

Uwaga ponownie koncentruje się na płacach

- Jednym z czynników, który zdecyduje o tym, co się stanie w tym roku ze stopami procentowymi i kosztem kredytu w Polsce jest sytuacja na rynku pracy. Jak już wielokrotnie sygnalizowaliśmy w naszych raportach, do trwałego spadku inflacji potrzebne będzie obniżenie dynamiki wynagrodzeń, które pozwoliłoby na wyhamowanie dynamiki cen usług.

- Ostatnie dostępne dane o płacach obejmują listopad i pokazują wzrost wynagrodzeń w przedsiębiorstwach o 10,5% r/r. Jest to wynik znacznie niższy niż niemal 13% notowane w pierwszych miesiącach minionego roku. Nasz scenariusz zakłada stopniowe dalsze słabnięcie presji płacowej, jednak w tym kontekście warto odnotować też niepokojące sygnały. Otóż w ostatnich miesiącach trend spadkowy dynamiki płac najwyraźniej wygast.

- Praktycznie od kwietnia miesięczne wzrosty płac oscylują w okolicach 0,8% m/m (wykres 1) i jeżeli można doszukiwać się jakiegoś trendu, to od kwietnia tempo wzrostu płac nawet lekko nabrało tempa. Oznacza to, że wyhamowanie rocznej dynamiki płac w trakcie minionego roku z niemal 13% r/r do 10,5% w dużym stopniu było wynikiem efektów statystycznych (wysoka baza).

- Do podobnych wniosków skłania rozkład podwyżek płac po sektorach. Według naszych szacunków w ciągu ostatnich trzech miesięcy płace rosły w dwucyfrowym tempie (dane anualizowane) w niemal połowie branż gospodarki. O ile w pierwszych dwóch miesiącach roku dynamiczne podwyżki płac można było tłumaczyć rosnącą płacą minimalną, pod koniec roku efekt ten powinien być już wygasnąć. Może być też tak, że obecnie obserwujemy efekty nawet nie drugiej, lecz trzeciej rundy, w miarę jak wyższa płaca minimalna wpływa również na wynagrodzenia osób z wyższych przedziałów dochodowych. Jeżeli tak jest, to presja płacowa może okazać się bardziej uporczywa niż dotychczas zakładano.

- W sumie powyższe obserwacje oznaczają, że zachowanie płac w pierwszych miesiącach 2025 roku może przesądzić o działaniach RPP. Jeżeli miesięczne zmiany płac pozostaną na poziomie, na którym ustabilizowały się w ostatnich sześciu miesiącach (0,8%), to trudno będzie o szybką normalizację na rynku pracy i szybkie obniżki. Nawet jeżeli nie jest to nasz scenariusz podstawowy, taką możliwość traktujemy jak najbardziej poważnie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

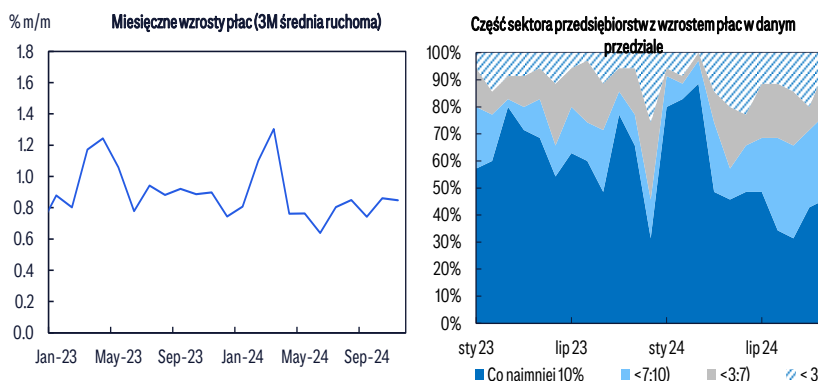
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

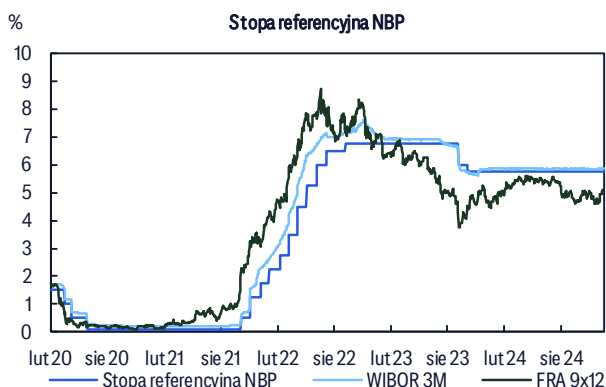
Wykres 1. Dynamika płac zamiast hamować, wydaje się stabilizować na relatywnie wysokim poziomie



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS

Tydzień w wykresach

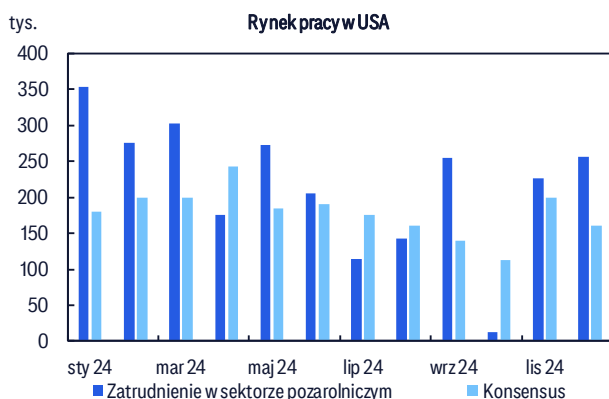
Wykres 2. Znow prawdopodobnie bez obniżek, chociaż nastroje coraz bardziej gołębie



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- W czwartek poznamy decyzję Rady Polityki Pieniężnej odnośnie stóp procentowych. Naszym zdaniem decydenci utrzymają stopy na niezmiennym poziomie, ze stopą referencyjną wynoszącą 5,75%.
- Grudniowa sugestia prezesa Glapińskiego o rozpoczęciu obniżek dopiero w 2026 roku wydaje się być równoważona przez ostatnie wypowiedzi pozostałych członków RPP, które są coraz bardziej gołębie, w tym L. Kotecki wskazał na marzec jako sposobność do pierwszych rozmów o cięciach stóp procentowych. Naszym zdaniem NBP może zdecydować się na rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w pierwszej połowie 2025 roku. Rynkowe oczekiwania na przestrzeni ostatniego miesiąca znacznie się przesunęły i wskazują na pierwsze obniżki w czerwcu.

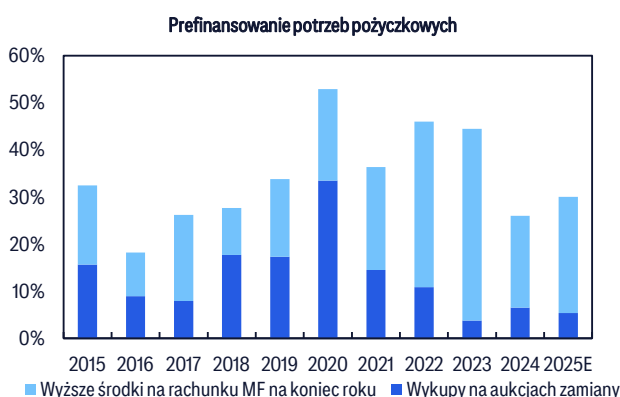
Wykres 3. Pozytywna niespodzianka na amerykańskim rynku pracy



Źródło: Citi Handlowy, Reuters

- W ubiegłym tygodniu grudniowe dane z amerykańskiego rynku pracy zaskoczyły pozytywnie. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 256 tys. wobec 212 tys. poprzednio (rewizja w dół z 227 tys.), podczas gdy rynek spodziewał się wzrostu o 150 tys. Stopa bezrobocia natomiast obniżyła się do 4,1%, również wbrew konsensusowi, który przewidywał utrzymanie na poziomie 4,2%. Ponadto, wynagrodzenia wzrosły o 0,3% m/m wobec 0,4% m/m w listopadzie.
- Lepsze dane z rynku pracy dają przestrzeń Rezerwie Federalnej do bardziej jastrzębiej polityki monetarnej, co prawdopodobnie oznacza przerwę w cyklu obniżania stóp procentowych. Pod wpływem wspomnianego odczytu oczekiwania rynkowe na kolejną obniżkę przesunęły się na czwarty kwartał 2025 roku.

Wykres 4. Potrzeby finansowe zapewnione w 30%



Źródło: szacunki Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- Komunikat Ministerstwa Finansów wskazuje, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe zostały zapewnione w około 30%. Dokładne dane będą znane po zamknięciu roku budżetowego.
- Według naszych szacunków za około 5% prefinansowania odpowiada zamiana obligacji przeprowadzona w ubiegłym roku, których termin zapadalności przypadał w 2025 roku. Za resztę odpowiadają wyższe środki zgromadzone przez Ministerstwo Finansowe na rachunkach budżetowych.
- W latach ubiegłych w grudniu dochodziło do silnego spadku środków utrzymywanych przez MF co miało związek z domykaniem rocznego finansowania. Na koniec 2024 roku stan środków złotych i walutowych wynosił 149 mld PLN (wobec 148,2 mld PLN w listopadzie), a brak „sezonowego” spadku prawdopodobnie wynikał z grudniowego przelewu z UE na kwotę 9,4 mld EUR (ok. 40 mld PLN) w ramach KPO.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
13 sty PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	XI	--	62	1064
14 sty WTOREK							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	XII	--	4,4	3,7
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	XII	0,3	0,3	0,2
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	XII	0,4	0,4	0,4
15 sty ŚRODA							
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	XII	4,8	--	4,8
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	XII	0,4	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	XII	0,2	0,2	0,3
16 sty CZWARTEK							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	XII	2,6	2,6	2,2
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	XII	4,2	--	4,3
14:00	PL	Decyzja RPP	%	I	5,75	5,75	5,75
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	205	215	201
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	I	--	-4	-16,4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII	0,6	0,5	0,7
17 sty PIĄTEK							
03:00	CN	PKB	% r/r	Q4	5,2	5,0	4,6
03:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	5,3	5,4	5,4
03:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	3,5	3,5	3
09:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	XII	--	2,4	1,7
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	XII	2,4	2,4	2,2
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mIn	XII	1,470	1,458	1,493
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mIn	XII	1,332	1,315	1,289
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	0,6	0,3	-0,1

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	899	936	1013
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3594	3872	4120
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	23953	25024	27073
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	4,9	5,0	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,1	2,5	3,8	3,4
Inwestycje (% r/r)	6,2	-2,3	1,5	1,7	12,6	0,8	7,9	6,3
Spożycie ogółem (% r/r)	4,1	-1,5	5,9	4,0	0,7	4,0	3,4	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,5	-3,6	6,2	5,0	-0,3	3,0	3,5	2,9
Eksport (% r/r)	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,7	1,2	4,3	5,8
Import (% r/r)	3,2	-2,4	16,3	6,8	-1,5	3,5	5,1	5,4
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,8	3,6	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,7	4,3	3,1
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	4,75	3,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,87	4,76	3,88
Rentowność obligacji 10-letnich	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,80	4,90	4,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,16	4,11	4,04
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,00	4,14	4,07
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,30	4,32	4,33
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,30	4,32	4,33
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,4	-1,4
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	-2,2	-1,5
Eksport	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	402,3	427,1	464,5
Import	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	400,6	429,3	466,0
Saldo usług	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	47,3	48,5	54,3
Saldo dochodów	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-42,0	-44,5	-49,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,3	-5,8	-6,1	-4,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,0	-3,4	-3,4	-2,2
Dług publiczny (polska metodologia)	43,3	47,6	43,7	39,4	38,9	43,3	47,6	50,6

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 tożsamy 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,