

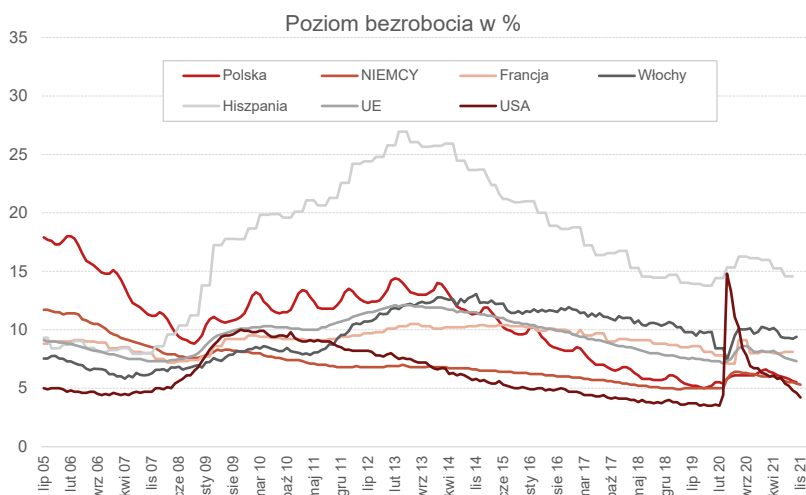
# Krótkie podsumowanie 2021 roku

3.01.2022



## 1. Rynek pracy

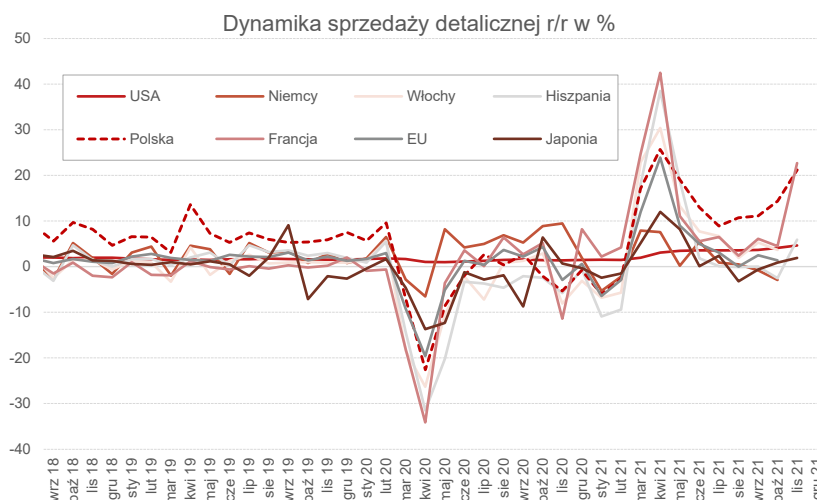
Pierwsza połowa roku upłynęła pod znakiem powracającej normalności na rynku pracy i spadających stóp bezrobocia. Widoczne były różnice strukturalne między poszczególnymi gospodarkami. W USA, ze względu na wysoki poziom elastyczności tego rynku, powrót do pełni życia gospodarczego wiązał się z dynamicznie spadającą stopą bezrobocia. Jednakże, ze względu na uruchomione wcześniej programy pomocowe polegające na bezpośrednich transferach pieniędzy z budżetu na konta obywateli, pracodawcy narzekali na brak rąk do pracy. W drugiej połowie roku na rynku pracy zaczęło pojawiać się więcej poszukujących pracy, a stopa bezrobocia nadal spadała. Mniej dynamiczny wzrost bezrobocia w Europie w stosunku do USA powodował również mniej dynamiczną poprawę tego wskaźnika w pierwszej połowie roku. Druga połowa roku przyniosła wyhamowanie spadków bezrobocia i stabilizację jego poziomów w takich gospodarkach jak Hiszpania, Francja czy Włochy. Bezrobocie nadal spadało w Niemczech i w Polsce. W całej Unii Europejskiej poziom bezrobocia obniżył się.



Źródło: Bloomberg opracowanie własne, dane na dzień 29.12.2021



## 2. Sprzedaż detaliczna



Źródło: Bloomberg opracowanie własne, dane na dzień 29.12.2021

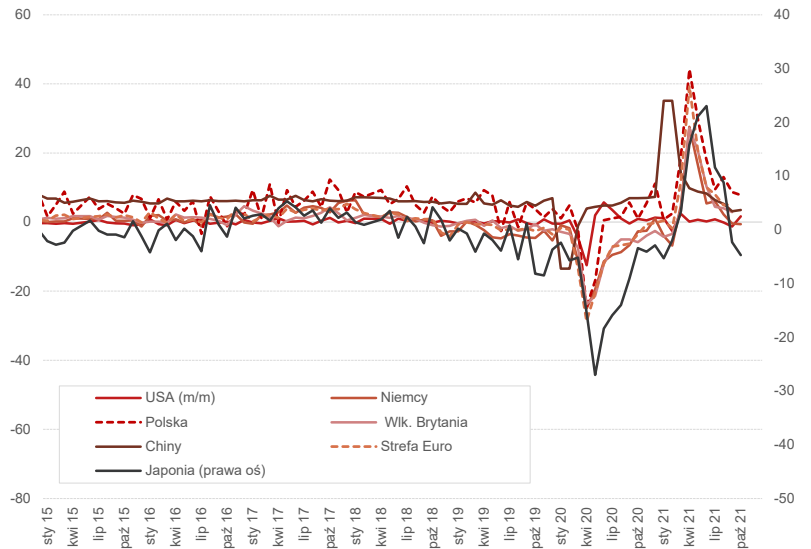
Dynamiki sprzedaży detalicznej w poszczególnych gospodarkach w 2021 r. były bardzo zmienne i oddziaływały na nie silne efekty bazy. Na początku roku przyrosty sprzedaży detalicznej w ujęciu r/r były ujemne, aby w drugim kwartale wystrzelić do dwucyfrowych poziomów. Ich maksima przypadły na kwiecień (bowiem kwiecień 2020 r. był miesiącem szczytu ograniczeń, także w tym miesiącu 2021 r. ujawnił się najsilniej odłożony popyt) i od tego czasu zaczęły się równie dynamicznie obniżać. W trzecim kwartale efekty bazy nie oddziaływały już tak silnie, a dane zaczęły ukazywać rozchwianie konsumpcji wynikające z wielu post pandemicznych czynników, takich jak np. wyczerpanie się odłożonego popytu, zmiany wzorców nawyków konsumenckich, mieszana dostępność dóbr i usług, czy innych barier związanych np. z turystyką wakacyjną. W III kwartale dynamiki sprzedaży detalicznej w różnych gospodarkach miały bardzo zbliżony wzorec, choć różne poziomy. IV kwartał był bardzo mieszany. Listopad upłynął bowiem pod znakiem ponownego efektu bazy związanego z wyższym poziomem obostrzeń w listopadzie 2020 r. (stąd tak wysokie dynamiki chociażby w Polsce i Francji), natomiast na popyt w grudniu 2021 z jednej strony działały obostrzenia związane z nowym wariantem wirusa, a z drugiej – efekt świątecznych zakupów i sezonowo podwyższonej konsumpcji (choć np. niemieccy detaliści informują, że sezon świąteczny był „katastrofalny”).



### 3. Produkcja przemysłowa

Dynamika produkcji przemysłowej (w cenach stałych) charakteryzowała się w pierwszej połowie 2021 r. podobnym wzorcem jak sprzedaż detaliczna. W styczniu i lutym odczyty dla wielu gospodarek były bądź negatywne, bądź w pobliżu zera. W marcu natomiast (po rozpoczęciu łagodzenia obostrzeń) zaczęły ujawniać się pierwsze efekty bazy, a przyrosty produkcji zaczęły uzyskiwać poziomy dwucyfrowe, osiągając szczyty w kwietniu. Od tego czasu dynamika zaczęła się regularnie obniżać, aby pod koniec trzeciego kwartału w niektórych gospodarkach ponownie uzyskać ujemne albo zbliżone do zera poziomy (Japonia, USA, Niemcy, Francja, Hiszpania). Na tym tle bardzo dobrze wypadła Polska. W tym czasie, we wszystkich gospodarkach, producenci wskazywali na problemy w łańcuchach dostaw (opóźnienia lub brak surowców i komponentów) oraz wzrosty cen, co wiązało się z niemożnością zaspokojenia całości popytu i opóźnieniami w produkcji prowadzącymi do dalszego wzrostu cen. W październiku przedsiębiorstwa informowały o tym, że popyt zaczyna już reagować na wzrost cen, natomiast w listopadzie zwrócono uwagę, że wzrósł wolumen zakupów na zapas.

Dynamika produkcji przemysłowej r/r w %

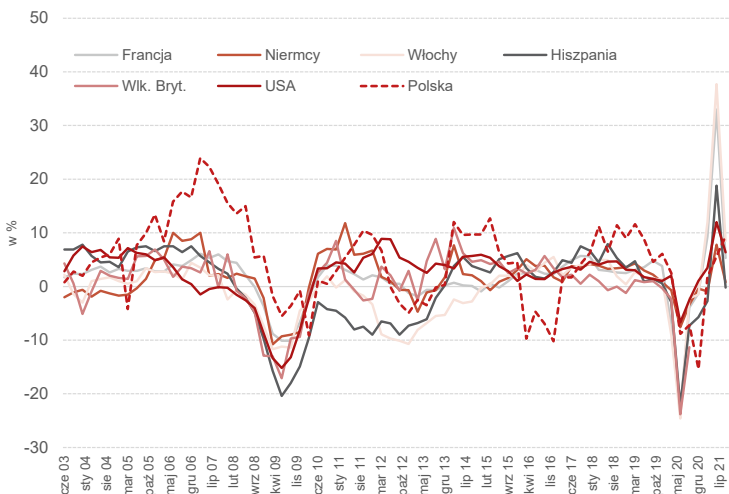


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne. 29.12.2021.



### 4. Inwestycje

Inwestycje w środki trwałe r/r w %



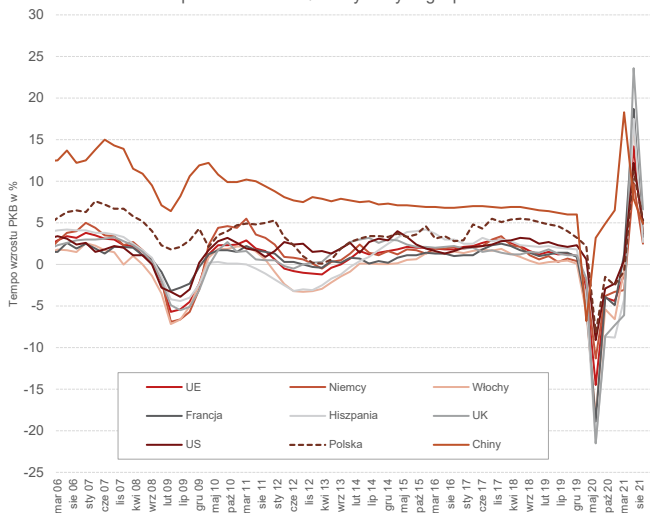
Źródło: Bloomberg opracowanie własne, dane na dzień 29.12.2021

Powracający popyt globalny, wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz rosnące ceny, były impulsem do wzrostu wydatków inwestycyjnych w pierwszym półroczu. Ich dynamiki, podobnie jak produkcja i sprzedaż detaliczna, nie uniknęły efektów bazy. W trzecim kwartale dynamika wydatków na środki trwałe obniżyła się i zróżnicowała. W najważniejszych gospodarkach strefy euro, wartość inwestycji zachowywała się następująco: spadła w Hiszpanii, w Niemczech była bardzo niska, a z kolei we Francji i Włoszech była stosunkowo wysoka. Polska na tym tle również wypadła bardzo pozytywnie.

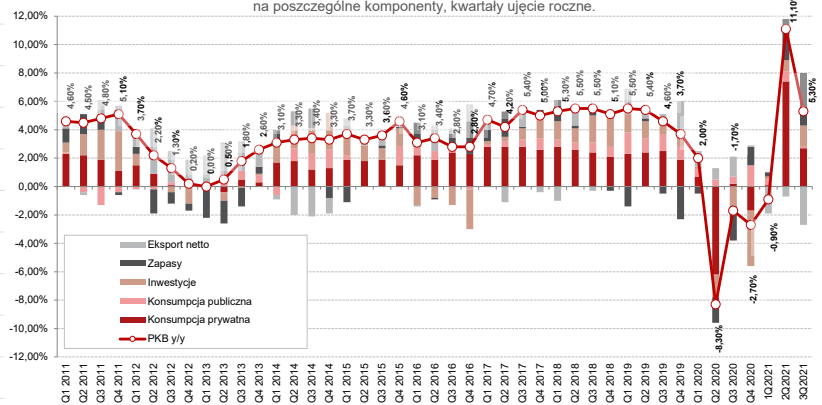


## 5. Wzrost gospodarczy

Tempo wzrostu PKB r/r w wybranych gospodarkach



Dekompozycja PKB niewyrównanego sezonowo na poszczególne komponenty, kwartaly ujęcie roczne.



Źródło: Bloomberg, IMF. Opracowanie własne, dane na dzień 29.12.2021

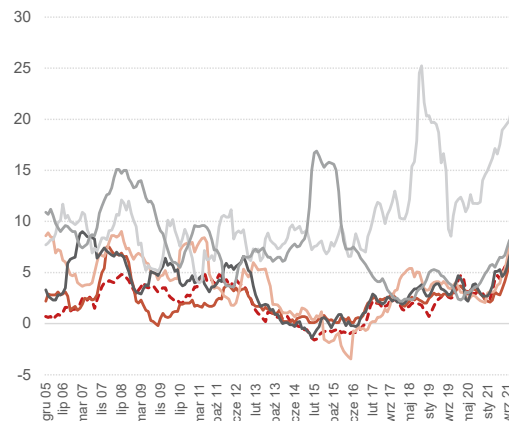
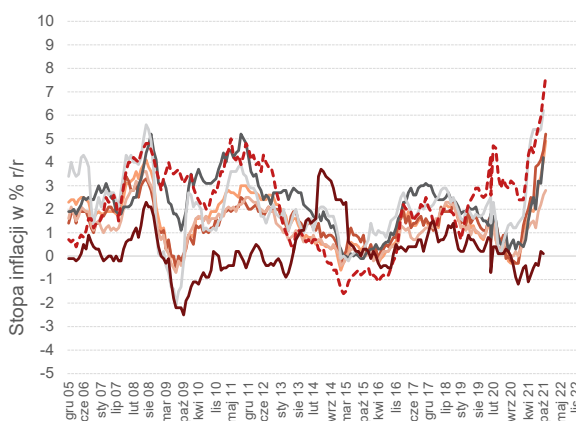
Źródło: GUS, Opracowanie na dzień 29.12.2021

Bardzo zbliżone dynamiki powyższych kategorii, wpływających na wzrost gospodarczy, generowały podobny przebieg kształtowania się całościowego agregatu, czyli dynamik Produktu Krajowego Brutto. Odczyty wzrostu PKB za kolejne kwartaly były wyższe od oczekiwań (mimo że ich wartości spadały, to normalizowały się po okresie kiedy występowały efekty bazy), a prognozy wzrostu gospodarczego za 2021 r. rewidowano w górę. Ostatnie prognozy MFW z października 2021 r. wskazują na wzrost światowej gospodarki na poziomie 5,9%, przy czym gospodarki rozwinięte powinny wzrosnąć o 5,2%, a rozwijające się o 6,4%. Jednocześnie wyższy od oczekiwań wzrost gospodarczy w 2021 r. oznacza wyższą bazę dla roku 2022 i, co za tym idzie niższe, aczkolwiek nadal powyżej potencjału, tempo wzrostu gospodarczego w 2022 roku. Prognozy na 2022 r. zostaną zapewne zrewidowane w dół ze względu na szerzenie się nowego wariantu koronawirusa.



## 6. Inflacja

Inflacja CPI



UE  
Francja  
USA  
Japonia

Niemcy  
Wielka Brytania  
Polska

Polska  
Czechy  
Rumunia  
Węgry  
Turcja  
Russia



**GENERALI**  
INVESTMENTS



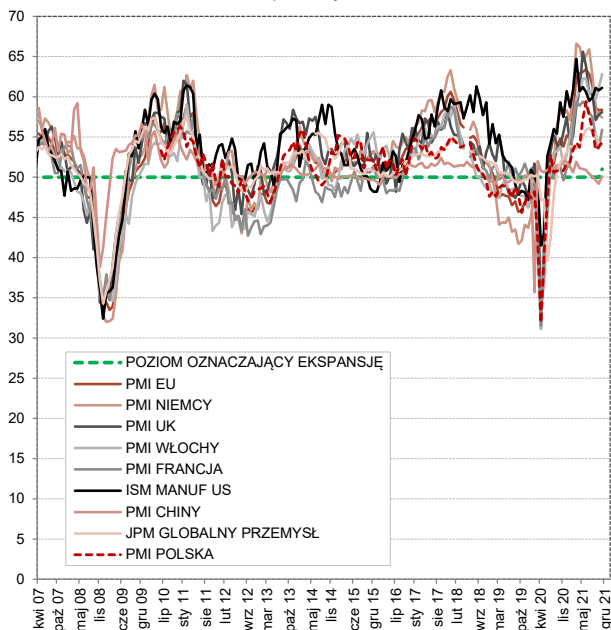
## 6. Inflacja c.d.

Rok 2021 r. to rok najwyższych i najszybciej rosnących poziomów inflacji od wielu lat, zarówno w obszarze cen producentkich agregowanych w PPI (Producer Price Index), w obszarze cen konsumenckich agregowanych w CPI (Consumer Price Index), jak i inflacji bazowej. Na taki obraz sytuacji wpływał wyższy od oczekiwań popyt globalny (zarówno w sektorze usług jak i dóbr), dynamiczny wzrost bazy monetarnej (impulsu nie wycofano na czas) oraz problemy z łańcuchami dostaw prowadzące do spadku podaży globalnej. Wszystkie te czynniki doprowadziły do powstawania dodatknych luk popytowych i presji na zasoby. W warunkach podwyższonego i niezaspokojonego popytu producenci są w stanie przerzucać rosnące koszty na konsumentów. Dodatkowym czynnikiem uderzającym w stabilność cen w drugiej połowie 2021 r. był drastyczny, wywołany szeregiem czynników (w tym geopolitycznych) wzrost cen surowców energetycznych i nośników energii. Obecnie, na poziomie ogólnym, można stwierdzić, że podwyższone poziomy inflacji i zaskoczenia inflacyjne będą zjawiskiem obecnym w gospodarce także w 2022 r. Jednakże poziom inflacji może podlegać znacznemu zróżnicowaniu w poszczególnych grupach państw – również ze względu na próby złagodzenia wzrostu cen obniżkami niektórych podatków.

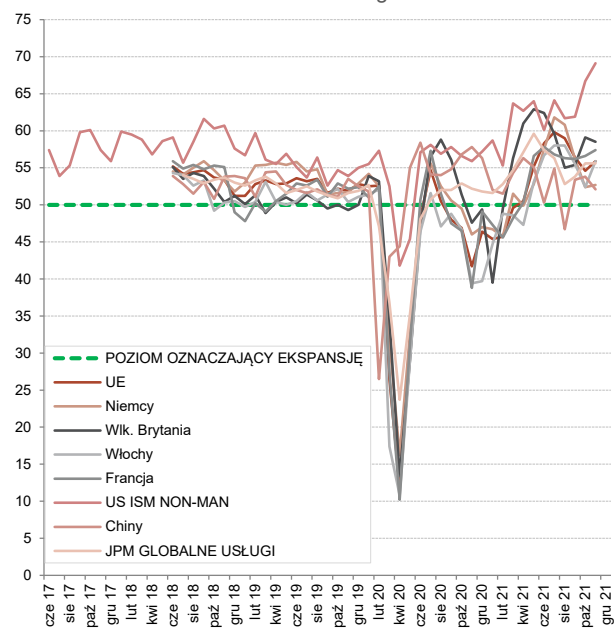


## 7. Wskaźniki wyprzedzające

PMI dla przemysłu



PMI dla usług



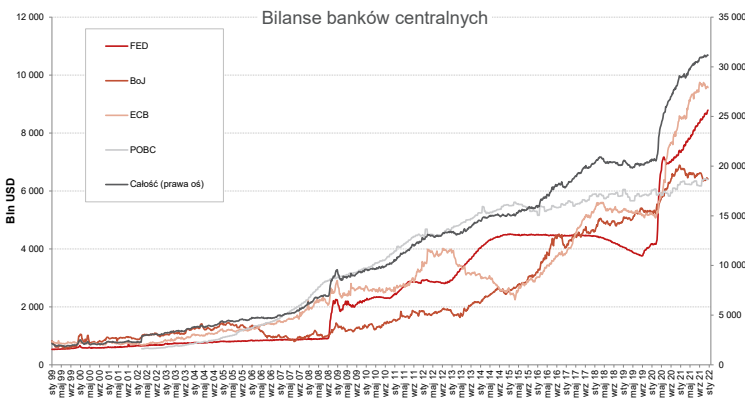
Źródło: Bloomberg opracowanie własne, dane na dzień 09.12.2021

PMI dla przemysłu osiągnęły swoje szczyty w II kwartale 2021 r. i zaczęły spadać. Obniżenie ich wartości miało charakter pewnej normalizacji, bowiem poziomy, na których zakończyliśmy rok potwierdzając silną koniunkturę i dobrze wieszczą na 2022 rok. Zapewne jednak producenci nadal będą borykać się z podobnymi problemami jak w 2021 r. PMI dla sektora usługowego również (za wyjątkiem ISM non-Manufacturing (USA)), osiągnęły swoje szczyty, jednak z pewnym przesunięciem w stosunku do tych dla przemysłu i na nieco niższych poziomach. Późniejsze spadki miały również charakter normalizacji, chociaż wychodzenie sektora usług z pandemicznych zawirowań (ze względu na zmieniającą się sytuacją związaną z obostrzeniami i nowymi falami pandemii) było dużo trudniejsze niż dla sektora przemysłowego. Końcówka roku, ze względu na wysokie poziomy zachorowań, upłynęła pod znakiem pogarszania się nastrojów, jednak sektor usług w pewnym stopniu nauczył się już funkcjonować w pandemii. Dlatego też odczyty nadal wskazują na wysoki poziom koniunktury. Oczywiście nie należy zapominać o dużych różnicach pomiędzy poszczególnymi branżami.

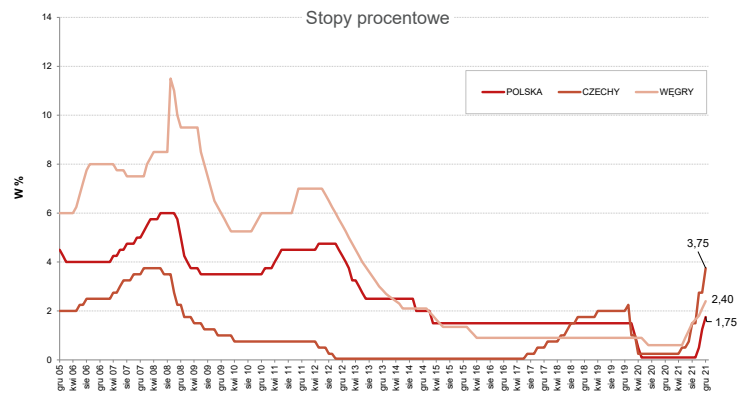
W Polsce wskaźniki ogólnego klimatu koniunktury obliczane i publikowane przez GUS, w szeroko pojętym przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i naprawie pojazdów samochodowych, przez cały rok (z wyjątkiem czerwca i lipca w przypadku tego ostatniego) odnotowywały ujemne wartości wskazując na stosunkowo słabe nastroje. W przypadku usług w sektorze finansowym ubezpieczeniowym, wskaźniki były dodatnie i wskazywały na poprawę nastrojów, chociaż były gorsze niż przed wybuchem pandemii. Druga połowa roku była również lepsza dla sektora transportowego, jednakże tutaj nastroje zaczęły pogarszać się od lipca. Zakwaterowanie i gastronomia, a także obsługa rynku nieruchomości zakończyły rok na ujemnych poziomach.



## 8. Banki centralne



Źródło: Bloomberg. Opracowanie własne. 29.12.2021.



Źródło: Bloomberg. Opracowanie własne. 29.12.2021.

W środowisku rosnącej inflacji, najważniejsze banki centralne z grupy krajów rozwiniętych bardzo długo utrzymywały retorykę przejściowego charakteru inflacji. Sytuacja ta zaczęła się zmieniać w III kwartale, kiedy jednak uznały, że inflacja nie będzie miała charakteru przejściowego i przez dłuższy czas będzie znajdować się powyżej celów banków centralnych. Zaczęto wówczas mówić o zaostrzeniu polityki monetarnej. Zmiana retoryki uprzedziła pierwszy ruch FED, który ogłosił rozpoczęcie ograniczania programu skupu aktywów, tak aby wygasić go w 2022 roku i dokonać pierwszej w nowym cyklu, podwyżki stóp procentowych. Bardziej łagodnie do polityki pieniężnej podchodzi natomiast EBC, który na razie nie ma zamiaru podwyższać stóp. Zaostrzenie polityki pieniężnej poprzez dalsze podwyżki stóp procentowych prowadziły banki centralne krajów z grupy gospodarek rozwijających się, w tym z regionu Europy Środkowo-Wschodniej. NBP bardzo długo wstrzymywał się z podwyżkami stóp, aby wykonać pierwszy ruch na początku października. O fakcie „gonienia” inflacji, w kontekście zapowiedzianych na 2022 r. nowych cen prądu i gazu, może świadczyć przesunięcie najbliższego posiedzenia RPP z 12 stycznia na 4 stycznia 2022 r. Niezależnie jednak od banku centralnego, bardzo prawdopodobne jest, że stopy banków centralnych, po odjęciu od nich poziomów inflacji, pozostaną negatywne.

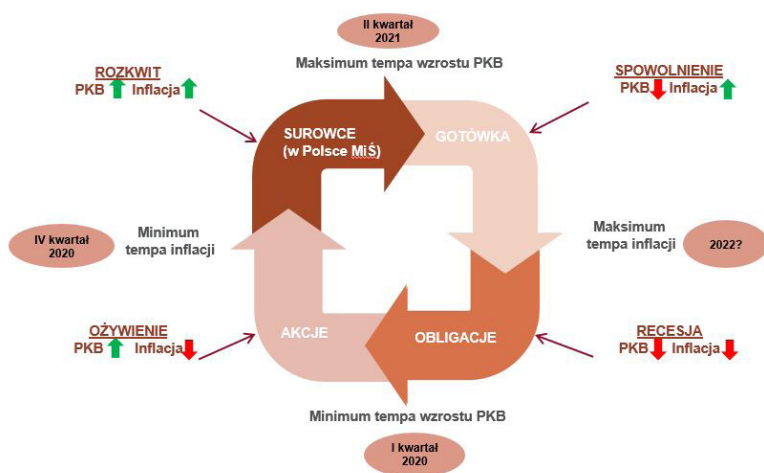


## 9. Polityka fiskalna

Nadal podtrzymujemy obserwację z połowy 2021 roku, że w dobie ograniczonych możliwości dalszego wspierania wzrostu gospodarczego przez banki centralne oraz historycznie wysokich poziomów zadłużenia, rządy będą starały się pobudzać gospodarki poprzez działania w zakresie polityki fiskalnej. Zestaw stosowanych narzędzi i podejście nadal będzie się zapewne opierać na założeniach MMT (Modern Monetary Theory) i współpracy z bankami centralnymi. Deficyty budżetowe będą zapewne utrzymywane na wysokich poziomach, a państwa z jednej strony będą „oliwić” gospodarkę środkami budżetowymi lub dopłatami do kredytów, a z drugiej strony „ściągać” pieniądź poprzez podwyższanie lub wprowadzanie nowych danin budżetowych (podatki, składki itp.) i reformy podatkowe, których celem będzie zwiększenie wpływów budżetowych lub redystrybucja potencjalnych nowych oszczędności w stronę konsumpcji.



## 10. Faza cyklu gospodarczego



Analizując powyższe dane, uwzględniając fakt niższych prognoz wzrostu gospodarczego w 2022 r. oraz nadal niezahamowanego wzrostu inflacji można dojść do wniosku, że obecna sytuacja najbardziej przypomina fazę inflacyjnego spowolnienia. Jednakże faza ta jest/ będzie dość nietypowa, ponieważ tym razem polityka banków centralnych nie będzie działać znacząco hamująco na wzrost gospodarczy, realne stopy procentowe zapewne będą ujemne, a tempo wzrostu gospodarczego oscylować będzie w pobliżu lub powyżej potencjału.

Piotr Minkina

Dyrektor ds. Analiz i Strategii  
Inwestycyjnych  
Generali Investments TFI S.A.



## Zobacz inne materiały



[www.generali-investments.pl](http://www.generali-investments.pl)

Generali Investments TFI S.A. („Towarzystwo”) działa na podstawie decyzji Komisji Papierów Wartościowych (obecnie: Komisja Nadzoru Finansowego) z dnia 1 czerwca 1995 r., nr decyzji KPW-4073-1195. Niniejszy materiał ma charakter informacyjny i został sporządzony w celu reklamy lub promocji usług świadczonych przez Towarzystwo. Materiał nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego, udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów, ani innej porady finansowej, księgowej czy prawnej. Niniejszy materiał został przygotowany z dołożeniem należytej staranności i z wykorzystaniem najlepszej wiedzy. Towarzystwo nie gwarantuje jednak, że informacje zawarte w niniejszym materiale w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Informacje przedstawione i opisane w niniejszym materiale opierają się na ocenie autora w momencie jego tworzenia i w stosunku do bieżącego stanu gospodarczego, prawnego i podatkowego oraz mogą ulec zmianie bez uprzedniego poinformowania. W materiale użyto danych z serwisu Bloomberg oraz z publicznie dostępnych źródeł, uznanych przez Towarzystwo za wiarygodne. Wszelkie prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują wyłącznie Towarzystwu. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób jego całości lub części bez zgody Towarzystwa jest zabronione. Towarzystwo ani fundusze inwestycyjne nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych. Uczestnik musi się liczyć z możliwością zmniejszenia lub utraty zainwestowanych środków. Wyniki mogą być pomniejszone o pobrane opłaty manipulacyjne i należne podatki. Opodatkowanie zależy od indywidualnej sytuacji klienta i może ulec zmianie w przyszłości. Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w fundusze inwestycyjne. Decyzje inwestycyjne dotyczące inwestowania w fundusze inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie po zapoznaniu się z Prospektami Informacyjnymi funduszy zawierającymi szczegółowe informacje w zakresie: czynników ryzyka, zasad sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy, tabelę opłat manipulacyjnych oraz informacje podatkowe. Prospekty informacyjne, Kluczowe informacje dla Inwestorów, Informacje dla Klienta AFI, tabele opłat, dane o ryzyku inwestycyjnym i podatkach dostępne są na naszej stronie internetowej ([www.generali-investments.pl](http://www.generali-investments.pl)). Towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności za negatywne skutki wynikające bezpośrednio lub pośrednio z użytku treści zawartych w niniejszym materiale.



**GENERALI**  
INVESTMENTS