

28 lipca 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Czy rynek pracy spowalnia?

- Od początku roku notowany jest w Polsce spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz niższe tempo wzrostu wynagrodzeń, przy jednoczesnym wzroście stopy bezrobocia. Pewna normalizacja sytuacji na rynku pracy była spodziewana, a bieżące dane nie dają jednoznacznej odpowiedzi, czy mamy do czynienia z czymś więcej niż naturalnym dostosowaniem.

- Dane GUS za czerwiec pokazały silniejszy od prognoz wzrost wynagrodzeń - o 9% r/r, wobec 8,4% w maju. Patrząc na szczegóły danych można przypuszczać, że do pozytywnej niespodzianki przyczyniły się czynniki jednorazowe, takie jak wypłaty premii czy nagród. W czerwcu wynagrodzenia wzrosły o 2,4% m/m, a za około 0.9 pp wkładu odpowiada sektor górniczy, gdzie zarobki wzrosły o ponad 50% m/m. Annualizowany wzrost płac w ostatnich trzech miesiącach ponownie sięgnął ~10%, jednak uważamy, że w kolejnych miesiącach powróci do trendu spadkowego. W takim przeświadczeniu utwierdzają nas wnioski płynące z tzw. Szybkiego Monitoringu NBP. Badanie to pokazuje, że udział przedsiębiorstw planujących podwyżki płac sukcesywnie maleje i obecnie około 1/3 badanych firm zamierza zwiększać wynagrodzenia. Coraz mniej przedsiębiorców dostrzega presję płacową (63%), a zaledwie 10% widzi nasilenie tej presji (wobec ok. 40% dwa lata temu).

- Pewne oznaki normalizacji sytuacji na rynku pracy widać również w danych o zatrudnieniu. Miesięczne dane wskazujące na spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w pierwszej połowie tego roku o 0,8% w porównaniu z analogicznym okresem 2024 roku są w dużym stopniu obciążane zmianą próbki przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 pracowników. Potwierdzeniem tego mogą być dane o zatrudnieniu w gospodarce narodowej, gdyż szacunki po I kw. tego roku wskazują na brak zmian wobec zatrudnia w I kw. 2024 roku. Pewne poluzowanie sytuacji na rynku pracy jest widoczne również w danych o bezrobociu. W czerwcu stopa bezrobocia wzrosła do 5,2% z 5%, powyżej wzorca sezonowego. Czerwcową „anomalie” można częściowo tłumaczyć zmianami w regulacjach na rynku pracy, które dają większą swobodę w rejestracji bezrobotnym poza miejscem zameldowania oraz rolnikom. Pomijając czynniki regulacyjne, wzrost bezrobocia widoczny jest też w innych wskaźnikach, gdyż wg. BAEL stopa bezrobocia wzrosła do 3,4% w I kw. (vs. 2.8% w IV kw. 2024).

- Naszym zdaniem, twarde dane oraz badanie ankietowe sugerują, że dalsza normalizacja sytuacji na rynku pracy pozostaje scenariuszem bazowym. Ograniczenie presji płacowej powinno stanowić czynnik wspierający kontynuację obniżek stóp procentowych przez RPP.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

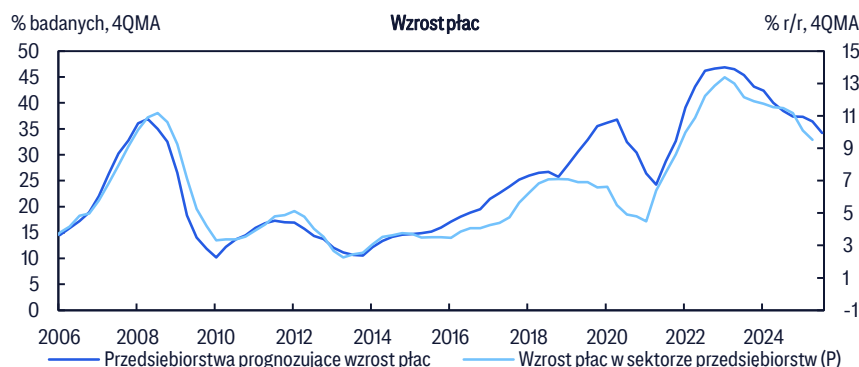
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

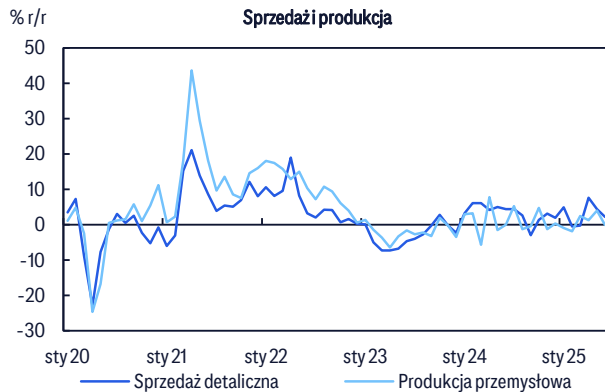
anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Planowane przez firmy podwyżki płac

Źródło: Szybki Monitoring NBP, GUS, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Produkcja spada, sprzedaż słabnie

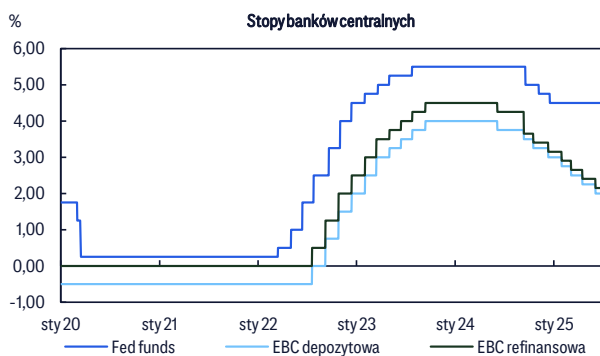


Źródło: Citi Handlowy, NBP

- W czerwcu produkcja przemysłowa spadła zarówno w ujęciu rocznym (-0,1% r/r), jak i miesięcznym (-0,5% m/m po oczyszczeniu z sezonowości). Największe spadki odnotowały branże związane z produkcją chemikaliów i wyrobów chemicznych (-7,7% r/r) oraz pozostałego sprzętu transportowego (-7,4% r/r). Produkcji przemysłowej w Polsce nie pomaga utrzymująca się stagnacja w Niemczech, będących największym rynkiem eksportowym Polski, a także niepewność dotycząca ceł na towary europejskie.

- Z kolei sprzedaż detaliczna w czerwcu wzrosła o 2,2% r/r i była o 0,7% wyższa niż w maju (po skorygowaniu o sezonowość). Dane o sprzedaży detalicznej w ostatnich miesiącach podlegają fluktuacjom, jednak w sumie w I półroczu 2025 r. sprzedaż była wyższa o 3,7% wobec analogicznego okresu 2024 r. W sumie sugeruje to, że konsumpcja prywatna wciąż stanowi główną składową wzrostu PKB.

Wykres 3. EBC pozostawia stopy bez zmian

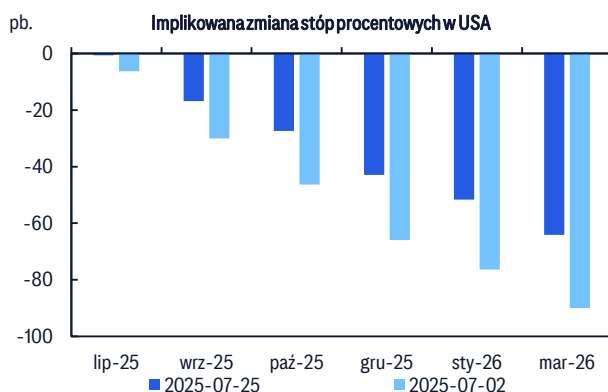


Źródło: Citi Handlowy, BEA

- Zgodnie z oczekiwaniami, w ubiegły czwartek Europejski Bank Centralny zdecydował o utrzymaniu stóp na dotychczasowym poziomie. Prezes Lagarde nie określiła przyszłej ścieżki stóp, lecz zaznaczyła, że dalsze podejście do polityki monetarnej uzależnione będzie od bieżących danych, gdzie priorytetem pozostaje utrzymanie inflacji w celu w średnim okresie. Szefowa EBC podkreśliła również utrzymującą się wyjątkową niepewność, która przemawia za ostrożnym podejściem do dalszego luzowania.

- Naszym zdaniem, obniżka stóp w strefie euro we wrześniu jest wciąż możliwa. Za taką decyzją przemawiać może między innymi aprecjacja euro oraz negatywny szok popytowy wywołany polityką handlową USA.

Wykres 4. Fed poczeka na rozwój wypadków



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- Oczekujemy, że na śródownym posiedzeniu amerykański Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) nie zdecyduje się na zmianę w parametrach polityki pieniężnej i stopa funduszy federalnych zostanie utrzymana w przedziale 4,25%-4,50%.

- Dane inflacyjne wskazują, że jak do tej pory wpływ wzrostu ceł na procesy cenowe w Stanach był niewielki. Fed prawdopodobnie zdecyduje się poczekać z oceną wpływu polityki handlowej na gospodarkę nieco dłużej, dlatego lipcowy termin obniżki stóp procentowych wydaje się obecnie mało prawdopodobny. Również kolejne raporty z rynku pracy powinny dostarczyć więcej informacji na temat stopniowej normalizacji zatrudnienia oraz wzrostu płac. Oczekujemy, że we wrześniu FOMC powróci do obniżek stóp.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
29 lip WTOREK							
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	VI	7.685	7.350	7.769
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VII	96,5	96,1	93
30 lip ŚRODA							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	--	0,5	-1,6
08:30	HU	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q2	0,0	--	0
09:00	CZ	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q2	2,7	2,5	2,4
10:00	DE	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q2	0,0	-0,1	0,4
11:00	EUR	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q2	0,2	0	0,6
11:00	EUR	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q2	--	1,2	1,5
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	VII	--	--	-14,7
14:30	USA	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q2	2,8	2,5	-0,5
20:00	USA	Decyzja Fed	%	30 Jul	--	4,25-4,5	4,25-4,5
31 lip CZWARTEK							
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VII	3,1	2,8	4,1
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VII	1,9	1,9	2
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VI	0,1	0,2	-0,4
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	VI	0,4	--	-0,3
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VI	0,3	0,3	0,1
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	VI	0,3	0,3	0,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	227	--	217
1 sie PIĄTEK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	45,6	44,8
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	48,5	48,9
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	50,3	50,2
09:55	DE	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VII	--	49,2	49,0
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VII	49,8	49,8	49,5
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	VII	1,9	1,9	2
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	VII	0,3	0,3	0,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VII	4,2	4,2	4,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VII	100	115	147
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	VII	53,8	52,5	49,5
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	VII	--	--	61,8
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VII	48,8	49,6	49

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1065	1120
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3900	4162
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28482	29947
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.0	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.50	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.62	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.66	3.71
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.24	4.26
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.24
Bilans płatniczy (mld USD)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.7	-1.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.1	-1.4
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	410.6	436.3
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	412.7	437.7
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	46.6	51.0
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-42.8	-46.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.2	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej
+48 (22) 692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista
+48 (22) 657-7750
arkadiusz.trzciolok@citi.com

Anastazja Nagórka

Stażystka
anastazja.nagorka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska
Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:
poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych,

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r., o obrocie instrumentami finansowymi, Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych, Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r., w sprawie nadużyć na rynku, Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy,

Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne, Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych, W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych, Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi, Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku,

Materiały Banku nie powinny stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta, Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale, Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji, Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób, Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości, Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych, W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości, Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy, Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc., mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych, Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów,

Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale, Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim, Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem, Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji, Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, Bank Handlowy w Warszawie S.A., z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony,

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji, Spółce Citigroup Inc, oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.