



DODATEK KWARTALNY

Franco Modigliani – laureat Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii w 1985 roku

Lena Grzesiak*

Franco Modigliani urodził się w 1918 roku, we Włoszech. Zmarł zaś 85 lat później, w 2003 roku, w Stanach Zjednoczonych. Komisja Noblowska nagrodziła tego ekonomistę pochodzenia włoskiego „za pionierski wkład w analizę oszczędzania i rynków finansowych” (The Sveriges Riksbank Prize...). W momencie przyznania Nagrody afiliowany był w Massachusetts Institute of Technology (USA) (*Franco Modigliani – Biographical*).



Photo 1. Franco Modigliani
Źródło: *Franco Modigliani – Biographical*

Franco Modigliani nie tylko zmodyfikował model IS–LM, ale też sformułował „jedną z bardziej rozwiniętych postaci «syntezy neoklasycznej» na gruncie teorii zatrudnienia” (Kwiatkowski, 1988: 47). Była ona próbą pogodzenia keynesowskiej oraz neoklasycznej teorii zatrudnienia (Kwiatkowski, 1988: 47–48). Podczas wykładu noblowskiego, noszącego tytuł „Cykl życia, oszczędności gospodarstw domowych a bogactwo narodów” (*The life cycle, individual thrift and the wealth of nations*), odwoływał się m.in. do J.M. Keynesa (The Sveriges Riksbank Prize...).

Razem z M.H. Millerem (również Laureatem Nagrody, ale z 1990 r.) opracował w 1958 r. twierdzenie, znane w literaturze jako „twierdzenie Modiglianiego–Millera”, od nazwisk jego twórców (Modigliani i Miller, 1958). Twierdzenie to dotyczy sposobów finansowania rozwoju przedsiębiorstwa.

Zgodnie z nim, jego wartość nie jest zależna od struktury finansowania. Twierdzenie ma więc znaczenie praktyczne – ukazuje, jak można skorzystać z efektu dźwigni finansowej (Antonowicz, 2015: 98–99). Jednocześnie jest tematem polemik oraz dyskusji naukowych (Nawrot, 2007: 21).

Bibliografia:

- Antonowicz P. (2015). *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw: teoria, praktyka gospodarcza, studia regionalne*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Franco Modigliani – *Biographical*, <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1985/modigliani/biographical/> [dostęp 24.03.2022].
- Kwiatkowski, E. (1988). „Synteza Neoklasyczna” Franco Modiglianiego. Prezentacja i próba oceny. *Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica*, 84.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), pp. 261–297.
- Nawrot, W. (2007). Struktura finansowa przedsiębiorstw w Polsce na tle badań międzynarodowych. *Gospodarka Narodowa*, 7–8, ss. 19–42.
- The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 1985, <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1985/summary/> [dostęp 24.03.2022].

* Doktor, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki.

Sytuacja gospodarcza w Polsce po IV kwartale 2021 roku

Zuzanna Pakuła, Patryk Krykwiński *

Wzrost gospodarczy

Postępujące poluzowania obostrzeń obowiązujących w kraju od marca 2020 roku, powstałe w związku z pandemią koronawirusa wpłynęły pozytywnie na wzrost gospodarczy w ostatnim kwartale roku 2021 i pozwoliły polskiej gospodarce odrobić straty z roku poprzedniego. Według oficjalnych danych zaczerpniętych z Głównego Urzędu Statystycznego wzrost gospodarczy niewyrównany sezonowo wzrósł (po uwzględnieniu inflacji) o 7,3% w IV kwartale 2021 r. w stosunku do analogicznego okresu w roku poprzedzającym.

Na taki wynik złożyło się wiele czynników, które można określić jako skutki działań konsumenckich podejmowanych w okresie lockdownów oraz stałe składowe PKB. Odłożona w czasie konsumpcja i przeznaczenie większej części osiągniętych dochodów w IV kwartale 2021 roku przez gospodarstwa domowe na zakup dóbr i usług, z których musiały zrezygnować w czasie pandemii, przyczyniły się do wzrostu wartości spożycia o 7,9%.

Ostatecznie wzrost popytu krajowego osiągnął poziom 11,2%, wnosząc przy tym do PKB 10,5%, choć nie wszystkie jego składowe wniosły do PKB wartości dodatnie. Okazuje się, że wpływ spożycia publicznego na polską gospodarkę był ujemny, a jego wartość wynosiła co prawda tylko -0,1 p.p., jednak niestety druga składowa, a mianowicie eksport netto wpłynęła na tempo wzrostu gospodarczego ujemnie aż o 3,2 p.p., i był to wynik jeszcze niższy niż w kwartale poprzednim.

Rynek pracy

W ostatnim kwartale 2021 roku zaobserwowaliśmy stopę bezrobocia rejestrowanego na poziomie 5,4%. Taki wynik na koniec roku oznacza powrót niemal do poziomu sprzed pandemii (na koniec 2019 roku mieliśmy wynik 5,2%). W liczbach bezwzględnych wśród bezrobotnych na koniec grudnia znajdowało się 895,2 tys. bezrobotnych zarejestrowanych (odpowiednio 481,9 tys. kobiet i 413,3 tys. mężczyzn). W tej populacji stosunek kobiet do mężczyzn niewiele się zmieniał w ciągu roku (53% kobiet i 47% mężczyzn na koniec IV kwartału, kwartał wcześniej kobiety stanowiły 54%). Z uzyskanych danych wynika, że pod koniec 2021 roku kobiety i mężczyźni radzili sobie na rynku pracy z podobnym efektem.

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

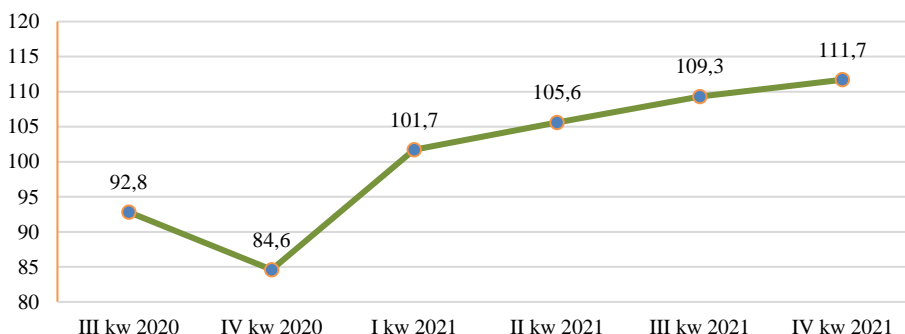
Jeśli chodzi o pracujących, to w sektorze przedsiębiorstw na koniec ostatniego kwartału 2021 było zatrudnionych 6 365 tys. osób. Jest to wzrost o 0,7% w ujęciu rocznym oraz o 0,2% wobec poprzedniego kwartału 2021 r.

Patrząc na oferty pracy możemy odczytać, że w IV kwartale nastąpił nieznaczny ich spadek w stosunku do poprzedniego kwartału. Na koniec grudnia odnotowaliśmy 91,3 tys. zgłoszonych ofert (w tym 60,4 tys. stanowisk pozostało nieobsadzonych). Natomiast porównując ostatni kwartał z okresem analogicznym roku poprzedniego obserwujemy dość znaczny wzrost, bo aż o 15,3 tys. (18,7%).

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto na koniec ostatniego kwartału 2021 roku wyniosło 5 995 zł. Oznacza to wzrost r/r o 9,8% oraz wzrost o 6% w stosunku do poprzedniego kwartału. Biorąc pod uwagę sam sektor prywatny, pracownicy średnio otrzymali 6 220 zł, co stanowi wzrost aż o 9,8% wobec danych z analogicznego okresu w roku poprzednim. Najlepiej opłacaną branżą pozostaje IT ze średnim wynagrodzeniem na poziomie ok. 10 tys. zł w sektorze przedsiębiorstw. Sektor IT cechuje również najwyższy wzrost liczby nowych etatów. Rekordowe wzrosty wynagrodzeń stanowią jednak reakcję na malejącą siłę nabywczą pieniądza wynikającą z postępującej inflacji.

Inwestycje

Według Głównego Urzędu Statystycznego nakłady brutto na środki trwałe w IV kwartale 2021 roku wzrosły o 11,7% (w III kwartale wzrost wyniósł 9,3%). Inwestycje pod koniec roku zaskoczyły pozytywnie, przyczyniając się w największym stopniu do wzrostu popytu krajowego. Akumulacja brutto w IV kwartale 2021 roku, przy cenach stałych średniorocznych z roku poprzedniego, wzrosła o 30% w porównaniu z analogicznym okresem 2020 roku. Oznacza to również nieznaczny spadek dynamiki o 3,8% w stosunku do poprzedniego okresu.

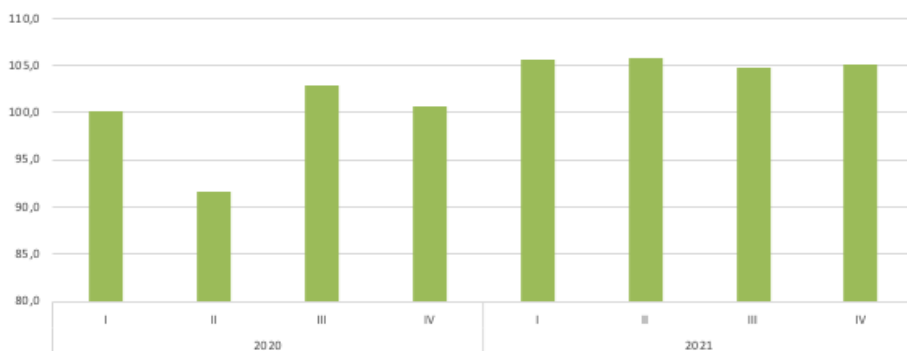


Wykres 1. Dynamika zmian nakładów brutto na środki trwałe w ujęciu kwartalnym
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Inflacja

Utrzymujący się od początku roku 2021 trend wzrostu cen utrzymał się również w IV kwartale i należy przyznać, że był on jak dotąd najwyższy od kilkunastu lat. Wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych w IV kwartale roku 2021 był o 7,7% wyższy niż w analogicznym okresie roku ubiegłego i jest to wyraźne przyspieszenie, gdyż wzrost ten w III kwartale 2021 roku w stosunku do roku ubiegłego wyniósł 5,4%, czyli między III a IV kwartałem wzrost cen był równy 2,6 p.p.

Na tak duży wzrost cen dóbr i usług konsumpcyjnych i znacząco przekraczający próg inflacyjny ustalony przez NBP, a wynoszący 2,5% z odchyleniami o ± 1 p.p., złożyło się wiele zmiennych warunkowanych przez politykę fiskalną i monetarną państwa, ale również przez sytuację gospodarczą kształtującą się na rynku krajowym, jak i zewnętrznym. Według danych zaczerpniętych z GUS, najważniejszą składową wzrostu wskaźnika CPI okazał się transport. Zawirowania na rynku paliwowym i wzrastający poziom cen ropy na najważniejszych giełdach stanowiły pewnego rodzaju skutek odbicia gospodarczego wielu przedsiębiorstw po wycofaniu się rządów z restrykcji narzuconych w dobie pandemii koronawirusa. Odrodzenie gospodarcze przyczyniło się do zwiększenia popytu na paliwa wobec chwilowo ograniczonej podaży. W związku z tym cena paliwa w Polsce rosła najszybciej w Unii Europejskiej. Wszystko to przyczyniło się do wzrostu cen związanych z transportem o 22,9%.



Wykres 2. Wzrost cen transportu w odniesieniu do poprzedniego okresu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Ogromny wpływ na wzrost wskaźnika CPI miał również wzrost kosztów użytkowania mieszkań oraz nośników energii. Wzrost ten wyniósł 10,3%, a powstały kryzys energetyczny w krajach Europy Zachodniej uzależnionych od dostaw surowców energetycznych ze Wschodu na skutek działań Federacji Rosyjskiej tylko ten wzrost przyspieszy, co odbije się również na cenach w Polsce.

Czas pandemii koronawirusa przeniósł funkcjonowanie wielu przedsiębiorstw, ale także uczelni i szkół niższego szczebla do świata wirtualnego, co wpłynęło na wzrost zapotrzebowania na usługi łączności oferowane przez firmy telekomunikacyjne i oferujące wsparcie technologiczne. W związku z tym wzrost cen łączności obserwowany jest od dłuższego czasu, a w ostatnim kwartale 2021 roku wyniósł 5,4% w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego.

Podsumowanie

Biorąc pod uwagę wartości wskaźników uzyskanych w ostatnim kwartale roku 2021 możemy założyć, że dalszy wzrost gospodarczy jest możliwy do utrzymania, lecz niestety będzie on niwelowany przez szybko postępującą inflację i wzrost cen na rynkach międzynarodowych.

Zakończenie sezonu grzewczego może przyczynić się do zmniejszenia cen surowców energetycznych w związku z mniejszym zapotrzebowaniem na nie, ale nie pozwoli to na stałe ograniczyć wzrostu cen. Szansą dla polskiej gospodarki jest Baltic Pipe, który ma zostać otwarty jesienią. Dywersyfikacja źródeł gazu pozwoli Polsce uniezależnić się od rosyjskich surowców oraz od niekorzystnych umów na ich zakup.

Patrząc na sytuację na rynku pracy w ostatnim kwartale 2021 roku możemy stwierdzić, że wśród wskaźników z nim związanych nie widać oznak pogorszenia. Świadczy o tym opisana wyżej stopa bezrobocia rejestrowanego, malejąca do stanu sprzed pandemii oraz kontynuacja wzrostu ofert pracy (w stosunku do najbardziej dotkniętego przez pandemię 2020 roku) przy jednoczesnym spadku zwolnień z przyczyn niezależnych od pracownika. Dodatkowo znaczący wzrost pensji zdaje się niwelować skutki spadku siły nabywczej pieniądza.

Podsumowując, końcówka roku sygnalizuje definitywnie o końcu wpływu pandemii na gospodarkę (z nielicznymi wyjątkami i do niepewnego okresu jakim może być kolejny sezon jesienno-zimowy). Jednak należy spodziewać się kolejnego potężnego czynnika wpływającego na gospodarkę. Mianowicie wybuch konfliktu zbrojnego w Ukrainie, tuż za polską granicą, może przyczynić się nie tylko do wzrostu niepewności inwestorów zagranicznych (wzrost ryzyka inwestycyjnego), ale również krajowych, którzy mogą zechcieć wycofywać swój kapitał do miejsc bezpieczniejszych i dalekich od stref objętych konfliktami i wojną. Dodatkowo, jesteśmy świadkami utrzymującego się osłabienia złotówki w pierwszych miesiącach 2022 roku. Napięta sytuacja polityczna oraz idące za nią prognozowane ogromne liczby uchodźców przybywających do Polski bez wątpienia odbiją się na stanie finansów publicznych i rynku pracy. Wszystko wskazuje na to, że nadchodzące miesiące wydają się być wysoce nieprzewidywalne, na poziomie nie mniejszym niż w czasie pojawienia się pandemii.

Zmiany w świecie podatków – ujawnienie strategii podatkowej

Radosław Witczak*

Rok 2022 przyniósł liczne zmiany w świecie podatków w związku z uchwaleniem i wprowadzeniem tzw. Polskiego Ładu. Ze względu na ich ogrom nie jesteśmy w stanie ich wszystkich omówić w ramach tej formuły, ale postaramy się niektóre z nich przybliżyć. Jedną z istotnych zmian dla wielu podatników jest wprowadzenie ulgi dla tzw. klasy średniej. Ze względu na występujące kontrowersje co do jej stosowania, a także tego, czy podatnicy powinni z niej zrezygnować, postaramy się odpowiedzieć na pytanie, czy w trakcie roku warto z niej korzystać. Na początku warto wyjaśnić przyczyny jej wprowadzenia. Ustawodawca zdecydował się na dodanie do katalogu odliczeń ulgi dla tzw. klasy średniej ze względu na skutki trzech istotnych zmian w opodatkowaniu dochodów osób fizycznych: zwiększenie kwoty wolnej od podatku, podniesienie progu w skali podatkowej oraz likwidacji ulgi z tytułu opłacania składki zdrowotnej.

Od 2022 r. wprowadzono jednolitą dla wszystkich podatników kwotę wolną od podatku wynoszącą 30 000 zł. Do 2021 r. kwota wolna od podatku nie była identyczna dla wszystkich podatników i zależała od wysokości uzyskiwanego dochodu. Zasadniczo rocznie dla osób zarabiających do 8 000 zł wynosiła ona 8 000 zł (czyli osoby uzyskujące dochód w wysokości 8 000 zł i mniejszy nie musiały płacić podatku). Natomiast dla osób zarabiających powyżej 8 000 kwota wolna od podatku malała wraz ze wzrostem dochodu, a dla osób uzyskujących dochód powyżej 127 000 zł wynosiła ona zero. Zatem osoby uzyskujące dochód rocznie powyżej 127 000 zł płaciły podatek od każdej zarobionej złotówki. Drugą istotną zmianą jest podniesienie progu w skali podatkowej od której stosuje się wyższą 32% stawkę podatkową. Przez wiele lat, aż do 2021 r. próg ten wynosił 85 528 zł i nie był rewaloryzowany. Od 2022 r. został on podwyższony do kwoty 120 000 zł. Ustawodawca zdecydował się również na likwidację ulgi z tytułu opłacania składki zdrowotnej.

Dwie pierwsze zmiany czyli zwiększenie kwoty wolnej od podatku, podniesienie progu w skali podatkowej ma dla ogółu podatników korzystny efekt – zmniejsza ich obciążenia podatkowe. Natomiast likwidacja ulgi z tytułu opłacania składki zdrowotnej powoduje zwiększenie obciążeń podatkowych. Twórcy Polskiego Ładu założyli, że podatnicy zarabiający miesięcznie do 12 800 zł nie powinni odczuwać wzrostu obciążeń podatkowych w związku z jego wprowadzeniem. Jednakże likwidacja ulgi z tytułu opłacania składki zdrowotnej, przy

* Doktor, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

równoczesnym zwiększeniu kwoty wolnej od podatku oraz podniesieniu progu w skali podatkowej spowodowała, że osoby zarabiające powyżej ok. 5 700 zł miesięcznie zaczęły tracić na wprowadzonych zmianach. W celu zniwelowania negatywnych skutków zmian Polskiego Ładu (czyli wzrostu obciążeń w związku z likwidacją ulgi na składkę zdrowotną) dla osób zarabiających w przedziale pomiędzy 5 700 zł a 12 800 zł zdecydowano się na wprowadzenie ulgi dla tzw. klasy średniej, która odliczana jest od dochodu. Wykorzystać ją mogą osoby uzyskujące dochody z tytułu umowy o pracę oraz pozarolniczej działalności gospodarczej (jeśli rozliczają się za pomocą skali podatkowej). Ulga nie dotyczy dochodów np. z umów zlecenia, dzieło czy też innych źródeł. Kwota ulgi zależy od wysokości uzyskiwanych przychodów i ustalana jest na podstawie matematycznych wzorów. Ulga rozliczana jest dwuetapowo: miesięcznie oraz rocznie.

W przypadku rozliczenia miesięcznego ulgę można stosować dla dochodów od 5 701 zł do 11 141 zł. Dla pracowników rozliczenia przeprowadza płatnik, natomiast osoby prowadzące działalność gospodarczą same muszą dokonać odpowiednich obliczeń. Wysokość ulgi ustala się na podstawie następującego wzoru:

1) $(A \times 6,68 \text{ proc.} - 380,50 \text{ zł}) \div 0,17$, dla A wynoszącego co najmniej 5 701 zł i nieprzekraczającego kwoty 8 549 zł,

2) $(A \times (-7,35 \text{ proc.}) + 819,08 \text{ zł}) \div 0,17$, dla A wyższego od 8 549 zł i nieprzekraczającego kwoty 11 141 zł.

A – oznacza uzyskane w ciągu miesiąca przychody ze stosunku pracy itp. oraz z pozarolniczej działalności gospodarczej.

Zatem stosujemy inny wzór jeśli nasze przychody zawierają się w przedziale od 5 701 zł do 8 549 zł, a inny jeśli przychody przekraczają 8 549 zł, ale nie przekraczają kwoty 11 141 zł. Należy zauważyć, że ulgę odliczamy od dochodów, ale jej wysokość uzależniona jest od uzyskiwanych przychodów. Podatnik ma prawo zrezygnować z korzystania z ulgi – pracownik musi wtedy złożyć odpowiedni wniosek do płatnika.

Natomiast w przypadku rozliczenia rocznego kwota ulgi jest ustalana według następującego wzoru:

1) $(A \times 6,68 \text{ proc.} - 4 566,00 \text{ zł}) \div 0,17$, dla A wynoszącego co najmniej 68 412 zł i nieprzekraczającego kwoty 102 588 zł,

2) $(A \times (-7,35 \text{ proc.}) + 9 829 \text{ zł}) \div 0,17$, dla A wyższego od 102 588 zł i nieprzekraczającego kwoty 133 692 zł.

A – oznacza uzyskane w ciągu roku przychody ze stosunku pracy itp. oraz z pozarolniczej działalności gospodarczej.

Rozliczenie miesięczne ulgi ma służyć zniwelowaniu skutki podniesienia ciężarów podatkowych w skali miesiąca. Może wystąpić taka sytuacja, że podatnik uzyskuje nieregularne dochody, otrzymuje premie, dlatego w ramach ostatecznego

rozliczenia rocznego następuje ustalenie czy podatnik ma prawo do skorzystania z ulgi i w jakiej wysokości. Możliwe jest wystąpienie takiej sytuacji, kiedy podatnik korzysta w trakcie roku z ulgi, ale ostatecznie jego przychody roczne będą niższe niż 68 412 zł lub wyższe od 133 692 zł, co oznacza brak prawa do skorzystania z analizowanej ulgi. W efekcie podatnik, jeśli nie korzysta z innych odliczeń, będzie zobowiązany do zwrotu podatku z tytułu dokonanych w trakcie roku odliczeń. Niektórzy doradcy podatkowi stwierdzają, że bezpieczniej jest zrezygnować z ulgi niż w przyszłości zwracać ulgę w całości (Zarzycki, 2022: D4). Jednakże należy uznać, że taka decyzja zależy od indywidualnych preferencji podatników. Przy podejmowaniu decyzji należy także uwzględnić inflację rzędu 10%. Racjonalnym zachowaniem może być zatem korzystanie z ulgi w trakcie roku, przy założeniu, że trzeba będzie w rozliczeniu rocznym zwrócić odpowiednią kwotę (w związku z brakiem prawa do skorzystania z ulgi dla tzw. klasy średniej). Jednak uwzględniając procesy inflacyjne, kwota zwrotu realnie będzie niższa niż ta którą „zarobiliśmy” dzięki korzystaniu z ulgi w trakcie roku podatkowego. Z drugiej strony podatnicy, którzy mają awersję do dopłacania podatku mogą zrezygnować z ulgi w trakcie roku, a skorzystać z niej w rozliczeniu rocznym. Zatem decyzja odnośnie korzystania z ulgi dla tzw. klasy średniej w skali miesięcznej powinna być uzależniona od preferencji poszczególnych osób.

Bibliografia:

Zarzycki, M. (2022). Kilka etatów, ale ulga dla klasy średniej tylko jedna. *Rzeczpospolita*, 3 marca 2022, s. D4.

Koniunktura giełdowa

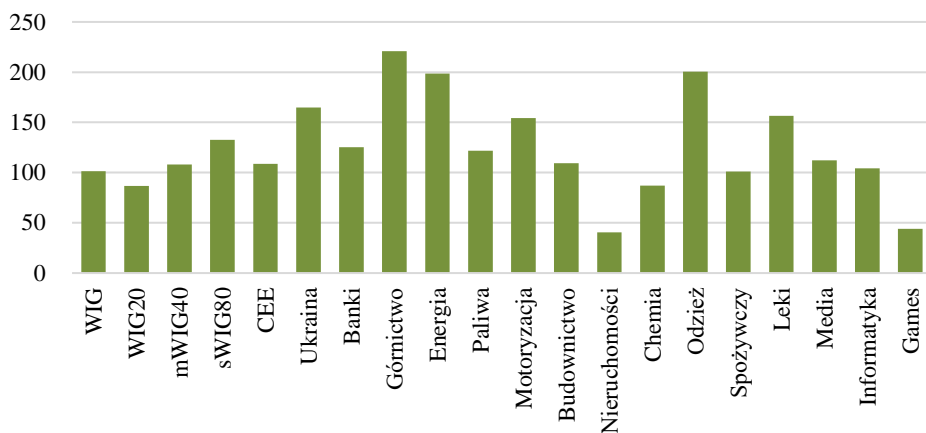
Artur Zimny*

W 2020 r. giełdą wstrząsnęło pojawienie się pandemii koronawirusa. Spadek notowań był nie tylko głęboki (niespotykany od czasu kryzysu z lat 2007–2009), ale i bardzo gwałtowny: indeks WIG w przeciągu zaledwie 3 tygodni (od 21.02.2020 do 12.03.2020) spadł o 35%. Od tego momentu nie minęły jeszcze pełne dwa lata, a oto nawiedził nas kolejny „czarny łabędź”: agresja na Ukrainę. Odbudowywana z mozołem wartość rynkowa spółek znów podlega silnej korekcie; tylko tego dnia, kiedy wieść o napaści obiegła świat, indeks WIG spadł o prawie 11%. Warto jednak zauważyć, że spadki zaczęły się nieco wcześniej: swoje maksimum WIG

* Doktor, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

DODATEK KWARTALNY

osiągnął w listopadzie 2021 r., po czym zaczęła się korekta, którą reakcja inwestorów na wojnę znacznie pogłębiła. W niniejszym opracowaniu analizie poddano stopy zwrotu zrealizowane w dwóch wyznaczonych wspomnianymi ekstremami okresach: pierwszy (od minimum z 12.03.2020 do maksimum z 05.11.2021) to okres wzrostów następujących w miarę przewycięzania i „oswajania” pandemii, drugi natomiast, trwający nadal (uwzględniono notowania do 11.03.2022 włącznie) jest czasem korekty, z odcisniętym silnie piętnem walki o Ukrainę.



Wykres 1. Stopy zwrotu z indeksów branżowych WIG w okresie 12.03.2020–05.11.2021 (w %)

Źródło: Stooq.pl.

Jak pokazuje wykres 1, startując z wyjątkowo niskiego poziomu, notowania wykazały w tym 20-miesięcznym okresie imponujące wzrosty. Najszerzy indeks giełdy, WIG, wzrósł o 101%, przy czym nieco wolniej zyskiwały na wartości spółki większe (WIG20 wykazał 87% wzrostu), a szybciej średnie (mWIG40: +108%), a tym bardziej małe (sWIG80: +133%). Wzrosty na warszawskiej giełdzie były więc w tym okresie wyższe niż na giełdach europejskich (np. niemiecki DAX wzrósł o 75%, a brytyjski FTSE 250 o 50%), a nawet amerykańskich (Nasdaq Composite wykazał wzrost o 122%, ale S&P 500 już o 89%, a Dow Jones Composite o 77%). Warto przy tym zwrócić uwagę na indeks WIG-Ukraina (składający się z notowań 8 spółek ukraińskich notowanych na naszej giełdzie), którego wzrost wyniósł 165%, deklasując zarówno indeks WIG-CEE (ponad 20 spółek z różnych krajów Europy Wschodniej, poza Polską), jak i rodzime indeksy, nawet sWIG80. Oznacza to, że inwestorzy wysoko oceniali perspektywy rozwojowe ukraińskich spółek. Potwierdza to wartość wskaźnika ceny do wartości księgowej (P/BV), który 05.11.2021 dla indeksu WIG wynosił 1,63, podczas gdy dla

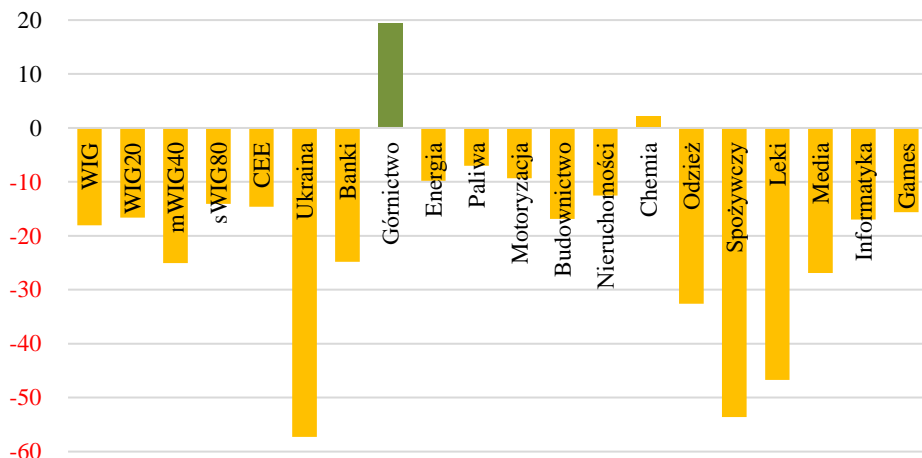
WIG-Ukraine: 3,19. Jak wiadomo, nadchodzące wydarzenia brutalnie zweryfikowały te optymistyczne oczekiwania.

Jeśli chodzi o branże, to liderami wzrostów na warszawskim parkiecie były spółki górnicze, energetyczne oraz odzieżowe. Co do górnictwa, to tak dobra koniunktura może się wydawać zaskakująca, skoro dość powszechnym trendem jest odchodzenie od węgla. Można jednak napotkać opinię, że właśnie ta nasilona walka z tym paliwem doprowadziła do jego deficytu na rynku, skutkiem czego zastępujące go paliwo przejściowe, tj. gaz, zaczęło drożeć, a to spowodowało, że węgiel zaczął wracać do łask, co przełożyło się na wzrosty jego cen i zmniejszenie strat ponoszonych przez spółki górnicze i stąd, zapewne, wzrosty ich wycen na giełdzie. Znaczny wzrost notowań energetyki w 2021 r. również jest zagadkowy, biorąc pod uwagę mocno rosnące koszty uprawnień do emisji CO₂, drożący węgiel i konieczność ponoszenia znacznych nakładów na rozwój odnawialnych źródeł energii oraz inteligentne opomiarowanie, do czego dołączył jeszcze konflikt z Czechami o elektrownię Turów. Tu jednak wskazuje się, że kryzys energetyczny wymusił poszukiwanie tańszej energii, którą okazał się prąd z węgla, a to przyczyniło się – paradoksalnie – do poprawy wyników finansowych spółek energetycznych (więc i do wzrostu ich wycen). Co do branży odzieżowej, to została ona mocno dotknięta przez pandemię w 2020 roku, po czym jednak nastąpiło silne odbicie – zapewne popyt „odreagował” zaległości w zakupach, przyczyniając się do wzrostu sprzedaży i zysków spółek odzieżowych. Okres pandemii, związany ze szczególną zapobiegliwością o zdrowie swoje i najbliższych, na pewno przełożył się też na popyt na produkty farmaceutyczne, stąd wśród liderów wzrostów notowań znalazły się również spółki z indeksu WIG-Leki.

Do indeksów wyróżniających się najslabszym tempem wzrostów w okresie 12.03.2020–05.11.2021 należą WIG-Nieruchomości i WIG-Games. W 2021 r. notowano silne ożywienie popytu na rynku mieszkaniowym i w ślad za tym rosnące ceny, dlatego tak skromny wzrost indeksu WIG-Nieruchomości, w zestawieniu ze wzrostami indeksów innych branż jest zastanawiający – tym bardziej, że branża pokrewna, tj. budownictwo, odnotowała w tym okresie całkiem przyzwoity wzrost indeksu. Podobnie, zaraz po wybuchu pandemii podkreślano dużą dynamikę popytu na produkty firm tworzących gry komputerowe (sprzyjały temu długie okresy wymuszonych pobytów w domach, zwłaszcza dzieci i młodzieży; branża odnotowała kilka spektakularnych premier nowych gier), a jednak w dłuższej perspektywie wzrost indeksu spółek z tej branży okazał się, na tle pozostałych, relatywnie mały. Pewnym problemem dla branży był deficyt sprzętu gaminowego na rynku, wywołany nagłym wzrostem popytu przy niedostatecznej podaży, ale nie wydaje się, by był to główny czynnik osłabiający potencjał wzrostu branży gier.

DODATEK KWARTALNY

Wykres 2 pokazuje stopy zwrotu w okresie spadków, za którego początek przyjęto tu 5 listopada 2021, kiedy to WIG osiągnął najwyższy poziom w swojej historii.



Wykres 2. Stopy zwrotu z indeksów branżowych WIG w okresie 05.11.2021–11.03.2022 (w %)

Źródło: Stooq.pl.

Najgłębszy spadek (aż o 57%) odnotował indeks WIG-Ukraina, odzwierciedlając dramatyczną sytuację, w jakiej znalazł się ten kraj. Wskaźnik cena do wartości księgowej (P/BV) dla tego indeksu obniżył się do 0,64, co oznacza, że inwestorzy kupują akcje ukraińskich spółek za niespełną 2/3 ich wartości księgowej, tj. wynikającej z ich bilansów; dla porównania, wskaźnik ten dla indeksu WIG wynosi obecnie 1,36, co oznacza wyceny rynkowe spółek o 1/3 wyższe od ich wartości księgowych, mimo iż indeks WIG obniżył się w badanym okresie o 18%. Nieporównanie mniejszy od indeksu WIG-Ukraine spadek (o 15%) wykazał szerszy indeks WIG-CEE, grupujący oprócz firm ukraińskich także kilkanaście innych niepolskich spółek ze Wschodniej Europy.

Spadki na giełdzie warszawskiej były generalnie głębsze niż na innych rynkach (Nasdaq Composite spadł w tym okresie o 20%, ale S&P 500 już tylko o 10%, a Dow Jones Composite o 7%; stopa zwrotu dla niemieckiego DAX wyniosła -15%, a dla brytyjskiego FTSE -14%). Wskaźniki te pokazują prostą zasadę: im dalej od terenów objętych wojną, tym słabsza negatywna reakcja inwestorów. Przy tej okazji warto również wspomnieć o sytuacji na giełdzie rosyjskiej, która mocno odczuła nałożone na ten kraj sankcje gospodarcze – w badanym

okresie spadki pogłębiały się, osiągając 25.02.2022 poziom -49%, po czym notowania zostały zawieszono.

Na polskim parkiecie przecena dotknęła przede wszystkim spółki średnie – indeks mWIG40 stracił 25%, wobec spadku WIG20 (spółki największe) o 17% i sWIG80 (spółki małe) o 14%. Spośród branż najgłębszą przecenę notują indeksy firm spożywczych, farmaceutycznych i odzieżowych, czyli tych, które najbardziej zależne są od popytu detalicznego, a więc są też najsilniej narażone na negatywne skutki notowanej już od roku wysokiej inflacji. Wzrost cen z jednej strony zwiększa wartość przychodów tych firm, ale z drugiej działa destymulująco na popyt i jeśli ten drugi efekt jest silniejszy, to wartość sprzedaży ostatecznie maleje. Na to nakładają się rosnące koszty wynagrodzeń (presja pracowników na wzrost płac) i dodatkowo transportu (wzrost cen paliw, zwłaszcza w związku z konfliktem Rosji z Ukrainą) oraz energii. Perspektywa pogorszenia się wyników finansowych (a wręcz strat) powoduje, że inwestorzy wycofują się z inwestycji w te spółki, które w pierwszej kolejności ucierpią na spadku popytu konsumpcyjnego i zapewne to jest powód tak głębokich spadków akurat tych indeksów.

Zastanawiające są natomiast relatywnie niskie spadki indeksów branż energetycznej i paliwowej, a tym bardziej dodatnie stopy zwrotu dla indeksów WIG-Chemia i WIG-Górnictwo. Energetyka ogłosiła z początkiem 2021 roku silny wzrost cen, zaakceptowany przez Prezesa Urzędu Regulacji Energetyki, z jednoczesnym programem dopłat do rachunków za prąd dla najuboższych. Być może inwestorzy kalkulują, że wzrost cen przyniesie poprawę rentowności spółek energetycznych bez obaw o koszty społeczne, które poprzez program osłonowy częściowo weźmie na siebie państwo. W przypadku branży paliwowej, która jest zagrożona wzrostem cen na światowych rynkach (ze względu na sytuację Rosji, będącej istotnym eksporterem tego surowca), oceny inwestorów mogą opierać się na podobnym schemacie: jeśli spółki paliwowe przerzucą wzrost cen na odbiorców końcowych, to może im to przynieść doraźną poprawę wyników finansowych. Trudno jednak zakładać, że będzie to trend długookresowy, bo wzrost cen na pewno skutkuje spadkiem popytu i zmniejszeniem wolumenu sprzedaży, co w dłuższej perspektywie będzie miało dla rentowności skutek negatywny. Inaczej rzecz się ma z polskim górnictwem – dla tej branży Rosja, znaczący dostawca węgla, jest poważnym konkurentem, a jego osłabienie jest dla polskich spółek wydobywczych dużą szansą na zwiększenie sprzedaży, nie tylko w kraju, ale i na eksport. Tym zapewne należy tłumaczyć, że indeks branży górniczej, jako jedyny, wykazał w badanym okresie satysfakcjonującą stopę zwrotu (19%); co prawda branża chemiczna również odnotowała wynik dodatni, ale był o wiele skromniejszy (wzrost o 2%, czyli poniżej wskaźnika inflacji, co realnie oznacza stopę zwrotu ujemną).

Perspektywy inwestycyjne na polskiej giełdzie nie są, póki co, optymistyczne. Jak pokazuje wykres 3, kurs WIG wyszedł w dół z trwającego prawie

DODATEK KWARTALNY

2 lata mocnego trendu wzrostowego, przełamując jednocześnie (pod koniec lutego, czyli w momencie ogłoszenia inwazji na Ukrainę) lokalną linię wsparcia, utworzoną przez kilka minimów z okresu listopad–luty. Pociężające jest, że spadki póki co wyhamowały przy kolejnej linii wsparcia, na poziomie nieco powyżej 55.000 punktów. W okresie takiej niepewności wszelkie prognozy są w zasadzie wróżeniem z fusów, bo niemożliwe wydaje się odgadnięcie jak długo potrwa wojna na Ukrainie, jakim rezultatem się zakończy i jakie będzie to mieć skutki dla Polski i jej otoczenia ekonomicznego. W tej sytuacji jakikolwiek sygnał, zwiastujący zmianę obecnego patowego i nieznośnego status quo, jest wyziewany przez inwestorów z nie mniejszym napięciem, niż przez strategów analizujących sytuację militarną. Dodatkowym wyzwaniem dla naszego kraju jest fala uchodźców, którą powitano w naszym kraju z otwartymi ramionami; społeczeństwo celująco zdało test z humanitaryzmu, ale niemniej ważne (jeśli nie ważniejsze) zadanie stoi teraz przed organami państwa: rozpocząć spontanicznie akcję pomocową trzeba skoordynować oraz przygotować stosowne narzędzia prawne i logistyczne pozwalające zabezpieczyć byt uchodźców w długim terminie, a także – na co również trzeba być przygotowanym – umożliwić im integrację ekonomiczną i asymilację społeczną, i to w warunkach wysokiej inflacji oraz trudności w zakresie zaopatrzenia w surowce energetyczne. Mając na uwadze sposób i rezultaty wprowadzania w Polsce reform pod szyldem Polski Ład należy stwierdzić, że te nowa wyzwania będą dla władz zadaniem wyjątkowo trudnym.



Wykres 3. WIG w okresie 02.01.2020–11.03.2022

Źródło: dane GUS.