

14 kwietnia 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Czy rynek pracy się schładza?

- W komunikacie po kwietniowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej zauważono, że „dane z sektora przedsiębiorstw sygnalizują obniżanie się dynamiki płac”. Natomiast podczas swojej comiesięcznej konferencji prezes NBP Adam Glapiński zasugerował, że nadchodzące publikacje danych na temat płac mogą być istotnym czynnikiem przy ustalaniu stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

- Ostatnie dane z sektora przedsiębiorstw pokazały, że tempo wzrostu płac wyraźnie spowolniło na początku tego roku i z dwucyfrowych dynamik notowanych jeszcze w ubiegłym roku, w lutym wynagrodzenia wyhamowały do 7,9% r/r. Impet wzrostu płac również słabnie – miesięczne wzrosty wynagrodzeń po oczyszczeniu z wpływu sezonowości i przeliczeniu na wskaźniki roczne wynoszą ok. 6%. Wreszcie w ujęciu realnym płace rosną zdecydowanie wolniej i w pierwszych dwóch miesiącach tego roku zwiększyły się średnio o 3,5% r/r, wobec 7,3% w całym 2024 roku.

- Widocznemu schłodzeniu dynamiki wynagrodzeń na razie nie towarzyszy jednak istotny wzrost bezrobocia. Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w lutym bieżącego roku 5,4% (bez zmian w porównaniu z lutym 2024 r.), a od końca ubiegłego roku zwiększyła się o 0,3 pp, zgodnie z wzorcem sezonowym z ostatnich lat. Spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw o 0,9% r/r w styczniu oraz lutym jest przede wszystkim wynikiem corocznego dostosowania próbki przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 pracowników, które są uwzględniane w miesięcznych statystykach.

- W sumie wydaje się, że spadek zatrudnienia to przynajmniej częściowo efekt niższej podaży, a nie niskiego popytu na pracowników. Napływ nowych pracowników z zagranicy (głównie z Ukrainy) zdecydowanie spowolnił, co biorąc pod uwagę starzenie się polskiego społeczeństwa utrudnia wypełnienie luki na rynku pracy. Podobny obraz przedstawiają inne wskaźniki dotyczące rynku pracy. W danych na temat zwolnień grupowych wciąż nie dostrzegamy sygnałów, które wskazywałyby na istotny spadek popytu na pracę. Zwolnienia grupowe w sektorze przedsiębiorstw dotyczą niecałych 0,3% zatrudnionych i znajdują się nawet poniżej wieloletniej średniej (wykres 1).

- Najbliższa publikacja danych z rynku pracy zaplanowana jest na przyszły tydzień, jednak dane nie powinny istotnie zmienić perspektywy RPP. Uważamy, że w maju [rozpocznie się cykl obniżek](#) stóp procentowych z pierwszym krokiem w wysokości 50 pb.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

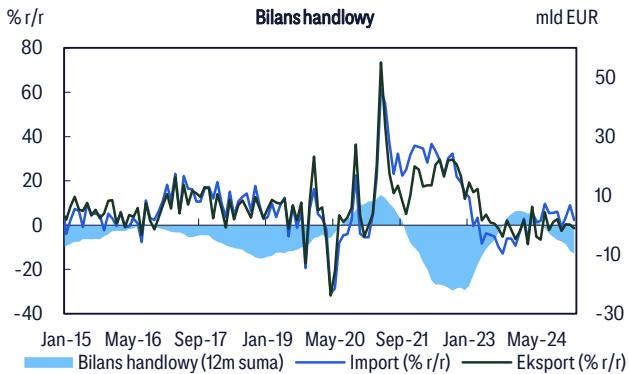
Wykres 1. Zwolnienia grupowe znajdują się poniżej wieloletniej średniej



Źródło: Citi Handlowy, GUS

Tydzień w wykresach

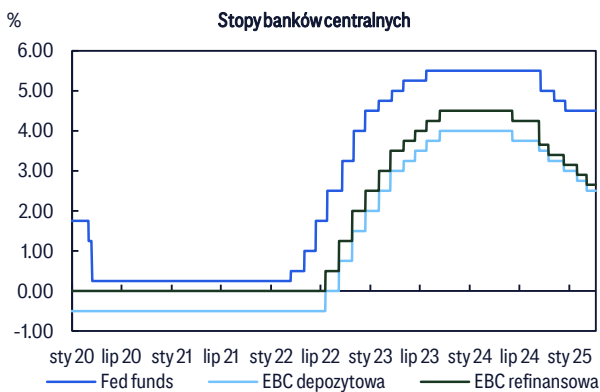
Wykres 2. Luty z deficytem na CA



- W lutym saldo na rachunku bieżącym obniżyło się do -220 mln EUR wobec 558 mln EUR w styczniu (rewizja w górę z -168 mln EUR). Odczyt okazał się wyższy od oczekiwań rynkowych na poziomie -414 mln EUR.
- Deficyt na saldzie obrotów towarowych nieco się zawęził do 919 mln EUR (vs. -1208 mln EUR w styczniu). W ujęciu rocznym wartość eksportu obniżyła się o 1,4%, natomiast wartość importu wzrosła o 2,3%.
- Znaczące spadki odnotowano równolegle w eksporcie i imporcie towarów zaopatrzeniowych oraz środków transportu. Według komentarza NBP, odzwierciedla to utrzymujące się niekorzystne tendencje w polskim i europejskim przemyśle, zwłaszcza w branży motoryzacyjnej.

Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy

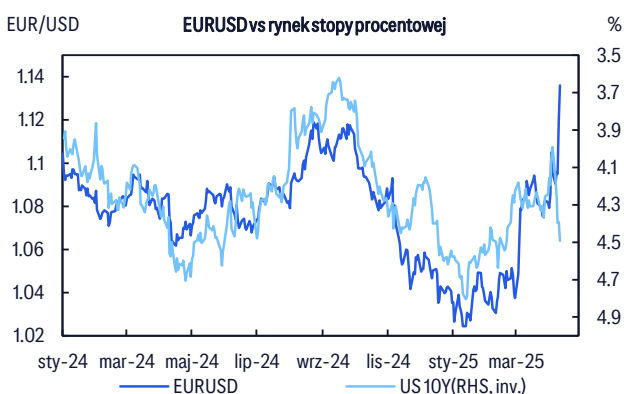
Wykres 3. EBC prawdopodobnie z kolejną obniżką



- W czwartek poznamy decyzję EBC dotyczącą stóp procentowych w strefie euro. Europejski Bank Centralny prawdopodobnie będzie kontynuował cykl łagodzenia polityki pieniężnej i obniży stopy procentowe o 25 pb, sprowadzając stopę depozytową do poziomu 2,25%.
- Na marcowym posiedzeniu Rada Prezesów unikała jednoznacznych deklaracji co do dalszego kierunku polityki monetarnej. Niemniej, w związku z wprowadzeniem ceł importowych przez Stany Zjednoczone obawy o wzrost gospodarczy w strefie euro przybrały na sile, kosztem mniejszych obaw o inflację. Naszym zdaniem zaostrenie barier handlowych stworzyło istotną przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych i w kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego stopniowego luzowania monetarnej.

Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

Wykres 4. Celne zamieszanie



- Cła wprowadzone przez USA na import dóbr pozostają głównym tematem w światowej gospodarce oraz na rynkach finansowych. O ile cła na kraje, które nie zdecydowały się (jeszcze) na wprowadzenie ceł odwetowych na USA wynoszą 10%, to w przypadku Chin stawka ta to obecnie 145%.
- W trakcie weekendu ogłoszono, że część sprzętu elektronicznego, w tym smartfonów oraz komputerów importowanych do USA zostanie zwolniona z wysokiej stawki celnej. Jednak trudno traktować to jako ostateczną decyzję, gdyż sama administracja prezydenta Trumpa zapowiada, że to jedynie rozwiązanie tymczasowe.
- Zamieszanie związane z amerykańskimi cłami odbija się na rynkach finansowych. Występująca do tej pory silna korelacja rynkowych stóp procentowych z kursem dolara w ostatnich dniach została zerwana, a wzrostowi rentowności amerykańskich obligacji towarzyszyło osłabienie USD.

Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 kwi WTOREK							
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	III	4,9	--	4,9
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IV	6	10	51,6
16 kwi ŚRODA							
04:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	III	4,5	4,2	4
04:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	5,8	5,9	5,9
04:00	CN	PKB	% r/r	Q1	5,2	5,2	5,4
09:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	III	--	--	-0,1
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	III	2,2	2,2	2,3
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	III	3,4	--	3,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	1,4	1,4	0,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	0,2	-0,2	0,7
17 kwi CZWARTEK							
08:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	III	--	0,4	0,7
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	III	1,375	1,420	1,501
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	III	1,475	1,450	1,459
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IV	--	--	12,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	222	225	223
15:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	IV	2,25	2,25	2,5

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	682	690	809	907	995	1076
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3888	4144
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24179	26601	28770
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	5.2	5.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	4.0	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.6	1.5	6.3	7.8
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.7	3.9	3.5	2.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	2.9
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	1.2	4.6	6.9
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	3.3	4.4	6.4
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.7	2.6
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	4.0	3.0
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.4	6.5
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	3.50
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.52	3.69
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.90	4.80	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.86	3.84
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.91	3.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.22	4.28
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.5	-1.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.6	1.7	0.4	-0.3	-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	-1.8	-3.5	-5.1	-6.0	-5.8	-4.4
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-2.8	-3.6	-3.0	-1.7
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.3	47.3	49.8

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

Aleksandra Siuzdak

Stażystka
aleksandra.siuzdak@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.