

Komentarz Ekonomiczny

Płace wysoko, produkcja w dół

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

Dzisiejszy szeroki zestaw danych przyniósł mieszane odczucia, w większości przypadków zaskakując nas realizacją w innym kierunku, niż się spodziewaliśmy. Dane sugerują ryzyko w dół dla prognoz inwestycji i wzrostu gospodarczego w IV kw., ale na razie podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB o 3,9% r/r. Cały zestaw danych wspiera nasze oczekiwania, że RPP wstrzyma się z kolejną decyzją o obniżce stóp procentowych do marca.

Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył do 7,1% r/r w listopadzie z 6,4% r/r w październiku, przeciwnie oczekiwań dalszego spowolnienia do 6,2% r/r. Z kolei zatrudnienie spadło w listopadzie o 0,8% r/r, a więc w takim samym tempie jak w październiku i o 0,1 pkt proc. lepiej, niż prognozy.

Dane o produkcji zrobiły niespodziankę w drugą stronę. Produkcja przemysłowa przerwała dobrą passę i w listopadzie skurczyła się o 1,1% r/r, co jest rozczarującym wynikiem po dobrych wynikach odnotowanych w poprzednich dwóch miesiącach. W sektorze budowlanym produkcja także była słabsza od oczekiwań i wzrosła zaledwie o 0,1% r/r, podczas gdy oczekiwania wynosiły 2,5% r/r (nasze i rynkowe). W ujęciu odsezonowanym spadek wyniósł 0,9% m/m.

Inflacja PPI wyniosła w listopadzie -2,4% r/r wobec -2,2% r/r w październiku i wobec prognoz spadku do -2,5% r/r. GUS opublikował też wynikowy szacunek głównych ziemioptodów rolnych i ogrodnich w 2025 r. potwierdzając wcześniejsze wnioski: tegoroczne zbiory były wyraźnie lepsze niż w 2024 r.

Wzrost płac wyższy od oczekiwań, pomogło górnictwo

Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył do 7,1% r/r w listopadzie z 6,4% r/r w październiku, przeciwnie do naszych i rynkowych oczekiwań dalszego spowolnienia do 6,2% r/r. W ujęciu realnym, czyli po poprawce o wzrost poziomu cen, wynagrodzenia zwiększyły się o 4,4% r/r, po wzroście o 3,7% r/r miesiąc wcześniej.

Odchylenie faktycznego wzrostu płac od naszej prognozy wynikało przede wszystkim ze wzrostu płac w górnictwie o 3,4% r/r. Choć pozornie niewielki, był on o ponad 20 pkt proc. mocniejszy niż szacowaliśmy, opierając się na informacjach o sytuacji finansowej sektora. Wzrost płac poza sektorem górnictwem przyspieszył do 7,3% z 6,9% r/r, mniej więcej zgodnie z naszą prognozą.

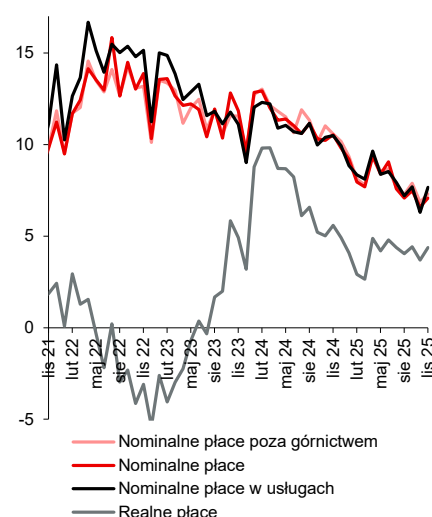
Mocniejszy od oczekiwań wzrost płac w listopadzie wspiera nasze oczekiwania, że RPP wstrzyma się z kolejną decyzją o obniżce stóp procentowych do marca. Jednocześnie zakładamy, że w nadchodzącym roku wzrost płac będzie ulegał lekkiemu spowolnieniu w kierunku 6% r/r.

Popyt na pracę trochę lepszy od oczekiwań

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w listopadzie o 0,8% r/r, a więc w takim samym tempie jak w październiku i o 0,1 pkt proc. mniej, niż wskazywały nasze i rynkowe prognozy. W porównaniu miesiąc do miesiąca liczba etatów zwiększyła się o 9,3 tys., m.in. za sprawą wzrostu o 2,4 tys. w sektorze przetwórstwa przemysłowego, o 2,0 tys. w sektorze handlu i naprawy pojazdów, a także o 3,0 tys. w sektorze administracji i działalności wspierającej – wszystkie te wyniki były trochę lepsze, niż zakładaliśmy.

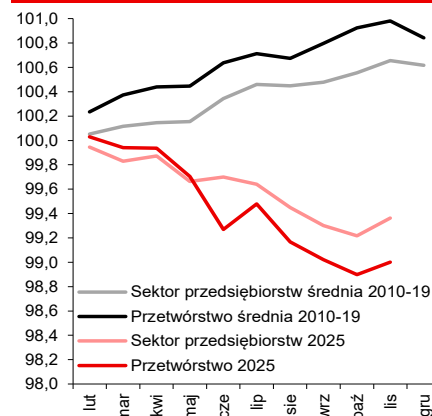
Listopadowe dane wspierają nasze oczekiwania lekkiej poprawy popytu na pracę – wspieranej m.in. postępującym ożywieniem gospodarczym i rozpoczynającym się cyklem inwestycyjnym – która powinna przełożyć się na wzrost dynamiki zatrudnienia lekko powyżej poziomu 0% r/r przed końcem nadchodzącego roku.

Płace w sektorze przedsiębiorstw, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, styczeń = 100



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

Przerwana dobra passa produkcji przemysłowej

W listopadzie polska produkcja przemysłowa skurczyła się o 1,1% r/r, co jest rozczarującym wynikiem po dobrych wynikach odnotowanych w poprzednich dwóch miesiącach (3,2% r/r w październiku i 7,6% r/r we wrześniu). Po uwzględnieniu czynników sezonowych, produkcja spadła o 1,6% m/m, jednak w ujęciu rocznym była wyższa o 0,8%. Częściowo za słabszy wynik odpowiedzialny może być więc układ kalendarza – święto 11 listopada wypadło we wtorek, co było dobrą okazją do wzięcia urlopu 10 listopada, podczas gdy rok wcześniej takiej możliwości nie było. Dodatni wynik w ujęciu rocznym odnotowało górnictwo (4,8% r/r) i zaopatrzenie w wodę (3,2% r/r), podczas gdy na minusie były przetwórstwo przemysłowe (-1,4% r/r) i energetyka (-2,1% r/r).

W ramach przetwórstwa przemysłowego większość działów produkcji odnotowała słabe wyniki. Na tle wzorca sezonowego najgorzej wypadły: produkcja samochodów i innych pojazdów, odzieży, komputerów, urządzeń elektrycznych i wyrobów z drewna. Produkcja tekstyliów odnotowała stosunkowo dobry wynik, a pozostałe sektory odnotowały umiarkowane spadki. Pod względem przeznaczenia produkcji, najgłębszy spadek odnotowano w grupie dóbr związanych z energią (-9,4% r/r) i konsumpcyjnych trwałych (-8,2% r/r), nieco płytszy w dobrach zaopatrzeniowych (-1,9% r/r). Lekko na plusie były dobra konsumpcyjne nietrwałe (0,2% r/r) i inwestycyjne (3,7% r/r).

Chociaż spodziewaliśmy się lepszego wyniku, zwracaliśmy uwagę w poprzednich miesiącach, że obserwowane wysokie odczyty produkcji mogą być niestabilne i w pewnym momencie mogą ulec mocniejszej korekcie, co właśnie najwyraźniej nastąpiło.

Dzisiejsze dane, wraz z gorszymi od oczekiwań danymi dotyczącymi produkcji budowlanej, stanowią pewne ryzyko dla wyników inwestycyjnych i ostatecznie wzrostu PKB w IV kw., ale na ten moment podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB o 3,9% r/r.

Budownictwo nieco słabsze od prognoz

W listopadzie produkcja budowlana była słabsza od oczekiwań i wzrosła zaledwie o 0,1% r/r, podczas gdy oczekiwania wynosiły 2,5% r/r (nasze i rynkowe). W ujęciu odsezonowanym produkcja spadła o 0,9% m/m. Co ciekawe, spowolnienie w porównaniu z październikowym wynikiem 4,1% r/r było spowodowane bardzo kiepskim wynikiem w inżynierii lądowej (-12,8% r/r po +3,2% r/r w październiku), podczas gdy zarówno budownictwo budynków, jak i roboty specjalistyczne przyspieszyły (odpowiednio do 8,0% r/r z 2,4% r/r i do 18,9% r/r z 7,8% r/r). Poprawił się również wynik prac remontowych (7,8% r/r po 2,5% r/r w październiku), przy spowolnieniu prac inwestycyjnych do -3,2% r/r z 4,9% r/r).

Zakładamy, że słabszy wynik listopadowy to „wypadek przy pracy”, zwłaszcza, że wziął się z zachowania tylko jednego z podsektorów, związanego głównie z dużymi inwestycjami publicznymi. Zakładamy zatem, że w sektorze sytuacja będzie się poprawiała, czemu powinno sprzyjać rosnące wykorzystanie środków unijnych.

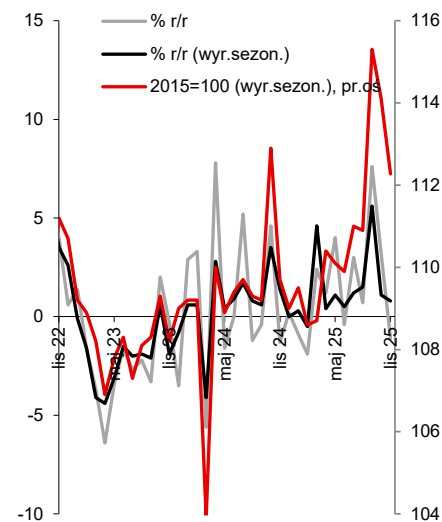
Budownictwo mieszkaniowe nadal zmniejsza aktywność

W listopadzie oddano do użytkowania o 18,8% więcej mieszkań niż przed rokiem, podczas gdy liczba pozwoleń na budowę spadła o 8,9% r/r, a rozpoczętych budów o 20,7% r/r. Wskaźnik liczby projektów w toku obniżył się do 55,4 pkt z 59,6 pkt w październiku i był najniższy od maja 2024 r. Rynek mieszkaniowy pozostaje w fazie obniżenia aktywności w reakcji na ostabienie popytu i zatrzymaniu wzrostów cen po wykorzystaniu budżetu programu „Kredyt 2%”. Dane wskazują jednak na ożywienie popytu, co naszym zdaniem w perspektywie kilku kwartałów przełoży się na wzrost aktywności rynku mieszkaniowego.

Inflacja PPI nieznacznie powyżej prognoz

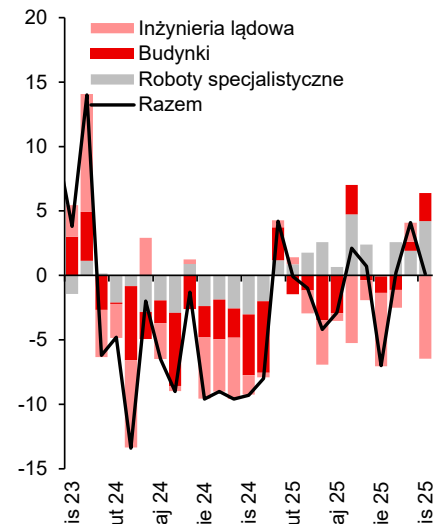
W listopadzie inflacja PPI wyniosła -2,4% r/r wobec -2,2% r/r w październiku i prognoz spadku do -2,5% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny w przemyśle wzrosły o 0,1% m/m i był to pierwszy dodatni wynik od czerwca. Wynik „wyciągnęły” jednak trzy sektory – górnictwo (1,4%), wytwarzanie koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (+2,5% m/m) oraz produkcja wyrobów tytoniowych (+2,0% m/m), podczas gdy w pozostałych sektorach przeważały lekkie spadki. W związku z tym liczony przez nas bazowy PPI (bez górnictwa i ropy naftowej) obniżył się do -2,1% r/r z -1,7% r/r. Spodziewamy się lekkich wzrostów PPI w kolejnych miesiącach, a pod

Produkcja przemysłowa



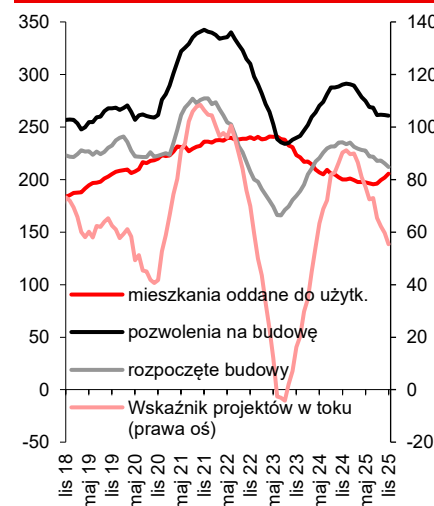
Źródło: GUS, Santander

Produkcja budowlana, dekompozycja, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Statystyki rynku budownictwa mieszkaniowego, sumy za 12 miesięcy



Źródło: GUS, Santander

koniec 2026 możliwy jest powrót powyżej zera. Sytuacja w przemyśle nie będzie zatem generowała presji na wzrost cen detalicznych.

GUS potwierdza dobre zbiory w 2025 r.

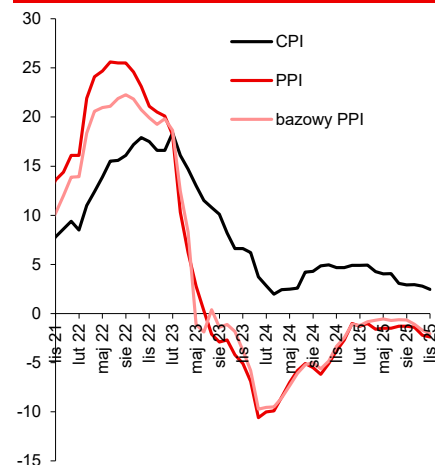
Wynikowy szacunek głównych ziemiopłodów rolnych i ogrodniczych w 2025 r. potwierdził wnioski z wcześniejszych szacunków – tegoroczne zbiory były wyraźnie lepsze niż w 2024 r., co będzie generowało presję w dół na ceny żywności, zwłaszcza warzyw i owoców.

Zbiory warzyw gruntowych wzrosły o 6,1% r/r i osiągnęły 4,1 mln ton. Wzrosła w szczególności produkcja kukurydzy cukrowej (22,6% r/r i 196,2 tys. ton), dyni, kabaczków i cukinii (12,3% i 477,3 tys. ton), buraków (11,1% r/r i 267,5 tys. ton), pomidorów (9,6% i 223 tys. ton), marchwi (9,3% i 611,3 tys. ton). Stabiej wyglądały natomiast zbiory ogórków (-7,1% i 104,6 tys. ton) oraz cebuli (-6,4% i 632,2 tys. ton).

Produkcja owoców z drzew była o 13,5% lepsza niż rok wcześniej i osiągnęła 4,2 mln ton. Wzrosły zbiory wiśni (28,0% i 141 tys. ton), śliwek (23,9% i 117,9 tys. ton), czereśni (14,1% i 58,3 tys. ton), jabłek (12,9% i wyniosły 3,8 mln ton), gruszek (6,1% i 78,7 tys. ton). Z kolei produkcja owoców z krzewów wzrosła o 1,7% do 489,7 tys. ton. Wzrosła produkcja porzeczek (12,0% i 112,3 tys. ton), truskawek (5,0% i 150,6 tys. ton), malin (2,9% i 79,1 tys. ton).

Zbiory ziemniaków wzrosły o 18,4% i wyniosły 7,0 mln ton, rzepaku o 11,2% i wyniosły 3,6 mln ton, a zbóż wrosły o 4,8% i wyniosły 26,6 mln ton.

Wskaźniki inflacji, % 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