

CitiWeekly

Rynek pracy wciąż proinflacyjny

■ Rynek pracy wciąż pozostaje w dobrej kondycji, co rodzi pytanie na ile spowolnienie PKB przełoży się na jego osłabienie i jak to wpłynie na inflację. Według ubiegłotygodniowych danych GUS liczba zarejestrowanych bezrobotnych obniżyła się we wrześniu ósmy miesiąc z rzędu do rekordowo niskiego poziomu. Stopa bezrobocia również się obniżyła do 5,1% z 5,2% i choć GUS zrewidował ścieżkę stopy bezrobocia w górę o ok. 0,3-0,5 pkt proc. to wynikało to głównie ze zmiany liczby pracujących w rolnictwie, co zmniejszyło liczbą osób aktywnych zawodowo.

■ Stopa bezrobocia utrzymuje się według szacunków NBP poniżej poziomu neutralnego od kilku lat, co mogło mieć wpływ na dynamikę procesów płacowo-cenowych. Dynamika jednostkowych kosztów pracy mierzonych produkcją w okresie 2016-2019 wynosiła ponad 4%, a po okresie pandemii obecnie znów wzrosła do ok. 7% r/r, choć wciąż jest poniżej poziomów z lat 2006-2008.

■ Pogorszenie sytuacji na rynku pracy może być powolne. Zwykle rynek pracy reaguje na spowolnienie gospodarcze z największym opóźnieniem. Oczekujemy wzrostu stopy bezrobocia o ok. 1 pkt proc. do końca 2023 r., ale widzimy ryzyko w dół dla naszego szacunku. Ograniczając na negatywny trend może wpływać pogarszająca się sytuacja demograficzna, struktura napływu uchodźców, i rosnące prawdopodobieństwo, że gospodarka może uniknąć technicznej recesji. Na rynkach zaczęły pojawiać się tezy, że obecna globalna recesja niekoniecznie musi przynieść duży wzrost bezrobocia. Lipcowa projekcja NBP wskazywała, że poziom neutralny stopy bezrobocia mógłby zostać osiągnięty dopiero w 2024 r.

■ Niska dynamika zmian na rynku pracy może spowalniać spadek inflacji. Naszym zdaniem spowolnienie aktywności może być szybsze niż hamowanie wzrostu płac, co będzie podwyższać jednostkowe koszty pracy w kolejnych kwartałach. Choć w scenariuszu osłabienia popytu można oczekiwać spadku marż to firmy mogą starać się je chronić testując rynek dalszym wzrostem cen.

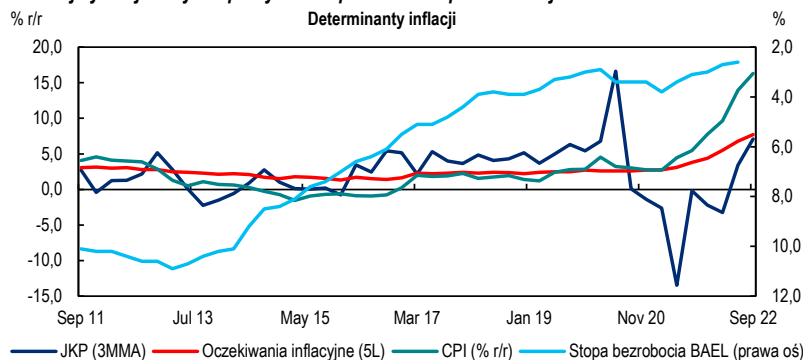
■ Ryzyko spirali płacowo inflacyjnej jest naszym zdaniem umiarkowane. Udział firm stosujących indeksację płac jest niski (ok. 8% wg NBP), rola związków zawodowych jest ograniczona, a realne płace i liczba nowych ofert pracy spadają. Z drugiej strony praktyka wypłacania premii inflacyjnych w wybranych sektorach może być rozszerzona im dłużej inflacja utrzymuje się na wysokim poziomie, planowane są podwyżki płacy minimalnej i obowiązują fiskalne rekompensaty za wzrost cen energii. Istotne dla perspektyw inflacji mogą być też wysokie oczekiwania inflacyjne, których rola wobec niskich poziomów inflacji w ostatnich latach mogła być niedoceniona.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 22	4,92	5,18	5,47	0,95	7,00	2,30	3,60
IV KW 23	4,78	4,47	5,45	1,07	6,00	2,50	3,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.10. Pozostałe prognozy z 26.10.2022 r.

Wykres 1. Rozwój sytuacji na rynku pracy może spowolniać spadek inflacji



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy, JKP – jednostkowe koszty prac, mierzone produkcją przemysłową

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Maciej Bącal

Spis treści

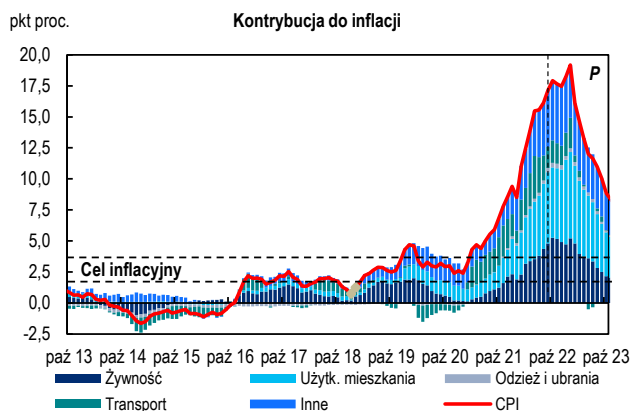
- Temat tygodnia
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 4
- 5

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Oczekiwany dalszy wzrost inflacji w październiku



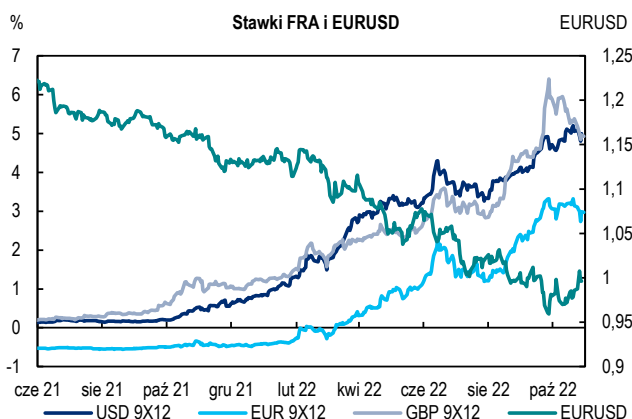
Już w poniedziałek GUS opublikuje szacunkowe dane o inflacji za październik. Spodziewamy się ponownego przyspieszenia dynamiki wzrostu cen do 18% r/r z 17,2% we wrześniu.

Oczekujemy, że tempo inflacji w głównej mierze napędzane będzie wzrostem cen paliw na rynkach światowych. W dalszym ciągu silne wzrosty cen powinny też dotyczyć żywności, węgla kamiennego oraz kategorii bazowych, których dynamika wzrostu według naszych szacunków ponownie przyspieszyła do 10,9% r/r z 10,7% r/r.

Ograniczeniu tempa wzrostu inflacji w najbliższym czasie powinno sprzyać schłodzenie popytu konsumpcyjnego. Dane NBP o podaży pieniądza za wrzesień wskazują na zdecydowane hamowanie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, przy dalszym mocnym wzroście depozytów terminowych (66% r/r).

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. EBC kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej – na przeciwnym biegunie Bank Japonii

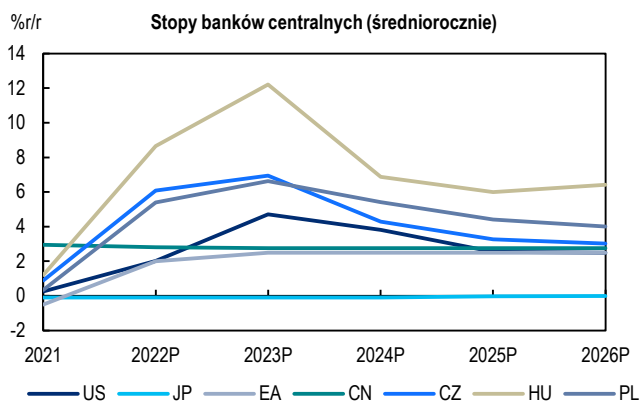


Europejski Bank Centralny zgodnie z oczekiwaniami podniósł stopy procentowe o 75 pb, tym samym stopa referencyjna wzrosła do 2%, a stopa depozytowa do 1,5%. Christine Lagarde podkreśliła, że EBC w dalszym ciągu będzie dążył do normalizacji polityki pieniężnej, a jego głównym zadaniem jest sprowadzenie inflacji do celu w średnim okresie. Zapowiedziała przy tym, że szczegóły zacieśniania ilościowego zostaną zaprezentowane podczas najbliższego posiedzenia EBC w grudniu. Rynek odebrał gołębko komunikat banku. Zakładamy, że EBC podniesie stopy procentowe o 50 pb w grudniu oraz zdecyduje się na dwie podwyżki w mniejszej skali w 2023 roku.

W przeciwieństwie do głównych banków centralnych wciąż pozostaje Bank Japonii, który pozostawił stopy procentowe na poziomie -0,1%, zapowiadając przy tym utrzymanie kosztu pieniądza na obecnych poziomach.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 4. Fed najprawdopodobniej nie zdecyduje się na szybki pivot



Zeszlotygodniowe doniesienia z Wall Street Journal o tym, że Fed może zdecydować się na zwolnienie tempa zacieśniania polityki pieniężnej oraz mniejsza niż oczekiwano podwyżka stóp procentowych w Kanadzie, sprawiły, że rynek ponownie coraz śmieiej zaczął wyceniać tzw. pivot, czyli bardziej gołębko ton Fed i podwyżki w mniejszej skali niż dotychczas oczekiwano.

Jednak dobre z amerykańskiej gospodarki za trzeci kwartał (wzrost PKB kw/kw o 2,6%) oraz utrzymująca się dobra kondycja rynku pracy w USA (wzrost zatrudnienia powyżej 100 tys. sprzyja spadkowi stopy bezrobocia) sprawiają, że gołębki zwrot Fed na posiedzeniu w listopadzie jest mało prawdopodobny. Uważamy, że podwyżka o 50 pb przez Fed jest możliwa najwcześniej w grudniu, a stopa Fed osiągnie 4,50-4,75.

Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
31 paź PONIEDZIAŁEK							
02:30	CN	PMI dla przemysłu	pkt	X	50,3	49,7	50,1
02:30	CN	PMI dla usług	pkt	X	--	50,2	50,6
10:00	PL	Inflacja	% r/r	X	18	18	17,2
11:00	EUR	Wstępny PKB	% kw/kw	Q3	0	-0,1	0,8
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	X	10	9,6	9,9
14:45	USA	Chicago PMI	pkt	X	--	47,2	45,7
01 lis WTOREK							
14:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	X	--	49,9	49,9
15:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	X	50,3	50	50,9
02 lis ŚRODA							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	X	--	42,5	43
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	X	--	45,7	47,8
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	X	--	46,6	48,4
13:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	X	--	200	208
19:00	USA	Stopa Fed Funds	%	XI	4	4	3,25
03 lis CZWARTEK							
	PL	Aukcja obligacji					
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	XI	2,75	3	2,25
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	222	220	217
13:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	IX	-72,4	-68,1	-67,4
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	XI	7	7	7
14:45	USA	PMI dla usług	pkt	X	--	46,6	46,6
15:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	IX	--	0,4	0
15:00	USA	ISM dla usług	pkt	X	55,8	55,5	56,7
04 lis PIĄTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	IX	0,8	-1	-2,4
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	X	--	44,9	45
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	X	48,2	48,2	48,8
13:30	USA	Stopa bezrobocia	% r/r	X	3,5	3,6	3,5
13:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	X	190	200	263

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	675	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.029
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.008
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	6,3	5,4	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,0	6,8	3,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-2,3	2,1	3,4
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,5	5,9	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,6	6,3	4,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-1,1	12,5	2,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-2,4	16,1	5,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	17,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,7	8,8	13,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,19
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	9,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	5,18
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,56
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,92
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,73
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-31,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,9
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-25,6
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	335,3
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	360,9
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	30,6
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,1
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	148,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,5
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-2,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	44,1	41,2

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 jedyne 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.