

Komentarz ekonomiczny

Lutowe dane zaskakują w górę

Bartosz Białas, tel. 517 881 807, bartosz.bialas@santander.pl

Cezary Chrapek, CFA, tel. 887 842 480, cezary.chrapek@santander.pl

Marcin Luziński, tel. 510 027 662, marcin.luzinski@santander.pl

Grzegorz Ogonek, tel. 609 224 857, grzegorz.ogonek@santander.pl

Luty przyniósł solidną porcję danych z polskiej gospodarki, z silniejszym od oczekiwań wzrostem produkcji przemysłowej i płac. Wzrost płac przyspieszył do 12,9% r/r z 12,8% r/r, a realnie do 9,8% r/r z 8,8% r/r w styczniu, co jest najwyższym wynikiem od lat 90-tych. Zatrudnienie spadło w lutym o 0,2% r/r, zgodnie z prognozami. W kolejnych miesiącach oczekujemy stabilnego zatrudnienia i dwucyfrowego wzrostu płac przy oczekiwanym ożywieniu gospodarczym. Wskaźniki zaufania konsumentów nieznacznie się poprawiły. Wspiera to nasze oczekiwania na przyspieszenie konsumpcji prywatnej do 2,8% r/r w I kw. i 3,4% w całym roku.

Produkcja przemysłowa wzrosła o 3,3% r/r wobec zrewidowanych w górę 2,5% (z 1,6%) za styczeń. PPI nieznacznie odbił, ale ze względu na rewizję danych styczniowych jest niżej od prognoz. PPI może nadal przyczynić się do spadku inflacji CPI.

Dzisiejsze dane wspierają nasz pogląd na przyspieszenie wzrostu PKB do 2,1% r/r w I kw. i 3% w 2024 roku i nie dają RPP powodu, by zmienić nastawienie na bardziej gotębie, oraz wspierają nasze oczekiwania, że pierwsza obniżka stóp będzie miała miejsce w połowie 2025 r.

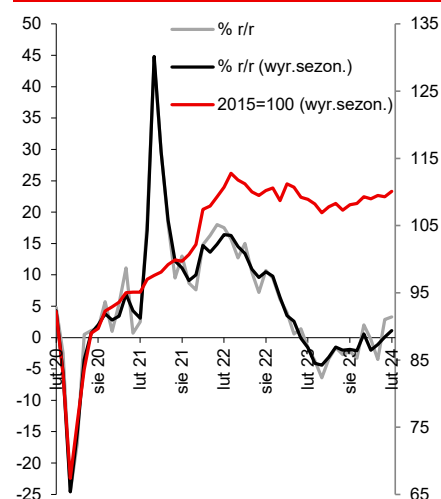
Solidny wzrost produkcji w lutym, choć głównie dzięki rewizji styczniowego wyniku

W lutym produkcja przemysłowa wzrosła o 3,3% r/r, przewyższając konsensus rynkowy na poziomie 2,5% r/r i nasze szacunki 1,7% r/r. Poprzedni odczyt został zrewidowany w górę z 1,6% r/r do 2,9% r/r, głównie dzięki podciągnięciu wyniku w zakresie wytwarzania i dostarczania energii, gazu i ciepła, ale też przetwórstwa przemysłowego. To właśnie rewizja stycznia w dużym stopniu wyjaśnia pozytywną lutową niespodziankę. Produkcja w zakresie przetwórstwa przemysłowego przyspieszyła do 3,8% r/r w lutym z 2,6% w styczniu i -5,3% r/r w grudniu. W ujęciu wyrównanym sezonowo produkcja ogółem spadła o 0,1% m/m, co nie jest złym wynikiem skoro w styczniu prawdopodobnie miał miejsce jej solidny wzrost, co zakładamy na podstawie skali rewizji danych nieodsezonowanych. Roczny wzrost produkcji w ujęciu odsezonowanym wyniósł +1,1% r/r, co jest najsłabszym wynikiem od grudnia 2022 r.

Przypominamy, że styczniowy odczyt produkcji, obecnie o 1,3 pp wyższy niż pierwotnie podano, był zaskoczeniem w dół w momencie publikacji, ale po rewizji jest zbliżony do konsensusu ukształtowanego miesiąc temu. Sygnalizowaliśmy po tamtych danych, że w zasadzie wyglądały dobrze, gdyby nie zagadkowo niski wkład jednej kategorii, która teraz doczekała się rewizji w górę - styczniowa produkcja w zakresie wytwarzania i dostarczania energii, gazu i ciepła została przesunięta z 1,5% r/r do 9,5% r/r. Ta korekta wystąpiła jednocześnie z korektą w dół składnika inflacji PPI związanego z tym sektorem. Innymi słowy, GUS obniżył swój szacunek cen w styczniu, co automatycznie podniosło szacunek w ujęciu realnym.

Kategorie, które w największym stopniu przyczyniły się do dalszego przyspieszenia produkcji w lutym, to produkty z surowców mineralnych, z tworzyw sztucznych i drewna, ale wiele innych branż również wykazało poprawę, choć mniej rzucającą na łączny wynik.

Produkcja przemysłowa, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@santander.pl

www: santander.pl/serwis-ekonomiczny

Piotr Bielski 691 393 119

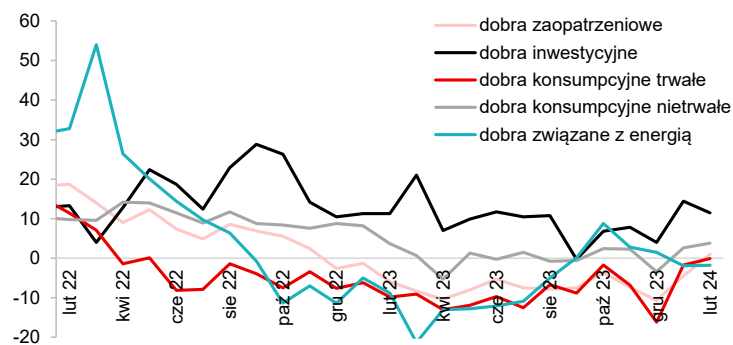
Bartosz Białas 517 881 807

Cezary Chrapek, CFA 887 842 480

Marcin Luziński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

Produkcja w Polsce wg głównych grupowań przemysłowych, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Z kolei rozbieżność produkcji wg głównych grupowań przemysłowych pokazało w lutym wzrost w dobrach inwestycyjnych o 11,5% r/r, dobrach konsumpcyjnych nietrwale o 3,8% r/r a dobrach zaopatrzeniowych 1,0% r/r (dla tych ostatnich to najlepszy wynik od listopada 2022 r.). W przypadku konsumpcyjnych dóbr trwałego użytku niepozorny wynik -0,1% r/r w lutym jest najlepszym od maja 2022 r.

Z perspektywy wzorca sezonowego dla miesięcznych zmian produkcji całkiem dobrze wypadły w lutym produkcja wyrobów tytoniowych, odzieży, produktów z surowców mineralnych oraz sprzętu elektronicznego. Relatywnie niski wzrost wystąpił w produkcji napojów, farmaceutyków i sprzętu transportowego.

Duża styczniowa rewizja danych o produkcji daje szansę na średni wzrost produkcji w tym roku przewyższający naszą prognozę 3,0%.

Zatrudnienie zgodnie z oczekiwaniami

Zatrudnienie spadło w lutym o 0,2% r/r, zgodnie z prognozami. W ujęciu miesięcznym, sektor przedsiębiorstw zlikwidował 4,8 tys. miejsc pracy (-0,1% m/m), przy czym największe straty odnotowano w budownictwie (-1,3 tys., -0,3% m/m) i działalności wspierającej/administracyjnej (-5,3 tys., -1,4% m/m). W przypadku tej drugiej kategorii dopatrywalibyśmy się efektu mocnej podwyżki płacy minimalnej w styczniu (istotny procent zatrudnionych w tym sektorze pobiera minimalne wynagrodzenie).

Stabość danych o zatrudnieniu jest dość typowa dla lutego, niemniej widoczny jest w nich negatywny wpływ słabszego wzrostu gospodarczego w 2023 roku. Ponieważ jednak spodziewamy się, że wzrost gospodarczy nabierze tempa w tym roku, to naszym zdaniem popyt na pracę wkrótce się ożywi. Nie zakładamy się jednak znacznych wzrostów zatrudnienia, ze względu na to, że stopa bezrobocia jest już na niskim poziomie i wolne zasoby siły roboczej nie są duże.

Wynagrodzenia zaskakują w górę - ponownie

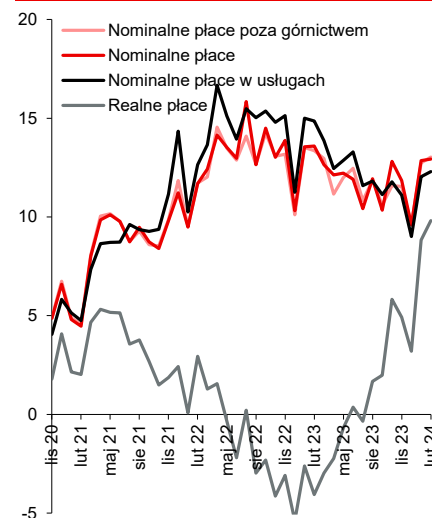
Płace wyraźnie zaskoczyły w górę i przyspieszyły do 12,9% r/r z 12,8% r/r w styczniu, wobec konsensusu rynkowego na poziomie 11,5% r/r i naszej prognozy 12,0% r/r. Było to drugie mocne zaskoczenie w górę z rzędu.

Podczas gdy płace w górnictwie były nieco wyższe niż zakładaliśmy, niespodzianka w górę wynikała głównie z wypłat w przetwórstwie przemysłowym, które odnotowało wzrost o 1,7% m/m, wobec średniego wzrostu w lutym w latach 2016-2023 na poziomie 0,0% m/m oraz w handlu, który pokazał wzrost o 2,9% m/m wobec średniej 0,2% m/m. Dobre wyniki odnotowano również w budownictwie i informacji/komunikacji.

Płace poza górnictwem przyspieszyły do 13,0% r/r z 12,7% r/r w styczniu. Wynagrodzenia w usługach przyspieszyły do 12,3% r/r z 12,0% r/r, ale w miesięcznym tempie wzrostu nie widać impulsu w górę, głównie ze względu na słabszy wynik transportu (-1,8% m/m). Płace w transporcie mocno zaskoczyły w górę w styczniu, a zatem można tutaj podejrzewać przesunięcie płacności między miesiącami.

Kusi, by powiedzieć, że mocny wzrost płac w lutym to opóźniony efekt podwyżek płacy minimalnej w styczniu. Jednak zachowanie poszczególnych sektorów daje raczej mieszane sygnały na ten temat – zakwaterowanie i gastronomia, czyli sektor o największej ekspozycji na

Wynagrodzenia, % r/r



Źródło: GUS, Santander

płatę minimalną, pokazało raczej umiarkowany wzrost płac, podczas gdy budownictwo i administrowanie dość mocny.

Realny wzrost płac przyspieszył do 9,8% r/r z 8,8% r/r w styczniu, co jest najwyższym wynikiem od lat 90-tych. Oczekujemy, że wzrost płac pozostanie silny w tym roku, ze względu na ożywienie gospodarki i napięty rynek pracy.

PPI w górę m/m, ale z bardziej ujemnej dynamiki rocznej po rewizji

Wzrost cen producentów przyspieszył do -10,1% r/r ze zrewidowanych w dół -10,6% r/r w styczniu, co było poniżej konsensusu rynkowego i naszych szacunków zakładających odbicie do -8,7% r/r z -9% r/r. Kluczowym czynnikiem stojącym za negatywną niespodzianką w stosunku do konsensusu była rewizja styczniowych danych we wszystkich kategoriach, w tym największa dla sektora usług komunalnych (produkcja energii elektrycznej, gazu) o -6,7pp, choć z największym negatywnym wkładem ze strony przetwórstwa przemysłowego (-0,9pp). Miesięczny wzrost PPI w samym lutym wyniósł +0,1% m/m, 0,2 pp powyżej naszych założeń, przy większym miesięcznym wzroście w przetwórstwie przemysłowym i usługach komunalnych i był to pierwszy miesięczny wzrost od września ubiegłego roku. Inflacja bazowa PPI wzrosła do -10,0% r/r z -10,5% r/r.

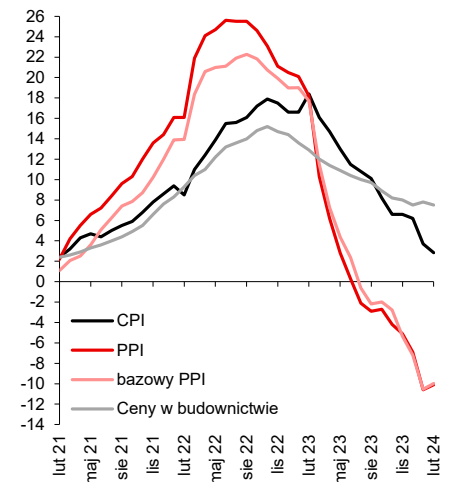
Spodziewamy się stopniowego ożywienia rocznej dynamiki PPI w nadchodzących miesiącach, ale dodatnia dynamika zostanie prawdopodobnie osiągnięta dopiero pod koniec roku. Dynamika cen producenta prawdopodobnie utrzyma się nieco powyżej -10% r/r w ciągu najbliższych 2-3 miesięcy, a stopniowe przyspieszenie powinno nastąpić głównie w wyniku efektu niskiej bazy z zakładanym silnym złotym i stabilnymi cenami ropy, które będą negatywnie wpływać na miesięczną dynamikę PPI w pierwszej połowie roku. Zakładamy, że roczna dynamika PPI w całym roku wyniesie ok. -6% r/r, a w 2025 r. 2,5% r/r.

Miarowa poprawa nastrojów

W marcu nastroje polskich konsumentów uległy lekkiej poprawie, a mierzący je zagregowany wskaźnik bieżącej ufności konsumenckiej wzrósł o 0,3 pkt do -12,3 pkt. Zagregowany wskaźnik oczekiwań również zarejestrował poprawę, choć jedynie marginalną, o 0,1 pkt do -5,2 pkt. Niemniej, choć wzrost indeksów był relatywnie niewielki, to przełożył się na ich dalsze umocnienie względem długoterminowych średnich. Wskaźnik bieżący przewyższa aktualnie swoją średnią wieloletnią o 3,9 pkt, a wskaźnik wyprzedzający o 13,4 pkt. Co więcej, wśród składowych wskaźników zarejestrowano dalszą wyraźną poprawę w ocenie własnej bieżącej sytuacji finansowej. Mierzący ją indeks wzrósł o 1,5 pkt, najmocniej ze wszystkich indeksów składowych. Polepszenie nastrojów zostało także odnotowane przez indeks skłonności do podejmowania dużych wydatków (+0,4 pkt) i indeks oczekiwań gospodarczych (+0,9 pkt). Główną przyczyną relatywnie małego wzrostu głównych, zagregowanych wskaźników był spadek o 1,2 pkt indeksu oceny bieżącej sytuacji gospodarczej.

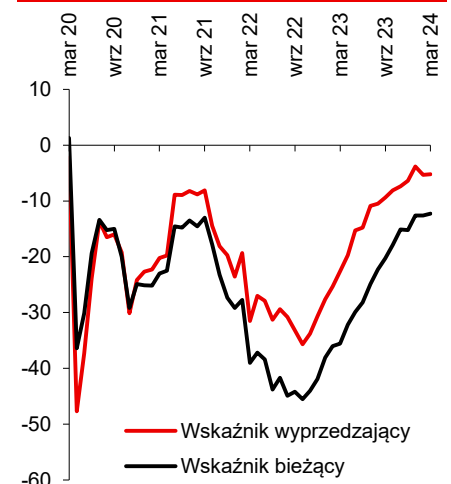
Ogółem, najnowsza odsona badania ufności konsumentów wskazuje, że większość miar koniunktury konsumenckiej ulega systematycznej poprawie, co w naszej ocenie będzie kontynuowane również w nadchodzących miesiącach, zważywszy na bardzo mocny wzrost płac, a także podwyższenie transferów społecznych. Lepsze nastroje konsumentów powinny z kolei skłonić ich do większej konsumpcji i tym samym wesprzeć dalsze odbicie gospodarcze.

Miary inflacji, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Nastroje konsumentów, pkt



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