

## Komentarz ekonomiczny

### Słabe dane za wrzesień

**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)

Większość dzisiejszych danych z krajowej gospodarki za wrzesień zaskoczyła negatywnie. Produkcja przemysłowa odnotowała wzrost o -0,3% r/r (-0,2% m/m po odsezonowaniu) zaskakując w dół trzeci raz z rzędu, przy czym słabość widoczna była szczególnie w dobrach pośrednich i produkcji nakierowanej na eksport. Poprawiające się miękkie wskaźniki koniunktury sugerują pewne ożywienie, ale może być ono hamowane przez przedłużającą się słabość europejskiego przemysłu. Produkcja budowlana zmniejszyła skalę spadku do -9% r/r (+0,9% m/m po odsezonowaniu) z -9,6%, nieco powyżej konsensusu. Sądzymy, że w ciągu kilku miesięcy w danych o produkcji budowlanej powinien zacząć ujawniać się pozytywny impuls związany z wykorzystaniem środków unijnych, co powinno sprzyjać inwestycjom, choć widać też hamowanie wzrostu liczby pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów. Dynamika zatrudnienia utrzymała się we wrześniu na poziomie -0,5% r/r. Z kolei tempo wzrostu płac nieoczekiwanie spadło do 10,3% r/r z 11,1% r/r w sierpniu, przy hamowaniu płac zarówno w usługach i przemyśle, za to przy dużym wzroście płac w górnictwie napędzanych premiami. Realne tempo wzrostu płac wyhamowało do 5,2% r/r z 6,6% r/r. W kolejnych miesiącach dynamika płac mogłaby osiągnąć jednocyfrowy poziom, ale to wciąż wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń, które powinno zapewnić wsparcie mocnemu wzrostowi konsumpcji. Głębszy spadek wrześniowego PPI (do -6,3% r/r) z kontynuacją spadków cen w przetwórstwie sugeruje potencjalnie niższą presję na towary bazowe w CPI. Jutrzejsze dane o sprzedaży dadzą pełniejszy obraz sytuacji w III kw., a na ten moment podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB w tym roku na poziomie 3% (ponad 3% r/r w III kw.) z pierwszą obniżką stóp RPP w lipcu 2025 r. Szybsze hamowanie rynku pracy, niższa presja inflacyjna, opóźnienie ożywienia w strefie euro przy mocnym złotym mogłoby potencjalnie zwiększać ryzyko dla scenariusza nieco szybszej obniżki stóp.

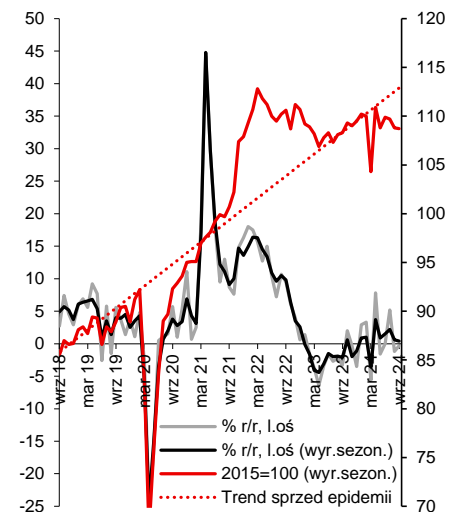
#### Przemysł – słabe wyniki pomimo poprawy nastrojów

We wrześniu wolumen produkcji przemysłowej w Polsce spadł o 0,3% r/r, podczas gdy rynek liczył na +0,3% r/r, a nasza prognoza wynosiła +1,1% r/r. To już trzecia negatywna niespodzianka z rzędu w tych danych, choć najmniejsza z nich. W ujęciu wyrównanym sezonowo roczna dynamika produkcji przemysłowej utrzymała się na dodatnim poziomie 0,4%, ale spadła o 0,2% m/m. Poprzedni wynik, za sierpień, został zrewidowany w górę z -1,5% r/r do -1,2% r/r.

Dodatnią roczną dynamikę produkcji odnotowano w segmencie dóbr konsumpcyjnych, trwałych i nietrwałych (odpowiednio 2,3% r/r i 2,7% r/r), podczas gdy produkcja dóbr pośrednich spadła o 2,6% r/r, a dobra inwestycyjne spadły o 1,2% r/r (co i tak jest najlepszym odczytem w tym segmencie od kwietnia). Wynik działów przemysłu zorientowanych na rynek krajowy (wg naszych wyliczeń +2,0% r/r) pozostaje wyraźnie lepszy niż zachowanie produkcji w branżach eksportowych (-2,3% r/r). Produkcja sprzętu elektrycznego – branża wywierająca największą negatywną presję na wynik całego sektora przemysłowego – wykazuje stopniową poprawę (-15,7% r/r we wrześniu wobec -21,4% r/r w sierpniu), ale nie na tyle dużą, aby istotnie wpłynąć na produkcję ogółem. Jednocześnie produkcja samochodów pozostaje stosunkowo niska, -2,0% r/r wobec -1,9% r/r w sierpniu, mimo że poprawie dynamiki sprzyjał we wrześniu lepszy układ dni roboczych. Podobne pogorszenie dynamiki r/r wystąpiło też m.in. w produkcji wyrobów tytoniowych, wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych oraz produkcji metali i sprzętu elektronicznego. Dość dobry wynik uzyskano w produkcji leków, tekstyliów, wyrobów z metali, drewna i papieru, a w produkcji pozostałego sprzętu transportowego roczna dynamika powróciła powyżej 18% r/r po sierpniowym spadku do 0,9% r/r.

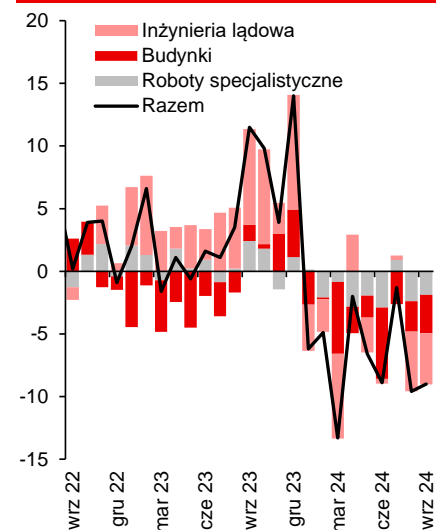
Utrzymująca się słabość realnych danych przemysłowych niepokoi, ale jednocześnie pozostaje w kontraście z obserwowanym w ostatnich miesiącach szybkim odbiciem wskaźników nastrojów biznesowych w tym sektorze. Indeks PMI urosł między czerwcem a wrześniem z 45,0 pkt do 48,6

#### Produkcja przemysłowa w Polsce



Źródło: GUS, Santander

#### Produkcja budowlana, dekompozycja, % 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

pkt., dwa wzrosty z rządu ma też już na koncie przemysłowy indeks ESI. Projekty związane z funduszami unijnymi mogą poprawić sytuację przemysłu w najbliższych kwartałach, przy czym wzrost wolumenu produkcji może wg nas następować stopniowo.

### Budownictwo czeka na impuls

Produkcja budowlana spadła we wrześniu o 9,0% r/r, co było mniej więcej zgodne z oczekiwaniami (my: -8,7% r/r, rynek: -9,8% r/r) i wobec spadku o 9,6% r/r w sierpniu. W ujęciu miesięcznym produkcja zwiększyła się o 12% m/m, co jest dość solidnym wynikiem, ale warto pamiętać, że sierpień był raczej słaby (dane po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych wskazują na wzrost o 0,9% m/m we wrześniu wobec -0,5% m/m w sierpniu).

Dość dobre wyniki widoczne były w inżynierii cywilnej i lądowej (-8,9% r/r wobec -10,6% r/r w sierpniu) oraz w pracach specjalistycznych (-7,9% r/r wobec -9,8% r/r w sierpniu), natomiast wyniki budowy budynków ukształtowało się na poziomie -10,1% r/r wobec -7,9% r/r w sierpniu. Ogólnie jednak struktura wzrostu produkcji budowlanej pozostała podobna jak w sierpniu.

Dane pokazują, że aktywność budowlana pozostaje niska, ale nie ulega dalszemu pogorszeniu. Sądzymy, że w ciągu kilku miesięcy w danych powinien zacząć ujawniać się pozytywny impuls związany z wykorzystaniem środków unijnych.

### Na rynku mieszkaniowym oznaki spowolnienia

We wrześniu do użytkowania oddano 16,6 tys. mieszkań, czyli 1,9% więcej niż rok wcześniej, po spadku o 18% zanotowanym w sierpniu. Pewne spowolnienie aktywności rynku jest jednak widoczne w danych na temat liczby pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów.

We wrześniu wydano pozwolenia na 23,0 tys. budów czyli 0,5% mniej niż rok wcześniej, a liczba rozpoczętych budów wyniosła 19,3 tys., 0,8% więcej niż przed rokiem. W sierpniu i we wcześniejszych miesiącach obydwie te miary pokazywały dwucyfrowe tempo wzrostu. Szacowany przez nas wskaźnik liczby projektów w toku obniżył się we wrześniu po raz pierwszy od sierpnia 2023 r.

Możliwe, że rynek zaczyna reagować na pogorszenie perspektyw w związku z malejącymi szansami na kolejny program wspierający kredytobiorców. Duży wzrost liczby pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów w minionych miesiącach powinien jednak wpłynąć na wzrost liczby mieszkań oddawanych do użytkowania w najbliższych kwartałach, co może mieć ujemny wpływ na ceny na rynku mieszkaniowym.

### Tempo wzrostu płac nieoczekiwanie spadło

Tempo wzrostu płac spadło z 11,1% r/r w sierpniu do 10,3% r/r we wrześniu, 0,8 pkt proc. poniżej naszych oczekiwań i 0,7 pkt proc. poniżej konsensusu rynkowego. W efekcie, realne tempo wzrostu płac wyhamowało z 6,6% r/r do 5,2% r/r.

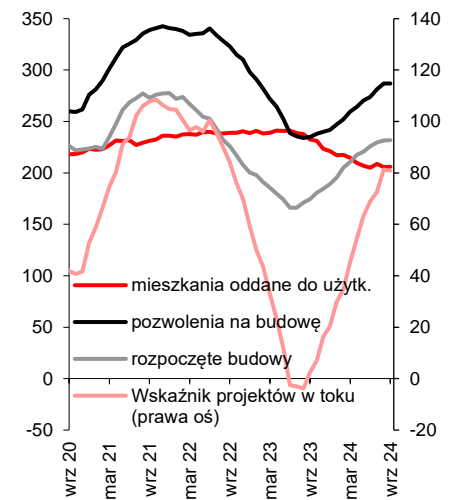
Głównym źródłem spadku ogólnej dynamiki płac był sektor usług, gdzie według naszych obliczeń tempo wzrostu płac uległo obniżeniu z 11,2% r/r do 10,0% r/r, ponad 1 pkt proc. poniżej naszych oczekiwań. Do spadku dynamiki płac doszło także w sektorze przemysłowym, z 10,8% r/r do 10,4% r/r, przede wszystkim z powodu wolniejszego wzrostu płac w sektorach przetwórstwa przemysłowego i wytwarzania i zaopatrywania w energię. Jedynym sektorem, w którym tempo wzrostu płac było wyraźnie wyższe, niż szacowaliśmy, było górnictwo. Dynamika wynagrodzeń uległa tam wzrostowi z 4,9% r/r do 17,5% r/r, najprawdopodobniej dzięki wypłacie premii i nagród w jednej ze spółek z sektora produkcji miedzi. W rezultacie, według naszych obliczeń, tempo wzrostu płac poza sektorem górniczym wyhamowało z 11,3% r/r do 10,1% r/r.

Ogółem, choć ogólne tempo wzrostu płac utrzymało się we wrześniu na dwucyfrowym poziomie, to jego nieoczekiwany spadek może sprawić, że w październiku dynamika płac znajdzie się lekko poniżej poziomu 10,0% r/r. Niemniej, należy podkreślić, że będzie to wciąż wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń, które powinno zapewnić wsparcie dalszemu wzrostowi konsumpcji i ożywieniu gospodarczemu.

### Dynamika zatrudnienia pozostaje stabilna lekko poniżej zera

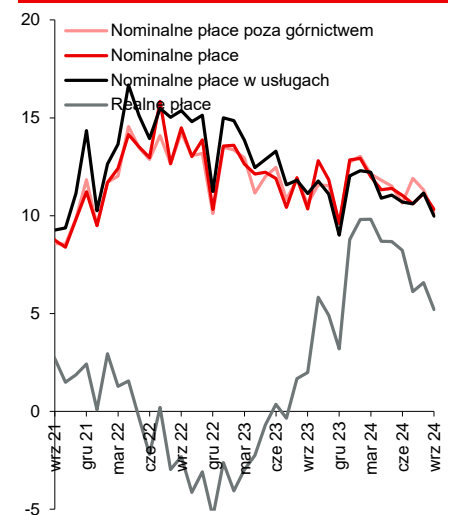
Dynamika zatrudnienia utrzymał się we wrześniu na poziomie -0,5% r/r, bez zmian względem października. W porównaniu miesiąc do miesiąca liczba miejsc pracy skurczyła się o około 8 tys., niemal dokładnie z naszym szacunkiem.

### Statystyki rynku mieszkaniowego, sumy za 12 miesięcy



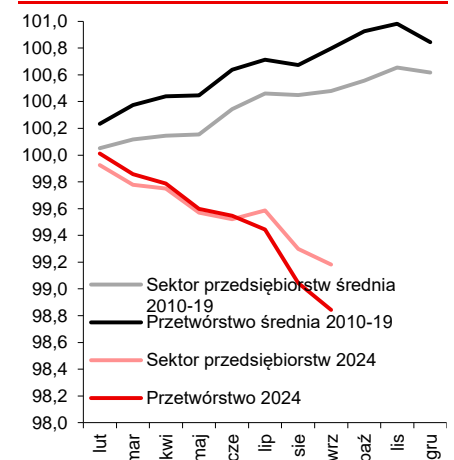
Źródło: GUS, Santander

### Wzrost płac, % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Poziom zatrudnienia, styczeń = 100



Źródło: GUS, Santander

Podobnie jak w sierpniu, spadek ogólnej liczby miejsc pracy miał swoje źródło głównie w sektorze przetwórstwa przemysłowego, który utracił około 4,5 tys. etatów. Kolejne największe redukcje zatrudnienia miały miejsce w sektorach transportu i gospodarki magazynowej (-1,5 tys. etatów), a także handlu i naprawy pojazdów (-1,0 tys.).

Dynamika zatrudnienia prawdopodobnie pozostanie blisko swojego obecnego poziomu do końca roku, a na początku 2025 r. powróci do dodatnich wartości. Później, wraz z ożywieniem gospodarczym, a także przede wszystkim wraz ze wzrostem inwestycji powinniśmy obserwować stopniową poprawę tempa wzrostu poziomu zatrudnienia.

#### Głębszy spadek wrześniowego PPI sugeruje wolniejsze odreagowanie w kolejnych miesiącach

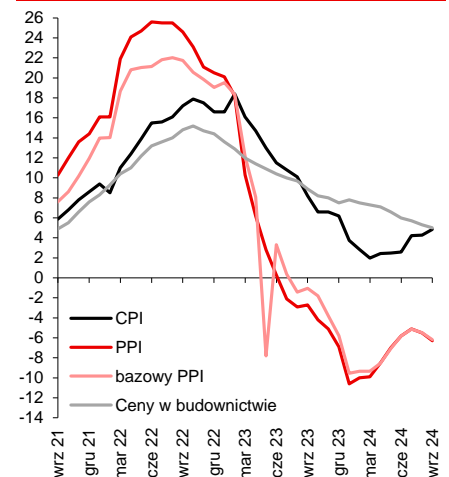
Roczny spadek cen producentów pogłębił się we wrześniu do -6,3% r/r z -5,5% r/r w sierpniu wobec oczekiwanych -5,7% r/r.

Niespodzianka w dół w dużej mierze wynikała z rewizji w dół dynamiki cen w większości kategorii za sierpień, przy czym największy wkład miał spadek w przetwórstwie przemysłowym (o -0,5% m/m wobec poprzedniego szacunku na poziomie -0,1% m/m). W efekcie roczna dynamika PPI w sierpniu została zrewidowana do -5,5% r/r z -5,1% r/r. Co więcej, dane o cenach zaskoczyły w dół również we wrześniu, odnotowując drugi z rzędu miesiąc spadku cen producentów o 0,5% m/m przy słabszej niż zakładaliśmy dynamice cen w większości kategorii. Ponadto inflacja bazowa PPI spadła we wrześniu do -6,2% r/r z -5,5% r/r.

Dane o PPI sygnalizują, że przy utrzymującej się słabości europejskiego przemysłu presja cenowa wśród producentów jest ograniczona, co może oddziaływać w kierunku niższej inflacji towarów bazowych w CPI.

Nadal oczekujemy, że roczny wzrost PPI będzie stopniowo przyspieszał w nadchodzących miesiącach ze względu na niską bazę z poprzedniego roku, choć inflacja PPI prawdopodobnie osiągnie dodatni poziom dopiero w przyszłym roku. Nasze prognozy zakładają stabilizację kursu złotego, niewielki wzrost cen surowców przy jedynie stopniowym ożywieniu popytu w strefie euro i silniejszym odbiciu w Polsce.

PPI i inne miary 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