

15 grudnia 2025 | 6 stron

Citi Weekly

Czy niemiecki przemysł zbliża się do punktu zwrotnego?

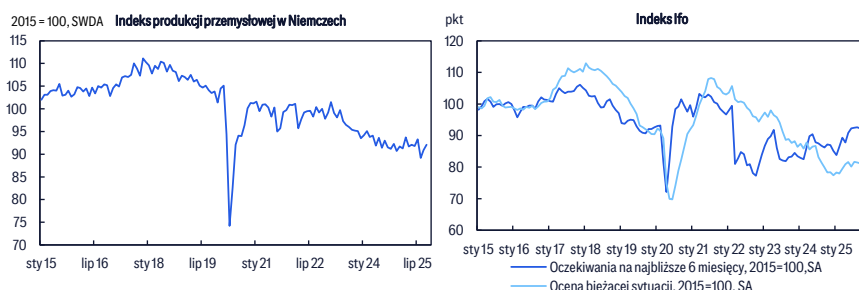
- Niemiecki przemysł, który zaczął tracić impet już w 2018 r., po covidowym załamaniu nie zdołał powrócić do wcześniejszego poziomu aktywności. W latach 2021-2022 produkcja przemysłowa ustabilizowała się, jednak na niższym pułapie niż przed pandemią, natomiast od 2023 r. weszła w trend spadkowy. Niekorzystną sytuację widać także w przypadku nowych zamówień. Zarówno zamówienia z rynków zagranicznych, jak i zamówienia kluczowej dla Niemiec branży motoryzacyjnej od kilku lat utrzymują się w horyzontalnym trendzie. Taka długotrwała stagnacja popytu, połączona ze spadkiem produkcji, potwierdza strukturalną słabość sektora i wskazuje, że niemiecki przemysł wchodzi w 2026 r. wyraźnie osłabiony.

- Z drugiej strony nadziei na wyjście z trudnej sytuacji można dopatrywać się w danych odnoszących się do nastrojów. Komponent oczekiwań wskaźnika Ifo, odzwierciedlający oczekiwania przedsiębiorców co do przyszłych warunków gospodarczych, w ostatnim czasie rósł i utrzymywał się powyżej komponentu przedstawiającego ocenę bieżącej sytuacji. Podobną tendencję widać w przypadku indeksu PMI dla przemysłu, który od końca 2024 r. coraz bardziej zbliżał się do granicy oddzielającej recesję od ekspansji. Jednak w momencie, gdy oba wskaźniki znalazły się już blisko kluczowych poziomów sugerujących przełamanie wcześniejszych tendencji, nastąpiło rozczarowanie - listopadowe odczyty przyniosły spadek i odwrócenie wcześniejszego odbicia. Tym samym niemiecki przemysł pozostaje „zawieszony” między wyraźnie słabą bieżącą aktywnością a stopniową, choć kruchą poprawą oczekiwań.

- Dodatkowe źródło nadziei na poprawę sytuacji w przemyśle stanowi wzrost wydatków inwestycyjnych zapisanych w nowym budżecie, w którym założono m.in. zwiększenie nakładów na infrastrukturę, kolej, transformację energetyczną czy obronność. Wyższa aktywność inwestycyjna powinna przełożyć się na nieco lepszy popyt na dobra przemysłowe i poprawę nastrojów w części branż. Choć takie pobudzenie nie rozwiąże problemów strukturalnych sektora, może stanowić impuls tworzący podstawę do stopniowego odbicia.

- Z naszych szacunków wynika, że w ostatniej dekadzie zwiększenie produkcji przemysłowej w Niemczech o 1 p.p. przekładało się na wyższą dynamikę eksportu do tego kraju średnio o ok. 1,1 p.p. Z uwagi na to, że niemal 30% polskiego eksportu trafia na rynek niemiecki, a znaczną jego część stanowią dobra wykorzystywane jako wkład w tamtejszej produkcji, tak silna elastyczność potwierdza kluczowe znaczenie niemieckiej koniunktury dla krajowej gospodarki. Oznacza to, że nawet umiarkowane ożywienie u zachodniego partnera mogłoby skutecznie podtrzymać i wzmocnić widoczne ostatnio odbicie w polskim przemyśle.

Wykres 1. W ostatnim czasie sygnały płynące z niemieckiego przemysłu dają mieszaną obraz tego sektora



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

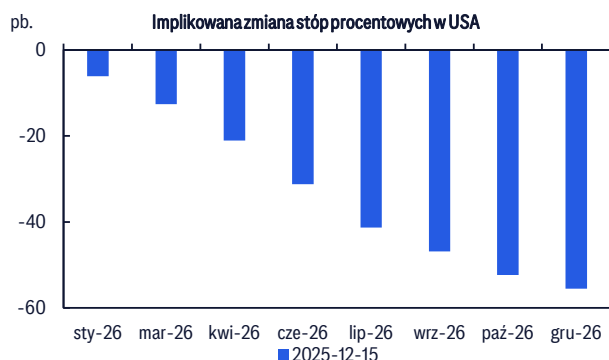
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Perspektywa dalszych obniżek pozostaje otwarta

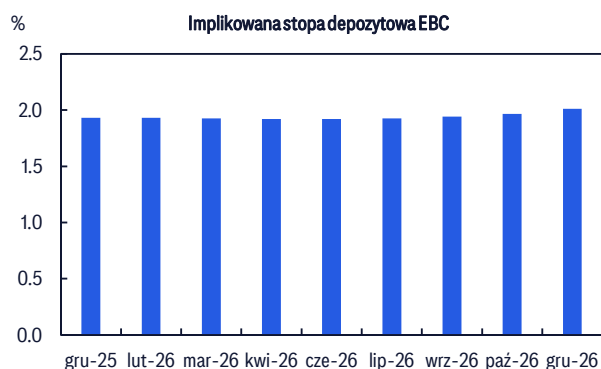


Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, stopa funduszy federalnych została obniżona o 25 pb do przedziału 3,50-3,75%. Podczas konferencji prasowej prezes Powell podkreślał, że polityka pieniężna znajduje się obecnie w „szerokim przedziale” stopy neutralnej, a dalsze decyzje będą uzależnione od napływających danych. Jednocześnie zwrócono uwagę na słabnącą presję inflacyjną oraz narastające ryzyka po stronie rynku pracy, co stanowiło zaskoczenie dla części rynku oczekującej bardziej jastrzębiego przekazu.

- W naszej ocenie nadal istnieje przestrzeń do dalszego luzowania. Zmieniony opis sytuacji na rynku pracy oraz rewizje danych sugerujące słabszy wzrost zatrudnienia wzmacniają argumenty za kolejnymi obniżkami. Dodatkowo większe i rozpoczęte wcześniej niż oczekiwano zakupy bonów skarbowych w celu utrzymania płynności wskazują na gotowość Fedu do dalszego wsparcia gospodarki.

Wykres 3. Stopy na dłużej bez zmian



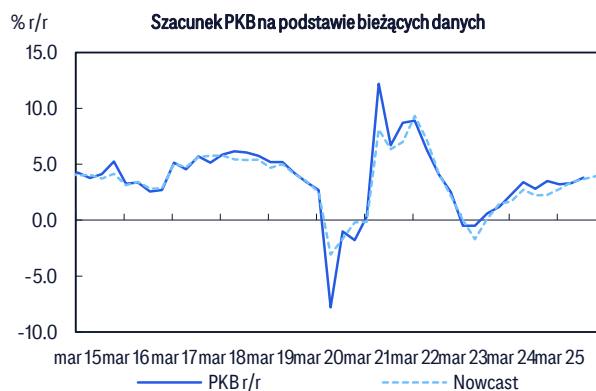
Źródło: Bloomberg, szacunki Citi Handlowy

- Oczekujemy, że EBC ponownie pozostawi stopę depozytową bez zmian na poziomie 2,0% na grudniowym posiedzeniu. Ponadto retoryka płynąca z komunikatu będzie wskazywała, że utrzymanie zostanie podejście oparte na napływających danych, a decyzje podejmowane są z posiedzenia na posiedzenie.

- Projekcje makroekonomiczne EBC powinny wskazywać na nieco wyższy wzrost PKB (o 0,3-0,4 punktu procentowego łącznie w latach 2025 i 2026), ale prognozy inflacji na lata 2026 i 2027 mogą spaść poniżej 2%, prawdopodobnie odpowiednio do 1,7% i 1,8%, zakładając, że wdrożenie ETS2 zostanie opóźnione do 2028 roku. Nowa prognoza wskaźnika HICP na 2028 rok prawdopodobnie będzie jednak nieznacznie przekraczać 2%.

- Naszym zdaniem stopy procentowe EBC raczej nie zostaną obniżone (ani podniesione) przez dłuższy czas: wobec „jastrzębiego” nastawienia w Radzie Prezesów oraz strukturalnej presji na wzrost inflacji.

Wykres 4. Dane za listopad pod wpływem dni roboczych



Źródło: szacunki Citi Handlowy, GUS

- Publikacje danych o miesięcznej aktywności za listopad będą pozostawać pod wpływem mniejszej liczby dni roboczych niż w październiku. Zakładamy jednak, że niższe dynamiki wzrostu nie będą wskazywały na spowolnienie gospodarki, a aktywność pozostaje solidna.

- Zakładamy, że sprzedaż detaliczna wzrośnie w listopadzie o 3% r/r (vs. 5,1% w październiku), natomiast produkcja przemysłowa zwiększy się o 2,1% r/r (3,2% poprzednio).

- W przypadku rynku pracy zakładamy, że wzrost wynagrodzeń spadł do 5,7% r/r (6,6% poprzednio), co wpisuje się w normalizację tempa wzrostu płac.

- Październikowe saldo obrotów na rachunku bieżących zanotowało według naszych założeń niewielką nadwyżkę (47 mln EUR vs. -725 mln EUR we wrześniu).

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 gru PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	X	47	163	-725
16 gru WTOREK							
09:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	XI	--	--	-1,2
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	XII	48,0	48,7	48,2
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	XII	52,8	53,0	53,1
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	XII	49,5	49,9	49,6
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	XII	53,8	53,3	53,6
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	XII	38,0	39,0	38,5
14:00	HU	Decyzja MNB	%	XII	--	--	6,5
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	XI	2,7	--	3,0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XI	80	50	--
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	XI	4,5	4,4	--
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	XI	0,3	0,3	--
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mIn	X	--	1,349	--
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mIn	X	--	1,314	--
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	0,2	0,3	0,2
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	XII	52,5	--	52,2
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	XII	54,0	--	54,1
17 gru ŚRODA							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	XII	88,4	88,3	88,1
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	XI	2,2	2,2	2,2
18 gru CZWARTEK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	XI	-0,8	-0,9	-0,8
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	2,1	2,9	3,2
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	XI	--	--	-2,2
10:00	PL	Płace	% r/r	XI	5,7	6,3	6,6
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	XII	2,00	2,00	2,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	226	--	236
14:30	USA	Inflacja bazowa	% r/r	XI	2,8	3,0	--
14:30	USA	Inflacja CPI	% r/r	XI	2,8	3,1	--
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	XII	--	--	-1,7
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	18 gru	--	--	3,5
19 gru PIĄTEK							
08:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	I	--	-23,0	-23,3
08:00	DE	Inflacja PPI	% m/m	XI	--	0,1	0,1
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	X	0,2	--	0,2
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	X	--	--	--
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	X	--	--	--
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	X	--	--	--
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	XII	--	-14,1	-14,2
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mIn	XI	4,13	4,15	4,10
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	XII	--	--	--

22 gru PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	3,0	3,9	5,4
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	XI	--	--	10,6
23 gru WTOREK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	XI	--	--	5,6
14:30	USA	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q3	--	3	3,8
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	--	0	0,1
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	XII	--	--	88,7
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	X	--	--	--
24 gru ŚRODA							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	--	--	--
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	X	--	--	0,5
31 gru ŚRODA							
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	XII	--	--	--
1 sty CZWARTEK							
08:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	--	48
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	--	49,1
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	--	53,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	--	--	--
14:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	XII	--	--	--
2 sty PIĄTEK							
09:00	CZ	Rewizja PKB	% r/r	Q3	--	--	2,8
09:55	DE	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	XII	--	--	--
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	XII	--	--	--
5 sty PONIEDZIAŁEK							
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	--	--	--
10:30	EUR	Indeks Sentix	pkt	I	--	--	-6,2
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	XII	--	--	0,2
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	XII	--	--	--
14:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XII	--	--	--
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XII	--	--	48,2

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	918	1061	1110
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3653	3904	4179
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24459	28368	29663
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.4	5.3
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.5	4.0
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	3.0	7.8
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.8	3.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	4.1	3.6
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.2	6.0
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	4.7	5.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.5	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.4
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.8	6.0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.13	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.15	4.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.62	3.80
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.68	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.21
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.22
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-10.0	-17.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.6
Saldo handlu zagranicznego	-4.9	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-17.5	-25.9
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	394.1	404.5
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	411.6	430.4
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	43.7
Saldo dochodów	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.3	-36.0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.8	-6.1
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.2	-3.3
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.7	51.5

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy 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

Anastazja Nagórka

Stażystka
anastazja.nagorka@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 jedynego 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.