

Komentarz Ekonomiczny

Mocna produkcja, słabnące płace

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

Adrian Domitrz, tel. 571 664 004, adrian.domitrz@santander.pl

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

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

Produkcja przemysłowa wzrosła w październiku o 3,2% r/r i po raz czwarty z rzędu była lepsza od prognoz (my: 1,4% r/r, rynek: 1,8% r/r). Lepsza od prognoz była też produkcja budowlana, która wzrosła o 4,1% r/r wobec konsensusu 0,9% r/r. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do 6,6% r/r wobec 7,5% r/r we wrześniu, wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (7,2% r/r) i naszej prognozy (7,3% r/r). Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zanotowało spadek o 0,8% r/r, zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Niższa od prognoz była też inflacja PPI i obniżyła się do -2,2% r/r przy konsensusie -1,8% r/r.

Jeśli chodzi o grudniową decyzję Rady Polityki Pieniężnej, to dane mają mieszany wydźwięk – z jednej strony słabsze płace i PPI sugerują niższą presję inflacyjną, z drugiej mocne wyniki przemysłu i budownictwa sugerują szybszy wzrost PKB. Jakkolwiek zakładamy, że najbliższa obniżka będzie w styczniu, to dzisiejsze dane zwiększają prawdopodobieństwo, że RPP obniży stopy jednak w grudniu. Tak czy inaczej, wciąż zakładamy, że docelowy poziom stóp to 4,00%, co oznacza jeszcze jeden ruch.

Produkcja przemysłowa powyżej prognoz czwarty raz z rzędu

Produkcja przemysłowa wzrosła w październiku o 3,2% r/r i po raz czwarty z rzędu była lepsza od prognoz (my: 1,4% r/r, rynek: 1,8% r/r). Po uwzględnieniu czynników sezonowych produkcja spadła o 1,0% m/m. Spowolnienie w porównaniu z wrześniem (7,6% r/r po rewizji z 7,4% r/r) było powszechnie oczekiwane ze względu na efekt dni roboczych.

Wolniejszy wzrost był widoczny przede wszystkim w sektorach nastawionych na eksport, gdzie produkcja zwolniła do 3,0% r/r z 9,6% r/r, podczas gdy w branżach skoncentrowanych na rynku krajowym było to 3,2% r/r wobec 4,6% r/r. Szczególnie dobre wyniki były widoczne w produkcji odzieży, drewna, chemikaliów i innego sprzętu transportowego. W produkcji wg podziału na główne ugrupowania przemysłowe spowolnienie było widoczne we wszystkich działach, przy czym najmocniejsze w przypadku dóbr inwestycyjnych (do 9,2% z 16,0% r/r) i konsumpcyjnych trwałych (do -0,6% r/r z 4,1% r/r).

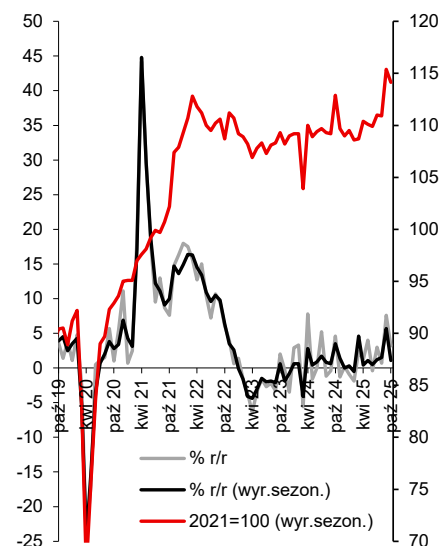
Dane generalnie pokazują, że polski przemysł pozostaje silny, pomimo wciąż rozczarowujących danych z Niemiec i strefy euro (piątkowe wskaźniki PMI i dzisiejsze Ifo zaskoczyły w dół) i nie powinny stanowić przeszkody dla dalszego przyspieszenia wzrostu polskiego PKB w IV kw. 2025 r. Zakładamy, że IV kw. może być w tym roku najsilniejszy pod względem produkcji przemysłowej i sądzimy, że dynamika wzrostu może przekroczyć 4% r/r wobec 3,8% r/r w III kw. Trudno jednak spodziewać się wyraźniejszego przyspieszenia przemysłu tak długo, jak Niemcy będą w stagnacji.

Nieoczekiwanie mocny wzrost produkcji budowlano-montażowej

Tempo wzrostu produkcji budowlano-montażowej przyspieszyło z 0,2% r/r we wrześniu do 4,1% r/r w październiku, przekraczając zarówno konsensus rynkowy na poziomie 0,9% r/r, jak i nasz szacunek równy 0,7% r/r. W ujęciu wyrównanym sezonowo wzrost produkcji wyniósł 3,0% r/r i 2,3% m/m.

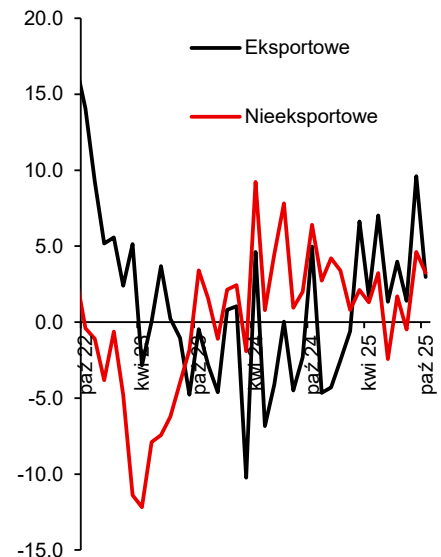
Październikowe przyspieszenie produkcji budowlano-montażowej odzwierciedlało odbicie produkcji w kategorii budownictwa budynków, z -3,8% r/r do 2,4% r/r, a także w kategorii inżynierii lądowej i wodnej, z -3,0% r/r do 2,4% r/r, i nastąpiło pomimo lekkiego spowolnienia wzrostu w przypadku prac specjalistycznych, z 10,7% r/r do 7,8% r/r. W rozbiciu produkcji budowlano-montażowej według charakteru prowadzonych projektów, stopa wzrostu prac inwestycyjnych zwiększyła się z 2,4% r/r do 4,9% r/r, a prac remontowych – z -4,6% r/r do 2,5% r/r.

Produkcja przemysłowa



Źródło: GUS, Santander

Wzrost produkcji w sektorach eksportowych i nieeksportowych, % 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
Adrian Domitrz 571 664 004
Marcin Luziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Lepszy od oczekiwań wynik produkcji budowlano-montażowej mógł być rezultatem postępującego wzrostu wykorzystania funduszy unijnych, zwłaszcza zważywszy na odbicie w kategorii inżynierii lądowej i wodnej, a także na przyspieszenie wzrostu prac inwestycyjnych. Choć październikowe dane mogą stanowić sygnał, że nowy cykl inwestycyjny nabiera pędu, to wydaje się, że wciąż jest zbyt wcześnie, by oczekiwać, że produkcja budowlano-montażowa będzie od tego momentu stale rejestrowała wyniki równie wysokie jak w październiku.

Na rynku mieszkaniowym stabilnie w ujęciu miesięcznym, słabiej w porównaniu rocznym

Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w październiku wyniosła 19,9 tys., podobnie jak we wrześniu, kiedy odnotowano 19,1 tys. oddanych mieszkań, a zarazem najwięcej od początku roku. Na podobnych poziomach w porównaniu miesiąc do miesiąca utrzymały się także liczba wydanych pozwoleń na budowę, równa 24,4 tys. (wobec 23,6 tys. we wrześniu), i liczba rozpoczętych budów, równa 20,3 tys. (wobec 19,6 tys. we wrześniu).

W porównaniu rok do roku wzrost liczby oddanych do użytkowania mieszkań utrzymał się na solidnym poziomie, równym 13,4% r/r wobec 22,1% r/r, lecz dynamiki wydanych pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów wskazują na hamowanie aktywności na rynku – pierwsza z nich osunęła się z 1,3% r/r do -1,0% r/r, a druga spowolniła z 1,6% r/r do -12,8% r/r. W efekcie szacowany przez nas wskaźnik projektów w toku spadł o 2,6 pkt do 59,7 pkt.

Spowolnienie aktywności na rynku mieszkaniowym przy jednoczesnym ożywieniu popytu na mieszkania, widocznym m.in. w danych o sprzedaży kredytów mieszkaniowych, może zwiększać presję na ceny nieruchomości.

Płace mocno hamują

Dynamika przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw w październiku obniżyła się do 6,6% r/r wobec 7,5% r/r we wrześniu, wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (7,2% r/r) i naszej prognozy (7,3% r/r). Po uwzględnieniu inflacji, płace realne wzrosły o 3,7% r/r po 4,4% r/r miesiąc wcześniej i wobec 4,3% średnio w poprzednich 12 miesiącach. Po wyłączeniu górnictwa, płace spowolniły nawet bardziej, o cały 1 pp. z 7,9% do 6,9% r/r. W usługach płace wzrosły o 6,3% wobec 7,7% we wrześniu.

Większość sektorów odnotowała niższy wynik od naszych oczekiwań, choć w kierunku spadku dynamiki m/m najsilniej oddziaływało załamanie wzrostu w branży transportu i gospodarki magazynowej (z 8,7% do 2,4% r/r), co może mieć jednak charakter jednorazowego odchylenia. W pozostałych branżach usługowych nie było istotnych odchyłań od trendu. Największa branża usługowa – handel – kontynuuje od kilku miesięcy umiarkowany trend z dynamiką w okolicy 6% (5,9% r/r w październiku, po 6,2% r/r miesiąc wcześniej). Dość wyraźnie spowolniła dynamika płac w budownictwie (z 8,3% do 6,8% r/r). Solidna, choć nieco niższa dynamika płac wystąpiła w przetwórstwie przemysłowym (8,0% r/r po 8,4% r/r miesiąc wcześniej). W górnictwie płace drugi miesiąc z rzędu obniżyły się r/r (-1,6% r/r po -5,1% r/r we wrześniu), co może być oznaką problemów finansowych niektórych spółek węglowych.

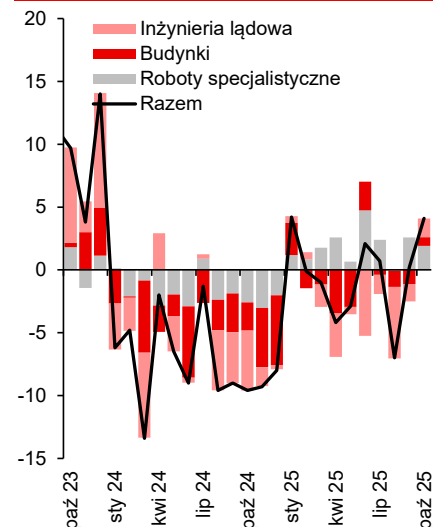
Z kolei zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zanotowało spadek o 0,8% r/r, zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Przekłada się to na spadek o 0,1% m/m i ubytek 5 tys. etatów względem września, w porównaniu ze spadkiem o 9 tys. m/m we wrześniu i 13 tys. m/m w sierpniu. O kolejne 3 tys. zmalała liczba pracowników w przetwórstwie przemysłowym, a o 1 tys. w górnictwie, handlu i branży horeca.

W kolejnych miesiącach dane w sektorze przedsiębiorstw będą pod wpływem istotnych efektów bazy, natomiast spodziewamy się, że w skali całego IV kw. tempo wzrostu zejdzie z 7,4% r/r (średniomiesięcznie w III kw.) poniżej 7% r/r, a spadek zatrudnienia zatrzyma się na -0,8% r/r.

Ceny w przemyśle nieco niżej

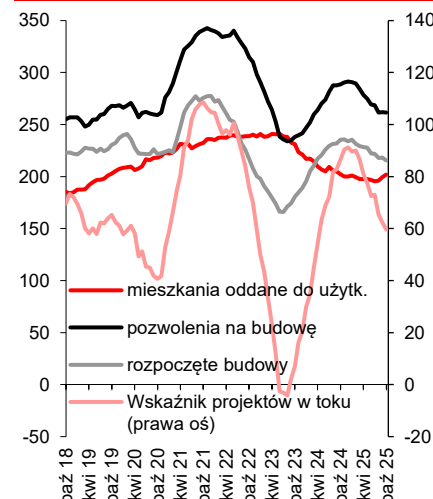
Indeks cen producenta (PPI) w październiku obniżył się do -2,2% r/r z -1,4% r/r (po korekcie z -1,2% r/r) we wrześniu. Rynek, podobnie jak my, spodziewał się spadku do zaledwie -1,8% r/r. Jest to najniższy odczyt w tym roku. Spadkowa tendencja cen w sektorze wytwórczym się pogłębiła – z -1,4% r/r we wrześniu (pierwotnie jako -1,2% r/r) do -2,3% r/r w październiku. Ceny w górnictwie spadły o 5,9% r/r wobec spadku o 4,4% r/r miesiąc wcześniej. Spodziewaliśmy się, że ceny w sektorze wodociągowym w październiku zaczną rosnąć w ujęciu r/r, jednak odnotowano ich dalszy spadek (-1,0% r/r). Do niższego odczytu inflacji PPI przyczyniły się z pewnością duży spadek cen ropy naftowej w ujęciu m/m i październikowe umocnienie złotego. Niespodziewanie niski odczyt PPI sugeruje, że istnieje również znaczna presja na ceny producentów, wynikająca najprawdopodobniej z konkurencji rynkowej na

Produkcja budowlano-montażowa, % r/r



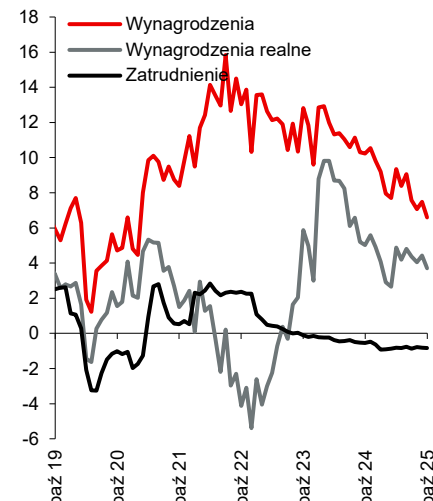
Źródło: GUS, Santander

Rynek mieszkaniowy w Polsce, 12-miesięczne sumy kroczące, tys.



Źródło: GUS, Santander

Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, % r/r



Źródło: GUS, Santander

rynkach europejskich, spotęgowanej napływem towarów z Chin i globalnych przetasowań w przepływach handlowych. Bazowy wskaźnik PPI, który obliczamy z wyłączeniem kategorii silnie narażonych na globalne ceny surowców, wyniósł -1,6% r/r w październiku, po -1,1% we wrześniu i -0,7% w sierpniu. Napływ stosunkowo tanich towarów zagranicznych jest również istotnym czynnikiem wpływającym na ceny konsumpcyjne. Głębszy spadek PPI sugeruje więc, że wskaźnik CPI także będzie pod wpływem podobnej presji spadkowej. Wygląda na to, że powrót do zerowego wzrostu PPI potrwa dłużej, niż zakładaliśmy – naszym zdaniem powinno to nastąpić w przyszłym roku

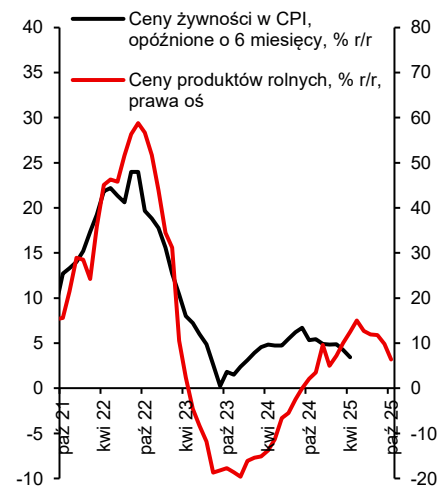
Spadek cen produktów rolnych

Ceny skupu produktów rolnych obniżyły się o 1,6% m/m w październiku i był to najmocniejszy spadek w ujęciu miesięcznym od stycznia. Podyktowany był on przede wszystkim niższymi cenami trzody chlewnej, ale tańsze były też m.in. mleko, drób, bydło czy pszenica. Spadek cen produktów rolnych będzie sprzyjał obniżeniu dynamiki cen żywności w CPI w najbliższych miesiącach.

Znaczenie danych dla polityki pieniężnej

Jeśli chodzi o grudniową decyzję Rady Polityki Pieniężnej, to dane mają mieszany wydźwięk – z jednej strony słabsze płace i PPI sugerują niższą presję inflacyjną, z drugiej mocne wyniki przemysłu i budownictwa sugerują szybszy wzrost PKB. Jakkolwiek zakładamy, że najbliższa obniżka będzie w styczniu, to dzisiejsze dane nieco zwiększają prawdopodobieństwo, że RPP obniży stopy jednak w grudniu. Tak czy inaczej, wciąż zakładamy, że docelowy poziom stóp to 4,00%, co oznacza jeszcze jeden ruch.

Ceny produktów rolnych a ceny żywności w CPI, % 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