

Komentarz Specjalny

Zyski, płace i ceny regulowane

- W ostatnich miesiącach w Europie Zachodniej coraz więcej uwagi przyciąga dyskusja o tak zwanej *sellers' inflation* lub *greedflation*, czyli inflacji powodowanej przez nadmierne podwyżki cen przez przedsiębiorstwa. W poniższym raporcie przyglądamy się temu tematowi w kontekście polskich danych i próbujemy ocenić na ile koncepcja *sellers' inflation* poprawnie opisuje zachowanie inflacji w kraju.
- W ostatnich kwartałach wzrostowi inflacji w Polsce rzeczywiście towarzyszył wyraźny wzrost zysków firm. Niemniej wydaje się, że jest to raczej objaw inflacji, niż jej przyczyna.
- Spoglądając na zdezagregowane dane o cenach konsumentów, trudno dostrzec oznaki, które mogłyby świadczyć o tym, że wysoka inflacja to efekt wykorzystywania monopolistycznej pozycji przez firmy.
- Naszym zdaniem najlepszym wyjaśnieniem trendów inflacyjnych w okresie popandemicznym pozostaje nadmiernie silny popyt.
- O ile zwolennicy koncepcji „zysk-flacji” czasami postulują wprowadzenie limitów cenowych lub cen regulowanych, rozwiązania te mogą tworzyć więcej problemów niż ich rozwiązywać. Tradycyjne zarządzanie popytem poprzez politykę pieniężną i fiskalną wydaje się bardziej adekwatnym rozwiązaniem.

Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciołek, CFA
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Maciej Bącal

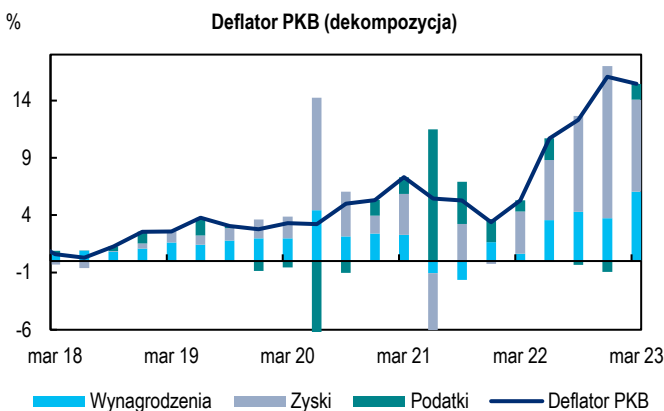
Zyski, płace i ceny regulowane

Trudno znaleźć polski odpowiednik słowa *greedflation*. Biorąc pod uwagę, że *greed* oznacza zachłanność, naturalnym tłumaczeniem byłaby *zachłflacja*. Niemniej ponieważ tego typu neologizm może nie być szczególnie łatwy do wymówienia, w naszym raporcie będziemy się trzymać mniej spektakularnego określenia „inflacja sprzedawców” lub „zysk-flacja”.

Czym jest *greedflation*?

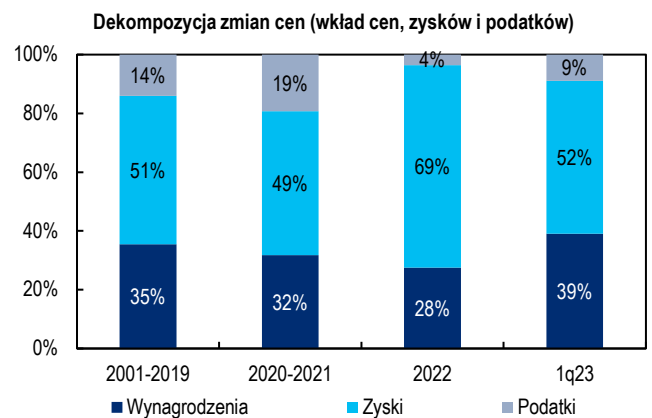
Zgodnie z opinią osób propagujących koncepcję inflacji sprzedawców (*greedflation*), obecna inflacja ma niekonwencjonalny charakter. Nie wynika ona z nadmiernego popytu, tylko z nadmiernego podnoszenia cen przez firmy. Zgodnie z tą koncepcją w reakcji na COVID i wojnę część firm posiadających (choćby tymczasową) pozycję monopolistyczną wykorzystwała swoją przewagę i podniosła ceny w skali, która ma zapewnić im wyjątkowo wysokie zyski. Działanie to ma być główną przyczyną podwyższonej inflacji, która jest obecnie obserwowana w wielu krajach. Najistotniejsze jest chyba to, że osoby doszukujące się przyczyn inflacji w nadmiernych zyskach proponują często również niestandardowe sposoby walki z inflacją. Zamiast podwyżek stóp procentowych opowiadają się za interwencjami państwa pod postacią np. mrożenia cen na wybrane (lub na wszystkie) produkty.

Wykres 1. Wzrostowi cen w ostatnich kwartałach rzeczywiście towarzyszył znaczny wzrost zysków firm...



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat

Wykres 2. ... choć trend ten zaczął się odwracać w 2023 roku



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat

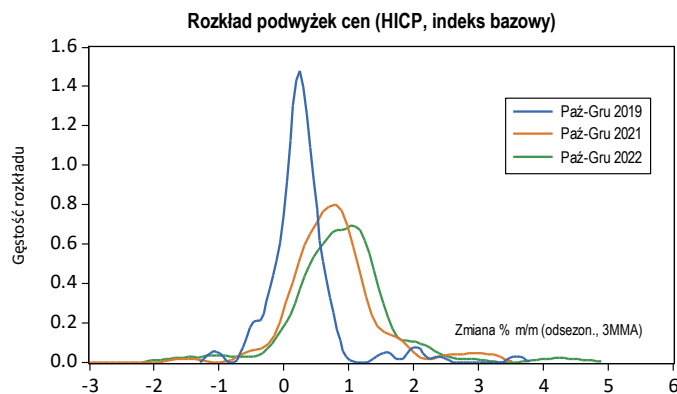
Punktem wyjścia dla analizy inflacji sprzedawców jest spojrzenie na to, co stoi za zmianami cen w gospodarce. Jest to możliwe poprzez dekompozycję deflatora PKB (a więc miary wzrostu cen w całej gospodarce) na komponenty powiązane z zyskami firm, wynagrodzeniami pracowników oraz podatkami. Jak pokazuje wykres 1, od 2022 roku wzrostowi inflacji towarzyszy wyraźny wzrost komponentu powiązanego z zyskami przedsiębiorstw. Historycznie zyski jednostkowe „odpowiadały” za mniej więcej połowę deflatora PKB, a wynagrodzenia za około 1/3. Sytuacja przedstawiała się podobnie nawet w czasie pandemii. Diametralna zmiana nastąpiła jednak w 2022 roku, kiedy udział zysków przekroczył 2/3, głównie kosztem niższych podatków (efekt tarcz). Najnowsze dane pokazują, że sytuacja jednak zaczęła się ponownie zmieniać w I kwartale 2023 roku, kiedy wzrosło znaczenie wynagrodzeń, a spadło znaczenie zysków (wykres 2).

Czy monopole odpowiadają za inflację w 2022?

Skoro za inflację mają odpowiadać decyzje firm-monopolistów, warto zadać sobie pytanie czy fakt ten znajduje w ogóle potwierdzenie w danych. Pozycję (niemal) monopolistyczną w gospodarce może mieć z definicji niewielka liczba firm, a więc na początku znaczne podwyżki dotyczyłyby przede wszystkim niewielkiej części koszyka inflacyjnego. W pozostałych kategoriach ceny rosłyby początkowo w sposób normalny, a dopiero potem zaczęłyby przyspieszać. Dane jednak nie potwierdzają takiej hipotezy.

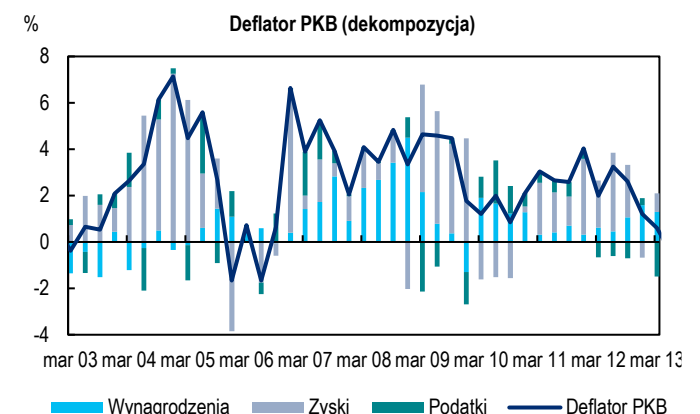
Wykres 3 przedstawia rozkład podwyżek cen w Polsce w kilku okresach. Wartości na osi poziomej pokazują zmiany cen w % w porównaniu z poprzednim miesiącem. Z kolei oś pionowa pokazuje jak często takie podwyżki się zdarzały. Na przykład w ostatnim kwartale 2019 roku większość kategorii koszyka inflacyjnego HICP notowała podwyżki ledwie przekraczające zero (szczyt niebieskiej linii pokazuje, że takich podwyżek było najwięcej), podczas gdy podwyżki o ponad 1% zdarzały się niezwykle rzadko (niebieska linia na prawo od 1 znajduje się bardzo nisko). Tego typu rozkład można uznać za typowy dla okresu sprzed ostatniego szoku cenowego.

Wykres 3. Rozkład podwyżek cen nie wskazuje na duże znaczenie firm o pozycji monopolistycznej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat

Wykres 4. W przeszłości zdarzały się zarówno okresy gdy rosnącej inflacji towarzyszyły wyższe zyski oraz okresy z wyższym wzrostem wynagrodzeń



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat

Jak wyglądałby wykres 3 gdyby szok cenowy pochodził od firm z pozycją monopolistyczną? Można zgadywać, że większość wykresu wyglądałaby podobnie, bo zdecydowana większość firm w polskiej gospodarce działa na rynku konkurencyjnym i dlatego większość podwyżek wciąż skupiona byłaby lekko powyżej zera. Główna różnica polegałaby na tym, że po prawej stronie wykresu ogon rozkładu powinien mieć drugi szczyt, odpowiadający znacznym podwyżkom przez firmy z (choćby tymczasową) pozycją monopolistyczną. Jednak sytuacja w ostatnim kwartale 2021, a więc w momencie gdy podobno inflacja sprzedawców miała właśnie „wybuchnąć”, wyglądała zupełnie inaczej.

Po pierwsze, w porównaniu z „normalnym” okresem rozkład podwyżek w IV kwartale 2021 roku był przesunięty w prawo, co oznacza że średnio podwyżki były większe niż w 2019 roku. Po drugie, wykres jest bardziej spłaszczony i rozpościera się daleko na prawo. Oznacza to, że podwyżki nie dotyczyły małej liczby kategorii, lecz rozlewały się na wiele kategorii (i

zapewne wiele firm). Rozpowszechnienie podwyżek sugeruje, że nie wynikały one z wyjątkowej przewagi wybranych firm.

Co stoi za inflacją?

Wracając do wykresu 1 – wbrew temu, jak często jest on interpretowany, nie pokazuje on *przyczyn* inflacji, lecz raczej miejsca w gospodarce, gdzie inflacja się ujawnia. Inflacja to proces, w którym rosnące ceny i koszty pracy wzajemnie na siebie oddziałują i wzmacniają się, ale główną przyczyną jest nadmierny popyt, a nie chęć podnoszenia cen¹.

W przeszłości zdarzały się okresy, gdy inflacja ujawniała się w komponencie odpowiadającym zyskom, a także okresy, gdy ujawniała się w wynagrodzeniach. Wszystko zależy od warunków występujących w danym momencie. Wykres 3 to kopia wykresu 1, która jednak przedstawia dane z lat 2003-2013. Wyraźnie widać, że na przykład w 2004 roku we wzroście inflacji dużą rolę odgrywały rosnące zyski. Był to efekt wysokiego popytu w okresie przystępowania Polski do UE. Z kolei w okresie 2007-2008 wzrostowi inflacji towarzyszyły podwyżki wynagrodzeń wynikające ze spadku podaży pracowników przy jednoczesnym boomie popytowym.

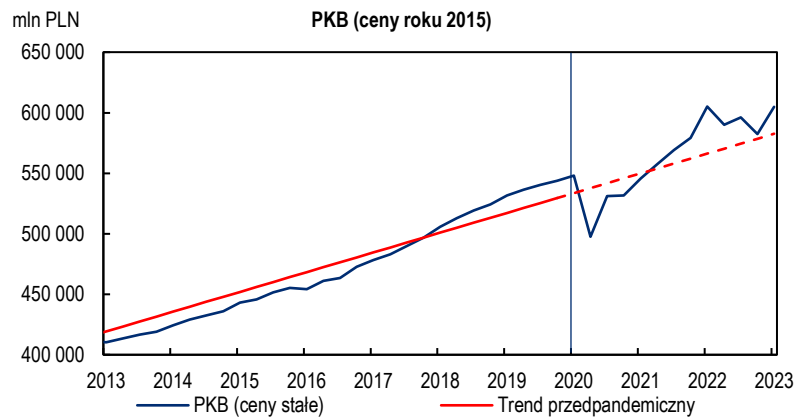
Zarówno w jednym jak i drugim przypadku, aby inflacja utrzymała się na wysokim poziomie konieczny był silny popyt. Aby ceny rosły, wydatki konsumentów i firm muszą być wyjątkowo wysokie w stosunku do możliwości produkcyjnych gospodarki. Bez tego czynnika nawet największe podwyżki cen przez firmy z pozycją monopolistyczną nie starczyłyby do napędzenia inflacji. Przy niskim popycie podwyżki cen sprawiłyby tylko, że gospodarstwa domowe mogłyby sobie pozwolić na mniejsze zakupy, a wynikający z tego spadek popytu sprowadziłby inflację do celu. Z kolei przy wysokim popycie podwyżki padają na podatny grunt i prowadzą do inflacji.

Naszym zdaniem właśnie ta rozbieżność między silnym popytem a słabą podażą tłumaczy wystrzał inflacji w 2021 i 2022 roku. Zdajemy sobie przy tym sprawę, że twierdzenie o nadmiernej sile popytu w sytuacji, gdy konsumpcja w Polsce spada przez trzy kwartały z rzędu może wydawać się mało przekonujące. Znajduje ono jednak potwierdzenie w danych.

Wykres 5 przedstawia strumień realnego PKB na tle przedpandemicznego trendu. Trend można traktować jako zgrubne przybliżenie potencjału polskiej gospodarki, a więc poziomu produkcji, który jest osiągalny bez tworzenia nadmiernej presji cenowej. Jeżeli PKB utrzymuje się powyżej trendu, wskazuje to na narastanie presji inflacyjnej, a gdy pozostaje poniżej potencjału, przyczynia się to do osłabienia inflacji.

¹ W rzeczywistości firmy zasadniczo zawsze chcą osiągnąć zysk i podnieść ceny, o ile jest to możliwe. Podobnie pracownicy chcą uzyskać jak najwyższe wynagrodzenie za swoją pracę. Niemniej nie zawsze występują warunki, które na to pozwalają i dlatego nie zawsze możliwy jest wzrost inflacji

Wykres 5. Pomimo ostrego hamowania z ostatnich kwartałów PKB wciąż znajduje się znacznie powyżej długoterminowego trendu



Źródło: Dane GUS, szacunki Citi Handlowy

Okazuje się, że nawet pomimo ostatniego ostrego hamowania gospodarczego, PKB pozostaje powyżej trendu. Co więcej, z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że w rzeczywistości różnica między PKB a potencjałem gospodarki jest jeszcze większa niż sugeruje wykres 5. Pandemia doprowadziła bowiem do obniżenia potencjału w stosunku do wcześniejszych trendów ze względu na efekt, jaki wywarła na pracowników (zgony, elastyczny czas pracy, „dług zdrowotny”) oraz na poziom kapitału (wyraźnie niższe inwestycje w stosunku do trendu w latach 2020-2021). Trudno oszacować skalę spadku potencjału, ale kierunek wydaje się jasny. W sumie oznacza to, że wyjaśnienie ostatniej inflacji nie wymaga odwoływania się do nowych teorii o zysk-fłacji. Stare teorie o nadmiernym popycie w pełni wystarczają.

Jak walczyć z inflacją?

W Polsce nie proponuje się na poważnie mrożenia cen, jednak biorąc pod uwagę rozgłos trwającej dyskusji o zysk-fłacji, warto zastanowić się nad potencjalnymi konsekwencjami. Jeżeli za inflacją stoi popyt, który jest zbyt wysoki w porównaniu z potencjałem gospodarki, mrożenie cen nie będzie stanowiło odpowiedniego rozwiązania. Jeżeli będzie ono dotyczyło tylko wybranych produktów, to ceny pozostałych towarów i usług wzrosną jeszcze silniej. Nie trzeba zresztą daleko szukać dowodów dla tej tezy - pomimo wprowadzanych ograniczeń cenowych, inflacja na Węgrzech nie tylko wzrosła, ale osiągnęła najwyższe poziomy w UE.

Jeżeli z kolei mrożenie dotyczyłoby cen wszystkich towarów/usług, nie zmieniłoby to faktu, że popyt pozostałby nadmiernie silny w stosunku do podaży. Jedną z potencjalnych konsekwencji byłyby zapewne niedobory najbardziej pożądanego produktów. Problem byłby tym poważniejszy, że trudno wyobrazić sobie działania, które mogłyby skutecznie powstrzymać zakupy w polskich sklepach przez obywateli krajów UE, gdzie ograniczenia cen nie obowiązują.

W sumie cała analiza prowadzi do wniosku, że jedynym skutecznym sposobem obniżenia inflacji byłoby ograniczenie popytu w pobliże, lub poniżej potencjału gospodarki. Kwestią otwartą pozostaje jak szybko ten proces musiałby postępować, ale niezmienny kierunek działań polityki gospodarczej (w tym fiskalnej) wydaje się jasny.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórcą dla tożsamych bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktami interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.