

Tygodnik ING

Presja płacowa narasta. Złoty może tracić.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Karol Pogorzelski, Leszek Kąsek, Dawid Pachucki

19 lipca 2021



Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na Twitterze [@ING_EconomicsPL](https://twitter.com/ING_EconomicsPL)



W skrócie

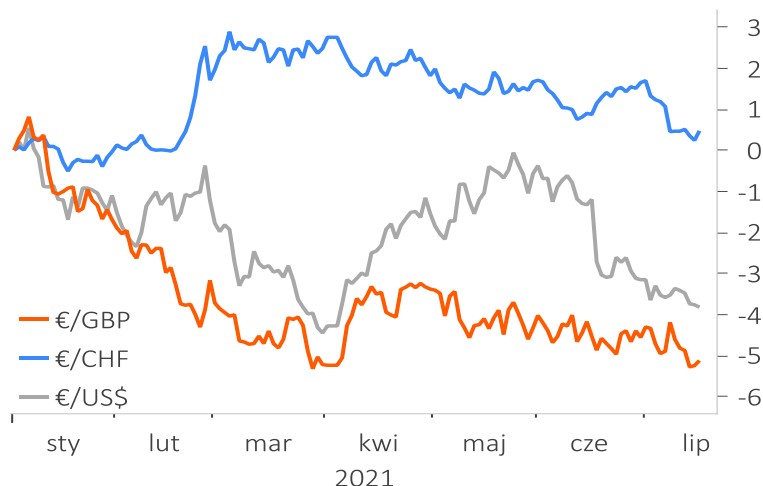
- Ubiegły tydzień zdominowały obawy przed konsekwencjami 4 fali pandemii na świecie. Wysoka liczba zakażeń w UK sugeruje ryzyko ponownego wprowadzania obostrzeń sanitarnych, szczególnie w słabo zaszczepionych gospodarkach. Efektem było umocnienie dolara – para €/US\$ spadła z 1,1860 do 1,18. Oczekiwania na dłuższe utrzymanie łagodnej polityki przez główne banki centralne wzmocniły też obligacje, np. rentowność Bunda obniżyła się o 6pb. Umocnienie dolara już tradycyjnie odbiło się na walutach rynków wschodzących. Kurs €/PLN wzrósł z 4,5450 do 4,5850. Krajowe obligacje zyskały w ślad za rynkami bazowymi, choć w mniejszej skali. Rentowność 10latki obniżyła się o około 3pb.
- W tym tygodniu spodziewamy się dalszego umocnienia dolara, para €/US\$ powinna dotrzeć do dołków z marca, tj. około 1,17. Z jednej strony cały czas niepokoją doniesienia dotyczące rozprzestrzeniania się pandemii na świecie. Z drugiej odbędzie się posiedzenie EBC. Po zmianie formuły celu inflacyjnego nie można wykluczyć dalszego złagodzenia retoryki banku. Taki scenariusz sugeruje też dalsze spadki rentowności obligacji w Europie i rozszerzenie się spreadu Treasuries wobec Bunda.
- W tym tygodniu poznamy szereg danych z kraju. Prawdopodobnie to jednak wydarzenia z zagranicy zdeterminują zachowanie obligacji, czy złotego. Naszym zdaniem w ciągu tygodnia para €/PLN dotrze ponad 4,60, prawdopodobnie do 4,63. Sentyment na rynkach powinien pozostać niesprzyjający dla walut rynków wschodzących. Obawy związane z pandemią powinny też gasić oczekiwania na podwyżki stóp w kraju. Taki rozwój wydarzeń powinien natomiast pozwolić na umocnienie POLGBs. Rynek nie wycenia raczej ryzyka napięć z UE i dość prawdopodobne, że tak zostanie biorąc pod uwagę ile razy wcześniej nie doprowadziły one do niczego konkretnego.

Kalendarz makroekonomiczny

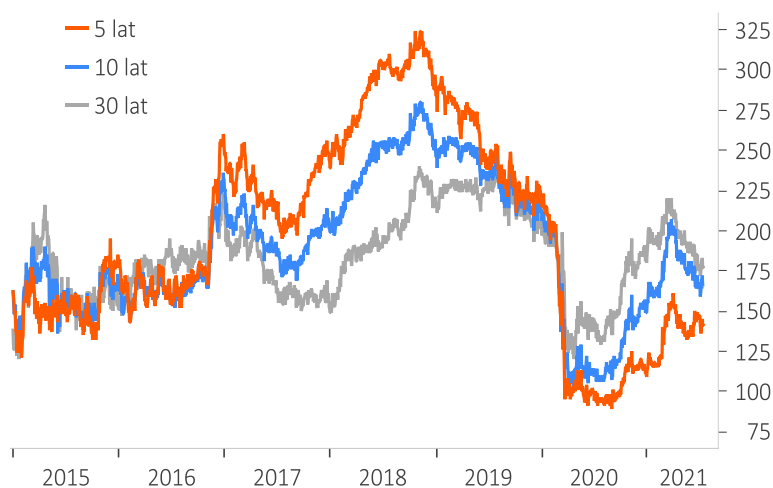
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
20 VII	Polska	10:00	Produkcja przemysłowa r/r	VI	20,0%	19,0%	29,8%
21 VII	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	VI	11,0%	8,4%	13,9%
22 VII	Strefa euro	13:45	Posiedzenie EBC		b.z.	b.z.	b.z.
23 VII	Niemcy	9:30	PMI – przetwórstwo przemysłowe	VII	64,0pkt.	64,1pkt.	65,1pkt.
			PMI - usługi	VII	59,5pkt.	59,5pkt.	57,5pkt.
	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	VII	63,0pkt.	62,5pkt.	63,4pkt.
			PMI - usługi	VII	58,1pkt.	59,6pkt.	58,3pkt.
	Polska	10:00	Stopa bezrobocia	VI	5,9%	5,9%	6,1%

Rynki walutowe – Dalszy spadek €/US\$.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

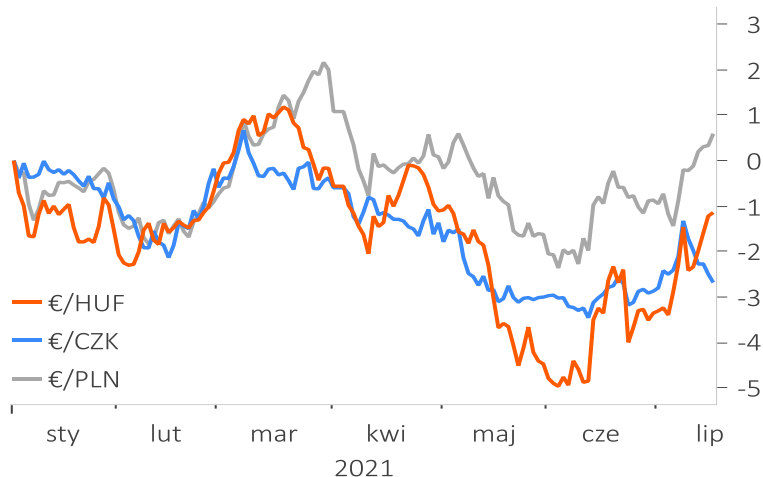


€/US\$:

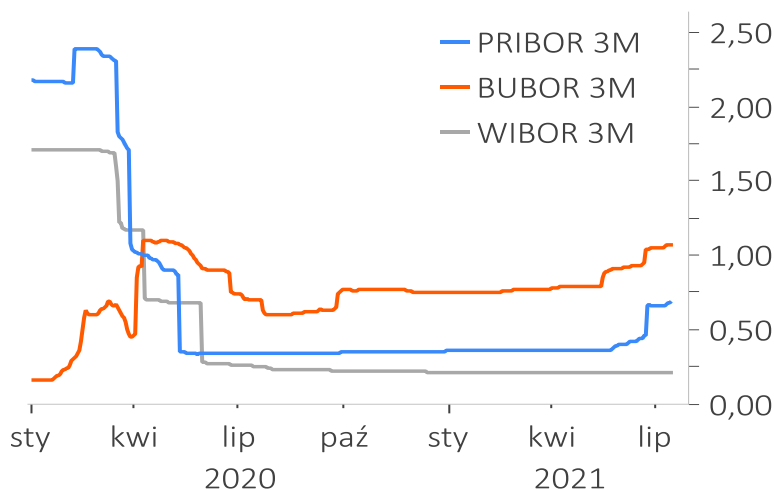
- W tym tygodniu spodziewamy się dalszego umocnienia dolara, para €/US\$ powinna dotrzeć do dołków z marca, tj. około 1,17. Z jednej strony cały czas niepokoją doniesienia dotyczące rozprzestrzeniania się pandemii na świecie. Z drugiej odbędzie się posiedzenie EBC. Po zmianie formuły celu inflacyjnego nie można wykluczyć dalszego złagodzenia retoryki banku.
- Ryzyko związane z kolejną falą pandemii w Europie prawdopodobnie doprowadzi też do obniżania prognoz wzrostu PKB na ten rok dla strefy euro. To będzie gasić oczekiwania na jakiegokolwiek zmniejszenie skali QE realizowanego przez EBC w tym roku. Sugeruje to, że para €/US\$ utrzyma się poniżej 1,20 nawet do końca wakacji.
- Nadal oczekujemy, że do końca roku kurs €/US\$ wróci do wzrostu i dotrze do około 1,23. Wsparciem dla euro powinna być poprawiająca się koniunktura, szczególnie po uruchomieniu Funduszu Odbudowy. Wraz ze stopniowym wychodzeniem światowej gospodarki z zapaści po pandemii oczekujemy też odpływu kapitałów z USA na rynki wschodzące.
- Głównym ryzykiem dla naszego scenariusza wydaje się ostrzejszy przebieg pandemii, zwłaszcza na rynkach wschodzących. Związane z tym napięcia najprawdopodobniej prowadziłyby do ponownego odpływu kapitałów z rynków wschodzących do dolara, tj. jak obserwowaliśmy w 2020.

Rynki walutowe – Złoty nadal pod presją.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

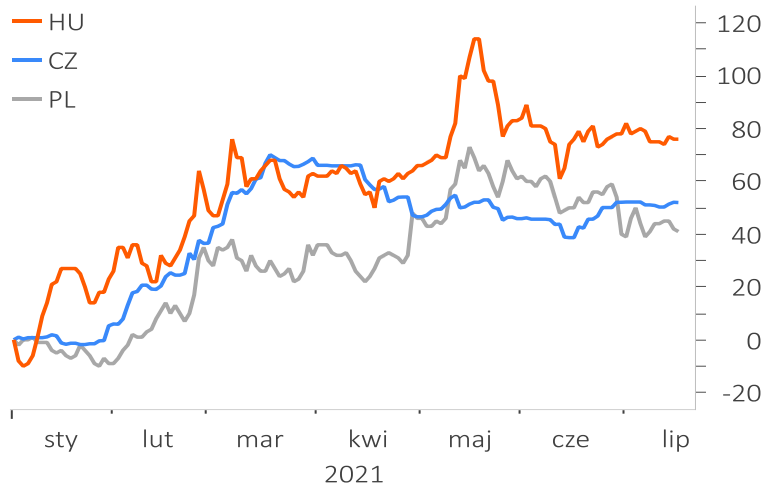


€/PLN:

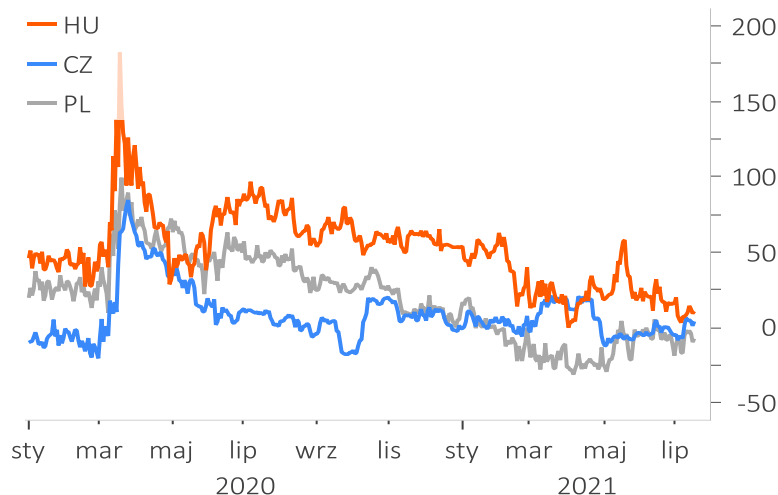
- W tym tygodniu poznamy szereg danych z kraju. Prawdopodobnie to jednak wydarzenia z zagranicy zdeterminują zachowanie złotego. Naszym zdaniem w ciągu tygodnia para €/PLN dotrze ponad 4,60, prawdopodobnie do 4,63.
- Sentyment na rynkach powinien pozostać niesprzyjający dla walut rynków wschodzących. Obawy związane z pandemią powinny też gasić oczekiwania na podwyżki stóp w kraju. Rynek nie wycenia raczej ryzyka napięć politycznych z UE i dość prawdopodobne, że tak zostanie biorąc pod uwagę ile razy wcześniej nie doprowadziły one do niczego konkretnego.
- W wakacje szanse na większe umocnienie złotego nie są duże z uwagi na niepokoje wywołane nasilającą się pandemią. W dalszej części roku spodziewamy się jednak umocnienia złotego. Uważamy, że podwyższona inflacja może skłonić RPP do podniesienia stóp w najbliższych miesiącach, czyli szybciej niż aktualnie wycenia to rynek.
- Spodziewamy się też, że przebieg kolejnej fali covid nie będzie tak dotkliwy jak obawia się tego część inwestorów. W gronie rynków wschodzących Polska wydaje się szczególnie odporna na pandemię. Tempo szczepień w kraju jest zbliżone do unijnej średniej, czyli relatywnie wysokie w skali świata. Struktura krajowej gospodarki jest też relatywnie mniej wrażliwa na ew. zaburzenia w łańcuchach dostaw, niż np. w innych państwach regionu. Wynika to z większego zróżnicowania krajowego przemysłu, szczególnie mniejszego udziału motoryzacji. Na koniec roku oczekujemy zejścia €/PLN do około 4,40.

Rynek długu – wzrosty rentowności dopiero po wakacjach.

Obligacje 10L w CEE – zmiana (w pb) od końca 2019



Asset swapy 10L w CEE od 2020

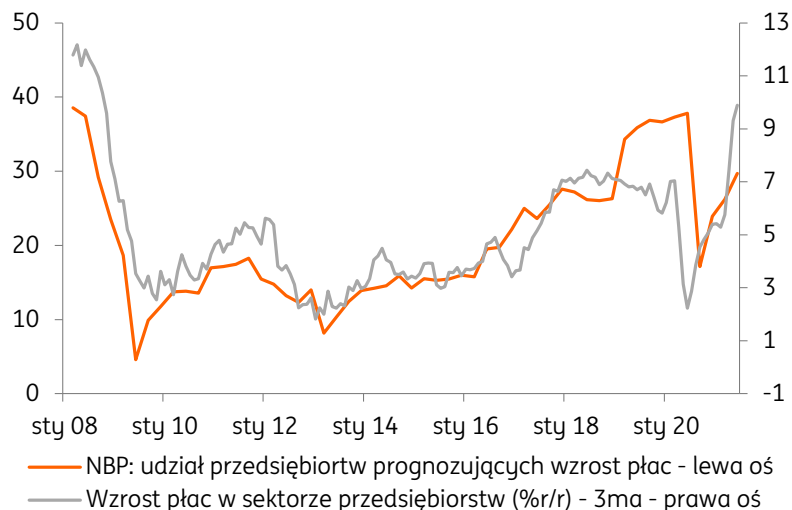


POLGBs:

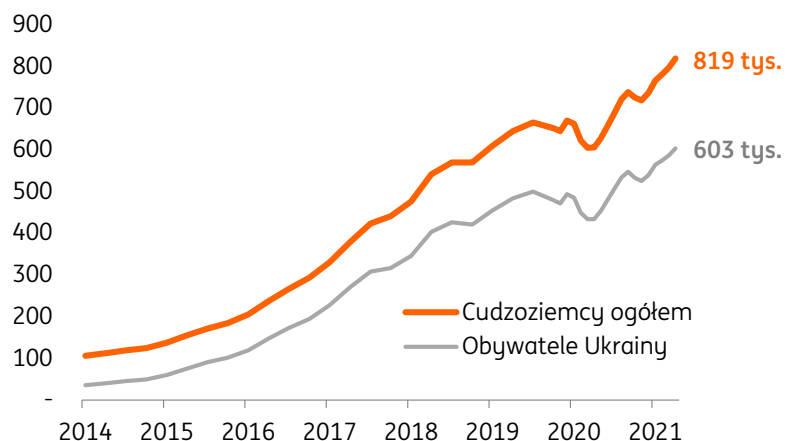
- Do końca wakacji spodziewamy się stabilizacji lub dalszego umocnienia POLGBs. Obawy związane z kolejną falą pandemii wspierają bazowe rynki długu, przy okazji gasząc oczekiwania na podwyżki stóp w kraju mimo solidnej koniunktury i wysokiej inflacji w Polsce. Nakładają się na to niskie podaże netto na rynkach bazowych i praktycznie zerowe w kraju. W tym tygodniu spodziewamy się również relatywnie łagodnego komentarza EBC. Płynność pozostaje bardzo niska, co oznacza, że okresowo możemy spodziewać się skokowych zmian POLGBs.
- Wzrostu rentowności POLGBs oczekujemy raczej dopiero po wakacjach, lub jeszcze później, tj. gdy zacznie się krystalizować obraz 4 fali pandemii w gospodarce. Rentowności POLGBs powinny wrócić wtedy do wzrostu w ślad za rynkami bazowymi. Powinna temu jednak towarzyszyć kompresja spreadów do Bunda i ewentualnie asset swapów – to efekt ograniczenia nowych emisji netto SPW w tym roku.
- Oczekiwana przez nas podwyżka stóp NBP w 4kw21 powinna przełożyć się na spłaszczenie krzywej pod koniec roku przez większe wzrosty na krótkim końcu. Rynek ciągle nie w pełni wycenia zmianę stóp NBP w tym roku. Prawdopodobnie nie zmieni się to do końca wakacji, z uwagi na niepewność co do przebiegu 4 fali pandemii.
- Ostrzejszy przebieg Covid-19 to także główne zagrożenie dla naszego scenariusza. Utrzymanie skupu aktywów przez główne banki centralne opóźniłoby odbicie rentowności także w kraju. Mogłoby też zniechęcić NBP do podwyżek stóp w najbliższym czasie.

Rynek pracy: presja płacowa narasta.

Plany podwyżkowe firm a dynamika płac



Cudzoziemcy odprowadzający składki na ZUS



- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w czerwcu o 0,3% w stosunku do poprzedniego miesiąca. Czyli utrzymało wysoką dynamikę z maja – pierwszego miesiąca po istotnym złagodzeniu restrykcji sanitarnych. Spodziewaliśmy się, że efekt otwarcia gospodarki utrzyma się, ale nie będzie miał już w czerwcu tej samej siły. Wg komunikatu GUS dużą rolę odegrało wciąż wygasanie samej pandemii. Mniej ludzi przebywało na urloпах chorobowych i opiekuńczych.
- O sile rynku pracy w Polsce świadczy też silny napływ cudzoziemców. Wg statystyk ZUS ich liczba przekroczyła w czerwcu 819 tys., o 150 tys. więcej niż przed pandemią. Sugeruje to, że tempo kreacji miejsc pracy w Polsce jest bardzo wysokie, nie tylko w sektorze przedsiębiorstw, lecz także wśród małych firm i w rolnictwie.
- Jeszcze bardziej pozytywny wydźwięk mają dane o wynagrodzeniach. W maju wysoki odczyt (10,1%/r) był zrozumiały ze względu na efekt niskiej bazy z ubiegłego roku. W maju 2020 dużo firm zmniejszyło dobrowolnie wynagrodzenia swoim pracownikom. W czerwcu ubiegłego roku ten efekt był już jednak mniej widoczny, co powinno obniżyć dynamikę wynagrodzeń w tym roku. Fakt, że tak się właściwie nie stało (płace wzrosły o 9,8%/r) oznacza że presja płacowa w polskiej gospodarce rośnie. Nie przeszkadza temu też fakt, że w czerwcu zaczęła wygasać ochrona miejsc pracy wprowadzona przez tarcze finansowe PFR.
- Siła przetargowa pracowników pozostała mocna i zwiastuje wysoki wzrost wynagrodzeń co najmniej do końca roku. Oznacza to również wyższą presję inflacyjną. Szanse na to, że indeks CPI powróci w przyszłym roku trwale poniżej górnego przedziału celu inflacyjnego NBP (3,5%) zmalały jeszcze bardziej. Zwiększa to prawdopodobieństwo wcześniejszej normalizacji polityki pieniężnej przez NBP.

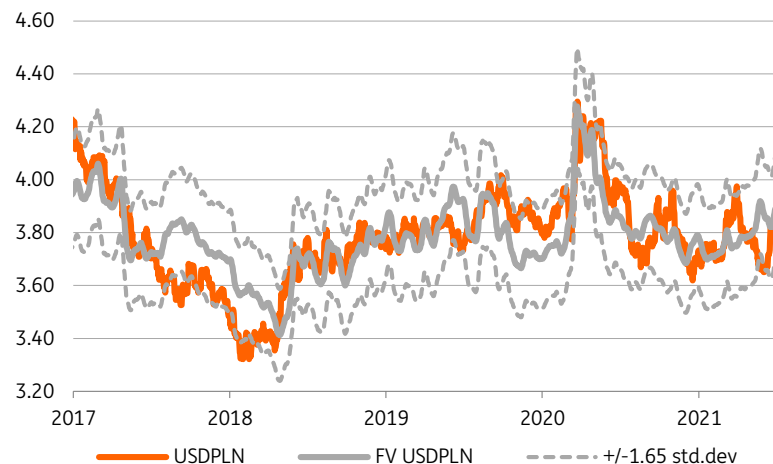
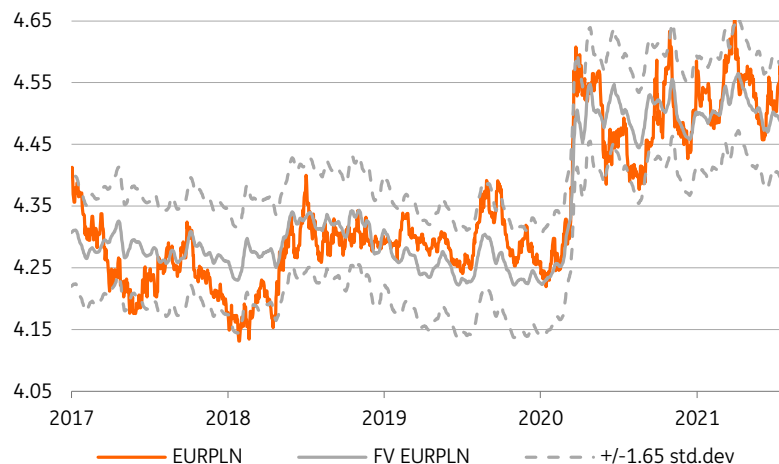
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22
US\$/PLN	3.71	3.69	3.65	3.60	3.56	3.57	3.59	3.60	3.63	3.66	3.69	3.70
€/PLN	4.45	4.43	4.41	4.40	4.38	4.40	4.41	4.43	4.43	4.43	4.43	4.42
CHF/PLN	#N/A	3.96	3.91	3.86	3.81	3.82	3.84	3.85	3.85	3.85	3.85	3.84
GBP/PLN	#N/A	5.21	5.19	5.17	5.15	5.19	5.23	5.27	5.29	5.32	5.34	5.33

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Osłabienie walut rynków wschodzących w wakacje doprowadziło kurs €/PLN do poziomu odpowiadającego istotnemu niedowartościowaniu naszej waluty. Złoty jest natomiast bliski wycenieniu modelowej wobec dolara.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań modelu.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki Główny Ekonomista	Piotr Popławski Starszy Ekonomista	Leszek Kąsek Starszy Ekonomista	Karol Pogorzelski Starszy Ekonomista	Dawid Pachucki Starszy Ekonomista
T 22 820 4696	T 22 820 4078	T 22 820 5075	T 22 820 4891	
E Rafal.Benecki@ing.pl	E Piotr.Poplawski@ing.pl	E Leszek.Kasek@ing.pl	E Karol.Pogorzelski@ing.pl	E Dawid.Pachucki@ing.pl

Disclaimer

- Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Analiz Makroekonomicznych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani dostępnych środków pieniężnych czytelnika. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora(autorów) oraz były aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedzenia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje, różne w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdują się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich.
- Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A (nr KRS 0000005459), będącego wytwórcą tej publikacji, została zaaprobowana i jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.