

## William D. Nordhaus i Paul M. Romer laureaci Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii w 2018 roku

### Lena Grzesiak

Wydział Zarządzania  
Uniwersytet Łódzki

8 X 2018 ogłoszono, że jubileuszową, bo pięćdziesiątą Nagrodę Nobla w dziedzinie ekonomii otrzymają:

- William D. Nordhaus (Yale University) - za „włączenie zmian klimatu do długoterminowej analizy makroekonomicznej” oraz
- Paul M. Romer (New York University) - „za włączenie innowacji technologicznych do długoterminowej analizy makroekonomicznej”.

Tegoroczna Nagroda Nobla w dziedzinie ekonomii uwzględniła dwa obszary, mające wpływ na długookresowy wzrost gospodarczy. Są nimi: technologia, innowacje i klimat. Badania Laureatów, jak zauważa Jajuga, „wychodzą z klasycznego modelu wzrostu Roberta Solowa”. Tak więc, mimo że obaj badacze nigdy nie pracowali ze sobą, to ich badania mają podobny charakter – odnoszą się do długoterminowej analizy makroekonomicznej.

Wybór tych amerykańskich ekonomistów określony został jako „strzał w dziesiątkę” [Jajuga 2018] i „wyśmienity wybór” [Cowen 2018]. Nordhaus stworzył m.in. dynamiczny zintegrowany model klimat–



<http://www.econ.yale.edu/~nordhaus/homepage/homepage.html> [dostęp 24.11.2018]



<https://paulromer.net/wp-content/uploads/2016/03/Paul.jpg> [dostęp 24.11.2018]

gospodarka (ang. DICE, *Dynamic Integrated Climate–Economy model*). Model ten umożliwia szacunek kosztów walki ze zmianami klimatu, zależnie od zakładanego ograniczenia emisji dwutlenku węgla.

Mówi się nawet, że badania Nordhaua mają swój wpływ na naukę nie dzięki temu, że są „czytane”, a dlatego że są „wykonywane” w praktyce [Cowan 2018]. Nordhaus to także – jak zauważył Kwiecień – jeden z pomysłodawców podatków od emisji szkodliwych pyłów [Nobel z ekonomii 2018...].

William Nordhaus jest w środowisku naukowym znany także jako współautor

(razem z Paulem Samuelsonem) jednego z najsłynniejszych podręczników ekonomii.

Z kolei Paul M. Romer kojarzony jest głównie z – opisaną w artykule z 1990 r. – teorią endogenicznego wzrostu (ang. *endogenous growth theory*). Jego prace głównie dotyczą wzrostu gospodarczego. Paul Romer prowadzi swojego bloga: <https://paulromer.net>, ma też własne konto na Twitterze (<https://twitter.com/paulromer>).

---

Cowan T., 2018, *William Nordhaus and why he won the Nobel Prize in economics*, <https://marginalrevolution.com/marginalrevolution/2018/10/william-nordhaus-paul-romer-win-nobel-prize-economics.html> [dostęp 25.11.2018]

<https://paulromer.net> [dostęp 25.11.2018]

<https://twitter.com/paulromer> [dostęp 25.11.2018]

Jajuga K., 2018, *50 Nagroda Nobla z ekonomii*, [http://www.ue.wroc.pl/aktualnosci/18699/50\\_nagroda\\_nobla\\_z\\_ekonomii.html#.W\\_kEkjHdipo](http://www.ue.wroc.pl/aktualnosci/18699/50_nagroda_nobla_z_ekonomii.html#.W_kEkjHdipo) [dostęp 25.11.2018]

*Nobel z ekonomii 2018 dla dwóch naukowców: ich wspólna recepta na rozwój gospodarczy*, <https://www.polskieradio.pl/42/273/Artykul/2199637,Nobel-z-ekonomii-2018-dla-dwoch-naukowcow-ich-wspolna-recepta-na-rozwoj-gospodarczy> [dostęp 25.11.2018]

*Paul M. Romer – Facts – 2018*, <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2018/romer/facts/> [dostęp 25.11.2018].

Romer P.M., 1990, *Endogenous Technological Change*, „Journal of Political Economy”, Vol. 98, s. 71–102.

*The Prize in Economic Sciences 2018*, „Press Release”, 8 October 2018, <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/10/press-economicsciences2018.pdf>.

*William D. Nordhaus – Facts – 2018*, <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2018/nordhaus/facts/> [dostęp 25.11.2018].

## KONIUNKTURA W SEKTORZE PRZEDSIĘBIORSTW NIEFINANSOWYCH

### Artur Zimny

Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Uniwersytet Łódzki

Trzeci kwartał 2018 r. przyniósł kontynuację niejednoznaczności trendów co do koniunktury w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Dość korzystnie należy ocenić miary obrazujące sprzedaż i zyskowność. Przychody z całokształtu działalności były realnie (po uwzględnieniu inflacji) wyższe o 6,2% od przychodów w analogicznym kwartale 2017 r., czyli nadal występuje wzrost, choć nieco wolniejszy, niż w poprzednich kwartałach. Wynik finansowy netto natomiast wzrósł o 8,9% i choć nie jest to dynamika wysoka, to jednak dodatnia – w przeciwieństwie do dwóch pierwszych kwartałów 2018 r. Rentowność obrotu netto na poziomie 4,2% jest zbliżona do średniej z ostatnich kwartałów, ten wskaźnik jest ostatnio dość stabilny.

W zakresie sprzedaży i zysków wyniki przedsiębiorstw niefinansowych są zbieżne z danymi o wzroście PKB, który – wyrównany sezonowo i pozbawiony wpływu inflacji – wyniósł w 3. kwartale 2018 r. 5,7%, co jest wynikiem rekordowym od co najmniej 6 lat. Rekordowo niskie jest również bezrobocie (we wrześniu spadło ono do 5,7% i tyle samo wyniosło w październiku).

Mniej optymistyczne są dane dotyczące gospodarki aktywami obrotowymi. Płyn-

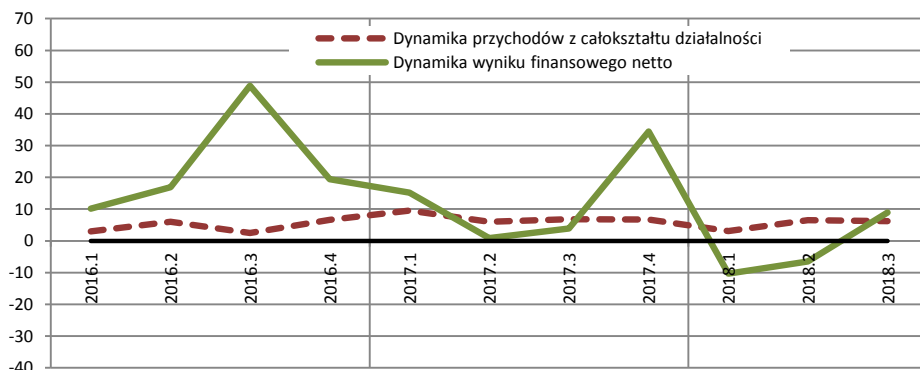
ność przedsiębiorstw na 3. kwartale 2018 r. znowu się pogorszyła, wskaźnik płynności II stopnia (podwyższonej) spadł poniżej 100% (do 99,9%), a wskaźnik III stopnia (odpowiednik płynności gotówkowej) – do 34,8%. Są to wartości najniższe od ponad 4 lat. Wydłużyły się też (ponownie) cykle obrotu zapasami i należnościami (odpowiednio do 34,5 dnia oraz 44,3 dnia), osiągając nienotowane od lat maksima. Oznacza to, że równoległe z pewną poprawą zyskowności następuje spowolnienie ruchu gotówki, która jest zamrażana w zapasach i należnościach, a to może świadczyć o słabości fundamentów firm i utrudniać decyzje inwestycyjne. Pogorszenie perspektyw wyraża się również w spadku indeksu PMI, który w listopadzie 2018 r. obniżył się poniżej „magicznej” bariery 50%.

Dynamika inwestycji nieco wzrosła. Po roku 2016, w którym notowano spadki nakładów, oraz 2017, w którym wzrosty (w stosunku do obniżonych wartości z 2016) były symboliczne, pierwszy kwartał roku 2018 nie przyniósł istotnego przyspieszenia. W drugim jednak odnotowano inwestycje o 13,9% wyższe, niż w analogicznym kwartale rok wcześniej. Niestety, dane o inwestycjach publikowane są z kwartalnym opóźnieniem wobec danych o wynikach finansowych, więc trudno ocenić, czy w 3. kwartale poprawa dynamiki została utrzymana, zwłaszcza biorąc pod uwagę wspomniane pogorszenie w zakresie środków dostępnych do inwestowania.

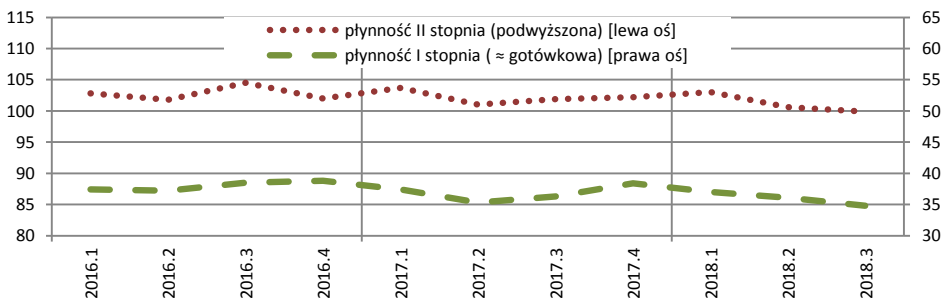
Branża transportowa nadal wyróżnia się relatywnie dobrymi wynikami – wysoką i rosnącą dynamiką sprzedaży (przychody z całokształtu działalności tej branży były w 3. kwartale 2018 r. o 12,8% wyższe, niż w analogicznym kwartale rok wcześniej), rentownością obrotu (wzrost do 4,2%), płynnością (wskaźniki płynności I i II stopnia najwyższe wśród głównych branż – odpowiednio 73% i 147%) oraz dynamiką inwestycji (od roku najwyższą spośród głównych branż). Negatywne tendencje nadal wykazuje energetyka, która jako jedyna z głównych branż odnotowała w 3. kwartale 2018 r. spadek przychodów rok do roku (o 1,1%). Od ponad roku spada też rentowność obrotu tej branży, choć pozostaje najwyższą wśród głównych branż (5,9% w 3. kwartale 2018 r.) oraz jej płynność (od ponad 3 lat wskaźniki są malejące, a wyższą płynność wykazuje branża transportowa). W zakresie inwestycji energetyka odnotowała w 2. kwartale 2018 r. wzrost (po serii spadków), ale najmniejszy spośród głównych branż (zaledwie o 1,3%). Negatywny wpływ na wyniki firm energetycznych ma wspieranie drogiego rodzimego nośnika energii, jakim jest węgiel, oraz rosnące koszty emisji CO<sub>2</sub>, jak też kolejne zmiany polityki w zakresie energii odnawialnej. Jednocześnie przerzucenie rosnących kosztów na odbiorców końcowych, zwłaszcza gospodarstwa domowe, jest utrudnione ze względu na konkurencyjność rynkowej części tej branży (obróć energią), a także kontrolę stawek dystrybucyjnych przez URE. Trudno natomiast jednoznacznie ocenić tendencje w budownictwie, bowiem wykazuje ono najwyższą spośród głównych

branż dynamikę sprzedaży (w 3. kwartale 2018 r. wzrost przychodów o 15,2% rok do roku) i nienajgorszą dynamikę inwestycji (w 2. kwartale 2018 r. wzrost o 16,3% rok do roku), ale przy znacznym spadku wyniku finansowego i relatywnie słabej rentowności obrotu (2,8%) oraz spadającej płynności (odpowiednio 28% i 103%). Branże przemysłowa i handlowa wykazują wyniki dość stabilne, z lekką przewagą tendencji spadkowych.

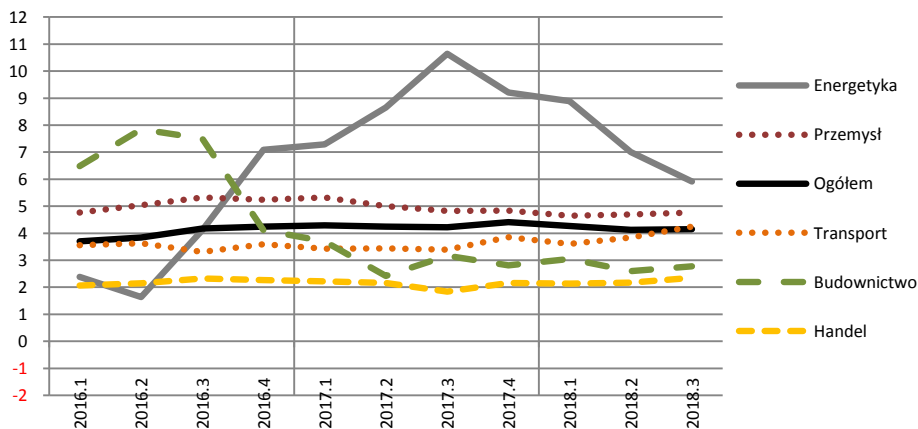
Indeks giełdowy (WIG) wykazuje w ostatnim miesiącu tendencję wzrostową, a przebicie linii oporu sugeruje kolejne wyżki, ale sytuacja podobna jest do tej odnotowanej w lipcu, kiedy to jednak – jak się okazało – nie rozpoczął się trwały wzrost, a jedynie korekta. Niepewność co do dalszego zachowania się sił popytu i podaży może spowodować ukształtowanie się na pewien czas trendu horyzontalnego ze znacznymi wahaniami w kanale. W ciągu ostatnich trzech miesięcy WIG wzrósł o 1,66%. Najwyższą 3-miesięczną stopą zwrotu wyróżnia się branża energetyczna (wzrost indeksu o 29,4%), co jest zapewne pokłosiem sugestii, że mimo oporów politycznych URE jest skłonne zatwierdzić dość wysokie stawki dystrybucyjne, mające rekompensować firmom z tej branży wzrosty kosztów CO<sub>2</sub> i cen węgla, który ciągle jest w Polsce głównym surowcem energetycznym. Dość wysokie stopy zwrotu w ostatnich 3 miesiącach odnotowały też branże paliwowa (+12,1%) i spożywcza (+6,7%). Najwięcej traciły branże: motoryzacyjna (-13,8%), farmaceutyczna (-12,2%), chemiczna (-10%) oraz odzieżowa (-8,7%).



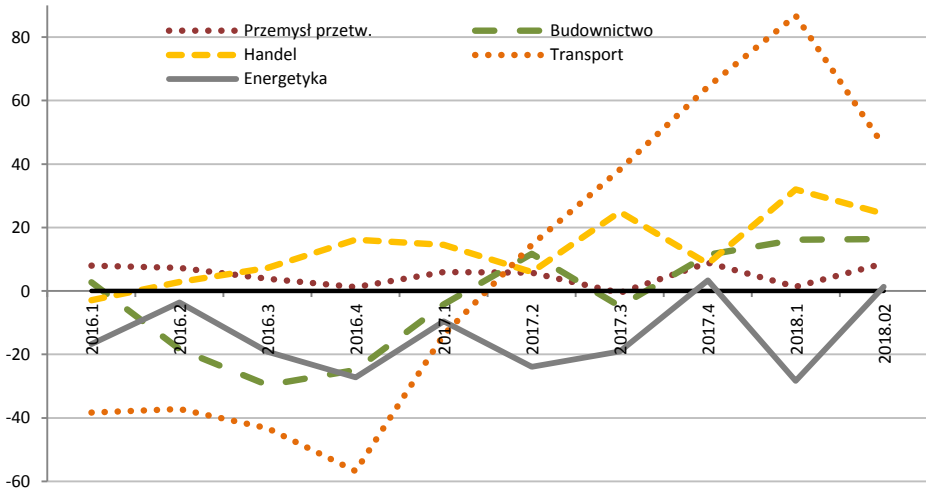
Wykres 1. Dynamika wyników kwartalnych [analogiczny kwartał roku poprzedniego = 100], urealniona o wskaźnik CPI



Wykres 2. Wskaźniki płynności przedsiębiorstw niefinansowych [w %]



Wykres 3. Rentowność obrotu netto za ostatnie 4 kwartały [w %]



Wykres 4. Dynamika nakładów inwestycyjnych [przyrost % w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego]



Wykres 5. WIG w okresie 12.2017–12.2018 [dane za: Stooq.pl]

## SYTUACJA GOSPODARCZA W POLSCE PO II KWARTALE 2018 R.

**Adrian Stępniaak, Magda Witecka,  
Maciej Jabłoński**

Studenckie Koło Naukowe Analiz i Prognozowania  
Gospodarczego 4FUTURE  
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Uniwersytet Łódzki

### Wzrost gospodarczy

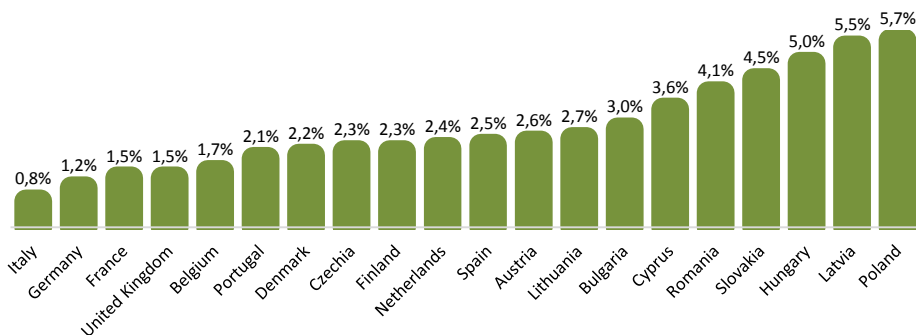
Na podstawie wstępnych szacunków GUS, PKB niewyrównany sezonowo, w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego, wzrósł w III kwartale 2018 roku o 5,1%. PKB wyrównany sezonowo (w cenach stałych przy roku odniesienia 2010) wzrósł o 5,7% w stosunku do roku poprzedniego.

Warte zanotowania jest również to, że według danych Eurostatu, Polska gospodarka jak do tej pory rozwija się najszybciej w Europie. Według europejskiego urzędu, który podaje PKB wyrównany sezonowo, PKB Polski wzrosło o 5,7% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.

Jest to najlepszy wynik w Unii Europejskiej, choć należy zaznaczyć, że w zestawieniu wciąż brakuje danych z kilku krajów, np. Estonii czy Irlandii.

Wzrost gospodarczy był wyższy niż wcześniejsze prognozy i utrzymał się na poziomie z poprzedniego kwartału. Jest to zaskoczenie dla wielu ekonomistów. Znaczny wkład w utrzymanie dobrej dynamiki miało spożycie w gospodarstwach domowych, które nieznacznie spowolniło z 4,9% w ubiegłym kwartale, do 4,5% w obecnym. Pomimo spowolnienia, konsumpcja gospodarstw domowych pozostaje motorem napędowym gospodarki krajowej.

Innym ważnym czynnikiem mającym znaczący wpływ na utrzymanie dobrej dynamiki wzrostu produktu krajowego miało prawdopodobnie to, że do konsumpcji gospodarstw domowych dołączyły inwestycje, których wzrost oszacowano na 9,9% r/r w stosunku do wzrostu o 4,7% r/r w poprzednim kwartale. W analogicznym okresie roku poprzed-



Wykres 1. Wzrost PKB wyrównanego sezonowo r/r w UE  
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

niego nakłady inwestycyjne wzrosły jedynie o 3,6%, co dodatkowo świadczy o dobrym wyniku w tym okresie. Znaczący wzrost inwestycji był długo wyczekiwany znakiem stabilizacji polskiego rynku.

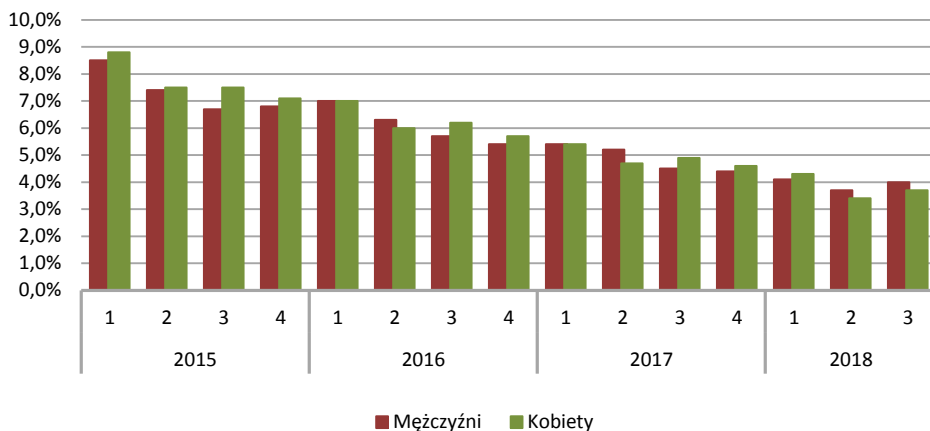
Z drugiej strony, na silne przyśpieszenie wzrostu inwestycji największy wpływ miały inwestycje państwowe. Niestety, państwowe nakłady na środki trwałe nie są tak stabilnym filarem wzrostu jak inwestycje prywatne, których dynamika wzrostu jest od dłuższego czasu na niskim poziomie. Jest to problem, ponieważ wyhamowanie inwestycji publicznych, których nie wesprze sektor prywatny, spowoduje całą dynamikę inwestycji.

Wpływ na wynik wzrostu PKB miało również saldo eksportu krajowego netto. Eksport w III kw. 2018 roku spadł do 4,9 z 7,6% w poprzednim, natomiast import wzrósł nieznacznie z 6,5% w poprzednim okresie do 6,9% w obecnym. Oznacza to, że wzrost PKB zostanie obciążony ujemnym bilansem handlowym.

## Rynek pracy

Według szacunków GUS stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec III kwartału 2018 roku wyniosła 5,7%, natomiast stopa bezrobocia liczona według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) wyniosła w Polsce w III kwartale 2018 r. 3,8% (w II kw. było to 3,6%). To pierwszy wzrost stopy bezrobocia wg BAEL w stosunku do poprzedniego kwartału od I kw. 2015 roku, czyli od ponad trzech lat.

W III kwartale 2018 roku, według Głównego Urzędu Statystycznego, w Polsce było 662 tys. bezrobotnych. Kwartał wcześniej było ich 617 tys. Wzrost bezrobocia dotyczył w równym stopniu kobiet i mężczyzn. Bezrobocie w większym stopniu dotknęło mieszkańców wsi, gdzie wzrosło o 0,5 p. procentowego. W podziale na grupy wiekowe największy wzrost bezrobocia nastąpił w grupie 15–24 lata w stosunku do II kwartału 2018 roku, gdzie nastąpił wzrost tego wskaźnika o 2,5 p. procentowych.



Wykres 2. Stopa bezrobocia według płci r/r

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.



Wskaźnik określający relację liczby osób niepracujących (bezrobotnych i biernych zawodowo w wieku 15 lat i więcej) do liczby osób pracujących zmniejszył się w stosunku do poprzedniego kwartału. W III kwartale 2018 r. na 1000 osób pracujących przypadało 831 osób bezrobotnych lub biernych zawodowo (w II kwartale było to 837 osób).

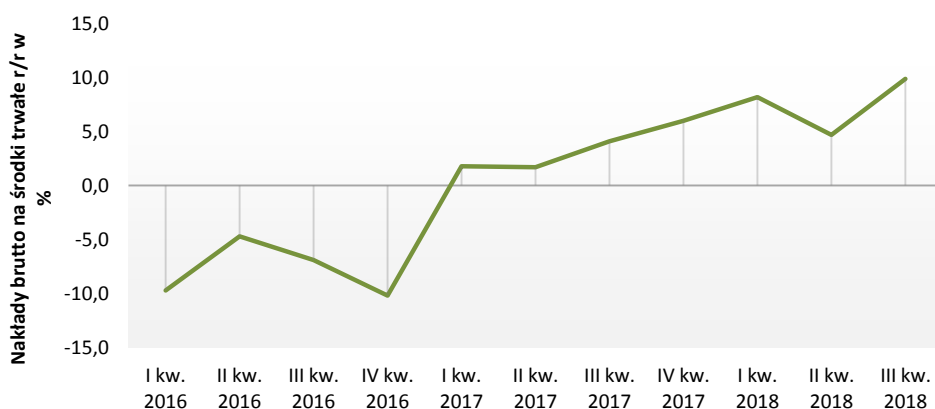
Spowolnił również wzrost liczby osób zatrudnionych w podmiotach zatrudniających powyżej 9 osób. Wskaźnik ten zmalał do 2,5% z 2,9% w poprzednim okresie.

Polscy przedsiębiorcy nadal mają problemy ze znalezieniem wystarczającej liczby rąk do pracy, przez co zmuszeni są do dalszego podnoszenia płac. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto wzrosło w III kwartale 2018 roku nieznacznie do 4821 zł z 4811 zł w porównaniu z II kwartałem 2018 roku.

Wzrost poziomu bezrobocia oraz dalsze problemu ze znalezieniem pracowników może świadczyć o tym, że polska gospodarka szczyt koniunktury ma już za sobą i o lepsze wyniki dot. bezrobocia będzie bardzo ciężko.

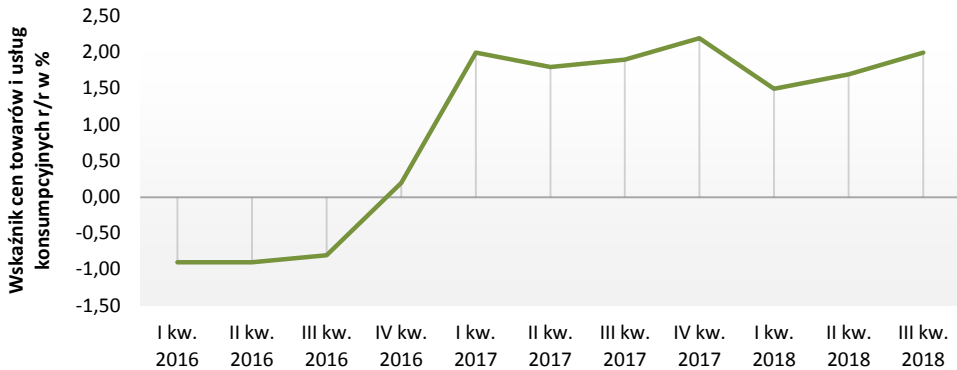
## Inwestycje

W III kwartale 2018 roku według wstępnego szacunku GUS, nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 9,9% w porównaniu z analogicznym okresem 2017 r. (niewyrównane sezonowo). Wynik napawa optymizmem, co zaskoczyło ekspertów, którzy przewidywali niższy wzrost inwestycji – na poziomie 7,1% r/r. Nie spodziewano się tak dobrego wyniku. Powodem takich sceptycznych przewidywań są wyniki wzrostu inwestycji dla poprzedniego kwartału. Dla przypomnienia, w II kwartale 2018 r. nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 4,7% w porównaniu z analogicznym okresem 2017 roku. Wzrost odnotowano w nakładach na budynki i budowle (18,6%) oraz w nakładach na maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia (12,6%). Znaczny wpływ na taki wzrost inwestycji w tym kwartale miały inwestycje publiczne. Spowodowane jest to najprawdopodobniej wydatkami samorządów przed październikowymi wyborami samorządowymi. Dodatkowo warto również wspomnieć o dużych przedsiębiorstwach publicznych, które również miały wpływ na inwestycje publiczne. Natomiast inwestycje



Wykres 3. Dynamika inwestycji r/r w %

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.



Wykres 4. Dynamika wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych r/r w %

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

cje przedsiębiorstw prywatnych (krajowych oraz zagranicznych) przyczyniły się w mniejszym stopniu niż inwestycje publiczne – spadł ich udział w inwestycjach ogółem.

Według wstępnego szacunku dostarczonego przez Główny Urząd Statystyczny, warto również wspomnieć o stopie inwestycji (relacja nakładów brutto na środki trwałe do produktu krajowego brutto w cenach bieżących), która w skali roku wyniosła 17,9% (w porównaniu dla roku poprzedniego 17,0%).

Nakłady brutto na środki trwałe miały wpływ w postaci 1,7 punktów procentowych na wzrost realny PKB niewyrównany sezonowo przy cenach stałych średniorocznie roku poprzedniego. Mimo wysokiej konsumpcji, inwestycje bez wątpienia były ważnym czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu PKB w III kwartale 2018 roku.

## Inflacja

W III kwartale roku 2018 według danych z Głównego Urzędu Statystycznego

wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych wzrósł o 2,0% względem analogicznego okresu roku poprzedniego. Zanotowano wysoki wzrost w następujących kategoriach – w żywności i napojach bezalkoholowych (wzrost o 2,2% r/r), użytkowania mieszkania i nośników energii (wzrost o 2,3% r/r), transporcie (wzrost o 8,5% r/r) oraz w edukacji (wzrost o 2,3% r/r). Natomiast spadek odnotowano w takich kategoriach jak odzież i obuwie (spadek o 3,6% r/r) oraz łącznie (spadek o 2,1% r/r). Na taki wynik wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych mogły wpłynąć takie czynniki jak: wspomniany wyżej spadek w kategorii odzieży i obuwia oraz również wspomniany wyżej wzrost ceny żywności, które były zaskoczeniem dla ekspertów.

Warto również wspomnieć o tym, że dzięki danym z GUS wiadomo, że wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych względem okresu poprzedniego (II kwartał 2018 roku) nie zmienił się. Wskazuje to na to, że ceny pozostały na stabilnym poziomie względem poprzedniego kwartału.

Dzięki obliczeniom Narodowego Banku Polskiego, na podstawie danych z Głównego Urzędu Statystycznego, można ocenić wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii, który wynosił 0,8% względem analogicznego okresu roku poprzedniego. Dodatkowo wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych wynosił 1,3% r/r, a wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen administrowanych wynosiła 2,1% r/r.

### Podsumowanie i prognoza

Wzrost PKB Polski w przyszłym kwartale w dużej mierze będzie zależał od sytuacji gospodarczej u partnerów handlowych, najprawdopodobniej spowolni i wyniesie 4,7%. Przewidywania te oparte są o to, że u partnerów handlowych odnotowujemy wyhamowanie gospodarcze. W związku z pogarszającą się globalną koniunkturą gospodarczą przewidywany jest spadek zamówień z zagranicy, co przyczyni się do wyhamowania wzrostu w IV kwartale. Tutaj, szczególnie niekorzystna wydaje się koniunktura w strefie euro, gdzie odnotowujemy spowolnienie, a perspektywa dalszej niepewności związanej z wyjściem Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, czy sytuacja gospodarcza w krajach azjatyckich przekłada się na sytuację w strefie euro i przyczyni się do wyhamowania gospodarki polskiej. Kolejnym czynnikiem wpływającym na wyhamowanie gospodarki w następnych kwartałach będzie sytuacja w budownictwie. Sektor napotka problemy związane ze znalezieniem nowych pracowników czy wzrostem ceny surowców. Dodatkowym czynnikiem negatywnie wpływającym na wzrost gospodarczy będzie wyhamowanie wzrostu inwestycji. W III kwartale wzrosty w tym sektorze w dużej mierze oparte były o przyspieszenie inwestycji w Jednostkach Samorządu Terytorialnego, związanych z finalizowaniem inwestycji w okresie wyborczym. W związku z tym, dynamika wzrostu inwestycji

w sektorze publicznym wyhamuje w związku z już i tak dużym wysiłkiem samorządów, a sytuacja eksporterów może spowodować, że inwestycje w sektorze prywatnym w dalszym ciągu będą wyhamowywać, co przełoży się negatywnie na wzrost gospodarczy. Dodatkowo, spada dynamika wzrostu konsumpcji, która była głównym motorem wzrostu w ostatnich okresach. Świadczy to o powolnym powrocie do równowagi po boomie związanym między innymi z programami socjalnymi i spadkiem bezrobocia.

Bezrobocie liczone za pomocą BAEL w następnym kwartale powinno oscylować wokół 3,6 proc. – tak wynika z centralnej ścieżki projekcji inflacyjnej NBP. Zgodnie z tą projekcją, bezrobocie liczone za pomocą BAEL spadnie do 3,4 pod koniec 2019 r. Jest to związane z kurczącym się zasobem potencjalnych pracowników. W „Raportcie o inflacji” NBP czytamy: „W badaniach ankietowych przedsiębiorstw, odsetek firm wskazujących niedobór pracowników jako barierę działalności oraz deklarujących posiadanie nieobsadzonych stanowisk pracy kształtuje się na historycznie wysokim poziomie”. Dodatkowo ograniczeniem okazuje się obniżenie wieku emerytalnego, co zmniejsza bazę potencjalnych pracowników. Również w „Raportcie o inflacji” czytamy o dynamice wzrostu wynagrodzeń: „Z jednej strony w kierunku wyższej dynamiki płac będzie oddziaływać rekordowo niski poziom stopy bezrobocia oraz wzrost inflacji. W 2019 r. przyspieszy również tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym, który obejmuje blisko jedną trzecią ogółu zatrudnionych w gospodarce narodowej. Z drugiej strony w horyzoncie projekcji wolniej będzie rósł popyt na pracę ze strony przedsiębiorstw, a presję płacową w gospodarce będzie łagodziła dodatkowo obecność imigrantów z Ukrainy”. Wynagrodzenia będą rosły, jednak wzrost ten będzie częściowo równoważony przez napływ pracowników z Ukrainy.

## ZMIANY W ŚWIECIE PODATKÓW NA ROK 2019

---

### Radosław Witczak

Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Uniwersytet Łódzki

---

Kolejny nowy rok w praktyce oznacza bardzo liczne nowe zmiany w regulacjach podatkowych. Ze względów objętościowych artykułu zostaną omówione pokrótce wybrane nowe przepisy. Natomiast w kolejnych wydaniach czasopisma przybliżone zostaną dokładniej niektóre nowe zasady opodatkowania.

Zmiany, które dotyczyć mogą bardzo wielu podatników, związane są ze skutkami podatkowymi przy wykorzystaniu samochodów osobowych do prowadzonej działalności gospodarczej. Nowe regulacje, zarówno w PIT jak i CIT, wprowadziła ustawa z dnia 23 października 2018 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw Dz.U. 2018 poz. 2159 (dalej ustawa). Podwyższono limit amortyzacji dla samochodów osobowych stanowiących majątek przedsiębiorstwa, umożliwiając ich amortyzację do wartości 150 000 zł, a w przypadku samochodów elektrycznych do wartości 225 000 zł. Wyraźnie widać że ustawodawca przychylniejszym okiem patrzy na samochody tańsze oraz elektryczne. Za pozytywne należy uznać wprowadzenie możliwości wykorzystywania firmowego samochodu do celów prywatnych. Przy dotychczasowych regulacjach, formalnie samochód firmowy nie powinien być w ogóle wykorzystywany na cele prywatne. Na przykład pojechanie takim pojazdem na zakupy mogło spowodować wyłączenie odpisów amortyzacyjnych z kosztów ze względu na niewłaściwe

wykorzystanie samochodu. Od 2019 roku w takiej sytuacji podatnik może jednak ująć w kosztach 75% ponoszonych wydatków związanych z samochodem. Podatnik może odliczać 100% wydatków, ale musi wtedy prowadzić ewidencje przebiegu pojazdów i używać auto tylko w celach biznesowych. Innym rozwiązaniem obowiązującym od 2019 roku jest możliwość korzystania z prywatnego samochodu w celach prowadzonej działalności. Wówczas można w koszty zaliczyć 20% wydatków związanych z eksploatacją samochodu (art. 1 p. 7 ustawy).

Od podatnika będzie zależał wybór opcji korzystania z samochodów dla celów firmowych.

Kolejne zmiany związane są z korzystaniem ze zwolnienia w przypadku sprzedaży nieruchomości i wydatkowania uzyskanych środków na cele mieszkaniowe. Dotychczas podatnicy mieli 2 lata na wydatkowanie środków, a od 2019 roku limit wynosi 3 lata (art. 1 p. 5 ustawy).

Istotna nowelizacja dotyczy skutków stosowania cen transferowych oraz wprowadzenia podatku od wyjścia. Nowe regulacje, zarówno w PIT jak i CIT, wprowadziła ustawa z dnia 23 października 2018 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy – Ordynacja podatkowa oraz niektórych innych ustaw Dz.U. 2018 poz. 2193. Na marginesie podatkowych rozważań należy zauważyć, że ustawy zmieniające zostały uchwalone tego samego dnia i w tytule niewiele się różnią.

Dotychczasowe przepisy związane z cenami transferowymi zostały uchylone. Wprowadzono natomiast nowy rozdział 4b w PIT oraz rozdział 1a w CIT, dotyczący skutków przeliczenia dochodów do podmiotów powiązanych oraz prowadzenia dokumentacji podatkowej.

Po raz pierwszy w polskich regulacjach podatkowych zostało zdefiniowane pojęcie ceny transferowej. Oznacza ona rezultat finansowy warunków ustalonych lub narzuconych w wyniku istniejących powiązań, w tym cenę, wynagrodzenie, wynik finansowy lub wskaźnik finansowy.

Następnym nowym elementem w polskim systemie podatkowym jest tzw. podatek od wyjścia (*exit tax*). Jest to skutek implementacji dyrektywy unijnej, chociaż w szerszym zakresie niż tego wymagają unijne regulacje. Podatek od wyjścia z założenia ma dotyczyć podatników opuszczających Polskę, którzy

zmieniając miejsce swojej rezydencji, mogą zmienić miejsce płacenia podatków. Wówczas muszą zapłacić podatek od niezrealizowanych jeszcze zysków.

Ostatnią zmianą, o której należy wspomnieć, jest tzw. danina solidarnościowa wprowadzona ustawą z dnia 23 października 2018 r. o Solidarnościowym Funduszu Wsparcia Osób Niepełnosprawnych Dz.U. 2018 poz. 2192. Przede wszystkim należy jednak stwierdzić, że pomimo użycia nazwy danina mamy do czynienia z klasycznym podatkiem. Podstawę obliczenia podatku solidarnościowego stanowi nadwyżka ponad 1 000 000 zł sumy dochodów podlegających opodatkowaniu na zasadach określonych w skali podatkowej, dochodów ze sprzedaży papierów wartościowych, dochodów z działalności gospodarczej objętej 19% podatkiem liniowym i dochodów uzyskanych z zagranicznej spółki kontrolowanej. Stawka podatku wynosi 4%.

---

## WALUTY REGIONU CEE: ANALIZA CZYNNIKÓW FUNDAMENTALNYCH

---

### Kornel Kot

Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Uniwersytet Łódzki

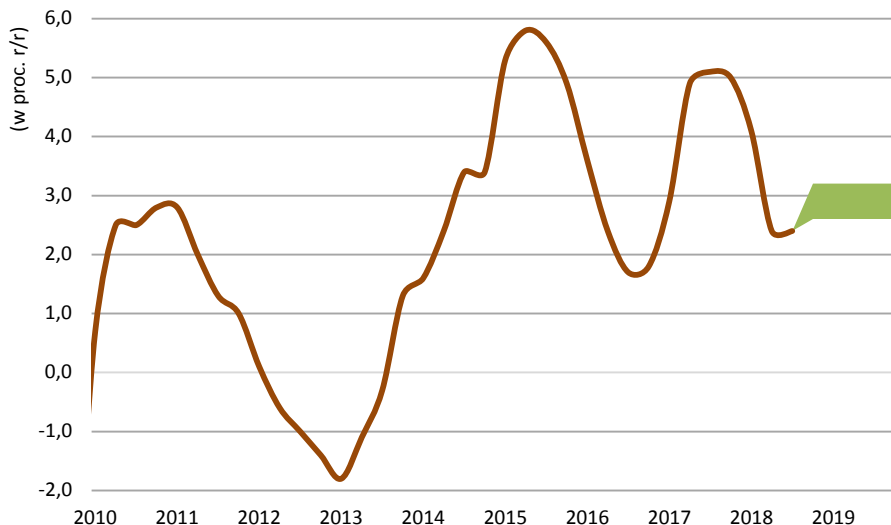
---

#### Czeska korona: władze oczekują umocnienia

Narodowy Bank Czeski (ČNB) z pewnością nie może narzekać na brak czynników fundamentalnych stojących za dalszą aprecjacją korony. Wśród nich pierwsze skrzypce gra silny oraz stabilny wzrost gospodarczy, który prowadzi do względnie leniwego domykania luki popytowej.

Na podstawie prognoz sporządzonych w ramach Katedry Bankowości Centralnej i Pośrednictwa Finansowego stwierdza się, że z dużą dozą prawdopodobieństwa przyszły rok będzie stał pod znakiem utrzymania obecnie obserwowanych tendencji, pozostawiając tym samym dynamikę PKB w paśmie 2,6–3,2 proc. (vide: Wykres 1).

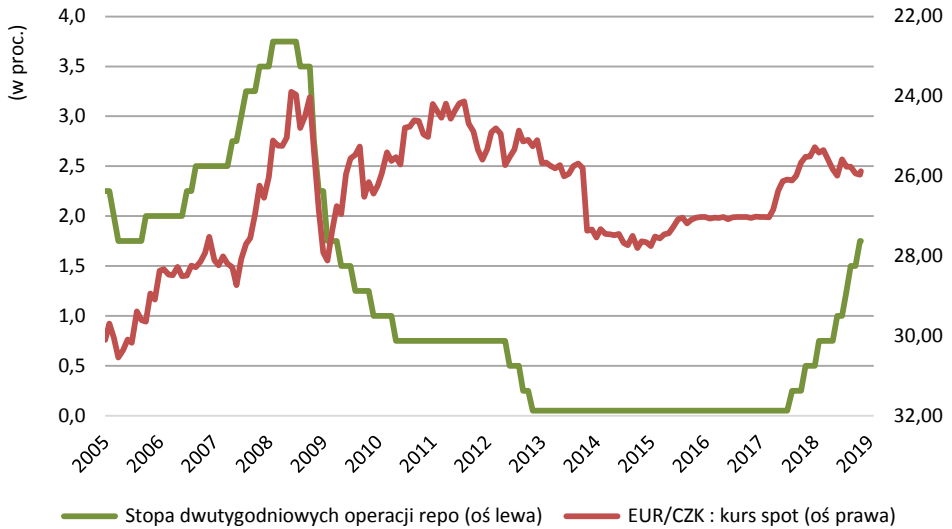
Powyższe przesłanki dają lokalnym decydom monetarnym solidny asumpt za dalszą normalizacją prowadzonej polityki pieniężnej w horyzoncie najbliższych czterech kwartałów.



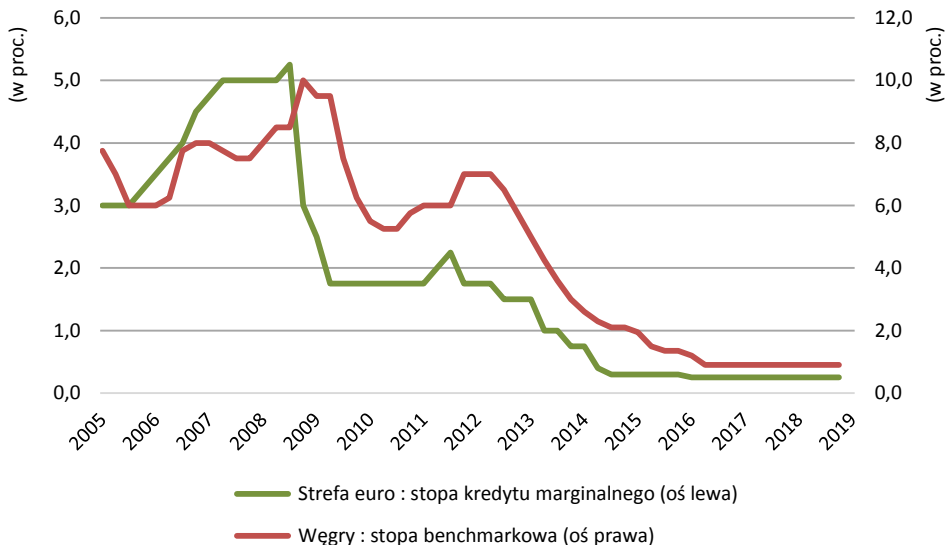
Wykres 1. Przewidywane pasmo wahań dynamiki produktu krajowego brutto Czech w 2019 roku  
 Źródło: Bloomberg Terminal, obliczenia własne.

W 2018 roku ČNB zdecydowało się na podwyżkę dwutygodniowej stopy repo o 125 p.b. do poziomu 1,75 proc. (vide: Wykres 2), co wyraźnie wykroczyło nad wcześniej formułowane oczekiwania ankietowanych uczestników rynku. Na podstawie obranej ścieżki bazowej spodziewamy się, że 2019 rok będzie stał pod znakiem mniej spektakularnego tempa zacieśniania. Przeprowadzona analiza ilościowa, poddana eksperckiej korekcie o stanowiska poszczególnych członków Zarządu Banku, wskazuje na stabilizację benchmarkowej stopy procentowej przy poziomie 2,25 proc. pod koniec 2019 roku. W związku z powyższym, korona będzie mogła znaleźć oparcie w podbiciu trzymiesięcznej stopy PRIBOR do 2,60 proc. (stan na 30 listopada: 2,01 proc.).

Prognozy walutowe sporządzone przez ČNB zakładają, że w 2019 roku należy się spodziewać powrotu kursu EUR/CZK w okolice poziomów nienotowanych od zeszłego siedmiu lat (24,40). W uzasadnieniu przewidywań szczególną uwagę zwraca nacisk na spodziewane pogorszenie warunków monetarnych, co będzie istotnym motorem aprecjacji. W rynkowych kuluarach coraz głośniejszą rolę odegrały o tym, że czynniki fundamentalne mogą stracić na swojej istotności na rzecz pobudek spekulacyjnych. Tuż po rezygnacji kontroli kursu walutowego EUR/CZK przez ČNB obserwowano postępujące masowe zajmowanie krótkich pozycji w parze. Obecnie nie należy wykluczać dalszego domykania pozycji (*short squeeze*), które obserwowano w pierwszej połowie 2018 roku.



Wykres 2. Zestawienie poziomów stopy dwutygodniowych operacji repo z kursem spot EUR/CZK  
Źródło: Bloomberg Terminal.



Wykres 3. Zestawienie stopy kredytu marginalnego dla strefy euro z benchmarkową stopą Narodowego Banku Węgier. Na wykresie widoczna konwergencja decyzji MNB względem posunięć Rady Prezesów ECB  
Źródło: Bloomberg Terminal.

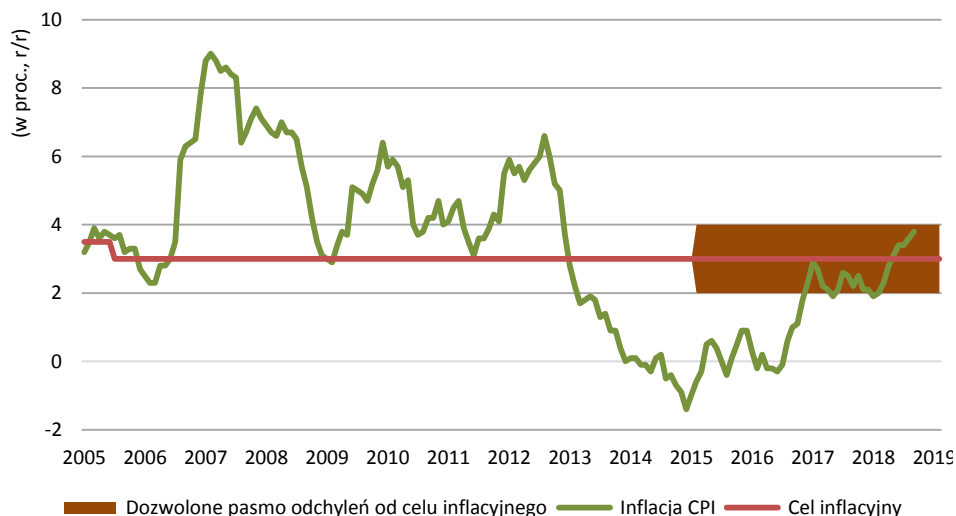
### Węgierski forint: czekając na ruch ECB

Narodowy Bank Węgier (MNB) w dalszej mierze realizuje założenia swojej ultraluznej polityki pieniężnej. Nasilające się nierównowagi ekonomiczne, w tym coraz bardziej wyostrzona trajektoria cen konsumenta, stają się wbrew pozorom mało istotnymi argumentami. Członkowie MNB swoją decyzję o utrzymaniu *status quo* uzależniają od przyszłych posunięć Europejskiego Banku Centralnego (ECB) (vide: Wykres 3), który zgodnie z doniesieniami agencji MNI oraz agencji Reutersa może zdecydować się na TLTRO skierowane w stronę Włoch.

Wysokie uzależnienie głosu węgierskich decydentów od tendencji obserwowanych w Eurolandzie spycha perspektywę zacieśniania na IV kwartał 2019 roku. Wówczas Mario Draghi, przewodniczący Rady

Prezesów ECB, kończąc swoją kadencję, może skusić się na ogłoszenie zwycięstwa nad ujemnymi stopami procentowymi. Odroczenie potencjalnej normalizacji na Węgrzech rodzi uzasadnione obawy o przestrzelenie górnej bandy dozwolonego przedziału wahań inflacji CPI, który zawiera się w obszarze 3,0 proc.  $\pm$  1,0 p.p. (vide: Wykres 4). Wśród czynników zwiększających prawdopodobieństwo utrzymywania się dynamiki cen powyżej poziomu 4,0 proc. należy wymienić między innymi podbicie inflacji bazowej wskutek drożejącej energii elektrycznej.

Co więcej, forint coraz silniej traci oparcie w komponentach bilansu płatniczego. Od ponad dwóch lat obserwuje się sukcesywną redukcję nadwyżki handlowej. W obecnej sytuacji należy się spodziewać realizacji konsensualnego scenariusza, który zakłada uplasowanie salda obrotów bieżących na poziomie 1,8 proc. PKB.



Wykres 4. Zestawienie inflacji CPI z celem finalnym Narodowego Banku Węgier  
Źródło: Bloomberg Terminal.



## Polski złoty: brak oparcia w *wait-and-see*

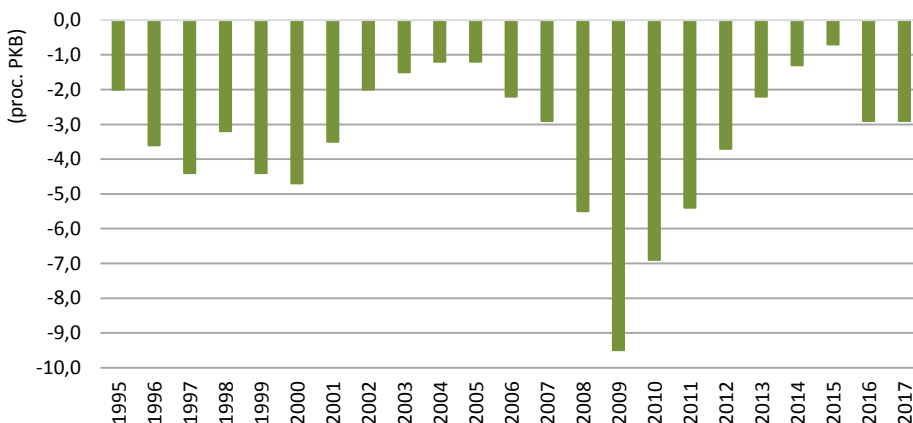
Polska gospodarka znajduje się na ścieżce zrównoważonego wzrostu, bez obecności czynników zwiększających prawdopodobieństwo powstawania nierównowag – przynajmniej tak wynika z protokołów z posiedzeń Rady Polityki Pieniężnej, która w dalszej mierze skłania się do utrzymywania transparentnego *wait-and-see*. Pomimo nie lada zaskoczenia szacunkami inflacji CPI za listopad (1,2 proc. r/r, konsensus: 1,7 proc.), uczestnicy rynku w dalszej mierze oczekują wyostrożenia ścieżki cen konsumenta. Kluczowym argumentem pozostaje spodziewane podbicie cen bazowych, które zostało już uwzględnione w najnowszych projekcjach Narodowego Banku Polskiego.

Na podstawie przeprowadzonych szacunków Katedra Bankowości Centralnej i Pośrednictwa Finansowego skłania się ku przekonaniu, że wraz z rozpoczęciem 2018 roku rodzima gospodarka wyszła nad próg właściwy dla produktu potencjalnego. Utrzymywanie się dodatniej

luki popytowej, w połączeniu z oczekiwanym nasileniem się presji cenowej, zwiększa prawdopodobieństwo powrotu rocznej dynamiki cen konsumenta w stronę górnego pasma celu inflacyjnego, tj. 2,5 proc. + 1 p.p. W obecnych warunkach należy wykluczyć, aby członkowie Rady zdecydowali się na wprowadzenie bardziej restrykcyjnych ram polityki pieniężnej. Na dzień sporządzenia analiz rynek nie dyskontuje podwyżki stóp procentowych w całym 2019 roku, co przesuwają potencjalny ruch decyden- towa na I kwartał 2020 roku.

## Rumuński lej: nasilenie nierównowag

Analiza czynników fundamentalnych wypada na niekorzyść rumuńskiej waluty. Efekt prowadzenia bardzo luźnej polityki pieniężnej przez Bank Narodowy Rumunii (BNR) jest potęgowany przez mocno ekspansywne podejście względem wydatków fiskalnych, co zwiększa szansę na utrzymywanie się deficytu budżetowego w średnim okresie już powyżej poziomu 3,0 proc. PKB (vide: Wykres 5).



Wykres 5. Bilans budżetowy Rumunii w latach 1995–2017

Źródło: Bloomberg Terminal.

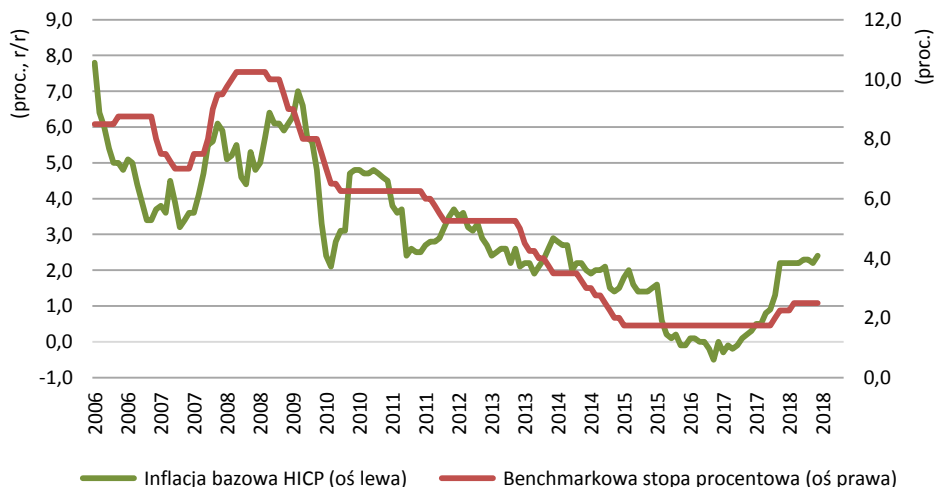
W następujących kwartałach problematyczna może okazać się dynamika cen konsumenta. Zakładając podtrzymanie obecnie obserwowanych trendów należy się skłonić ku przekonaniu, że rumuńska gospodarka domknie lukę popytową jeszcze w pierwszej połowie 2019 roku. Pojawienie się dodatkowego czynnika proinflacyjnego może skłonić BNR do dalszej normalizacji.

Ankietowani uczestnicy rynku spodziewają się, że stopa benchmarkowa zostanie podniesiona dwukrotnie o 25 p.b. do poziomu 3,00 proc. Co ważne, w 2018 roku decydenci monetarni zdecydowali się na powyższy zabieg trzykrotnie, tj. podnosząc finalnie stopy procentowe z poziomu 1,75 proc. do 2,50 proc. W obecnym kształcie można mówić o pierwszych efektach zacieśniania, bowiem roczna inflacja bazowa HICP pozostała w paśmie wahań 2,2–2,4 proc. (vide: Wykres 6).

Przy analizie rumuńskiego leja należy pamiętać, że ma być on docelowo zastąpiony przez euro. Zgodnie z deklaracjami Mugura Isărescu, prezesa BNR, powyższe ma nadejść wraz z początkiem 2020 roku. W związku z tym rumuńscy decydenci monetarni są zobowiązani do minimalizacji wahań rodzimej waluty. Zakładając, że bank centralny będzie dążył do utrzymania kursu EUR/RON blisko średniej z ostatnich czterech kwartałów (4,6360), należy się spodziewać zwiększenia oficjalnych rezerw walutowych ku poziomom raportowanym nawet w połowie 2017 roku.

### Rosyjski rubel: po właściwej stronie

Rosyjska gospodarka w dalszej mierze znajduje się pod presją eskalacji konfliktu na linii Moskwa–Waszyngton. Potencjalne implikacje mogą objąć nie tylko szersze grono lokalnych producentów, ale również przełożyć się na pogorszenie



Wykres 6. Rumuńska inflacja bazowa HICP na tle poziomów benchmarkowej stopy procentowej  
Źródło: Bloomberg Terminal.

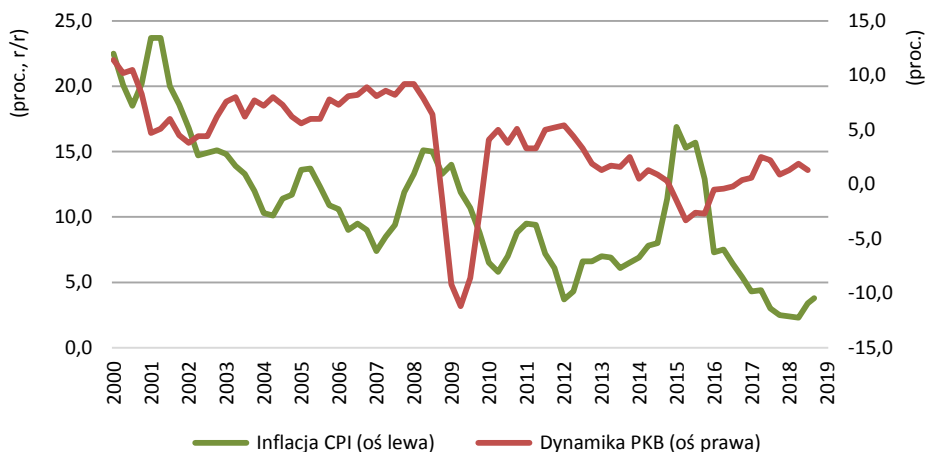
sytuacji obserwowanej na rynku finansowym. Wśród najbardziej dotkliwych czynników należy wymienić ograniczenie amerykańskiego popytu na obligacje rządowe (OFZ). Zgodnie z prognozami sformułowanymi w ramach Katedry Bankowości Centralnej i Pośrednictwa Finansowego należy się spodziewać, że odpływ kapitału w skrajnym wariantcie może przekroczyć poziom 40 mld USD.

W najbliższych kwartałach rubel może znaleźć się pod presją realizacji niekorzystnych scenariuszy makroekonomicznych. Zgodnie z prognozami Centralnego Banku Federacji Rosyjskiej należy się spodziewać powrotu rocznej dynamiki cen konsumenta nad próg 5,0 proc. oraz stabilizacji wzrostu gospodarczego w paśmie 1,2–1,7 proc. (vide: Wykres 7). Wśród czynników oddalających roczną dynamikę PKB od poziomu 2,0 proc., prawdopodobnie zaraportowaną za 2018 rok, oddala hucznie zapowiadana podwyżka stawki podatku VAT już od pierwszych dni stycznia.

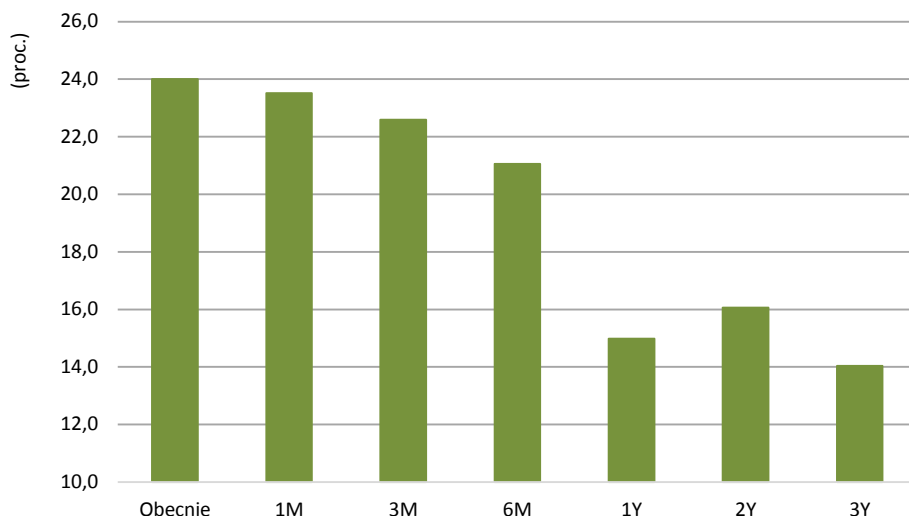
Na podstawie posunięć Banku Rosji można domniemywać, iż lokalnym decydem zależy na utrzymywaniu możliwie jak najwyższych realnych stóp procentowych. Za powyższym przemawia nie tylko forma poprzedniego celu finalnego prowadzonej polityki pieniężnej, tj. stabilizacja kursu rubla, ale również niespodziewana przez uczestników rynku wrześniowa podwyżka stóp procentowych o 25 p.b. do poziomu 7,50 proc. W najbliższych kwartałach nie należy wykluczyć powrotu interwencji Banku Rosji na rynku walutowym. W 2018 roku Elwira Nabiullina, będąca prezesem instytucji, ogłosiła zaprzestanie skupu walut obcych z racji na ich wysoką zmienność względem rubla.

### Turecka lira: tureckie problemy

W połowie 2018 roku Centralny Bank Republiki Turcji (TCMB) zdecydował się na ujednoczenie ram prowadzonej polityki pieniężnej. Zgodnie z powyższym można mówić o analizie poczyną przez pryzmat jednego głównego instrumentu –



Wykres 7. Rosyjskie tempo wzrostu gospodarczego na tle siły procesów inflacyjnych  
Źródło: Bloomberg Terminal.



Wykres 8. Implikowane stopy procentowe dla tureckiej gospodarki

Źródło: Bloomberg Terminal.

tygodniowej stopy operacji repo, która od początku września wynosi 24,0 proc. Wycena kontraktów na stopę procentową wskazuje na fakt, iż uczestnicy rynku spodziewają się rozpoczęcia normalizacji przez tureckie władze jeszcze w I kwartale 2019 roku.

Analiza różnic w kontraktach IRS wskazuje, że TCMB może zdecydować się na obniżenie stawki instrumentu benchmarkowego o ponad 900 p.b. Za tak daleko posuniętą normalizacją przemawia nie tylko stabilizacja wahań tureckiej liry w związku z obserwowanym domknięciem pozycji spekulacyjnych, ale również pojawienie się pierwszych oznak stabilizacji presji cenowej. Optymizmem napawają listopadowe szacunki inflacji bazo-

wej, która na przestrzeni miesiąca odnotowała w ujęciu rocznym spadek o 3,6 p.p. do poziomu 20,7 proc.

Niestety seria wskaźników wyprzedzających dla tureckiego sektora przemysłowego nie skłania ku bardziej pozytywnemu podejściu. Szczególną uwagę zwracają niskie poziomy indeksu PMI, który we wrześniu 2018 roku odchylił się od progowej wartości 50,0 pkt aż o 7,3 pkt, ustalając tym samym nowe historyczne minima. W sytuacji nasilających się sygnałów recesyjnych nie należy się spodziewać, aby TCMB dążył do stabilizacji liry wokół poprzednio kwotowanych poziomów. Za powyższym przemawia między innymi chęć uczynienia eksportu bardziej atrakcyjnym.