

## Komentarz ekonomiczny

### Słaba sprzedaż i płace, mocna produkcja

**Bartosz Białas**, tel. 517 881 807, [bartosz.bialas@santander.pl](mailto:bartosz.bialas@santander.pl)

**Cezary Chrapek, CFA**, tel. 887 842 480, [cezary.chrapek@santander.pl](mailto:cezary.chrapek@santander.pl)

**Marcin Luziński**, tel. 510 027 662, [marcin.luzinski@santander.pl](mailto:marcin.luzinski@santander.pl)

**Grzegorz Ogonek**, tel. 609 224 857, [grzegorz.ogonek@santander.pl](mailto:grzegorz.ogonek@santander.pl)

Dane z krajowej gospodarki za grudzień dały mieszane sygnały na temat obecnej koniunktury. W dół zaskoczyła dynamika płac (9,6% r/r) i sprzedaży detalicznej (-2,3% r/r, -2,9% m/m s.a.), co w pierwszym przypadku można przypisać m.in. mniejszym premiom w górnictwie czy energetyce, czy przestojom w transporcie, a w drugim dosyć dobrej pogodzie. Z kolei produkcja przemysłowa i budowlana zaskoczyły mocno na plus (odpowiednio: -3,9% r/r, +2,9% m/m s.a. i +14% r/r i 8,5% m/m s.a.) z pozytywnym wpływem produkcji energii czy wybranych sektorów eksportowych.

Dane za grudzień dopełniają gospodarczy obraz IV kwartału i w naszej ocenie wspierają szacunek wzrostu PKB w końcówce roku na poziomie co najmniej 2,5% r/r, powyżej oczekiwań rynkowych. Nadal spodziewamy się przyspieszenia wzrostu gospodarczego w roku 2024 do ok. 3%, czego źródłem będzie przede wszystkim popyt krajowy.

Z punktu widzenia polityki pieniężnej dzisiejsza porcja danych to jednak nie jest powód do wzrostu obaw o uporczywość inflacji i dla inwestorów na rynku finansowym może być kolejnym argumentem, żeby nie rezygnować z wyceny obniżek stóp procentowych. Niemniej, naszym zdaniem stopy RPP pozostaną bez zmian przez większą część tego roku.

#### Sprzedaż detaliczna wyraźnie poniżej prognoz

Sprzedaż detaliczna spowolniła w grudniu do -2,3% r/r z -0,3% r/r w listopadzie, znacznie poniżej prognoz (my: +1,2% r/r, rynek: +0,9% r/r). Dobra trwałe i nietrwałe solidarnie obniżyły się o 2,3% r/r z odpowiednio -0,9% r/r i -0,1% r/r w listopadzie.

W ujęciu odsezonowanym sprzedaż spadła o 2,9% m/m i był to najniższy wynik od lipca.

Stabość była widoczna w większości kategorii, z wyjątkiem samochodów oraz farmaceutyków, które dalej notowały solidny wzrost. Sprzedaży farmaceutyków sprzyjał jednak sezon grypowy i zwiększona liczba zachorowań. Największe rozczarowania widzimy w sprzedaży odzieży, żywności i w niewyspecjalizowanych sklepach (czyli w supermarketach). Naszym zdaniem jednak jest to pokłosie raczej zmiany zachowań konsumentów, niż słabości popytu. Sprzedaż odzieży w znacznej mierze zależy od temperatury, a grudzień był ciepły, co mogło zmniejszyć popyt na kolekcję zimową. Słaba sprzedaż w sklepach z żywnością i w supermarketach może sugerować relatywnie niższe zakupy żywnościowe związane ze świętami. Zmianę zachowań konsumentów suflujemy, gdyż w tych trzech kategoriach słabsze wyniki grudnia widzimy już drugi rok z rzędu (w przypadku odzieży wynikiem jest nawet wzrost sprzedaży w ujęciu rocznym).

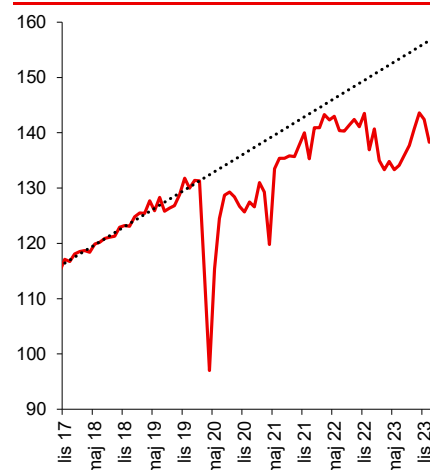
Ciepły grudzień miał też przełożenie na niższą sprzedaż paliw (z kolei styczeń jest raczej zimny, więc wkrótce może pojawić się odwrócenie tego efektu).

Choć grudniowe dane o sprzedaży detalicznej są słabsze od prognoz, to nadal uważamy, że otoczenie makro (zdrowy rynek pracy, wysoki optymizm konsumentów, podwyżki płac w sektorze publicznym, wysoka indeksacja świadczeń społecznych) będzie sprzyjało silnemu wzrostowi konsumpcji w nadchodzących kwartałach.

#### Stabnący wzrost płac, lekkie ożywienie zatrudnienia

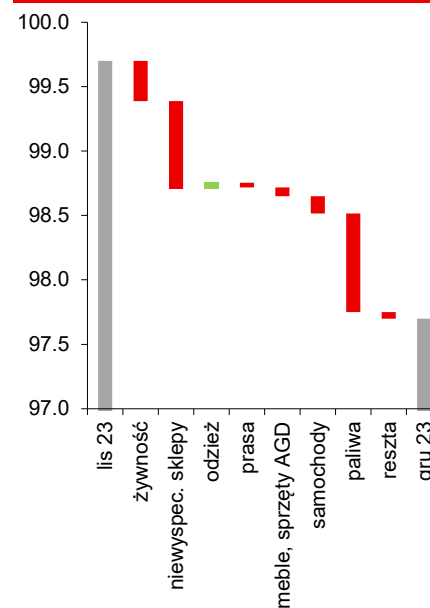
Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw spowolnił w grudniu do 9,6% r/r z 11,8% r/r w listopadzie, czyli poniżej naszych szacunków i konsensusu rynkowego na poziomie 11,4% r/r. W dół zaskoczyły dynamiki w większości kategorii, przy czym największe niespodzianki miały miejsce w górnictwie i usługach komunalnych, co naszym zdaniem mogło wynikać z wcześniejszych wypłat premii, które tradycyjnie przypadają na grudzień. Sporą negatywną niespodzianką odnotowano także w transporcie i magazynowaniu, co odzwierciedla szerszą

#### Sprzedaż detaliczna, indeks



Źródło: GUS, Santander

#### Sprzedaż detaliczna – dekompozycja zmiany rocznej stopy wzrostu, % r/r



Źródło: GUS, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)

www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)

Piotr Bielski 691 393 119

Bartosz Białas 517 881 807

Cezary Chrapek, CFA 887 842 480

Marcin Luziński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

stabość w handlu krajowym i zagranicznym, a być może jest także pokłosiem blokady na granicy. Wzrost płac zaskoczył w dół również w przetwórstwie przemysłowym, gdzie spowolnił do 10,5% r/r. Najniższe tempo wzrostu płac utrzymało się w budownictwie i transporcie (po 6,3% r/r).

Wzrost zatrudnienia odbił do -0,1% r/r z -0,2% r/r (0% m/m) w listopadzie, nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego na poziomie -0,2% r/r. W wartościach nominalnych zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zatrudniających 10 lub więcej osób wzrosło o 1 tys. wobec szacowanego przez nas spadku o 5 tys. Nastąpiła dalsza redukcja zatrudnienia w sektorze przetwórczym przy wzroście zatrudnienia w handlu oraz budownictwie.

Zakładamy, że pozytywne tendencje na rynku pracy utrzymają się w kolejnych kwartalach, ponieważ gospodarka będzie się ożywiać, co będzie wspierać popyt na pracę. Sytuacja na rynku pracy w budownictwie poprawi się z pewnym opóźnieniem wraz ze spadkiem stóp procentowych, a w przetwórstwie przemysłowym wraz z pewną poprawą popytu zewnętrznego w drugiej połowie tego roku. Wzrost płac prawdopodobnie utrzyma się na stosunkowo wysokim poziomie ok. 10% r/r przy wciąż niskiej stopie bezrobocia, co będzie wspierać nasz scenariusz ożywienia konsumpcji.

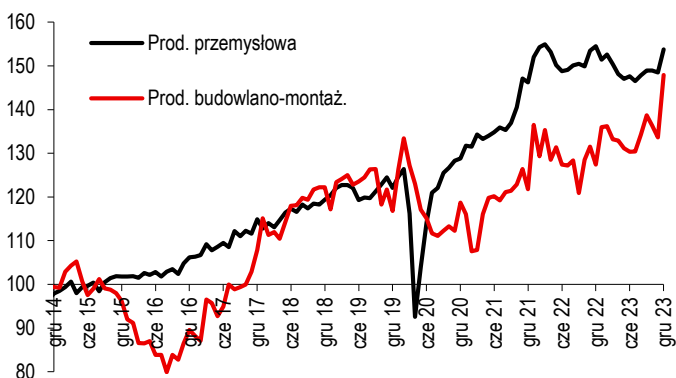
### Produkcja przemysłowa powyżej oczekiwań w grudniu

Produkcja przemysłowa spadła o -3,9% r/r wobec konsensusu rynkowego -5,8% r/r i naszej prognozy -5,3% r/r. Był to znacznie niższy odczyt niż listopadowe -0,3% r/r (zrewidowane w górę z -0,7%), ale wynikało to z różnic w dniach roboczych. Wzrost skorygowany czynniki sezonowe wyniósł w ujęciu m/m aż +2,9%, najwięcej od stycznia 2022 r. i znacznie więcej niż odbicie produkcji obserwowane w okresie sierpień-wrzesień łącznie (1,6%).

Należy odnotować, że tym razem dość duży pozytywny wkład we wzrost produkcji wniosło wytwarzanie i dostarczanie energii elektrycznej, gazu i ciepła, która to pozycja wzrosła o 11,4% r/r, podczas gdy produkcja w ramach przetwórstwa przemysłowego spadła o 5,6% r/r. Z drugiej strony, w grudniu odnotowano pewną poprawę w takich działach przemysłu jak inny sprzęt transportowy, sprzęt elektryczny, maszyny i urządzenia, a także elektronika - są to głównie branże zorientowane na eksport a w poprzednich miesiącach wpływały negatywnie na wyniki produkcji. Nietypowo słabe wyniki odnotowano w grudniu w branży odzieżowej, tytoniowej, farmaceutycznej, chemicznej i tworzyw sztucznych.

Spodziewamy się umiarkowanego dodatniego rocznego wzrostu produkcji przemysłowej przez większą część 2024 r., średnio na poziomie 3-5%, przy czym osiągnięte tempo wzrostu będzie w dużej mierze zależec od rozwoju sytuacji w gospodarce strefy euro.

### Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa, indeks

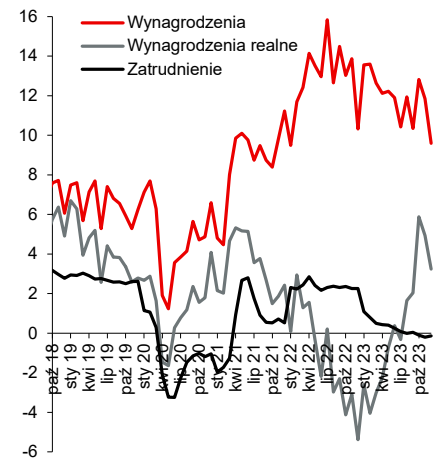


Źródło: GUS, Santander

### Budownictwo wyraźnie w górę

W grudniu produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 14,0% r/r, wyraźnie przebijając oczekiwania rynkowe na poziomie 5,3% r/r i naszą prognozę 2,7% r/r, a także swój listopadowy wzrost o 3,9% r/r. W ujęciu odsezonowanym zobaczyliśmy odbicie o 8,5% m/m, przychodzące po dwóch miesiącach spadków po ok. 2% m/m. Przyspieszenie wzrostu produkcji budowlanej było zasługą robót z zakresu inżynierii lądowej i wodnej, które wzrosły o 19,2% r/r. Budowa budynków wzrosła o 13,4% r/r, a roboty specjalistyczne o 4,7% r/r. Produkcja sektora

### Płace i zatrudnienie, % r/r



Źródło: GUS, Santander

budowlanego wyraźnie koncentrowała się na projektach inwestycyjnych (wzrost o 46,6% r/r), a nie na konserwacji i naprawach (-25,7% r/r).

Oczekujemy, że produkcja budowlana będzie nadal rosta w 2024 r. pomimo prawdopodobnego wyhamowania inwestycji samorządowych po kwietniowych wyborach, ale generalnie widzimy raczej ryzyko odchylenia jej średniego wzrostu w górę od naszej prognozy celującej w okolice 6%.

#### Na rynku mieszkaniowym dalsze miarowe dostosowanie

W grudniu ukończono budowę 20,8 tys. mieszkań, co stanowi wzrost o 11,7% r/r. Liczba wydanych pozwoleń na budowę wzrosła o 7,6% r/r, a liczba rozpoczętych budów wyniosła 14,4 tys., czyli o ponad 40% więcej niż w grudniu 2022 r. Ponownie ubyło mieszkań w budowie, z 808,2 tys. w listopadzie do 801,8 tys. w grudniu, lecz roczna dynamika wzrostu ich liczby kontynuowała miarową poprawę, rosnąc z -4,6% r/r w listopadzie do -3,8% r/r. Towarzyszyła temu poprawa naszego wskaźnika projektów w toku, który wzrósł z 16,5 pkt do 20,7 pkt, czyli do najwyższego poziomu od maja. Ogółem, najnowsze dane są zgodne z trendem obserwowanym w ostatnich miesiącach i wskazują na dalsze miarowe ożywienie strony podażowej na rynku nieruchomości. Niemniej, na wyraźne odbicie podaży przyjdzie jeszcze poczekać, co wyraźnie pokazują wciąż negatywne roczne stopy wzrostu liczby oddanych mieszkań i liczby mieszkań w budowie. Choć popyt na rynku mieszkaniowym powinien ulec pewnej normalizacji w nadchodzących miesiącach z uwagi na wyczerpanie środków programu „Bezpieczny Kredyt 2%”, dopóki nie dojdzie do istotnego dostosowania strony podażowej, należy oczekiwać, że ceny mieszkań będą dalej rosnąć.

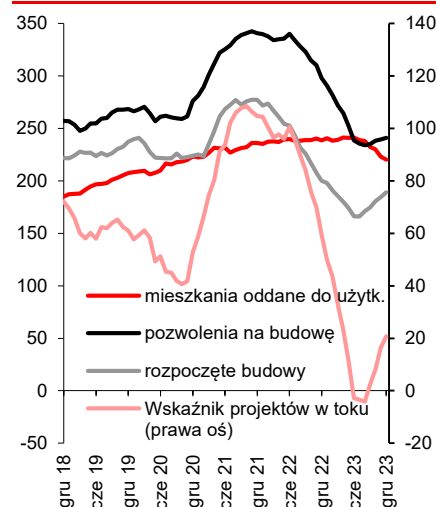
#### Poprawa koniunktury w sektorach produkcji

W styczniu ankieta koniunktury sektorowej GUS ponownie nie była jednoznacznie pozytywna. Sektory przetwórstwa przemysłowego i budownictwa, które w grudniu odnotowały pogorszenie nastrojów, w styczniu zarejestrowały najwyższe wzrosty indeksów koniunktury. Sektory sprzedaży detalicznej i zakwaterowania i gastronomii, w których nastroje uległy w grudniu poprawie, tym razem wykazały się zwiększonym pesymizmem, przede wszystkim z uwagi na wyraźne pogorszenie składowych progностycznych ich indeksów koniunktury. Niemniej, choć nowe odczyty sugerują, że w najbliższych miesiącach będzie należało zachować ostrożność przy formułowaniu prognoz dotyczących sprzedaży detalicznej, to poprawa w sektorze przemysłowym i budowlanym stanowią pozytywny sygnał i są zgodne z dalszym odbiciem w twardych danych.

#### Ceny produktów rolnych w dół w grudniu

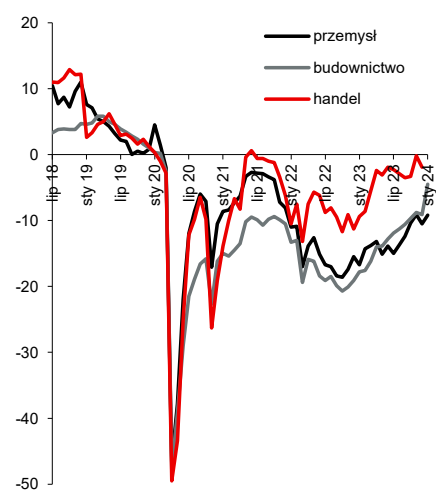
W grudniu ceny skupu produktów rolnych obniżyły się o 1,0% m/m. Wynikało to głównie z obniżek cen mięsa, podczas gdy ceny zbóż stabilizowały się, a kukurydzy, ziemniaków i mleka – wzrosły. Niższe ceny skupu będą przekładać się na utrzymanie umiarkowanych tendencji wzrostowych cen na rynku detalicznym.

#### Tendencje na rynku mieszkaniowym, dwunastomiesięczna suma krocząca



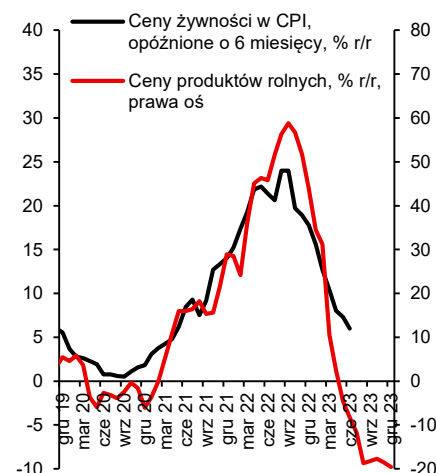
Źródło: GUS, Santander

#### Wskaźniki koniunktury GUS, pkt



Źródło: GUS, Santander

#### Detaliczne ceny żywności a ceny produktów rolnych, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych. W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl