CitiWeekly

Rynek pracy pod wpływem demografii i pandemii

Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA
+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

- Wyniki Narodowego Spisu Powszechnego wpisują się w dosyć pesymistyczne prognozy demograficzne dla Polski na kolejne lata. Według Spisu liczba ludności Polski obniżyła się o ok. 332 tys. w porównaniu do poprzedniego badania z 2011 r. Znacznie bardziej niepokojący jest jednak dużo głębszy spadek liczby osób w wieku produkcyjnym o 1,9 mln. Kontynuacja tych tendencji będzie negatywnie wpływać na perspektywy podaży pracy i potencjalny wzrost PKB, co oznaczać będzie, że presja płacowa i inflacyjna będzie generowana przy niższej dynamice PKB.

- Korzystnie na perspektywy podaży pracy mogą wpływać powroty z emigracji i dalszy napływ imigrantów. Według szacunków GUS w 2020 r. liczba osób przebywająca na emigracji zmniejszyła się trzeci rok z rzędu (w rekordowo dużej skali o 176 tys.), co prawdopodobnie było związane głównie z Brexitem oraz pandemią. Choć dane za 2021 r. nie są dostępne to można przypuszczać, ze efekt pandemii wciąż może działać ograniczająco na emigrację, podobnie jak stopniowa konwergencja płac do średniego poziomu strefy euro przy jednej z najniższych stóp bezrobocia w UE. Ponadto stopniowo rośnie liczba imigrantów, która powróciła w pobliże przedpandemicznych poziomów. Według ZUS liczba ubezpieczonych obcokrajowców osiągnęła w grudniu 2021 r. ok. 900 tys. z szacunkiem ZUS na ok. 1 mln na styczeń tego roku. Mimo tych zmian liczba osób aktywnych zawodowo w danych GUS wciąż pozostaje na poziomach niższych niż przed pandemią i poniżej średniorocznych poziomów z lat 2019-2020, częściowo za sprawą wzrostu liczby osób biernych zawodowo.

- Dalszy spadek stopy bezrobocia będzie generował presję płacową. Choć stopa bezrobocia i liczba bezrobotnych wciąż pozostają nieco powyżej poziomu sprzed pandemii, to w kolejnych kwartałach spodziewamy się dalszego spadku tych wielkości wobec utrzymania solidnego wzrostu gospodarczego przy wysokich poziomach i dynamice nowych ofert pracy. Według szacunków NBP stopa bezrobocia utrzymuje się poniżej poziomu naturalnego (NAWRU) i taka sytuacja będzie miała miejsce prawdopodobnie także w kolejnych kwartałach. Jeszcze na początku IV kw. 2021 r. w ankietach NBP odsetek firm prognozujących podniesienie przeciętnego wynagrodzenia wzrósł do rekordowego poziomu, a kolejne miesiące mogą nasilić te tendencje.

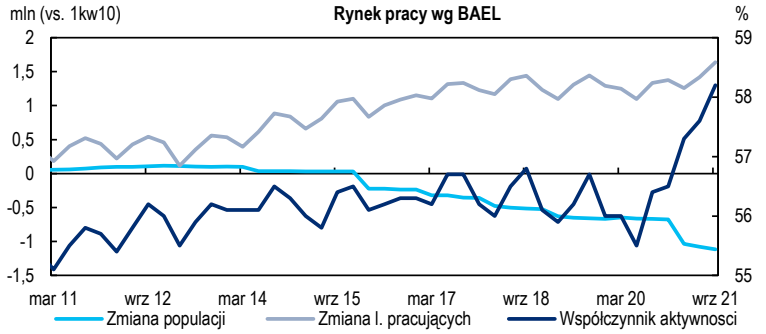
- Pandemia dodatkowo zwiększy presję na rynku pracy w krótkim terminie. Wariant omikron przyczynił się do znacznego wzrostu nowych zachorowań, a liczba osób na kwarantannie przekroczyła 1 mln. Nawet zakładając, że ponad połowa osób objętych kwarantanną to dzieci i biorąc pod uwagę skrócenie kwarantanny do 7 dni zakładamy, że niedobór pracowników w przemyśle i usługach, gdzie nie można świadczyć pracy zdalnie może wygenerować istotną presję na wzrost płac lub przyczynić się do ograniczenia produkcji w I kw. 22 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
I KW 22	4,53	3,97	5,46	1,14	3,25	-0,50	-0,15	1,63
I KW 23	4,45	3,94	5,24	1,13	4,25	-0,50	0,15	2,00

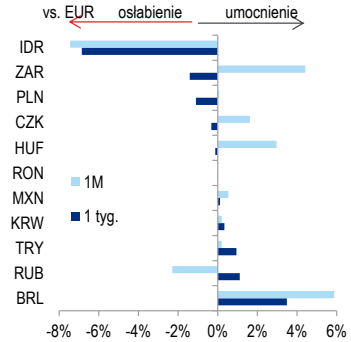
Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 12.01. Pozostałe prognozy z 21.01.2022 r

Wykres 1. Wzrost współczynnika aktywności zawodowej niwelował spadek populacji w ostatniej dekadzie



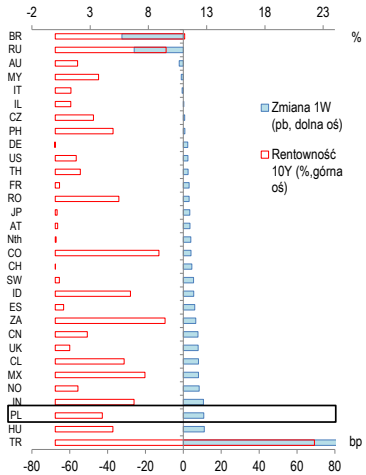
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 28.1.2022 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



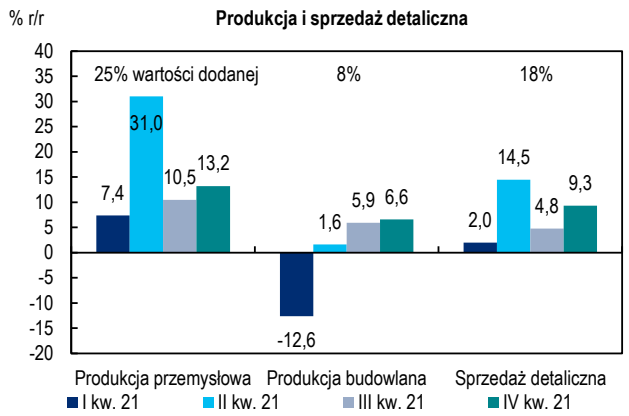
Według stanu na dzień 28.1.2022 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści **Nr str.**

- Temat tygodnia 1
- Tydzień w wykresach 2
- Kalendarz publikacji 4
- Tabela z prognozami 5

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Słabsza sprzedaż na koniec roku, ale mocny PKB

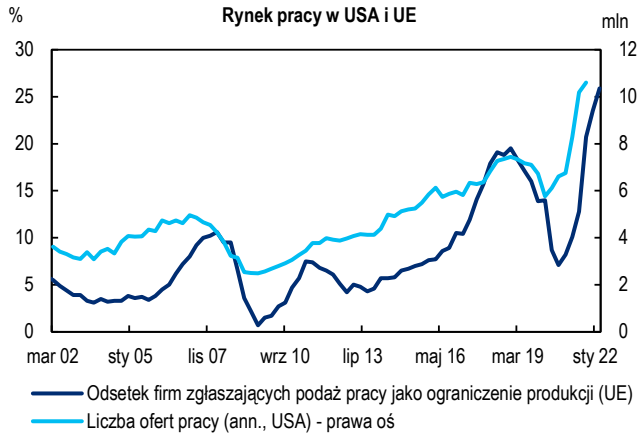


Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Sprzedaż detaliczna wyhamowała w grudniu do 8% r/r z 12,1% i była niższa od konsensus rynkowego i naszej prognozy (odpowiednio 9,4% oraz 8,8%). Po korekcie o czynniki sezonowe sprzedaż spadła o 3,4% m/m. Sprzedaż wyhamowała we wszystkich głównych kategoriach w tym przede wszystkim w przypadku sprzedaży aut. Spadek sprzedaży paliw wyhamował wraz z niższa dynamiką natężenia ruchu drogowego, a sprzedaż odzieży i obuwia spowolniła przy niższej dynamice mobilności w punktach handlowych oraz wysokiej bazie odniesienia z 2020 r.

- Mimo nieco słabszych danych o sprzedaży za grudzień, dane za poprzednie dwa miesiące oraz wyniki produkcji przemysłowej sugerują, że wzrost PKB mógł być wyższy niż zakłada nasza dotychczasowa prognoza 5,7% (która i tak jest wyższa od konsensusu).

Wykres 5. Mimo słabszych nastrojów i prognoz perspektywy światowej gospodarki wciąż dobre

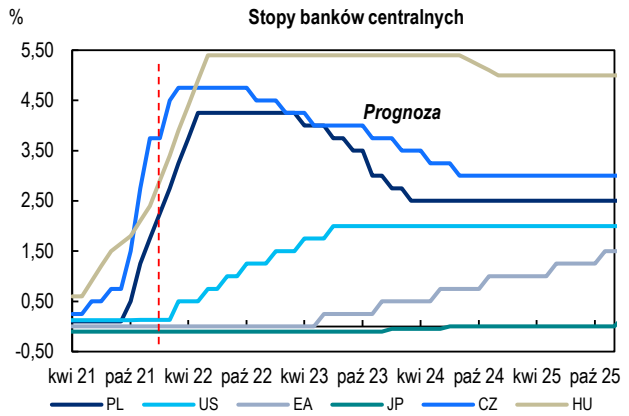


Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych psują zawirowania geopolityczne, oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej przez banki centralne, wysokie ceny surowców i inflacja, nasilenie pandemii oraz obniżane prognozy wzrostu na 2022 r. Swoje prognozy obniżył MFW, m.in. dla globalnego wzrostu PKB do 4,4%, głównie za sprawą rewizji dla USA i Chin.

- Pomimo rewizji prognoz, naszym zdaniem dynamika światowego PKB utrzyma się w tym roku powyżej długoterminowego trendu. Oczekujemy zmniejszenia napięć geopolitycznych i spadku cen gazu (w Europie nawet o 70%) i ropy w dalszej części roku i zmniejszenia inflacji w kolejnych latach. Głównym ryzykiem pozostaje dalszy rozwój pandemii, podwyższając ryzyko słabszego wzrostu i wyższej inflacji.

Wykres 6. Jastrzębi Fed i banki w regionie, EBC być może też



Źródło: Reuters, prognozy Citi Research, prognoza Citi Handlowy

- W minionym tygodniu Fed wyraźnie zakomunikował, że pierwsza podwyżka stóp nastąpi w marcu. Komentarze J. Powella były jastrzębie, a szef Fed nie wykluczył podwyżek w większej skali niż o 25 pb. Fed zapowiedział również zakończenie skupu aktywów z początkiem marca oraz zasygnalizował redukcję bilansu o rozpoczęciu podwyżek stóp.

- Na kolejnym posiedzeniu EBC może nieco zmienić ton na nieco bardziej jastrzębi biorąc pod uwagę wysoką inflację. W bazowym scenariuszu zakładamy początek podwyżek stóp procentowych w strefie euro w połowie 2023 r.

- W regionie Europy Środkowej swoją decyzją zaskoczył węgierski bank centralny, który podwyższył stopy procentowe w większej skali niż zakładał rynek (o 50 pb). Oczekujemy wzrostu głównej stopy na Węgrzech do 5,4% w połowie roku.

Kalendarz ekonomiczn

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
31 sty		**PONIEDZIAŁEK**					
10:00	**PL**	**PKB**	**% r/r**	**2021**	**5,7**	**5,5**	**-2,5**
11:00	EUR	PKB	% kw/kw	Q4	0,3	0,4	2,2
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	I	--	61,7	63,1
1 lut		**WTOREK**					
09:00	CZ	PKB	% r/r	IV kw.	3,0	2,6	3,3
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	I	--	--	64,8
09:00	**PL**	**PMI dla przemysłu**	**pkt**	**I**	**57,0**	**56,4**	**56,1**
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	I	59,5	--	59,1
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	I	--	60,5	60,5
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	I	59,0	59,0	58,0
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	I	59,7	57,6	58,7
2 lut		**ŚRODA**					
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	I	4,6	4,3	5,0
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	I	--	208	807
3 lut		**CZWARTEK**					
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	I	--	52,2	52,2
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	I	51,2	51,2	53,1
11:00	EUR	PPI	% r/r	I	--	26,6	23,6
13:45	EUR	Decyzja ECB – st. depozytowa	%	II	-0,5	-0,5	-0,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	250	240	260
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	II	4,50	--	3,75
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XII	--	-0,2	1,6
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	I	61,1	59,2	62
4 lut		**PIĄTEK**					
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XII	-2,4	0,2	3,7
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	I	3,9	3,9	3,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	I	70	175	199

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	647	679
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.579	2.847
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	16.969	17.822
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,7	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	4,2
Inwestycje (%, r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	6,0	5,5
Spożycie ogółem (%, r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	5,8	4,7
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,8	5,3
Eksport (%, r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	11,6	6,9
Import (%, r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	16,9	9,4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	6,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	7,5
Płace nominalne (%, r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,4	8,9
Kredyty dla sektora prywatnego (%, r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	3,6	7,0
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	4,25
WIBOR3M, (%, koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,70	4,47
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	3,70	3,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	4,06	3,96
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	3,98
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,47
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,51
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,4	-2,6	-1,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,4	-0,2
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	1,5	3,1
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	332,9	341,8
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	331,4	338,7
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	29,1	29,8
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-30,5
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	160,0	175,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-3,9	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-2,8	-2,0
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	43,9	40,7

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@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 tożsamych 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 jakiejkolwiek 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.