, ale naszym zdaniem samo jej powstanie zasługuje na uwagę.

Wykres 1. Pomimo głębokiego spadku PMI wzrost produkcji utrzymuje się na wysokim poziomie



Źródło: Bloomberg, Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 2. Model oparty o PMI systematycznie i istotnie przeszacowywał słabość produkcji; inne modele radzą sobie lepiej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat, Bloomberg oraz KE. Uwaga: Prognozy produkcji przygotowane w oparciu o modele gdzie zmiennymi objaśniającymi są: opóźniona produkcja oraz wskaźniki koniunktury (PMI, COF oraz zamówienia w ankiecie KE).

Dane o produkcji nie tylko odbiegają od „miękkich” wskaźników (PMI, indeksy koniunktury Komisji Europejskiej), ale również od „twardych” danych o produkcji w Niemczech. Choć produkcja w Niemczech wyraźnie wyhamowała w 2018 roku, dotychczas trend ten nie przeniósł się na polskie dane, a rozbieżność stała się szczególnie widoczna w ostatnich miesiącach (wykres 3).

Odporność polskiej produkcji na spowolnienie w Niemczech przyciąga teraz wiele uwagi, jednak wbrew pozorom nie jest to zupełnie nowe

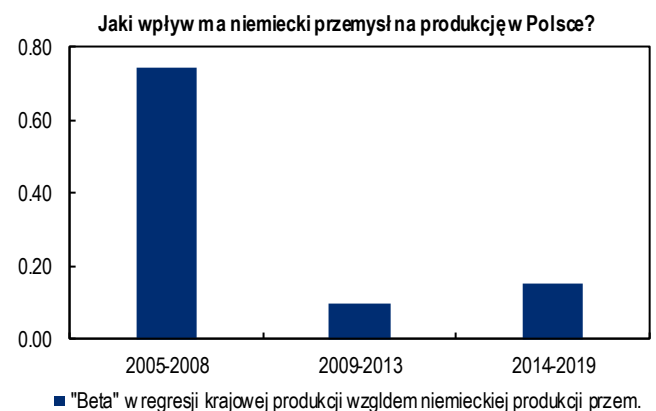
zjawisko. Wrażliwość produkcji krajowych firm na zmiany w Niemczech obniżyła się już jakiś czas temu. Wykres 4 pokazuje na przykład oszacowane parametry z modelu w którym produkcja w Polsce jest wyjaśniania przez zmiany produkcji w Niemczech oraz zmiany krajowej produkcji z poprzedniego miesiąca. Od kryzysu 2008-2009 parametry te wyraźnie się obniżyły i obecnie nie są już nawet statystycznie istotne. Na podobne rozluźnienie (statystycznego) związku między przemysłami w Niemczech i Polsce wskazuje również obniżenie się współczynnika korelacji. Takie wnioski wydają się nieintuicyjnie, szczególnie, że analiza zmian rok-do-roku na wykresie 3 sugeruje, że obie zmienne poruszają się w podobnym kierunku. Testy statystyczne – w odróżnieniu od analizy wizualnej – pokazują jednak, że 1) ta korelacja od czasu kryzysu osłabła; 2) w niektórych przypadkach to produkcja w Polsce odnotowywała punkty zwrotne szybciej niż produkcja w Niemczech¹. Oznacza to, że nawet jeżeli w długim okresie dynamika produkcji w Polsce i Niemczech porusza się w podobnym kierunku, jej związek w poszczególnych miesiącach jest słabszy niż się powszechnie uważa. Oczywiście powyższe wyniki bynajmniej nie wskazują, że powiązania między polską a niemiecką gospodarką stały się słabsze. W rzeczywistości udział Polski w niemieckim imporcie wzrósł do 5,5% w 2018 roku z 3,2% w 2017, a Polska stała się dla Niemiec największym źródłem importu w regionie CEE.

Wykres 3. Polska produkcja odbiega nie tylko od trendu wskaźników koniunktury, lecz również od twardych danych o produkcji z Niemiec



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Zmiany niemieckiej produkcji niewiele wnoszą do prognoz produkcji w Polsce (przynajmniej w porównaniu do okresu przed 2009)



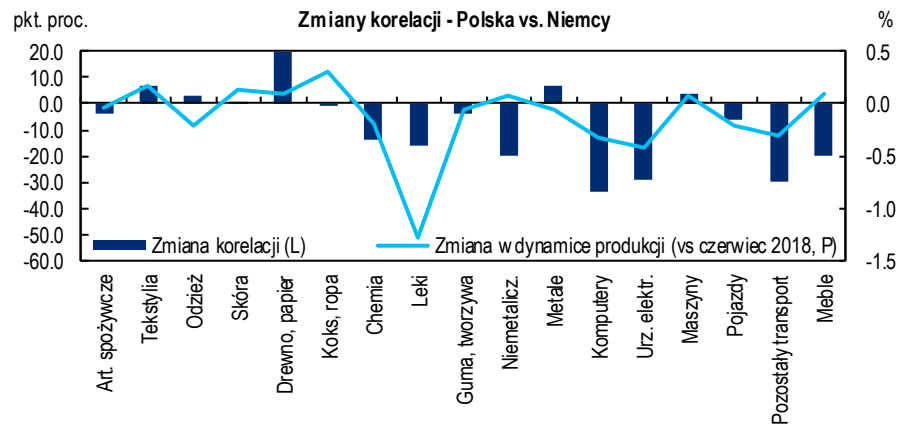
Źródło: Szacunki Citi Handlowy.

Produkcja przemysłowa

Interesujące wnioski pojawiają się w danych dla poszczególnych branż. Jak pokazuje wykres 5, od 2016 roku korelacja między produkcją w Polsce i Niemczech obniżyła się w kilku branżach. Fakt ten może częściowo tłumaczyć ostatnią odporność krajowego przemysłu na spowolnienie w strefie euro w 2018 roku. Okazuje się bowiem, że to właśnie te „słabiej skorelowane” branże doświadczyły największego spowolnienia w Niemczech w minionym roku. Na tym etapie trudno nam jednak ocenić co stało za spadkiem korelacji w tych konkretnych branżach.

¹ Co więcej, od strony technicznej - test przyczynowości Grangera sugeruje, że to zmiany produkcji w kraju wyprzedzają (lub pomagają wyjaśniać) zmiany produkcji w Niemczech, a nie na odwrót.

Wykres 5. W ostatnich latach korelacja między polską i niemiecką produkcją spadła w sektorach które bardziej ucierpiały w 2018 r.

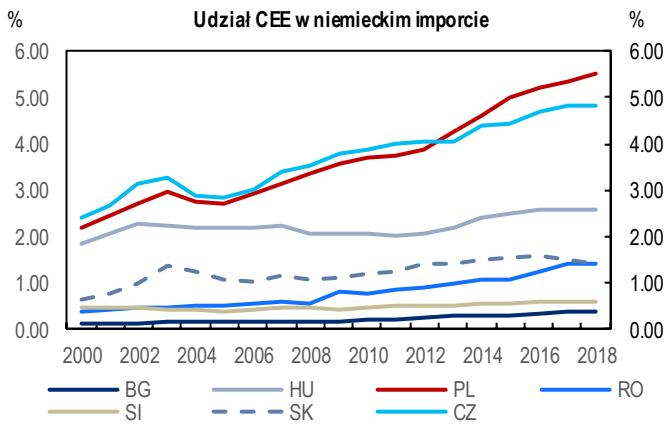


Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat. Uwaga: Zmiana korelacji między produkcją w PL i DE obliczona dla okresów 2010-2016 oraz 2017-2019. Zmiana tempa wzrostu produkcji obliczona jako różnica w tempie wzrostu r/r (3MMA) między lutym 2019 a czerwcem 2018.

Jedną z hipotez próbujących wyjaśnić odporność polskiej gospodarki odwołuje się do argumentu, zgodnie z którym niemieckie firmy i konsumenci w okresie spowolnienia sięgają po tańsze produkty. Miałyby to oznaczać, że w okresie cyklicznego spowolnienia rośnie popyt na polski eksport, podtrzymując wzrost w kraju na wysokim poziomie. Niemniej dane nie wspierają tej tezy. Udział Polski w niemieckim imporcie rośnie od lat, wykazując się niewielką cyklicznością (Wykres 6). Jedyną kategorią, gdzie w okresie 2008-2010 odnotowano istotny i przejściowy przyrost to towary konsumpcyjne (przede wszystkim klasyfikowane jako dobra trwałe). Niemniej podobne zjawisko nie powtórzyło się w innych okresach niemieckiego spowolnienia w 2012 i 2018 r., a więc trudno ten odosobniony przypadek traktować jako regułę. Tym bardziej, że na poziomie zagregowanym efekt ten nie jest widoczny, gdyż wzrost niemieckiego importu dóbr konsumpcyjnych w 2008-2010 został w praktyce skompensowany przez spadek importu zaopatrzeniowego. Biorąc to wszystko pod uwagę trudno znaleźć argumenty świadczące o tym, że w okresach spowolnienia polskie firmy systematycznie zyskują, a przez to ich produkcja jest chroniona.

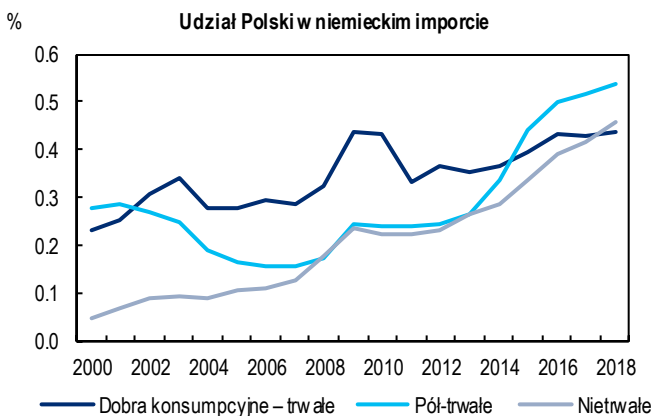
Nie jest jednak tak, że sukces polskich firm eksportowych jest bez znaczenia. Fakt, że udział Polski w niemieckim imporcie rósł w każdym z ostatnich trzynastu lat wskazuje jednak, że oddziaływały tu strukturalne, a nie cykliczne czynniki. Trend ten prawdopodobnie odzwierciedla proces integracji polskich firm w łańcuchy dostaw firm zachodnioeuropejskich i ma charakter długoterminowy. Jest on również związany z przesuwaniem produkcji do krajów CEE w ramach tych samych grup. Może to tłumaczyć czemu polska produkcja jest bardziej odporna na wahania aktywności w Niemczech. Jeżeli bowiem udział polskich firm nie przestaje rosnąć (a to właśnie sugerują dane), są one w stanie zwiększać produkcję nawet w okresie recesji w niemieckim przemyśle. Efekt ten jest odzwierciedleniem długoterminowego trendu, który jak na razie nie słabnie.

Wykres 6. Polska zwiększała swój udział w niemieckim imporcie w każdym kolejnym roku począwszy do 2006 r.



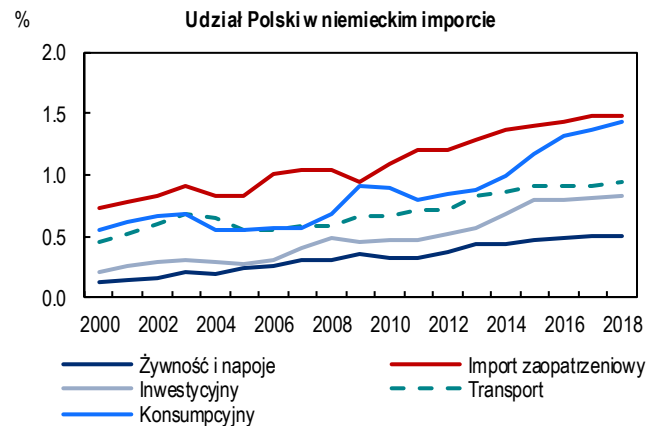
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 8. Dobra konsumpcyjne szybko zdobywają niemiecki rynek



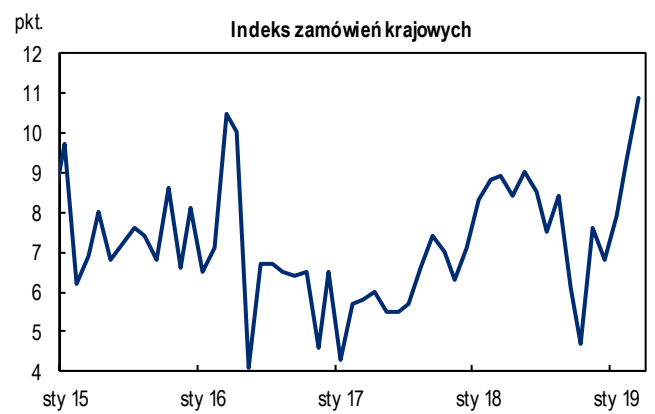
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 7. Nie widać przekonujących dowodów na tezę, że polskie firmy zyskują w okresach spowolnienia w Niemczech



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 9. Siła popytu krajowego częściowo tłumaczy dobre wyniki produkcji pomimo spowolnienia w Niemczech



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych KE

Niezależnie od powodów dla których korelacja między danymi z Polski i Niemiec osłabła w ciągu ostatniej dekady, wyjątkowo dobre wyniki przemysłu z ostatnich miesięcy można przypisać również silnemu popytowi krajowemu. Indeks nowych zamówień krajowych (wykres 9) wskazuje, że pod koniec 2018 i na początku 2019 roku zamówienia krajowe wyraźnie poprawiły się w stosunku do zamówień eksportowych. Kluczowe pytanie dotyczy tego, czy powyższe tendencje mogą być kontynuowane.

Dotychczas wzrost gospodarczy w Polsce wynikał z czynników bardzo słabo powiązanych z koniunkturą zagraniczną. Kluczowy wkład we wzrost miała bowiem konsumpcja indywidualna oraz inwestycje publiczne. Oczekujemy, że podobne trendy będą kontynuowane również w 2019 r. Co prawda inwestycje publiczne zapewne wyhamują, jednak konsumpcja najprawdopodobniej przyspieszy z i tak wysokich poziomów. Sytuacja na rynku pracy pozostaje napięta i nic na razie nie wskazuje na szybkie i znaczne osłabienie dynamiki płac. Ponadto, ogłoszony pakiet fiskalny powinien wyraźnie zwiększyć dochody do dyspozycji oraz wydatki gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę skalę stymulacji fiskalnej (ok. 1% PKB w 2019 roku oraz 1,4% w 2020), dodatkowe wydatki powinny w

znacznym stopniu skompensować negatywny wpływ spowolnienia u największych partnerów handlowych.

Wnioski

Obecne relatywnie dobre wyniki polskiego przemysłu (na tle innych europejskich gospodarek) mogą wydawać się zaskakujące, ale spodziewamy się, że tendencje te nie ulegną zmianie w najbliższych miesiącach. Ciągłe rosnący udział polskich firm w imporcie Niemiec i strefy euro powinien działać stabilizująco. Dodatkowo silny popyt krajowy, w tym dynamicznie rosnąca konsumpcja wspierana przez poluzowanie fiskalne, powinna przyczyniać się do wzrostu zamówień krajowych, rekompensując słabszy popyt zagraniczny. Biorąc to wszystko pod uwagę oczekujemy, że PKB w Polsce wzrośnie w 2019 roku o około 4,1% r/r, przy czym ryzyka wydają się przechylone w górę.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	477	471	526	585	609	692
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.799	1.858	1.982	2.111	2.244	2.370
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.415	12.271	13.696	15.236	15.905	18.080
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,6	6,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,8	5,1	4,1	3,5
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	7,3	4,7	5,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,5	4,3	5,0	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,5	5,4	3,8
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,6	6,1	6,6
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	7,0	7,5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,1	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	1,4	2,4
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,7	3,5	3,8	4,1	5,9	7,1	7,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,44	4,91	3,39	7,01	7,90	7,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	3,20	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,61	3,32
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,71	3,46
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,28	4,26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-4,0	-8,9	-12,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,5	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-5,6	-13,9	-18,9
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	252,6	265,6	301,8
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	226,6	258,2	279,4	320,7
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	29,9	34,6
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-21,1	-22,6	-23,3	-25,9
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,6	-1,9	-2,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	0,9	-0,4	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,8	45,9	46,3

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

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do 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, nie stanowi „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 oraz 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, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakikolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości. 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 występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakkolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany

w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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. 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 numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.
