

## Komentarz ekonomiczny

### IV kw.: wolniejsze inwestycje i wciąż dobre marże

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)

W IV kw. 2023 r. przedsiębiorstwa zatrudniające 50 i więcej osób zarejestrowały spadek przychodów o 1,3% r/r i spadek kosztów o 0,2% r/r, m.in. za sprawą dość niskiego wzrostu funduszu płac. Ich wynik finansowy brutto wyniósł w IV kw. 60 mld zł, co stanowi spadek o 19,3% r/r. Przeciętna marża była nadal wysoka jak na moment wychodzenia gospodarki z dołka koniunkturalnego i nie widzimy wiele miejsca do jej dalszego spadku. Zachowanie się marż było zróżnicowane po sektorach, ale w tych zorientowanych na konsumentów nie widać istotnych spadków w ostatnim czasie. Wg nas konsekwencją będzie utrzymanie się uporczywości inflacji bazowej. Nakłady inwestycyjne dużych firm spowolniły w IV kw. 2023 r. do 7,9% r/r z 15,7% r/r w III kw. 2023 r. w ujęciu realnym. Liczby te stoją w kontraście do wyniku inwestycji w całość gospodarki, który zanotował poprawę do 8,7% r/r z 7,2% r/r. Świadczy to naszym zdaniem o tym, że motorem inwestycji pod koniec roku był sektor finansów publicznych.

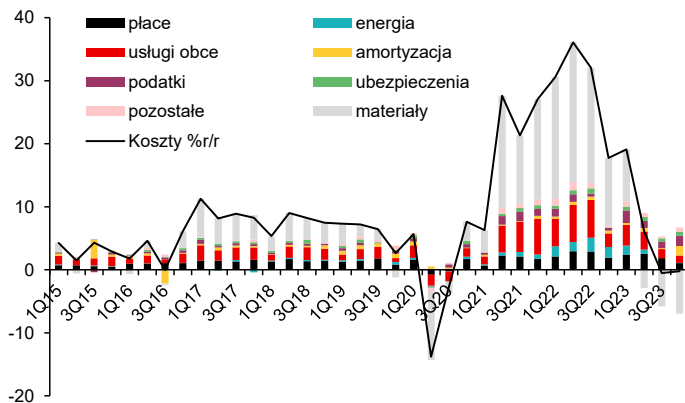
#### Wyniki przedsiębiorstw – słabiej niż przed rokiem

Wynik finansowy brutto dużych firm wyniósł w IV kw. 60 mld zł, co stanowi spadek o 19,3% r/r. choć jednocześnie zdecydowanie przekroczył wyniki uzyskiwane w tym samym kwartale w ostatnich latach przed pandemią: 31 mld zł w 2019 r., 24 mld zł w 2018 r., 36 mld zł w 2017 r.

W IV kw. 2023 r. przedsiębiorstwa zatrudniające 50 i więcej osób zarejestrowały spadek przychodów o 1,3% r/r. To już drugi z rzędu kwartał z ujemnym wzrostem (-1,1% r/r w III kw.), przy czym wciąż na stopę wzrostu oddziaływała wysoka baza statystyczna (i tak będzie też w I kw. 2024 r.). Sektorem najbardziej ciągnącym dynamikę łącznych przychodów w dół było przetwórstwo przemysłowe. Z kolei na rzecz wyższej łącznej dynamiki pracowały wytwarzanie i dostarczanie prądu, gazu, ciepła oraz większość sektorów usługowych, szczególnie handel pojazdami i ich naprawa oraz handel detaliczny.

W ostatnim kwartale ub.r. miał też miejsce spadek kosztów o 0,2% r/r (po -0,5% r/r w III kw.). Koszty materiałów zmniejszyły się o 15,0% r/r (-12,6% r/r w III kw.), a wzrost kosztów pracowniczych wyhamował do 7,8% r/r z 13,6% r/r w III kw. Wszystkie pozostałe rodzaje kosztów zwiększyły swój wkład do dynamiki kosztów ogółem, przede wszystkim amortyzacja i podatki, które wzrosły po 34,2% r/r. W wielu kategoriach widać ostatnio raczej coraz większy wzrost niż uspokojenie czy powrót do trendu obecnego przed pandemią. Odróżniają się pod tym względem koszty materiałowe, jako jedyne wykazujące spadek (do dwukrotności poziomu z I kw. 2015 r.) oraz koszty energii stabilizujące się niedaleko trzykrotności poziomu z I kw. 2015 r.

#### Struktura wzrostu r/r kosztów firm zatrudniających 50+ osób, w pkt. proc.



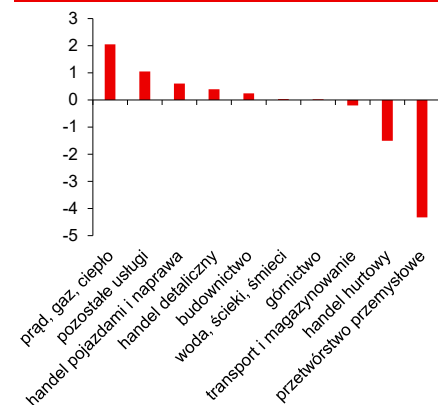
Źródło: GUS, Santander

#### Wyniki przedsiębiorstw zatrudniających 50+ osób, % r/r



Źródło: GUS, Santander

#### Wkłady do wzrostu r/r przychodów ogółem, pkt. proc.



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 Biały 517 881 807

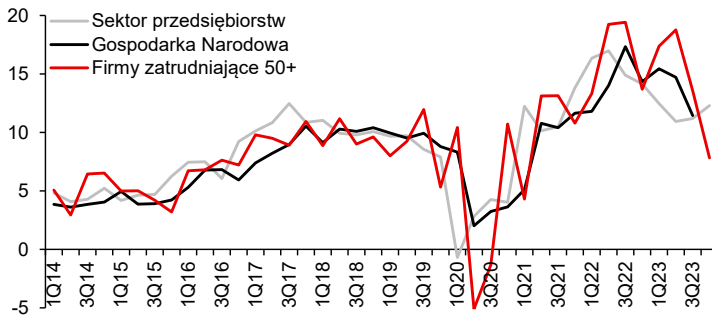
Cezary Chrapek, CFA 887 842 480

Marcin Luziński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

Wzrost funduszu płac wśród dużych i średnich firm odnotowany w IV kw. (wyhamowanie do 7,8% r/r) był niski na tle miary opartej o dane z sektora przedsiębiorstw (12,3% r/r, przyspieszenie z 11,2% w III kw.), ale doszło do tego po serii odczytów odchylnych w drugą stronę (również względem szerszych danych nt. funduszu płac w Gospodarce Narodowej). Poza tym, zachowanie kosztów pracowniczych firm zatrudniających 50 i więcej osób generalnie cechuje wyższa zmienność niż sektor przedsiębiorstw, obejmujący firmy o zatrudnieniu 9+, więc należy uważać z oceną trendów na podstawie tych pierwszych.

### Fundusz płac, % r/r



Źródło: GUS, Santander

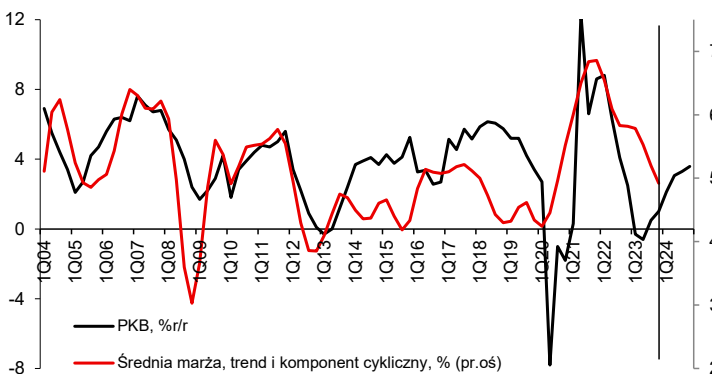
### Marże wciąż wysokie

Przeciętna marża spadła w IV kw. do 4,3%, 1 pkt proc. poniżej odczytu z IV kw. 2022 r., ale wciąż powyżej wieloletniej średniej dla czwartych kwartałów równej 3,5%. Żeby wykluczyć silny efekt sezonowy spojrzeliśmy na średnią marżę liczoną na podstawie cztero-kwartalnych sum ruchomych. Ta osunęła się z 5,6% w III kw. do 5,4% w IV kw. i kontynuowała tym samym spadek z osiągniętego w I kw. 2022 r. szczytu równego 6,7%. Choć tak liczona marża jest niższa niż w ostatnich trzech latach, to wynik z IV kw. ub.r. wciąż pozostaje minimalnie powyżej szczytowych wartości rejestrowanych w ostatnim cyklu koniunkturalnym przed pandemią.

Dokonane przez nas statystyczne usunięcie efektu sezonowego pokazało, że w IV kw. doszło do lekkiego podejścia przeciętnej marży do 5,1% z 4,9% w III kw. dla miary odnoszącej wynik finansowy brutto do całości przychodów przedsiębiorstw oraz do 5,8% z 5,0% dla miary opartej o same przychody ze sprzedaży.

Jak nie liczyć, przeciętna marża jest relatywnie wysoka jak na moment wychodzenia gospodarki z dołka koniunkturalnego. Do tego w przebiegu marż w sektorach obsługujących gospodarstwa domowe właściwie za bardzo tego dołka koniunkturalnego nie widać.

### Przeciętna marża w firmach zatrudniających 50+ a wzrost gospodarczy

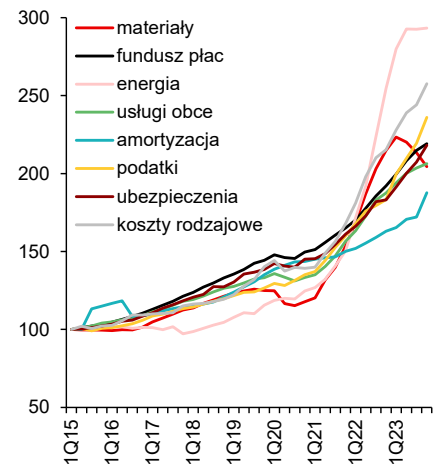


Źródło: GUS, Santander

Dalszą analizę marż przeprowadziliśmy na danych sektorowych opartych o statystyki przychodów ze sprzedaży i wskaźniki przeciętnych marż oczyszczone z efektu sezonowego i dodatkowo wygładzone filtrem statystycznym identyfikującym cykle i trendy.

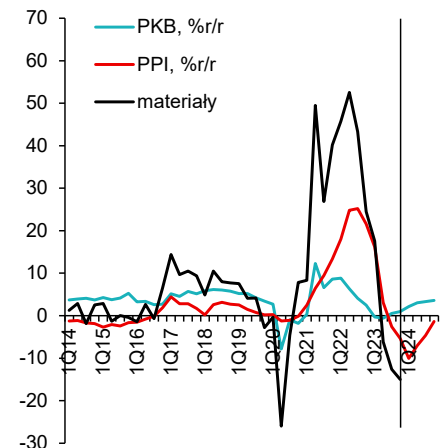
Warto zwrócić uwagę, że utrzymał się rozdźwięk, na który wskazaliśmy w [MAKROskopie Perspektywy 2024](#) między zachowaniem marż w sektorach B2B i silnie eksportowych a tymi nastawionymi na konsumenta i raczej na rynek krajowy. W tej pierwszej grupie jeszcze w trakcie 2023 r. przeważały tendencje spadkowe. W IV kw. nadal wiele z tych sektorów walczyło

### Poziom kosztów przedsiębiorstw zatrudniających 50+ osób, 4 kw. średnia ruchoma, I kw. 2015 = 100



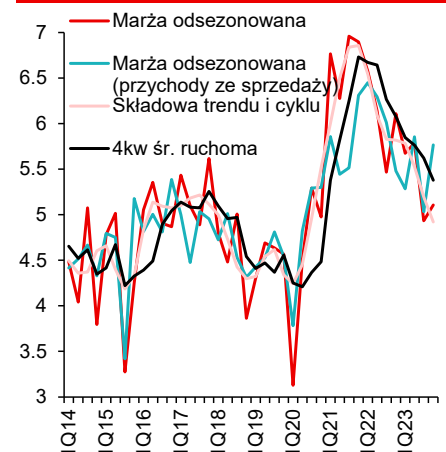
Źródło: GUS, Santander

### Koszty materiałowe a wzrost gospodarczy i inflacja PPI, % r/r



Źródło: GUS, Santander

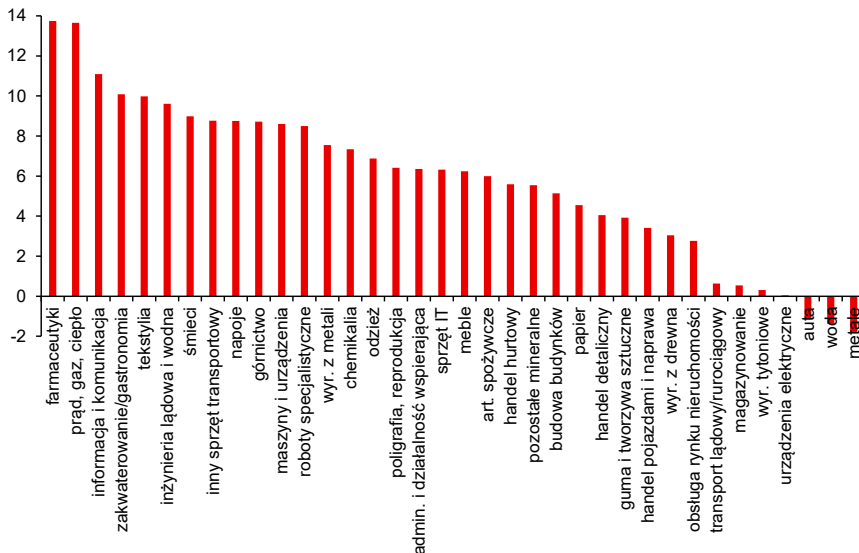
### Zachowanie przeciętnych marż w firmach zatrudniających 50+ osób, różne ujęcia, %



Źródło: GUS, Santander

o utrzymanie konkurencyjności obniżając marże (motoryzacja, urządzenia elektryczne, papier i wyroby z papieru), jednak części już się udało odbić (chemikalia, elektronika, metale). W miarę odzyskiwania formy przez strefę euro przybywać powinno branż o rosnących marżach. Druga grupa sektorów – zorientowana na konsumenta – nie odnotowała w ostatnich latach fazy systematycznego spadku marż, a w niektórych widać wyraźną tendencję wzrostową (ubrania, żywność).

**Przeciętne marże w IV kw. 2023 r., firmy zatrudniające 50+ osób, na bazie przychodów ze sprzedaży, dane odsezonowane, %**



Źródło: GUS, Santander

W sektorze handlu detalicznego IV kwartał 2023 r. przyniósł lekkie cofnięcie się marży do 3,9% z 4,5%, co nadal jest poziomem dość wysokim – porównywalnym ze średnią z ostatnich lat przed pandemią. Naszym zdaniem nie jest to jednak początek długofalowej negatywnej tendencji. Wiążemy takie zachowanie z zagadkową słabością konsumpcji prywatnej w tym okresie, która, jak opisaliśmy w [marcowym MAKROskopie](#), może mieć związek z przejściowym ostrożnym podejściem konsumentów na wczesnym etapie odzyskiwania przez nich dodatniego wzrostu dochodów realnych. Uwidoczniły się wtedy postawy pro-oszczędnościowe, które jednak wraz z dalszym odbiciem realnych dochodów i odbudową buforów oszczędnościowych nie powinny przeszkodzić we wzroście konsumpcji prywatnej. Jednocześnie jednak liczymy się z tym, że wojna cenowa między sieciami detalicznymi może spowodować przeciętną marżę sektora na pewien czas jeszcze niższą.

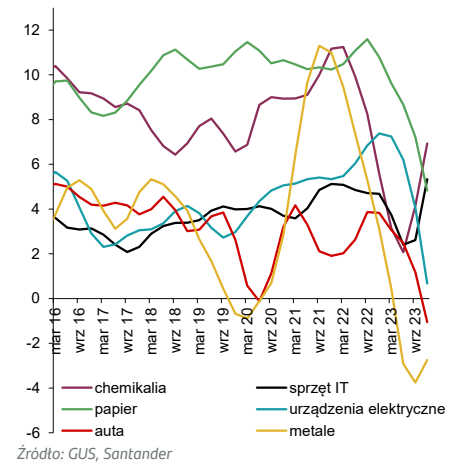
**Perspektywy wyników przedsiębiorstw**

Dalsze zachowanie wyników firm będzie zależało, poza rozwojem sytuacji makroekonomicznej, od polityki marżowej. W naszym odczuciu jak dotychczas firmom w skali całej gospodarki udawało się, mimo dekoniunktury, dość dobrze chronić poziomy marż (choć obraz jest silnie zróżnicowany po sektorach) i zakładamy, że takie podejście będzie utrzymane, bo pozwoli na to zawarte w naszym scenariuszu na ten rok postępujące ożywienie w konsumpcji prywatnej, podtrzymanie umiarkowanego wzrostu inwestycji, a z czasem może również odbicie popytu z Europy na polskie towary i usługi.

Gdy wyczerpie się wkrótce efekt bazy przyczyniający się do spadku kosztu materiałów w porównaniu rocznym, dojdą do głosu pozostałe kategorie i koszty ogółem zaczną rosnąć w tempie przekraczającym to sprzed pandemii. Poza tym po samych kosztach materiałów spodziewamy się odbicia w trakcie 2024 r. z uwagi na ożywienie gospodarcze domagające się większego wsadu z jednej strony oraz zakręt w górę w inflacji PPI dokonujący się wg nas w I kw. br.

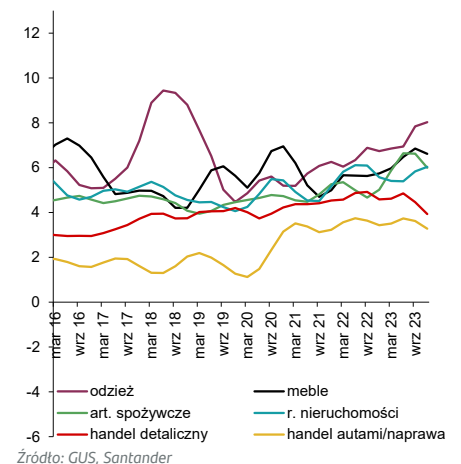
Naszym zdaniem średni wzrost płac w gospodarce w tym roku powinien utrzymać się w pobliżu 12% r/r, co przy prawie niezmienionym poziomie zatrudnienia oznaczałoby, że o tyle samo powinien przeciętnie rosnąć fundusz płac. Dla ogółu firm zatrudniających 50 i więcej osób oznaczałoby to wzrost kosztów pracowniczych o ok. 90 mld zł w skali całego 2024 r. względem 2023 r., czyli skonsumowałoby ponad 30% wyniku finansowego brutto wypracowanego w ub.r.

**Przeciętne marże w wybranych sektorach (B2B/eksportowe), trend i komponent cykliczny, %**



Źródło: GUS, Santander

**Przeciętne marże w wybranych sektorach (dobra konsumenckie/rynek krajowy), trend i komponent cykliczny, %**



Źródło: GUS, Santander

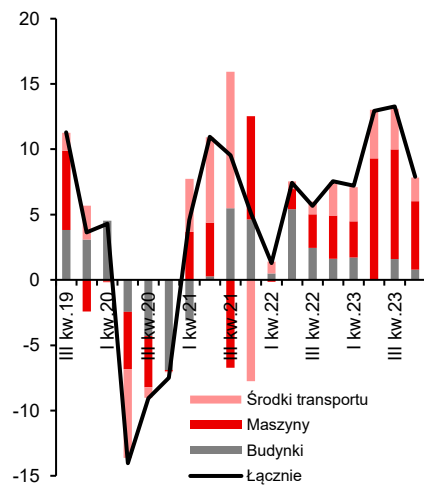
Zważywszy na korelację przeciętnej marży w dużych firmach ze wzrostem gospodarczym należałoby się spodziewać w kolejnych kwartałach co najmniej stabilizacji tej pierwszej. Drugi istotny czynnik mogący przeszkadzać w br. w dalszym spadku marż to poziom inflacji. W czasie deflacji w latach 2014-2015 w Polsce firmy miały problem z odbudową marż, natomiast w okresie bardzo wysokiej inflacji wręcz przeciwnie – zatem w warunkach 2024 r. z inflacją póki co niską, ale w II poł. roku prawdopodobnie na nowo wymykającą się poza pasmo celu może być trudno o utrzymujący się dalszy spadek marż. Z drugiej strony doświadczenie lat 2018-2019 pokazuje, że w warunkach ciasnego rynku pracy może dochodzić do systematycznego odchylenia marż w dół od poziomów sugerowanych przez jej relację ze wzrostem PKB. Uwzględniając te trzy czynniki - cykl koniunkturalny, poziom inflacji i stan rynku pracy - oceniamy, że w 2024 r. marża może mieć ograniczone pole do spadku i nie zejdzie do poziomów odnotowanych w niskiej fazie poprzednich cykli koniunkturalnych.

Jednocześnie wiele kategorii kosztowych nadal rosnąć będzie w ponadprzeciętnym tempie. Stąd nasz wniosek, że może być trudno o ustąpienie kosztowej presji inflacyjnej w tym roku, a co za tym idzie o zanik uporczywości inflacji bazowej (czyli jej zejście do poziomów spójnych z trwałym utrzymywaniem inflacji CPI w celu). Wg nas inflacja bazowa po osiągnięciu dna w kwietniu (nieco powyżej 4% r/r) zacznie odbijać z powrotem do ok. 5% na koniec br.

### Spowolnienie inwestycji w dużych firmach

Nakłady inwestycyjne dużych firm spowolniły w IV kw. 2023 r. do 7,9% r/r z 15,7% r/r w III kw. 2023 r. w ujęciu realnym, w tym na budynki do 2,0% r/r z 4,0% r/r, na maszyny do 11,3% r/r z 18,9% r/r i na środki transportu do 13,5% r/r z 21,1% r/r. Liczby te stoją w kontraście do wyniku inwestycji w całej gospodarce, który zanotował poprawę do 8,7% r/r z 7,2% r/r. Świadczy to naszym zdaniem o tym, że motorem inwestycji pod koniec roku był sektor finansów publicznych. W poprzednich kwartałach roku wzrost inwestycji w sektorze dużych firm był dość solidny, ale według NBP był to efekt aktywności stosunkowo nielicznej grupy największych inwestorów.

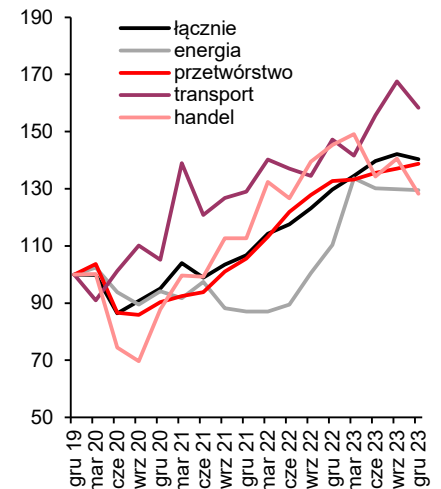
### Dekompozycja wzrostu inwestycji dużych firm wg typu aktywów, % r/r - realnie



Źródło: GUS, Santander

Do spowolnienia inwestycji w całym sektorze w ujęciu rocznym najmocniej przyłożyły się: transport, przetwórstwo, handel i energetyka. Stałsze tendencje są też widoczne w danych odsezonowanych, choć postępowanie się takimi liczbami jest obciążone pewnym błędem wynikającym z tego, że nie mamy spójnych szeregów danych na temat inwestycji w ujęciu realnym. Odsezonowane dane nominalne sugerują, że w IV kw. 2023 inwestycje dużych firm obniżyły się w ujęciu kw/kw po raz pierwszy od 2021 r., a wyraźne spadki zanotowano w handlu, transporcie i górnictwie. Nakłady w energetyce lekko spadają od II kw 2023 r. po mocnym wybiciu na przełomie 2022 r., podczas gdy nakłady w przetwórstwie wciąż rosną, choć w raczej niemrawym tempie. Odsezonowanie danych urealnionych deflatorem inwestycji z danych o rachunkach narodowych wskazuje nawet na nieco większą stałość inwestycji w IV kw. 2023 r.

### Inwestycje dużych firm, IV kw. 2019 = 100, dane odsezonowane, nominalnie



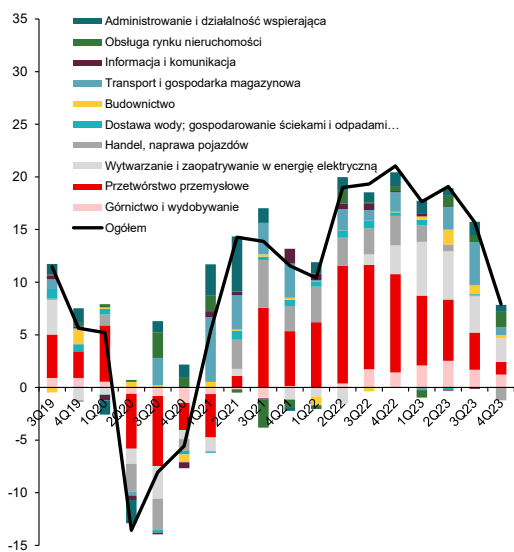
Źródło: GUS, Santander

### Wykorzystanie mocy produkcyjnych w polskich firmach, %



Źródło: GUS, Santander

### Dekompozycja wzrostu inwestycji dużych firm wg sektorów, % r/r - nominalnie

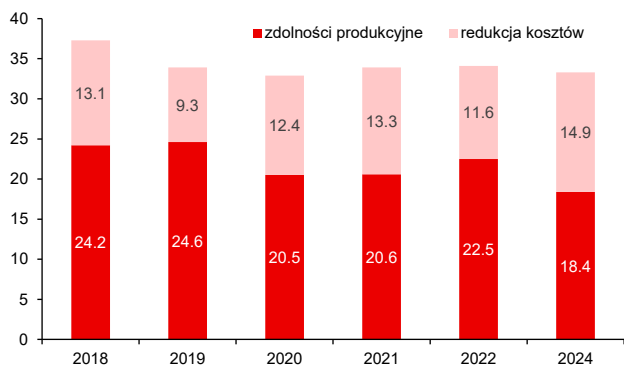


Źródło: GUS, Santander

### Firmy nie są zbyt optymistyczne co do inwestycji

Według badania ESI, na początku 2024 r. optymizm inwestycyjny firm przemysłowych i usługowych był niższy niż w analogicznych okresach 2022 i 2023 r. W przypadku przemysłu nastroje w firmach produkujących dobra pośrednie i inwestycyjne były słabsze niż w poprzednich dwóch latach, a w sektorach dóbr konsumpcyjnych i żywnościowych – podobne. Natomiast według Szybkiego Monitoringu NBP optymizm inwestycyjny powoli rośnie, ale pozostaje obniżony. Firmy deklarują odmrożenie inwestycji wstrzymanych wskutek kryzysu energetycznego, ale jednocześnie tracą zainteresowanie nowymi projektami. Jednym z czynników stojących za pogorszeniem ocen była przerwa w doptywie finansowania unijnego w związku z zakończeniem perspektywy budżetowej 2014–2020. Naszym zdaniem zakończenie okresu rozliczenia projektów z poprzedniej perspektywy – zgodnie z zasadą N+3 – mogło też być widoczne w produkcji budowlanej, która pokazywała dobre wyniki pod koniec 2023 r. i słabsze na początku 2024 r. Według tegorocznego badania, dość dużą popularnością cieszyły się inwestycje nakierowane na obniżanie kosztów, podczas gdy odsetek firm planujących zwiększenie zdolności produkcyjnych był najniższy od lat – jest to spójne ze słabym wynikiem inwestycji w budynki przy dość szybkim wzroście nakładów na maszyny.

### Cele nowych inwestycji, %



Źródło: NBP, Santander

### Inwestycje firm będą umiarkowane w 2024 r.

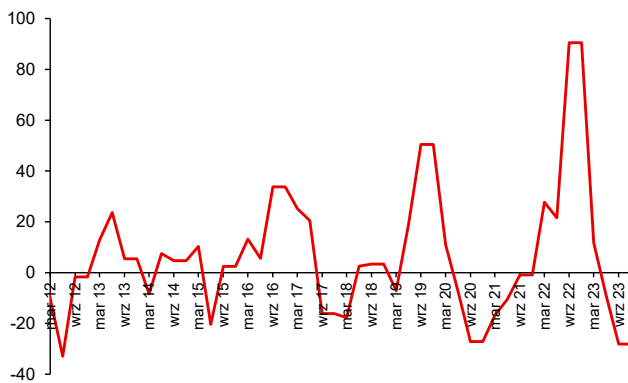
Wolniejszy wzrost inwestycji dużych firm w IV kw. 2023 r. był spójny z naszymi założeniami. Szok związany z rosyjską agresją przeciw Ukrainie wywołał potrzebę ograniczania kosztów, zwłaszcza jeśli chodzi o energetykę. Skutkiem był mocny impuls inwestycyjny w energetyce.

Nakłady w tym sektorze utrzymują się na podwyższonym poziomie i naszym zdaniem tak też będzie w kolejnych kwartatach. Natomiast w ujęciu rocznej dynamiki sektor ten po mocnym skoku pokazuje teraz ujemne odczyty.

Uważamy, że dezinflacja w 2024 r. będzie kolejnym czynnikiem zniechęcającym do inwestycji w obniżanie kosztów, choć w przeciwną stronę działać może wysoki wzrost wynagrodzeń i – co za tym idzie – kosztów pracowniczych. Relatywnie niski poziom wykorzystania mocy wytwórczych oznaczać będzie ograniczoną chęć do ich rozbudowy. Zniechęcająco do aktywności inwestycyjnej działać może też zmniejszenie zysków. Z drugiej strony, odblokowanie środków unijnych powinno wspierać plany inwestycyjne w drugiej połowie 2024 r. i w 2025 r., zwłaszcza w firmach publicznych.

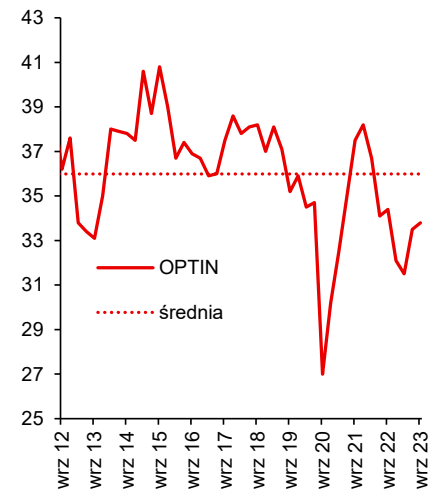
W związku z powyższymi czynnikami, spodziewamy się spowolnienia wzrostu inwestycji w sektorze firm niefinansowych (w ujęciu całego sektora, nie tylko dużych firm) do 4,0% w 2024 r. z 6,0% w 2023 r.

#### Wartość kosztorysowa nowych inwestycji, % r/r



Źródło: GUS, Santander

#### Wskaźnik optymizmu inwestycyjnego OPTIN (NBP), pkt



Źródło: NBP, 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