

## RICHARD THALER LAUREAT NAGRODY BANKU SZWECJI IM. ALFREDA NOBLA W DZIEDZINIE EKONOMII\* W 2017 ROKU



### Lena Grzesiak

Wydział Zarządzania  
Uniwersytet Łódzki

Tegoroczną Nagrodę Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii otrzymał Amerykanin Richard Thaler z Uniwersytetu w Chicago za wkład w rozwój ekonomii behawioralnej.

W uzasadnieniu Akademia podała, że „w swych analizach uwzględnia on realistyczne założenia psychologiczne dotyczące podejmowania decyzji ekonomicznych...” i, że „...wypełnia on lukę pomiędzy ekonomią a psychologią (zwłaszcza psychologią podejmowania decyzji)” [Uzasadnienie Akademii...].

R. Thaler badając m.in. konsekwencje ograniczonej racjonalności, preferencji społecznych i braku samokontroli wykazuje, jak te cechy wpływają na indywidualne decyzje i na wyniki rynkowe [Profil R. Thalera na Uniwersytecie w Chicago...].

Jego badania nastawione są raczej na zastosowania praktyczne, mniej na sam rozwój teorii ekonomicznej. Wśród publikacji R. Thalera odnaleźć można:

- *The Behavioral Life-Cycle Hypothesis* [1988] (z H. Shefrin), w którym autorzy pokazują modyfikacje teorii oszczędzania, uwzględniając różne czynniki psychologiczne,
- „*Impuls\*\**. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia” [2012] (z C. Sunstein), w którym autorzy wyjaśniają wykorzystanie pewnych ułomności ludzkiego umysłu tak, by działały one z pożytkiem dla nas.

R. Thaler zapytany jak wyda pieniądze pochodzące z Nagrody odparł, że „w najbardziej irracjonalny sposób, w jaki tylko będzie to możliwe” [Appelbaum].

\* Alfred Nobel nie ustanowił w swoim testamencie wyróżnienia z ekonomii. Jego fundatorem jest od 1968 roku Bank Szwecji. Stąd oficjalna nazwa Nagrody brzmi – Nagroda Banku Szwecji im. Alfreda Nobla.

\*\* Thaler podał kiedyś na jednym z wykładów przykład impulsu, który dotyczył wymyślenia sposobu na to, by ludzie nie przekraczali prędkości na pewnym ostrym zakręcie, gdzie było bardzo dużo wypadków. Nie skutkowały znaki drogowe i przestrogi. Narysowano więc na tym zakręcie poprzeczne pasy. Spowodowało to, że kierowcy zaczęli doznawać złudzenia optycznego: wydawało im się, że przyspieszają. W efekcie zwalniali.

Appelbaum B., *Nobel in Economics Is Awarded to Richard Thaler*, NY Times – wydanie online, <https://www.nytimes.com/2017/10/09/business/nobel-economics-richard-thaler.html> [dostęp: 28.10.2017].

<http://faculty.chicagobooth.edu/Richard.Thaler/research/chronological.html#top> [dostęp: 28.10.2017] – pełna lista publikacji T. Thalera.

*Profil R. Thalera na Uniwersytecie w Chicago*, <https://www.chicagobooth.edu/faculty/directory/t/richard-h-thaler> [dostęp: 28.10.2017].

Thaler R., Sunstein Cass R., Balz John P., 2014, „*Choice Architecture*” *The Behavioral Foundations of Public Policy*, Eldar Shafir (ed.).

Thaler R., Sunstein C., 2012, *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*, Zysk i S-ka, Poznań.

Shefrin H., Thaler R., 1988, *The Behavioral Life-Cycle Hypothesis*, „*Economic Inquiry*”, 26(4), s. 609–643.

*Uzasadnienie Akademii*, [https://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2017/](https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2017/) [dostęp: 28.10.2017].

<https://www.chicagobooth.edu/faculty/directory/t/richard-h-thaler> [dostęp: 04.11.2017].

## SYTUACJA GOSPODARCZA W POLSCE PO III KWARTALE 2017 R.

**Marta Braciak, Joanna Konopacka**

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

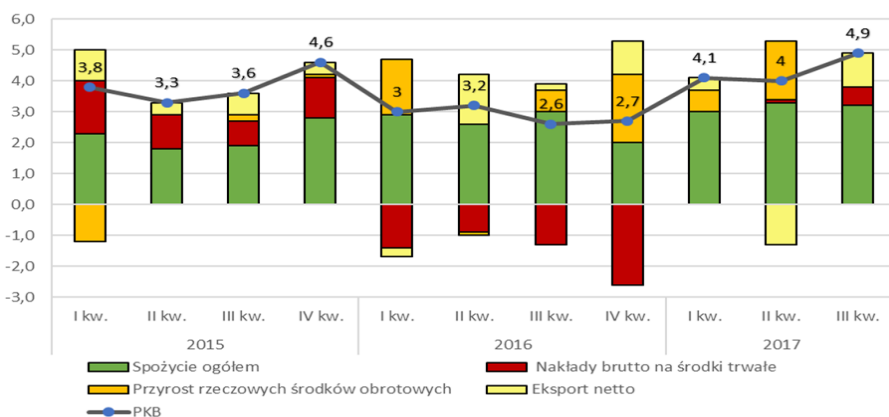
### Wrost gospodarczy

Według wstępnych szacunków Głównego Urzędu Statystycznego produkt krajowy brutto niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego) w trzecim kwartale 2017 r. wzrósł +4,9% r/r. PKB wyrównany sezonowo (w cenach stałych przy roku odniesienia 2010) wzrósł natomiast +5,2% r/r.

Największy wpływ na ten wzrost miał stale rosnący popyt konsumpcyjny, który z kolei był napędzany przez wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń oraz świadczenia „Rodzina 500 plus”. Wzrost kon-

sumpcji odpowiedzialny był za wzrost PKB o 3,2%. W drugiej kolejności wpływ miał eksport netto (1,1%), następnie nakłady brutto na środki trwałe (0,6%). Z kolei wpływ przyrostu rzeczowych środków trwałych na dynamikę PKB pozostał neutralny.

Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej w trzecim kwartale 2017 roku wyniósł plus 4,9 pkt, wynika z badań przeprowadzonych przez Główny Urząd Statystyczny (GUS) i Narodowy Bank Polski (NBP), opublikowanych przez GUS. Dla porównania w analogicznym okresie 2016 roku był on równy -3,9 pkt. Jeżeli chodzi o składowe wskaźniki, to najwyższy wzrost w porównaniu z poprzednim kwartałem odnotowano w przypadku oceny zmiany ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w ostatnich 12 miesiącach (o 5,6%). Spadek wystąpił tylko w ocenie zmiany sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w ostatnich 12 miesiącach (o 0,4%).



Wykres 1. Skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost realny PKB, w pkt. proc.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Tabela 1. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej

		Zmiany sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w:		Zmiany ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w:		Obecne dokonywanie ważnych zakupów	Wskaźnik ufności konsumenckiej BWUK
		ostatnich 12 miesiącach	najbliższych 12 miesiącach	ostatnich 12 miesiącach	najbliższych 12 miesiącach		
2016	I	-6,2	0,8	-15,3	-10,2	-6,7	-7,5
	II	-4,3	1,3	-12,7	-10,0	-4,2	-6,0
	III	-3,2	0,7	-8,0	-8,2	-1,0	-3,9
	IV	-1,8	0,9	-7,9	-9,3	1,8	-3,3
2017	I	-0,8	2,2	-5,1	-9,2	4,4	-1,7
	II	1,2	2,6	0,1	-2,3	10,2	2,4
	III	0,8	4,0	5,7	1,8	12,2	4,9

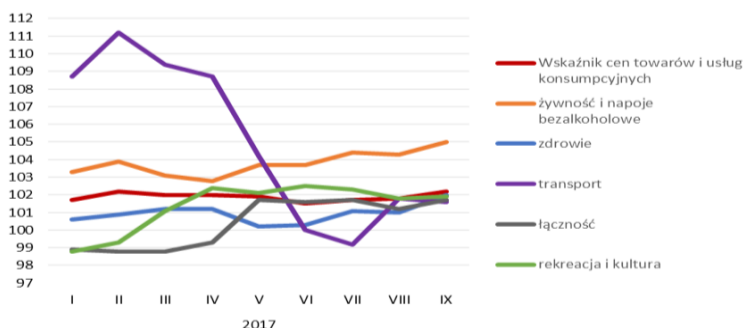
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Dzięki temu, że sytuacja popytowa przedsiębiorstw poprawiła się, po raz pierwszy od 2008 r. stopień wykorzystania mocy produkcyjnych przekroczył próg 83%. Negatywny skutek wysokiej dynamiki produkcji to niski stan zapasów produktów gotowych. Inwestycje w aparat produkcyjny ciągle są niewielkie, co sprzyja wzrostowi cen.

Mimo sprzyjających warunków, przedsiębiorcy zwracają uwagę na rosnące problemy, takie jak zmieniające się przepisy, czy trudności w pozyskiwaniu pracowników. Wynik finansowy i rentowność sektora przedsiębiorstw pozostają na dobrych poziomach, jednak z tendencją spadkową. Ceny produkcji i koszty pracy rosną, co przekłada się na spadki zysków.

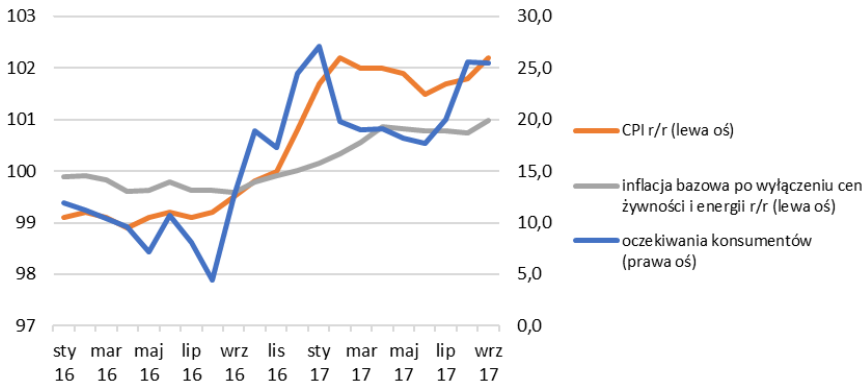
## Inflacja

W III kwartale wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 1,9% w stosunku do poprzedniego roku. Coraz więcej firm podnosi ceny. We wrześniu mogliśmy zaobserwować znaczny wzrost cen żywności (o 5,3 % r/r) oraz cen paliw do prywatnych środków transportu (o 3,6% r/r). Nieco słabszy wzrost jest widoczny we wszystkich pozostałych kategoriach towarów i usług oprócz odzieży i obuwia, gdzie ceny spadły o 4,6%. Inflacja bazowa r/r pozostaje niska – inflacja po wyłączeniu cen administrowanych wyniosła we wrześniu 2,3%, po wyłączeniu cen żywności i energii 1% r/r, po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych 1,5%.



Wykres 2. Wskaźniki cen wybranych towarów i usług konsumpcyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

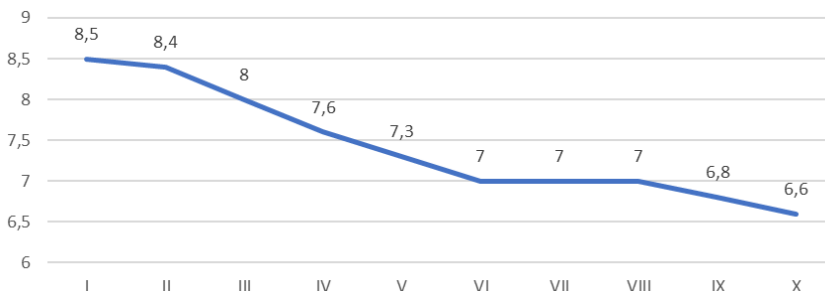


Wykres 3. Indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych, inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii oraz oczekiwania inflacyjne konsumentów  
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

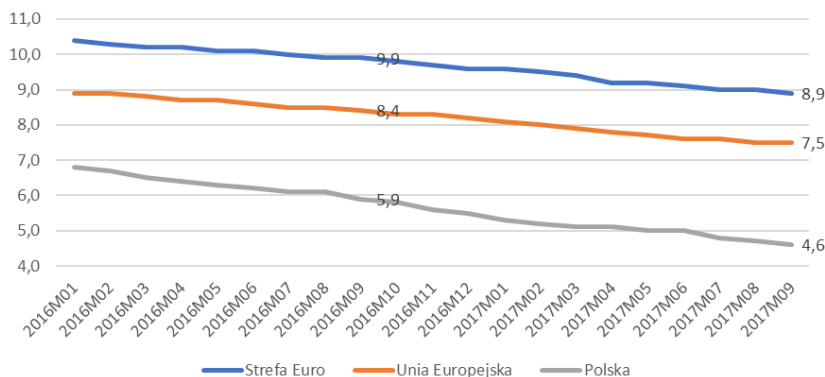
Dochody gospodarstw domowych ciągle rosną. Jest to efekt programu „Rodzina 500 plus” i wyższych wynagrodzeń. Sprzyja to wzrostowi popytu na żywność i dynamice cen w tej kategorii. Wpływ na wzrost cen miały także wyższe ceny surowców energetycznych na rynkach światowych. Poza tym ważnym czynnikiem była również niższa dostępność niektórych produktów rolnych w kraju wynikająca z niekorzystnych warunków pogodowych.

## Rynek pracy

Stopa bezrobocia osiągnęła w październiku br. rekordowo niski poziom 6,6% (według danych GUS). To najniższy odczyt tego wskaźnika od 26 lat. Należy pamiętać, że ostatni kwartał roku przeważnie przynosi wzrost stopy bezrobocia ze względu na spadek prac sezonowych. Natomiast na razie obserwujemy jej ciągły spadek, o 0,2 pkt proc. w stosunku do wartości z września. Może to być spowo-



Wykres 4. Stopa bezrobocia rejestrowanego w roku 2017  
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.



Wykres 5. Wskaźnik bezrobocia liczony według metody BAEL

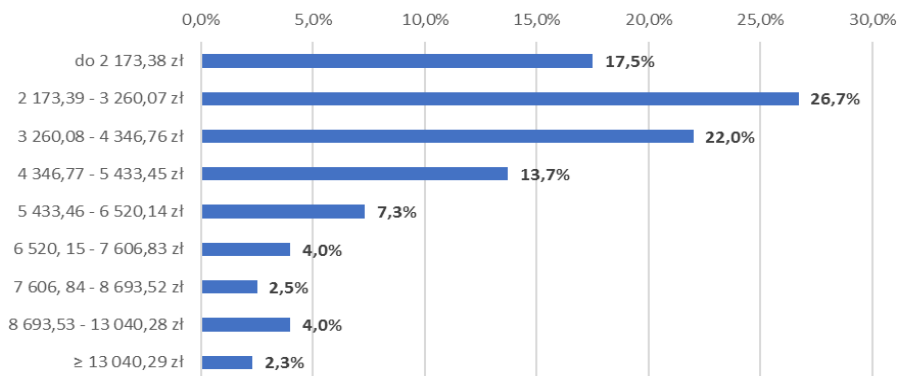
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

dowane tym, że październik był pierwszym miesiącem obowiązywania obniżonego wieku emerytalnego. Z ewidencji bezrobotnych wyrejestrowały się osoby, które były długotrwale bezrobotne, osiągnęły wiek emerytalny i mają teraz możliwość skorzystania z nowych reguł.

Na uwagę zasługuje także fakt, że Polska ze wskaźnikiem bezrobocia według BAEL na poziomie poniżej 5% znajduje się obecnie w unijnej czołówce. Średnia dla Unii Europejskiej we wrześniu br.

wyniosła 7,5%, a dla strefy euro 8,9%, czyli niemal dwa razy więcej niż wynik dla Polski. Dla porównania, jeszcze rok temu dla UE obserwowaliśmy poziom bezrobocia na poziomie 8,4%.

Warto przyrzeć się najnowszemu raportowi GUS-u przedstawiającemu szczegółowe dane dotyczące wynagrodzeń w Polsce (stan na październik 2016). Nie uwzględnia on jeszcze tegorocznych zmian we wskaźniku bezrobocia, a co za tym idzie wzrostu presji płacowej, lecz to



Wykres 6. Rozkład zatrudnionych według wynagrodzenia ogółem brutto

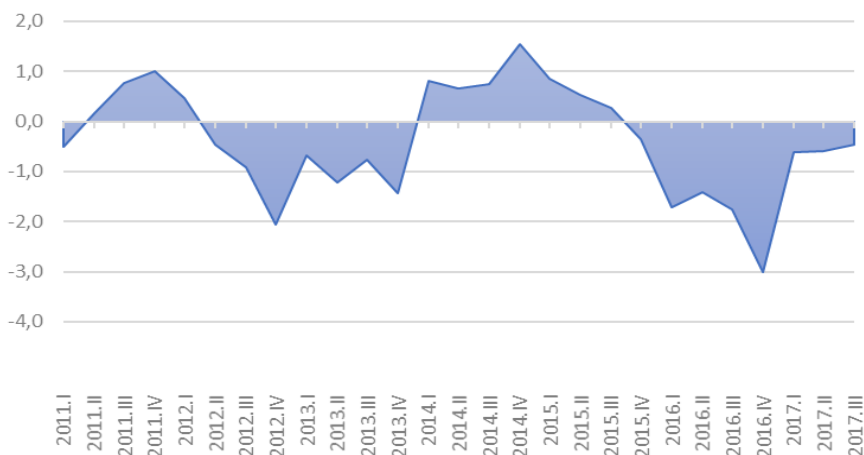
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

jedynie oficjalne dane opisujące wynagrodzenia polskich pracowników. Badania GUS obejmują jedynie osoby pracujące w podmiotach zatrudniających powyżej 9 osób. Według opublikowanego raportu, połowa zatrudnionych polskich pracowników otrzymywała do 3 510,67 zł brutto. Natomiast najczęściej powtarzające się wynagrodzenie wynosiło zaledwie 2 074,03 zł (około 1 511,61 zł netto), zaś aż 17,5% zatrudnionych otrzymywało co najwyżej 50% przeciętnego wynagrodzenia (2 173,38 zł).

W III kw. dynamika płac nominalnych w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 6,0% r/r (z 5,4% r/r w poprzednim kwartale). Tempo wzrostu wynagrodzeń nie jest jednak już tak szybkie jak w poprzednich okresach dobrej koniunktury naszej gospodarki. Ograniczająco na dynamikę płac prawdopodobnie oddziałuje rosnąca liczba pracowników z zagranicy, w tym głównie z Ukrainy. Wzrost inflacji w 2017 r. spowodował, że dynamika wynagrodzeń w ujęciu realnym jest niższa niż w latach 2015–2016 i wynosi w sektorze przedsiębiorstw około 4%.

## Inwestycje

W III kwartale 2017 r. zaobserwowaliśmy wreszcie wyraźnie dodatni wskaźnik dla nakładów brutto na środki trwałe. Wyniósł on 3,3% w stosunku do analogicznego okresu roku 2016. Jest to zasługa przede wszystkim samorządów, które od początku 2017 r. zwiększyły nakłady o jedną trzecią w porównaniu do zeszłego roku. Jak wiadomo, samorzady mają tendencję do wydawania pieniędzy na koniec roku, więc ta liczba zapewne jeszcze wzrośnie. Poprawiają się także wydatki inwestycyjne finansowane z budżetu państwa. Nie ma jednak perspektyw na wyraźne odbicie inwestycji w tym roku ze względu na wstrzemięźliwość w inwestycjach sektora prywatnego. Nakłady na środki trwałe w dużych przedsiębiorstwach spadły w tym roku o 1%. Duże spadki dotyczyły głównie sektora energetycznego. Ożywienie w inwestycjach infrastrukturalnych, a zatem w sektorze budowlanym wynikało z projektów współfinansowanych ze środków unijnych. Niepokojący jest fakt, że inwestycje wciąż rosną znacznie wolniej niż



Wykres 7. Zmiany kwartalnej stopy inwestycji r/r w pkt. proc. w Polsce w latach 2011–2017  
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

PKB. Stopa inwestycji (stosunek wielkości inwestycji do wielkości PKB) w III kw. 2017 r. wyniosła zaledwie 17,0% wobec 17,4% przed rokiem. Według jesiennych prognoz Komisji Europejskiej, udział nakładów na środki trwałe w naszym PKB w całym roku obniży się do 17,9%. To jeden z najgorszych wskaźników w całej Unii, obok takich krajów jak Grecja, Portugalia, Włochy czy Luksemburg. Dla porównania – dla strefy euro ten wskaźnik wynosi niecałe 22%.

### Ocena i prognozy

Dynamika PKB w drugiej połowie 2017 roku utrzyma się na wysokim poziomie napędzana ciągle przez spożycie indywidualne i przyspieszoną dynamikę nakładów inwestycyjnych. W 2017 r. wzrost PKB wyniesie 4,2%, a w następnych latach spowolni i osiągnie poziom bliski tempa wzrostu potencjalnego. Według projekcji PKB w 2018 r. wyniesie 3,6%, natomiast w 2019 r. 3,3%. Siłę nabywczą konsumentów będzie ograniczać wzrost inflacji.

Oczekiwania inflacyjne konsumentów wskazują na umiarkowaną dynamikę cen w najbliższym czasie. Listopadowa projekcja inflacji CPI pokazuje, że w 2017 r.

inflacja r/r wyniesie 1,9% i będzie stale rosła. W 2018 r. ma wynieść 2,3%, a w 2019 r. już 2,7%.

Prognozy NBP wskazują, że rok 2018 zakończy się z progiem bezrobocia na poziomie 4,9%, a 2019 nawet z poziomem 4,6%. Podobne wnioski wynikają z najnowszego raportu OECD Economic Outlook. Jednak rosnące wynagrodzenia, historycznie niskie bezrobocie oraz napływ pracowników z Ukrainy ilustrują wyjątkowo wysoki popyt na pracę w Polsce. Coraz częściej zwraca się uwagę na potrzebę aktywizacji zawodowej ludzi młodych i uczących się, spośród których tylko 9,7% ma zatrudnienie.

W ostatnim kwartale 2017 roku oczekiwane jest pewne ożywienie inwestycji przedsiębiorstw. Zwiastują je korzystne wyniki badań koniunktury w przemyśle i budownictwie, a także wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych. W dalszym ciągu wzrostowi inwestycji sprzyjać będzie napływ środków unijnych, duży popyt na inwestycje mieszkaniowe oraz utrzymanie niskich stóp procentowych. Prognozy wskazują na to, że roczna dynamika inwestycji w 2018 roku może osiągnąć poziom nawet 8,4%.

## KONIUNKTURA W SEKTORZE PRZEDSIĘBIORSTW NIEFINANSOWYCH

### Artur Zimny

Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Uniwersytet Łódzki

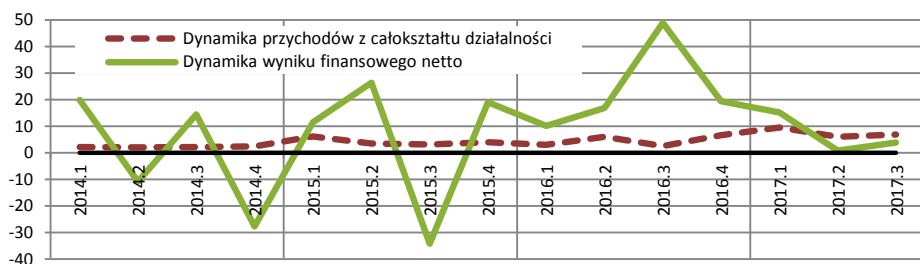
W ostatnich dwóch kwartałach symptomy dobrej koniunktury w sektorze polskich przedsiębiorstw niefinansowych, choć

nadal obecne, już słabną. Dynamika sprzedaży pozostaje dodatnia i dość wysoka (w 2. i 3. kwartale 2017 r. przychody z całokształtu działalności w stosunku do analogicznych okresów rok wcześniej wzrosły o, odpowiednio, 6,0% oraz 6,8%), ale dynamika wyniku finansowego netto mocno spadła (wzrosty wyniosły odpowiednio 0,9% i 3,9%, czyli prawie nic

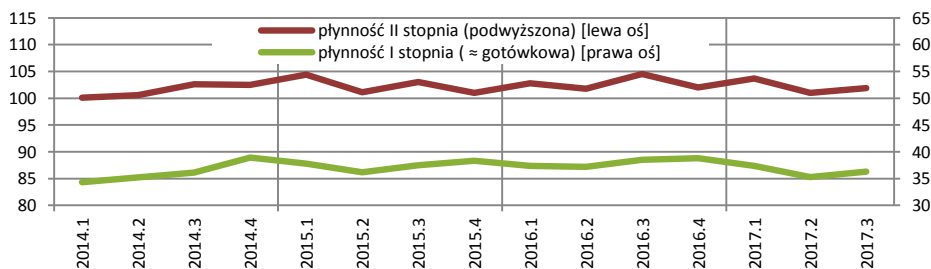
## DODATEK KWARTALNY

w porównaniu z notowanymi w poprzednich kwartałach wzrostami o 10–20%, czy z rekordową wartością 48% z 3. kwartału 2016 r.). Pozytywnie jednak należy ocenić fakt, że dynamika ta jest dodatnia, co oznacza, że zyski ustabilizowały się na wysokim poziomie, osiągniętym po wzrostach notowanych w roku 2016. Stabilizację wykazuje również rentowność obrotu, wskaźnik ten wyniósł 5,3% w 2. kwartale oraz 4,1% w 3. kwartale 2017 r. Znacznie lepszą tendencję

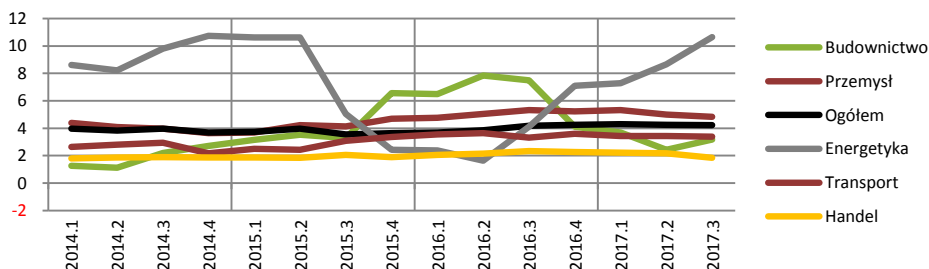
prezentuje wskaźnik realnej dynamiki PKB, który według wstępnych szacunków w 3. kwartale wzrósł do poziomu 5,2%, nienotowanego od ponad 5 lat. Płynność przedsiębiorstw niefinansowych nieco zmalała, ale pozostaje nadal na stosunkowo dobrym poziomie (w 3. kwartale 2017 r. wskaźniki wyniosły: 101,9 dla płynności bieżącej i 36,3 dla podwyższonej, podczas gdy wartości uznawane za „modelowe” to odpowiednio 100 i 20).



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



Wykres 2. Rentowność obrotu netto za ostatnie 4 kwartały [w %]



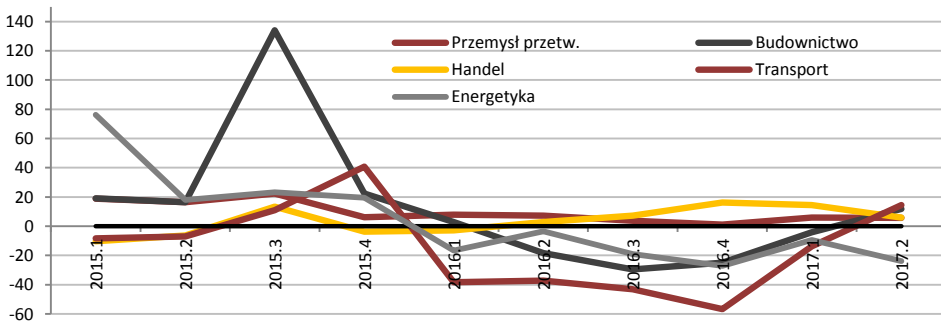
Wykres 3. Wskaźniki płynności przedsiębiorstw niefinansowych [w %]



Wśród branż bardzo wyrównała się dynamika sprzedaży; w 3. kwartale 2017 r. odnotowano przychody wyższe o od 7,2% (handel) do 11,8% (budownictwo), niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Odwrócił się natomiast ranking pod względem rentowności, w czołówce ponownie jest energetyka (10,6% rentowności obrotu netto w 3. kwartale), znacząco wyprzedzając przemysł przetwórczy (4,8%), transport (3,4%) oraz budownictwo, które tylko przez rok było pierwsze w rankingu (obecnie wskaźnik wynosi 3,2%). Handel, tradycyjnie, wykazuje marże bardzo niskie (rentowność na poziomie 1,8%). Co do płynności, również najniższe wskaźniki wykazuje

– jak zwykle – branża handlowa, natomiast wyraźną poprawę (i zdystansowanie innych branż) notuje się w transporcie.

W zakresie inwestycji ocena trendów jest niejednoznaczna. Po okresie znaczących wzrostów w roku 2015 nastąpiły spadki (2016), aż wskaźnik zbliżył się do poziomu zera – w 1. kwartale 2017 roku nakłady inwestycyjne były o 1,2% wyższe, niż rok wcześniej, a w 2. kwartale o 1,5% niższe (co oznacza praktycznie niezmiennione wartości nakładów). Należy jednak podkreślić znaczne różnice między branżami: w 2. kwartale przemysł przetwórczy (największa z branż) odnotował kontynuację umiarkowanego wzro-



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



Wykres 5. WIG w okresie 12.2016–12.2017 [dane za: Stooq.pl]

stu inwestycji (o 5,7%), a energetyka pogłębienie spadków (-23,9%). Pozytywne odwrócenie trendu wystąpiło w transporcie (wzrost o 14,5%) i budownictwie (wzrost o 11,7%), zaś w handlu dynamika wyhamowała, choć nadal jest dodania (inwestycje wzrosły o 6% w stosunku do analogicznego okresu rok wcześniej).

Na giełdzie w ciągu ostatnich 3 miesięcy przeważały spadki: WIG stracił 3,8%, WIG20 – 4,4%, sWIG80 – 7,6%. Naj-

szybciej spadały notowania spółek działających w branży górniczej (-17,4%), energetycznej (-15,6%) oraz farmaceutycznej (-15,0%). Wzrosty odnotował jedynie sektor bankowy (+7,0%) oraz telekomunikacja (+0,43%), kolejna pod tym względem branża (nieruchomości) była już pod kreską (-0,7%). Wykres WIG już jednoznacznie przebił wielomiesięczną linię wsparcia i wszedł w kanał spadkowy, co wróży głębszą, wyraźną korektę, przynajmniej do końca bieżącego roku.

### SPROSTOWANIE

W poprzednim numerze czasopisma „Finanse i Prawo Finansowe”, vol. 3(15), wrzesień 2017, w tekście: *Koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych* na str. 144 przedstawiono błędne dane na wykresie dotyczącym inwestycji (dla 2016 roku ujęto tam dane narastające zamiast rozkumulowanych), w związku z czym wskaźniki dynamiki inwestycji są mocno zawyżone i prowadzą do błędnych wniosków o rzekomym boomie inwestycyjnym. W bieżącym numerze przedstawiono poprawne dane. Autor przeprosza za pomyłkę.

---

## KONIUNKTURA NA RYNKU VENTURE CAPITAL/ PRIVATE EQUITY

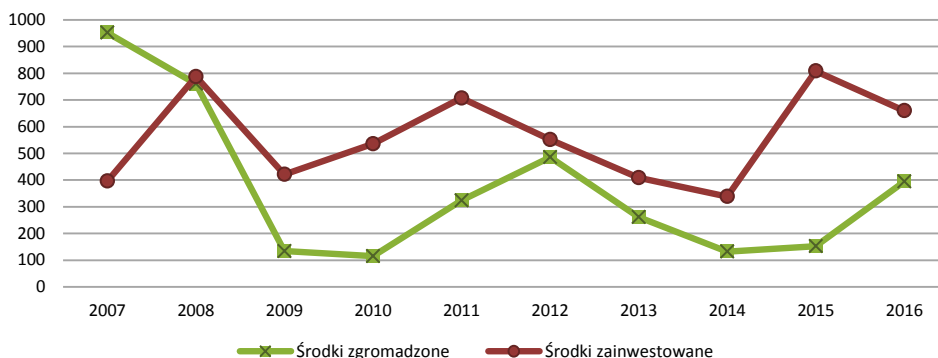
### Artur Zimny

Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Uniwersytet Łódzki

Private Equity to kapitał inwestowany w spółki nie notowane na giełdzie w celu osiągnięcia zysku z przyrostu ich wartości i odsprzedania po z góry przewidzianym okresie. Kapitał ten pochodzi od inwestorów różnego typu, a gromadzony jest w funduszach, których zarządcy wybierają najbardziej obiecujące spółki i lokują w nie środki. Rynek ten, równo-

legły do publicznego rynku akcji, odgrywa znaczącą rolę w finansowaniu rozwojowych przedsiębiorstw, choć pozyskać kapitał PE jest trudno – finansowanie trafia do nie więcej niż kilku procent zabiegających o nie firm. Mianem Venture Capital z kolei określa się segment rynku Private Equity, skupiony na inwestycjach w przedsięwzięcia na wczesnych etapach rozwoju (uruchamianie i wczesny rozwój biznesu).

Historia rynku Private Equity sięga połowy XX wieku, jednymi z ważniejszych dlań wydarzeń były kryzysy finansowe



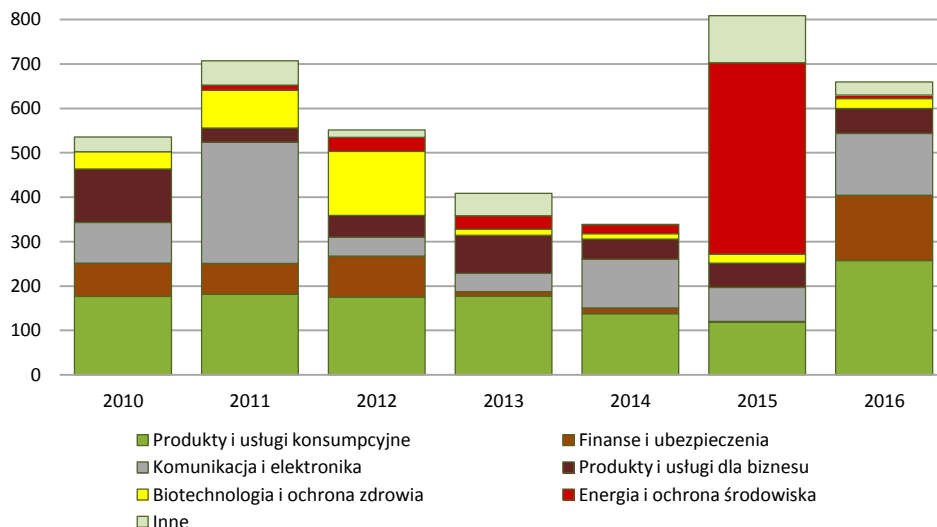
Wykres 1. Środki zgromadzone i zainwestowane przez polskie firmy Private Equity (w mln EUR)

z lat 2000/2001 i 2007/2008. W ostatnich latach wolumen rynku ponownie rośnie, choć poprawa koniunktury postępuje w tempie umiarkowanym. W 2016 r. europejskie firmy zarządzające kapitałem Private Equity zgromadziły prawie 74 mld EUR oraz dokonały inwestycji o wartości ponad 53 mld EUR. Wartość zgromadzonych środków była o 38% większa od wartości zebranej rok wcześniej, ale wolumen inwestycji uległ obniżce o 1%. Natomiast w odniesieniu do roku 2009 (najgorszego dla branży po ostatnim kryzysie) wartość zgromadzonych środków okazała się 3,6 raza większa, a wartość inwestycji uległa podwojeniu.

Polski rynek Private Equity stanowi zaledwie około 1% ogólnoeuropejskiego, ale w skali naszego kraju jest to istotny element rynku kapitałowego. W 2016 roku polskie firmy PE odnotowały o wiele większą wartość zebranych środków, niż w roku poprzednim (394 mln EUR, wobec 152 mln EUR w 2015 r.), a wartość inwestycji uległa obniżeniu (z 809 mln EUR w 2015 r. do 660 mln EUR w 2016 roku), ale nadal kwota inwestycji przekracza wartości środków zebranych, co oznacza, że inwestycje finansowane są w dużej mierze z kapitałów gromadzonych w latach poprzednich i/lub z reali-

zowanych zysków. Nowe kapitały zebrane przez polskie firmy PE w 2016 r. pochodziły głównie z Ameryki Północnej (34%) i państw nordyckich (33%), a także z Wielkiej Brytanii i Irlandii (13%) i państw DACH (6%); źródła krajowe dostarczyły jedynie 2% tych kapitałów. Co do rodzajów podmiotów alokujących środki, to głównymi dostawcami były tzw. fundusze funduszy (*funds of funds*, 27%), fundusze emerytalne (23%) i instytucje akademickie (19%).

Kwota 660 mln EUR zainwestowana przez polskie firmy PE trafiła do 89 spółek, a więc także pod tym względem zakres inwestycji był węższy, niż rok wcześniej (w 2015 r. dofinansowano 136 spółek). Tradycyjnie większość środków posłużyła transakcjom wykupu (72% kapitału) i wzrostu (21%), inne fazy rozwoju przedsiębiorstw zaangażowały jedynie do 3% uruchamianej puli. Wynika to jednak ze specyfiki tego typu inwestycji – wykupy charakteryzują się znacznymi jednostkowymi wartościami transakcji, podczas gdy wczesne fazy życia przedsiębiorstw wymagają znacznie mniejszych nakładów, a są liczniejsze. Pod względem ilości dofinansowanych spółek statystyki wyglądają więc odmiennie – 44% dokapitalizowanych firm



Wykres 2. Inwestycje polskich firm Private Equity według branż spółek portfelowych (w mln EUR)

było na etapie uruchamiania (*start-up*), 25% w fazie wzrostu (*growth*), a jedynie 19% stanowiły wykupy. Co do struktury branżowej, to w roku 2015 była ona zdominowana przez energetykę i projekty środowiskowe (65% wszystkich środków), w tym jedną ogromną transakcję wykupu przedsiębiorstwa energetycznego (PKP Energetyka S.A., ok. 335 mln EUR), która jednocześnie podbiła łączną wartość inwestycji w tym roku. Struktura branżowa inwestycji w roku 2016 była bardziej wyrównana: 39% środków przypadło na produkty i usługi konsumpcyjne, 22% zainwestowano w branżę finansową, a kolejne 21% w branżę ICT (komunikacja i elektronika); inne branże zaangażowały łącznie pozostałe 18% środków. Co do struktury geograficznej, to środki inwestowane przez polskie firmy PE trafiały głównie do podmiotów krajowych (78%), a pozostałe – do innych krajów europejskich (21%); poza kontynent trafił tylko 1% środków.

Fundusze Private Equity realizują zyski głównie przez z góry zaplanowane wyjścia z inwestycji (*divestments*). Struktura dezinwestycji pod względem preferowanych form w Polsce jest co roku zupełnie inna. O ile w 2014 roku największą wartość wykupów zrealizowano przez sprzedaż do innych instytucji finansowych, a w roku 2015 – przez sprzedaż inwestorom branżowym, to w roku 2016 dominującą formą wyjścia z inwestycji okazała się odsprzedaż udziałów innym firmom Private Equity (62% łącznej wartości wszystkich wyjść); drugą z preferowanych w tym roku form (15% wartości) była sprzedaż innej instytucji finansowej, a trzecią – upłynnienie przez giełdę (*public offering*; 8%). Podobnie jak rok wcześniej, wartość inwestycji zamykanych przez spisanie na straty (*write-off*) była zerowa, co pozytywnie świadczy o koniunkturze na polskim rynku PE, jako że w latach wcześniejszych była to dość znacząca pozycja.

## NOWE ZMIANY W ŚWIECIE PODATKÓW NA IV KWARTAŁ 2017

### Radosław Witczak

Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Uniwersytet Łódzki

Zbliżający się koniec roku to zwykle czas intensywnych prac ustawodawczych nad podatkiem dochodowym od osób fizycznych i podatkiem dochodowym od osób prawnych, które zwykle zaczynają obowiązywać od nowego roku. Jedne z nowszych zmian wprowadziła Ustawa z dnia 27 października 2017 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne, zwana dalej ustawą zmieniającą. Wśród licznych zmian można zwrócić uwagę na:

- podwyższenie kwoty wolnej od opodatkowania;
- wprowadzenie zmian w podwyższonych kosztach uzyskania przychodów;
- podwyższenie limitów zwolnień w podatku dochodowym od osób fizycznych;
- wprowadzenie podatku od przychodów z tytułu posiadania budynków.

Jedną z istotnych zmian jest podwyższenie kwoty wolnej od opodatkowania dla osób najniżej zarabiających. Od 2018 r. wolne od opodatkowania będzie uzyskanie dochodu w wysokości 8 000 zł. Jednakże uzyskanie dochodu powyżej tej kwoty będzie opodatkowane. Przy czym kwota wolna od opodatkowania będzie malała proporcjonalnie do wzrostu

dochodu w przedziale od 8 000 zł do 13 000 zł. Wynika to zastosowania wzoru do obliczania kwoty zmniejszającej podatek. Dla omawianego przedziału wynosi ona 1 440 zł pomniejszone o kwotę obliczoną według wzoru:  $883 \text{ zł } 98 \text{ gr} \times (\text{podstawa obliczenia podatku} - 8 000 \text{ zł}) \div 5 000 \text{ zł}$ . Dla dochodu w przedziale powyżej 13 000 zł do 85 528 zł kwota wolna od podatku będzie wynosiła 3 089 zł. Natomiast dla dochodu przekraczającego 85 528 zł i nieprzekraczającego kwoty 127 000 kwota wolna będzie malała, i w przypadku dochodu ponad 127 000 wynosi zero (zob. art. 1 ust. 1 pkt 17 ustawy zmieniającej).

Następna zmiana dotyczy podwyższonych kosztów uzyskania przychodów. Zasadniczo podatnikom w związku z przekazaniem praw autorskich przysługują podwyższone koszty uzyskania przychodów wynoszące 50% przychodów. Podwyższone koszty obejmowały różnorodne grupy zawodowe. Stosować je mogą również zatrudnieni na umowie o pracę. Dotychczas występował kwotowy limit w naliczaniu 50% kosztów uzyskania przychodów w wysokości 46 764 zł. Został on podwyższony do kwoty 85 528 zł. Jednak wprowadzono ograniczenie w zakresie zawodów jakie mogą korzystać z wyższych 50% kosztów uzyskania przychodów. Między innymi skorzystać z wyższych kosztów mogą osoby wykonujące działalność w zakresie architektury, programowania komputerowego, dziennikarstwa, publicystyki, a także działalności badawczo-rozwojowej oraz naukowo-dydaktycznej (zob. art. 1 ust. 1 pkt 8 lit. e,f ustawy zmieniającej).

Od 2018 roku wprowadzono zmiany w zakresie podwyższenia limitów zwolnień w podatku dochodowym od osób fizycznych. W przepisach występują liczne zwolnienia, które mają ograniczenia kwotowe, niektóre z nich zostały podwyższone. Przykładowo świadczenia otrzymywane przez emerytów lub rencistów od zakładu pracy w którym pracowali będą zwolnione do kwoty 3 000 zł (poprzednio 2 280 zł). Dla otrzymanych przez pracownika świadczeń rzeczowych oraz otrzymanych przez niego świadczeń pieniężnych, sfinansowanych w całości ze środków zakładowego funduszu świadczeń socjalnych limit zwolnienia podniesiono z 380 zł do 1 000 zł (zob. art. 1 ust. 1 pkt 7 lit. a ustawy zmieniającej).

Istotną zmianą w obu podatkach dochodowych jest wprowadzenie podatku od przychodu uzyskiwanego z niektórych budynków. Podatek obejmuje własność niektórych środków trwałych, jeśli ich wartość początkowa przekracza 10 000 000 zł. Dotyczy on budynków handlowo-usługowych sklasyfikowanych jako: centrum handlowe, dom towarowy, samodzielny sklep i butik, pozostały budynek handlowo-usługowy, a także budynku biurowego sklasyfikowanego jako budynek biurowy. Jako podstawę

opodatkowania określono przychód odpowiadający wartości początkowej środka trwałego ustalonej na pierwszy dzień każdego miesiąca wynikającej z prowadzonej ewidencji, pomniejszonej o kwotę 10 000 000 zł. Natomiast sam podatek wynosi 0,035% podstawy opodatkowania. Co istotne, pomniejsza on podatek dochodowy płacony przez podatnika (zob. art. 1 ust. 1 pkt 20 oraz art. 2 ust. 1 pkt 27 ustawy zmieniającej).

Faktycznie należy się zastanowić, czy nie mamy do czynienia z podatkiem majątkowym. Należy zauważyć, że jest to również realizacją opodatkowania przychodów z działalności handlowej. Próbowano wprowadzić tego typu podatek, ale został on zakwestionowany przez organy unijne. W kręgach rządowych można spotkać się z argumentacją, że są przypadki podatników, którzy prowadząc działalność handlową nie płacą podatku dochodowego. Wydaje się, że podatek od przychodu uzyskiwanego z niektórych budowli jest właśnie sposobem na objęcie ich opodatkowaniem.

Rozliczając się za rok 2018 pamiętać należy także o wprowadzeniu obowiązku przesyłania plików elektronicznych JPK VAT przez wszystkich podatników czynnych tego podatku.