

Komentarz Ekonomiczny

Styczniowy mróz wszechobecny w danych

Bartosz Białas, tel. 691 393 119, bartosz.bialas@santander.pl

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

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

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

Styczniowe dane z gospodarki okazały się słabsze od naszych, i tak mało optymistycznych, założeń. W dół zaskoczyły zarówno liczby dotyczące realnej aktywności (produkcja w przemyśle i budownictwie, zatrudnienie), jak i wartości nominalnych (płace, inflacja PPI). Naszym zdaniem słabe wyniki stycznia to w znacznej mierze rezultat czynników jednorazowych (mniejsza liczba dni roboczych, układ świąt sprzyjający długim weekendom, bardzo niska średnia temperatura w styczniu: -4.3°C , wobec $+1.8^{\circ}\text{C}$ w styczniu 2025 r., opady śniegu), co nie przekreśla średnioterminowego pozytywnego trendu, na co wskazują chociażby wciąż dobre i nawet poprawiające się wyniki ankiet optymizmu wśród konsumentów i przedsiębiorców. Spodziewamy się zatem poprawy w kolejnych miesiącach, choć luty nadal będzie pod wpływem ciężkich warunków pogodowych. Opublikowane dzisiaj dane zwiększają naszym zdaniem szansę na obniżkę stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu RPP w marcu.

Rynek pracy słabszy od prognoz

Styczniowe dane z rynku pracy okazały się słabsze od oczekiwań. Zatrudnienie spadło o 0,8% r/r wobec prognoz na poziomie -0,7% r/r. Warto jednak zauważyć, że odczyt za styczeń jest pod mocnym wpływem corocznej rewizji próby statystycznej i zwykle charakteryzuje się dużą zmiennością. Ponieważ zatrudnienie spadało w trakcie 2025 roku, to styczniowa rewizja zatrudnienia w dół nie jest zaskoczeniem. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie spadło o 9,8 tys. etatów. Największe spadki odnotowano w działalności administracyjnej i usługach wspierających (-7,4 tys.), działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej (-5,5 tys.) oraz w budownictwie (-3,8 tys.). Uważamy, że poprawiające się tempo wzrostu gospodarczego powinno stopniowo wzmacniać popyt na pracę i oczekujemy, że zatrudnienie w dalszej części roku lekko odbije.

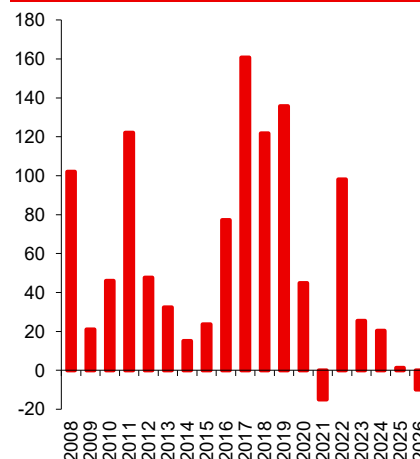
Wzrost płac również zaskoczył w dół – wyniósł 6,1% r/r wobec naszej prognozy i konsensusu rynkowego nieco powyżej 7% r/r. Chociaż spowolnienie z grudniowego 8,6% r/r było szeroko oczekiwane, okazało się ono nieco silniejsze, niż zakładano. Słabszą dynamikę płac można zauważyć w większości sektorów: wynagrodzenia poza górnictwem spowolniły do 6,2% r/r z 9,0% r/r, a wynagrodzenia w usługach do 6,5% r/r z 9,0% r/r. Uważamy, że styczniowy odczyt był pod wpływem czynników jednorazowych, które pociągnęły go w dół (silny grudzień, mniejsza liczba dni roboczych, trudne warunki pogodowe), a w nadchodzących miesiącach możliwa jest pewna poprawa rocznej dynamiki. Natomiast w naszej ocenie średnioroczna dynamika płac będzie jednak stopniowo spowalniać w 2026 roku. W ujęciu realnym wzrost płac pozostanie jednak dodatni, co będzie stanowiło wsparcie dla konsumpcji prywatnej.

Schłodzony zapat sektora przemysłowego po mocnym grudniu

W styczniu produkcja przemysłowa spadła o 1,5% r/r. Rynek oczekiwał spowolnienia z +7,3% r/r w grudniu do +1,7% r/r, podczas gdy nasza prognoza wynosiła +2,8% r/r. Jest to już trzeci miesiąc z rzędu, w którym obserwujemy historycznie duże odchylenie dynamiki produkcji od prognoz rynkowych: odczyt za listopad był niemal o 4 pkt proc. gorszy od oczekiwań, grudzień okazał się zaskakująco mocny (o 4,3 pkt proc. powyżej mediany rynkowej), a teraz – w styczniu – rozminięcie się z oczekiwaniami rynku wyniosło 4,3 pkt proc. Zaskoczenia nie miały jednego kierunku, dlatego nie obserwujemy strukturalnego problemu w sektorze (prowadzącego do systematycznych dużych różnic względem wyników modeli ekonometrycznych), lecz raczej pewne przesunięcia aktywności w czasie. Mimo to, jeśli porównamy dzisiejszy odczyt ze średnią dynamiką z II poł. 2025 r. na poziomie +3,5% r/r, nadal wygląda on słabo.

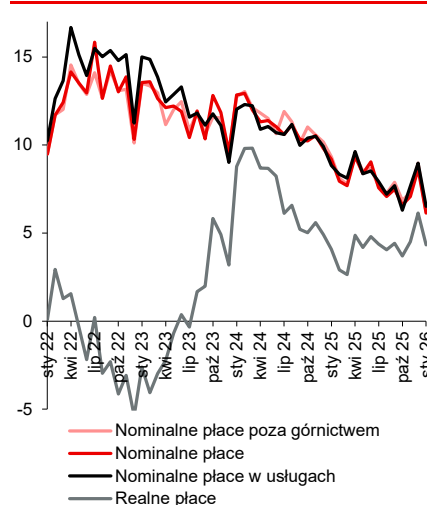
Istnieją jednak ku temu powody niezwiązane z nastrojami w biznesie: o jeden dzień roboczy mniej niż w styczniu 2025 r. oraz wyjątkowo złe warunki pogodowe – śnieg i skrajnie niskie

Zmiana zatrudnienia w styczniu, tys. m/m



Źródło: GUS, Santander

Wzrost płac, % 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 Luźniński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

temperatury – które najprawdopodobniej zaktóciły pracę łańcuchów logistycznych i realizację dostaw produktów. Dokonaliśmy korekt z tytułu tych czynników szykując naszą prognozę, ale najwyraźniej były one zbyt łagodne. Styczniowe mrozy miały natomiast pozytywny wpływ na produkcję w energetyce. Kategoria związana z wytwarzaniem i dostawą prądu, gazu i ciepła pokazała wzrost produkcji o 18,7% r/r po -2,6% r/r w grudniu (najsilniejszy od niemal czterech lat), jednak łączny efekt warunków pogodowych był dla przemysłu wyraźnie negatywny.

Jednocześnie wskaźnik koniunktury GUS istotnie poprawił się w styczniu – o ok. 8 pkt – przy czym podobnie silną poprawę m/m ostatnio obserwowano w sierpniu 2020 r. Co więcej, dwa ostatnie odczyty niemieckich zamówień w przemyśle również były zaskakująco dobre, co wzmacnia argumenty za tym, by styczniowe załamanie aktywności przemysłowej traktować jako zjawisko przejściowe. Kolejny odczyt także może być jeszcze obciążony skutkami nietypowych mrozów, jednak w dalszej części roku oczekujemy, że sektor zacznie notować dodatni, jednocyfrowy wzrost, wspierany przez poprawiające się warunki gospodarcze w UE.

W styczniu, poza wyjątkowo wysokim wynikiem przedsiębiorstw usług komunalnych, dość dobrze radziło sobie górnictwo oraz zakłady poboru, uzdatniania i dostarczania wody, uzyskując wzrost produkcji m/m wyraźnie przekraczający medianę dla tego miesiąca z poprzednich lat (tj. styczniowe spadki w aktywności były tam mniejsze niż zwykle). Spośród działów przetwórstwa przemysłowego udało się to też producentom pozostałego sprzętu transportowego i urządzeń elektrycznych. Z kolei wyraźnie niższą dynamikę miesięczną niż zwykle wykazali producenci kruszyw (wyroby z pozostałych surowców mineralnych niemetalicznych), wyrobów z metali, wyrobów z drewna, tekstyliów oraz wyrobów farmaceutycznych – w dużym stopniu była to jednak konsekwencja ich wysokiego poziomu aktywności w grudniu.

Negatywny wpływ zimy na produkcję budowlaną mocniejszy od oczekiwań

Dynamika produkcji budowlano-montażowej spadła w styczniu do -12,8% r/r z 4,5% r/r w grudniu, wyraźnie poniżej zarówno naszej prognozy spadku do -2,5% r/r, jak i konsensusu rynkowego wskazującego na spadek do -5,0% r/r. W porównaniu miesiąc do miesiąca i po wyrównaniu sezonowym spadek produkcji budowlano-montażowej wyniósł 8,9%.

Spadki produkcji budowlanej zostały odnotowane w jej wszystkich głównych kategoriach, w tym w budowie budynków o 18,4% r/r, budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej o 7,5% r/r i w pracach specjalistycznych o 11,9% r/r. Podział według charakteru prowadzonych prac sugeruje, że styczniowy spadek dynamiki produkcji budowlanej miał swoje główne źródło w pracach remontowych, które obniżyły się o 28,3% r/r, po wzroście o 5,2% r/r w grudniu. Prace inwestycyjne uległy znacznie mniejszemu spadkowi, o 3,9% r/r, po wzroście o 4,2% r/r w grudniu.

W naszej ocenie gwałtowny spadek produkcji budowlano-montażowej stanowi bezpośredni rezultat nietypowo niesprzyjających warunków pogodowych. Uważamy jednocześnie, że dane pozostają zgodne z rozpoczęciem nowego cyklu inwestycyjnego – zwłaszcza dzięki relatywnie niewielkim spadkom projektów inwestycyjnych i budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Co więcej, warto zwrócić uwagę, że wolumeny produkcji budowlanej w styczniu są co do zasady najniższymi rejestrowanymi na przestrzeni roku, co zwiększa zmienność odnotowywanych w styczniu stóp wzrostu.

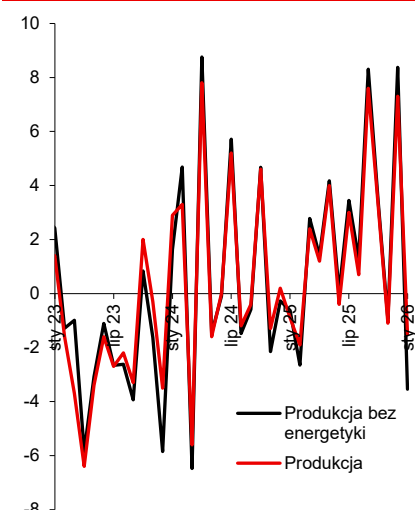
W lutym pogoda może nadal wywierać negatywny wpływ na produkcję budowlano-montażową. Po ustąpieniu zimy dynamika produkcji budowlanej powinna powrócić do pozytywnych wartości.

Przestój na rynku mieszkaniowym

Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w styczniu wyniosła 14,7 tys. i była o około 8% (1,3 tys.) mniejsza niż w styczniu 2025 r. Spadek liczby oddanych mieszkań w porównaniu rocznym, a zarazem spowolnienie jej dynamiki z 15,3% r/r w grudniu i około 15,8% r/r w całym IV kw. 2025 r. można wiązać z niekorzystnymi warunkami pogodowymi. Spadkowi uległy także dynamiki wydawanych pozwoleń na budowę, z 20% r/r w grudniu do -12,3% r/r w styczniu, i rozpoczętych budów, z 4,2% r/r do -28,4% r/r.

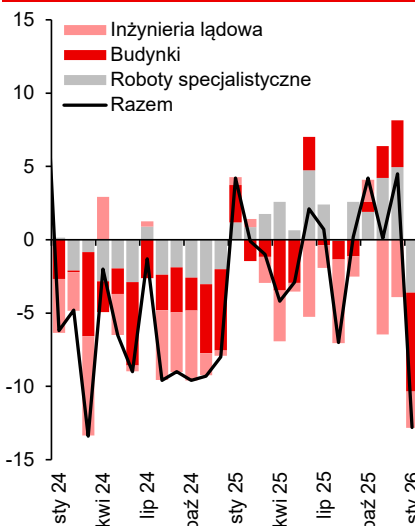
W efekcie obniżenia aktywności budowlanej z powodu warunków pogodowych liczba mieszkań pozostających w budowie nie uległa mocnej zmianie i wyniosła 835,9 tys., czyli o około 2,4 tys.

Produkcja przemysłowa, % r/r



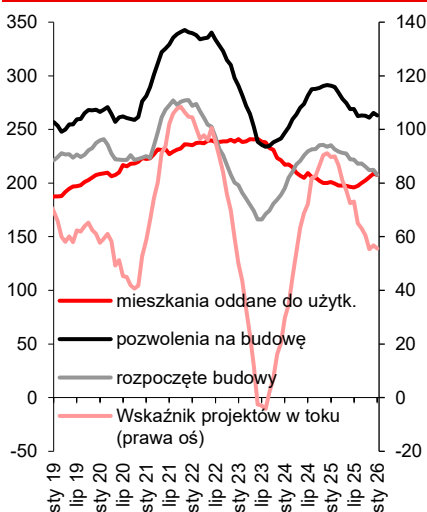
Źródło: GUS, Santander

Produkcja budowlana, dekompozycja, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Rynek mieszkaniowy, kroczące sumy 12-miesięczne, tysiące



Źródło: GUS, Santander

mniej niż w grudniu. Jej dynamika kontynuowała obserwowany od końca 2024 r. trend miarowego spowolnienia, obniżając się z 0,4% r/r w grudniu do 0,0% r/r w styczniu.

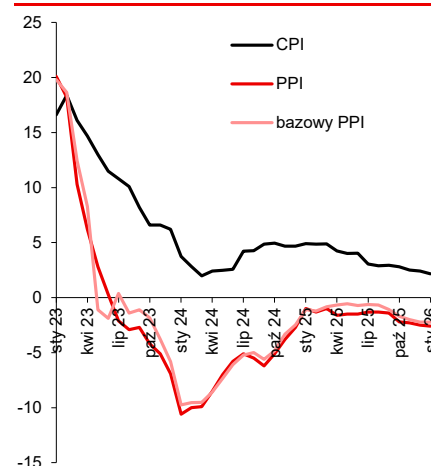
Zaburzenia wywołane efektami pogodowymi utrudniają ocenę, czy i w jakim stopniu na rynku mieszkaniowym dalej ma miejsce obserwowany we wcześniejszych miesiącach spadek aktywności, a także czy grudniowe wzrosty dynamik liczb wydanych pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów były jednorazowym zjawiskiem, czy początkiem większej reakcji na wzrost popytu widoczny w danych kredytowych. Więcej jasności w tym względzie powinny przynieść kolejne miesiące. Spodziewamy się jednak, że w perspektywie kilku kwartałów wzrost popytu na mieszkania powinien doprowadzić do ponownego wzrostu aktywności w budownictwie mieszkaniowym.

Inflacja PPI znowu poniżej prognoz

Inflacja PPI obniżyła się w styczniu do -2,6% r/r z -2,5% r/r w grudniu, nieznacznie poniżej naszej prognozy (-2,5% r/r) oraz konsensusu rynkowego (-2,3% r/r). W ujęciu miesięcznym ceny obniżyły się o 0,3% m/m po spadku o 0,4% miesiąc wcześniej, na co złożył się spadek cen w przetwórstwie przemysłowym i w sektorze wytwarzania energii elektrycznej, gazu i pary wodnej (odpowiednio o 0,3% i 1,1% m/m), przy wyższych cenach produkcji w górnictwie (o 1,3% m/m) i branży dostawy wody (0,3% m/m). W ramach przetwórstwa ceny najmocniej spadły w produkcji odzieży (-1,4% m/m), produkcji wyrobów tytoniowych (-1,3% m/m) i w produkcji napojów (-0,9% m/m). Rosty natomiast ceny produkcji poligrafii (0,8% m/m), a w niewielkim stopniu rzędu 0,1-0,3% m/m także metali, pozostałego sprzętu transportowego i wyrobów z drewna. Inflacja PPI w ujęciu bazowym (bez cen górnictwa i przetwórstwa ropy naftowej) wyniosła -2,2% r/r, tj. bez zmian względem poprzedniego miesiąca.

Niższej inflacji PPI sprzyjał mocniejszy złoty, pomimo nieco wyższych niż miesiąc wcześniej cen ropy naftowej na globalnych rynkach. W dalszym ciągu inflacja PPI zaskakuje w dół, co powinno sprzyjać niskiemu przebiegowi inflacji CPI w najbliższych kwartałach.

Wskaźniki cen, % 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