

CitiWeekly

Gdzie zniknęli uchodźcy?

■ Znaczny napływ uchodźców w 2022 roku trudno było przeoczyć. Odbił się on na wielu aspektach funkcjonowania polskiej gospodarki i był szeroko opisywany. Zdecydowanie mniej uwagi przyciąga jednak fakt, że od roku liczba obywateli Ukrainy przebywających w Polsce wyraźnie spada.

■ Spoglądając na statystyki osób objętych tzw. tymczasową ochroną łatwo zauważyć, że pierwszy odpływ uchodźców odnotowano na jesieni ubiegłego roku (wykres 1). Spadek odnotowano nie tylko w Polsce, lecz również innych krajach UE, co sugeruje, że w tym czasie wielu uchodźców postanowiło powrócić do Ukrainy. Ciekawsze, choć znacznie mniej spektakularne zmiany zachodziły jednak w ciągu ostatniego pół roku. Przez sześć kolejnych miesięcy Polska odnotowywała systematyczny (niewielki) spadek osób objętych tymczasową ochroną, a trend jest o tyle istotny, że w tym samym czasie systematycznie zwiększała się liczba Ukraińców w całej UE.

■ Według najnowszych danych liczba osób objętych tymczasową ochroną w Polsce była w sierpniu br. o 370 tys. niższa niż przed rokiem. W odniesieniu do całej populacji kraju oznacza to spadek o niebagatelne 1% (wykres 1). W tym samym czasie istotnie wzrosła liczba uchodźców w Europie Zachodniej, w tym przede wszystkim w Niemczech. Wydaje się to być spójne z częstymi [doniesieniami](#) o przenoszeniu się ukraińskich uchodźców z Polski do Niemiec.

■ Skumulowana skala zmian (1% populacji) jest na tyle duża, że może wywierać istotny wpływ na wskaźniki makroekonomiczne. Dane te pomagają wyjaśnić na przykład dlaczego pomimo trzech kwartałów wzrostu plac realnych, konsumpcja i sprzedaż detaliczna w 2023 r. pozostawały relatywnie słabe, a przekonujące oznaki ożywienia pojawiły się dopiero w ostatnim czasie. Chociaż zmniejszenie liczby imigrantów może w sumie przyczyniać się do ograniczenia presji cenowej, obawiamy się, że ten efekt będzie raczej niewielki (o ile wystąpi). Po pierwsze odpływ pracowników oznacza również większą presję płacową, co będzie kompensować dezinflacyjny efekt niższej konsumpcji. Po drugie, presja cenowa może być wzmocniana przez fakt, że struktura demograficzna uchodźców pozostających w Polsce różni się od tej w innych krajach. W szczególności odsetek nieletnich wśród uchodźców jest wyższy (Polska 44% vs. Czechy 27%), a odsetek dorosłych mężczyzn niższy (odpowiednio 13% vs. 26%).

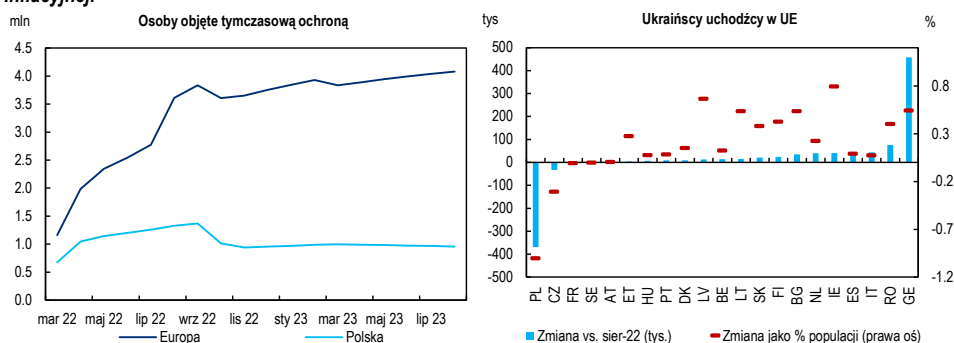
■ W sumie powyższe dane sugerują, że obserwowane trendy demograficzne mogą mieć efekt stagflacyjny – osłabienie potencjału wzrostu, przy jednoczesnym podtrzymaniu presji inflacyjnej. W rezultacie powrót inflacji do celu może być trudniejszy niż się dotychczas wydawało.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	4,52	4,35	5,26	1,04	5,50	2,25	4,50
IV KW 24	4,58	4,24	5,20	1,08	5,00	1,75	4,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i NBP z dnia 19.10.2023 r. Pozostałe prognozy z 20.10.2023 r.

Wykres 1. Odpływ uchodźców do innych krajów UE może odbić się na krajowym rynku pracy i presji inflacyjnej.



Źródło: Eurostat, szacunki Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mrocza

Spis treści

Nr str.

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

- 1
- 2
- 3
- 4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Fed mógł już dostatecznie zacieśnić politykę pieniężną

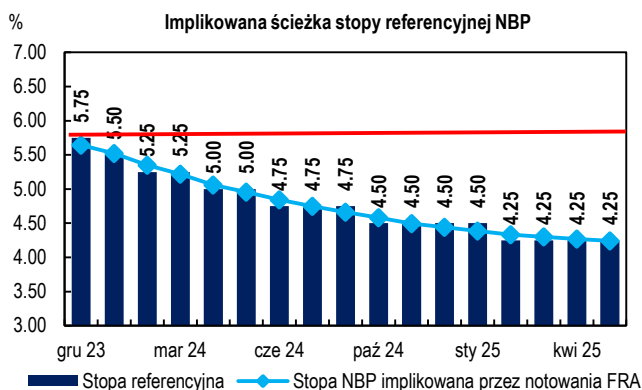


■ W listopadzie FOMC utrzymało stopę funduszy federalnych w przedziale 5,25%-5,50%. Prezes Fed podczas konferencji prasowej wskazywał, że warunki finansowe w USA mogły zostać już dostatecznie zacieśnione. Amerykański bank centralny na razie nie ogłasza końca cyklu podwyżek stóp procentowych, jednak kolejne ruchy w górę (zwłaszcza jeszcze w tym roku) wydają się coraz mniej prawdopodobne.

■ Październikowe dane pokazały, że nastąpiło pewne poluznienie sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Zatrudnienie wzrosło o 150 tys. (spadek z 297 tys. we wrześniu), wobec konsensus 180 tys. Ponadto zanotowany został wzrost stopy bezrobocia do 3,9% (z 3,8%) i spadek dynamiki płacy godzinowej do 0,2% m/m (z 0,3%). Raport przyczyniał się do spadku rentowności na amerykańskiej krzywej dochodowości.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Obniżka stóp procentowych w listopadzie przez RPP nie jest pewna

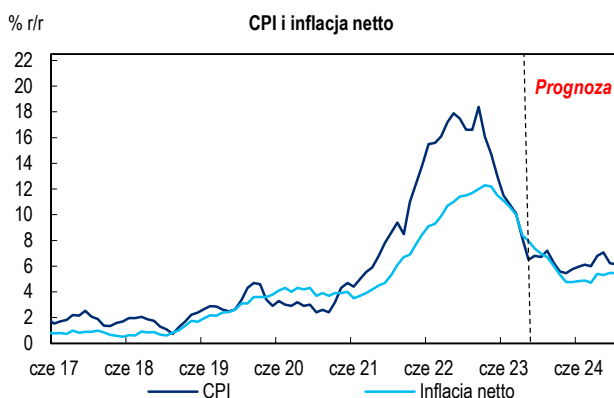


■ Oczekujemy, że podczas śródownego posiedzenia RPP zdecyduje się na obniżkę stopy referencyjnej o 25 pb do 5,50%, choć w ostatnim czasie nasze przekonanie co do tego ruchu zdecydowanie zmalało. Za dalszym cięciem stóp przemawia przede wszystkim głęboki padek inflacji w październiku (Wykres 4).

■ Zakończenie kampanii przedwyborczej może jednak przyczynić się do zmian w „funkcji reakcji” RPP, zmniejszając znaczenie bieżącej inflacji, a zwiększając znaczenie (mniej korzystnych) przyszłych trendów cenowych. Ponadto decydenci mogą dyskontować wpływ luźnej polityki fiskalnej na przyszłoroczną inflację. Tym bardziej, że czynnik ten powinien zostać uwzględniony w publikowanej w listopadzie nowej projekcji makroekonomicznej NBP.

Źródło: Refinitiv, Citi Handlowy

Wykres 4. Inflacja w kolejnych miesiącach ustabilizuje się na wysokim poziomie



■ W październiku najprawdopodobniej zakończyła się faza łatwej dezinflacji. Wskaźnik CPI spadł do poziomu 6,6% (z 8,2% we wrześniu), głównie dzięki wysokiej bazie statystycznej i wciąż niskim paliwom. W kolejnych miesiącach inflacja może się nawet lekko odbić i przez najbliższy rok zapewne będzie oscylować w okolicach 6%+.

■ Otwartą kwestią pozostaje to, co się stanie z cenami gazu i prądu w 2024 roku. Sygnały płynące od przedstawicieli KO sugerują, że nowy rząd może starać się częściowo złagodzić dostosowanie cenowe po wygaśnięciu tarcz w styczniu 2024 r. W naszym dotychczasowym scenariuszu zakładaliśmy, że rachunki za gaz pozostaną bez zmian, a rachunki za prąd mogą wzrosnąć o około 30% (pełne dostosowanie do cen rynkowych wymagałoby 60-70% wzrostu). Każde ograniczenie podwyżek cen prądu o 10% odjęłoby od inflacji około 0,4 pp.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS, NBP.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
07 lis WTOREK							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	0,6	-0,4	-0,2
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	-7,0	--	-6,1
9:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	-4,4	--	-2,8
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	IX	-59,2	-60,3	-58,3
08 lis ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	XI	5,5	--	5,75
8:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	X	3,8	3,8	3,8
8:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	-7,2	--	-7,1
09 lis CZWARTEK							
2:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	X	-2,8	-2,9	-2,5
2:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	X	0,0	-0,2	0,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	219	218	217
10 lis PIĄTEK							
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	X	10,1	--	12,2
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	X	8,9	--	6,9
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	XI	64,7	64,0	63,8

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	682	692	787	829
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.631	3.078	3.355	3.640
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.908	18.170	20.677	21.824
Populacja (mln)	38.4	38.4	38.4	38.3	38.1	38.1	38.1	38.0
Stopa bezrobocia (%)	6.6	5.8	5.2	6.3	5.4	5.2	5.6	5.6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	5.9	4.4	-2.0	6.9	5.1	0.1	3.3
Inwestycje (% r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	7.9	0.7
Konsumpcja (% r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	1.1	4.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-0.2	5.1
Eksport (% r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.2	-1.9	3.7
Import (% r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.2	-6.3	5.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.8	6.1
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.6	6.3
Płace nominalne (% r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	10.5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3.5	7.4	4.7	4.7	5.3	1.2	2.5	5.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	1.50	1.50	0.10	1.75	6.75	5.50	5.00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.72	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	5.69	5.13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3.30	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	5.85	5.45
USD/PLN (Koniec okresu)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	4.35	4.24
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.26	4.39
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.52	4.58
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.58	4.57
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0.8	-11.4	-1.4	14.6	-9.8	-20.6	10.0	2.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	1.3	0.3
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	6.5	1.6
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	357.2	376.3
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	350.6	374.7
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	41.7	44.4
Saldo dochodów pierwotnych	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-36.3	-41.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.8	-5.1
Saldo pierwotne sektora	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.1	-3.9	-2.7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.7	39.3	41.3	42.1

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

Arkadiusz Trzciolek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mrocza

Stażystka

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 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 twórcą 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.