

KOMENTARZ EKONOMICZNY

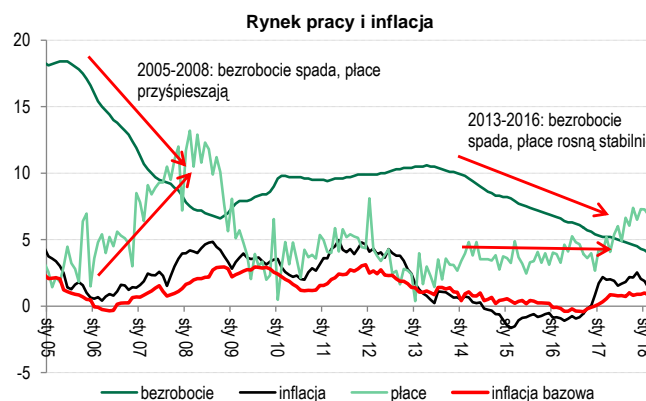
6 czerwca 2018

Czy polskie firmy stać na podwyżki płac i brak inflacji?

W Polsce w ostatnich latach zaobserwowano dość zagadkowe zachowanie płac i cen – nominalny wzrost płac nie przyspieszał w latach 2014-2016 mimo szybkiego spadku bezrobocia, a gdy wreszcie pojawiły się silne podwyżki płac, to nie przełożyły się one na wzrost inflacji, która, zamiast wzrosnąć, spadła. Na zjawiska te próbujemy rzucić nieco więcej światła, analizując wyniki finansowe polskich firm i stawiamy tezę, że za ich wyjaśnieniem stały m.in. zmiany rentowności przedsiębiorstw. W latach 2013-2015 wyniki firm uległy pogorszeniu, nie mogły one sobie zatem pozwolić na znaczące podwyżki płac. W kolejnych latach z kolei rentowność poprawiła się na tyle, że płace mogły przyspieszyć bardziej wyraźnie, a wyniki firm poprawiały się dalej. Niska inflacja globalna trzymała w ryzach ceny w sektorach zależnych od sytuacji światowej. Z kolei w sektorach, w których zmiany cen zależą głównie od czynników krajowych, sytuacja finansowa była na tyle dobra, że nie było konieczności podwyższania cen. Naszym zdaniem, w kolejnych kwartałach rentowność firm będzie się pogarszała, do czego przyczyni się wzrost presji płacowej i rosnące koszty pozapłacowe. W takiej sytuacji rosnąć powinna presja cenowa, ale dopiero za kilka kwartałów, gdyż firmy mają jeszcze duże bufory dzięki dobrym wynikom z ostatnich dwóch lat.

Marcin Luziński
tel. 22 534 18 85
marcin.luzinski@bzwbk.pl

Od maja 2013 r. bezrobocie w Polsce bezustannie spada, na początku 2016 r. stopa bezrobocia wg BAEL pobiła dotychczasowy rekord z września 2008 r. (6,7%), a w kwietniu 2018 r. osiągnęła 3,8%. W tym czasie polskie firmy coraz mocniej odczuwały skutki niedoboru siły roboczej i coraz chętniej rozglądały się za pracownikami z zagranicy, zwłaszcza z Ukrainy. Pod koniec 2016 r., po kilku latach stabilizacji w okolicach 4% r/r, wzrost wynagrodzeń zaczął przyspieszać, a na początku 2018 r. rosły one już w tempie ponad 7% r/r – najszybciej w czasach po ostatnim kryzysie finansowym. Można jednak postawić pytanie: czemu nominalny wzrost płac zaczął przyspieszać dopiero po trzech latach spadku bezrobocia i dlaczego szybki wzrost wynagrodzeń nie przełożył się (jeszcze) na wyższą inflację. Podczas poprzedniego okresu szybkiego spadku bezrobocia, w latach 2005-2008, wzrost płac zaczął przyspieszać prawie jednocześnie ze spadkami stopy bezrobocia, a w rok po przekroczeniu przez dynamikę wynagrodzeń poziomu 7% r/r inflacja była już powyżej górnej granicy odchylenia od celu (3,5% r/r).



Po deflacji w latach 2014-2016, inflacja CPI wyszła powyżej zera i nawet na chwilę osiągnęła cel inflacyjny 2,5% w listopadzie 2017. Wkrótce jednak znowu się obniżyła. Wypadła ona skromnie nie tylko wobec makroekonomicznego tła (wzrost PKB ok. 5% r/r, wg NBP domknięta luka popytowa w II poł 2017 r.), ale wyrwała się wyraźnie poniżej ścieżek dla innych państw z

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

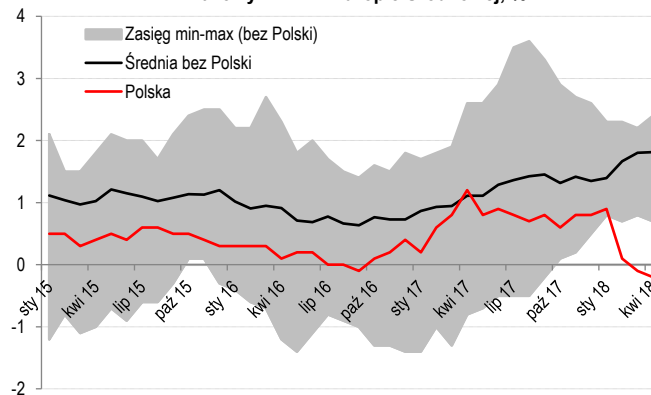
al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl
Piotr Bielski 22 534 18 87
Marcin Luziński 22 534 18 85
Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
Konrad Soszyński 22 534 18 86
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

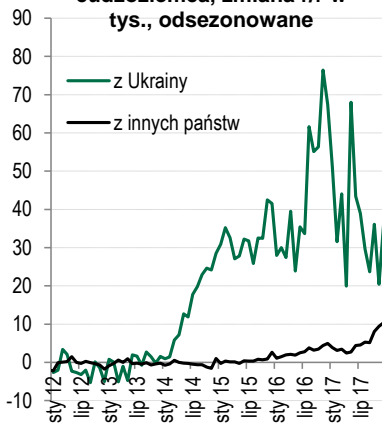
Poznań 61 856 5814/30
Warszawa 22 586 8320/38
Wrocław 71 369 9400

naszego regionu. Niskie odczyty inflacji i inflacji bazowej na początku 2018 r. częściowo można przypisać spadkom cen usług finansowych i ubezpieczeń OC, ale nie wyjaśniają one w pełni zachowania inflacji.

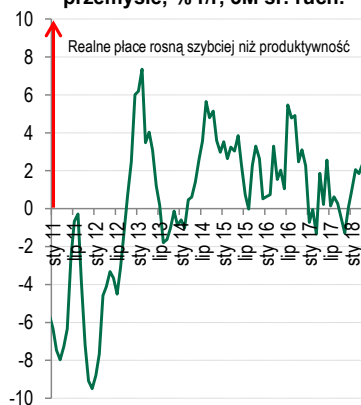
Bazowy HICP w Europie Środkowej, % r/r



Oświadczenia o zatrudnieniu cudzoziemca, zmiana r/r w tys., odsezonowane



Jednostkowe koszty pracy w przemyśle, % r/r, 3M śr. ruch.



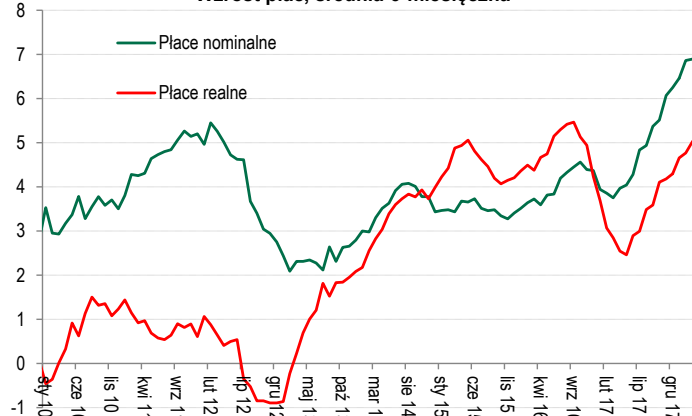
Próbując rzucić więcej światła na zagadkowe zachowanie inflacji i płac sięgnęliśmy do rachunku zysków i strat polskich firm, opublikowanego w [publikacji](#) „Wyniki finansowe podmiotów gospodarczych I-XII 2017”. Publikacja ta obejmuje firmy z sektora przedsiębiorstw zatrudniające ponad 9 osób. Łącznie obejmują ok. 1/3 pracowników w Polsce.

Czemu płace nie przyspieszyły w latach 2013-2016?

W okresie 2013-16 nominalne wynagrodzenia rosły dość stabilnie o ok. 4% r/r i nie przyspieszały. Niewątpliwie, rynek pracy miał jeszcze wtedy buforę dającą możliwość poprawy warunków pracownikom bez podnoszenia płac. W tym okresie dochodziło do przepisywania umów cywilnoprawnych na etaty, przenoszenia pracowników z umów na czas określony na stałe stanowiska, ale też zmniejszania wymiaru czasu pracy. Innym wyjaśnieniem trzyletniego opóźnienia w reakcji wynagrodzeń na spadek bezrobocia może być napływ pracowników z Ukrainy, który obniżał presję na wzrost płac. Jednak w takim przypadku trudno wyjaśnić, skąd wzięło się przyspieszenie płac pod koniec 2016 r., kiedy napływ pracowników zza wschodniej granicy bił rekord. Być może ich aspiracje płacowe zdążyły do tego czasu wzrosnąć?

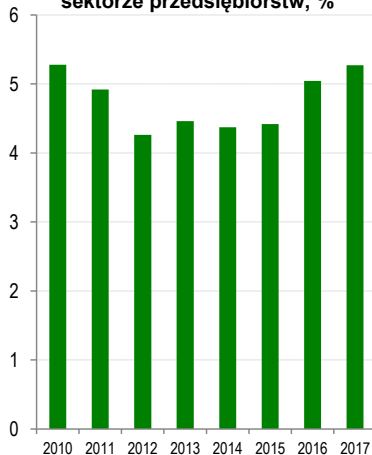
Należy też zwrócić uwagę, że inflacja spadała, a potem wręcz była ujemna w tamtym okresie, więc w ujęciu realnym wynagrodzenia rosły coraz szybciej. Deflacja mogła skutecznie ograniczać żądania podwyżkowe pracowników (spadek cen dotyczył głównie dóbr pierwszej potrzeby, więc wzrost siły nabywczej wynagrodzeń był stosunkowo łatwo odczuwalny). Dodatkowo, miało to przełożenie na sytuację finansową firm. Warto podkreślić, że poza deflacją, w okresie 2013-2016 r. mieliśmy też do czynienia z relatywnie umiarkowanym wzrostem gospodarczym (średnio 2,9% r/r), a mimo to płace rosły, w niektórych sektorach szybciej niż wydajność pracy (np. w przemyśle). Naszym zdaniem samo podtrzymanie tempa wzrostu wynagrodzeń w tym okresie było istotnym obciążeniem dla finansów firm.

Wzrost płac, średnia 6-miesięczna

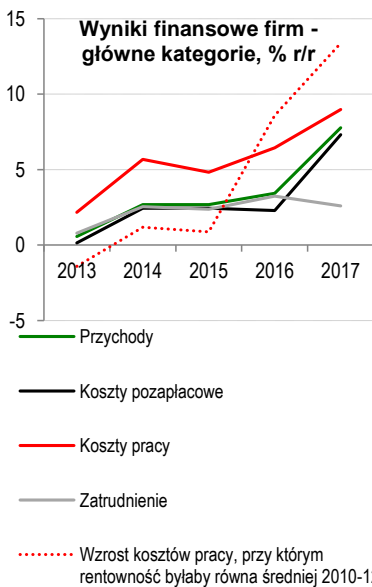


Naszym zdaniem pewnym wyjaśnieniem zaburzenia w relacji bezrobocie-płace może być właśnie sytuacja finansowa przedsiębiorstw. W latach 2010-2012 średnia rentowność polskich firm, liczona jako stosunek wyniku finansowego brutto do przychodów, wyniosła 4,8%. W latach 2013, 2014 i 2015 oscylowała blisko 4,4% i dopiero w 2016 r. odbiła do 5,0%. Skąd wzięło się spadek rentowności w latach 2013-2015? Przychody firm rosły dość wolno, ale jednak odrobinę

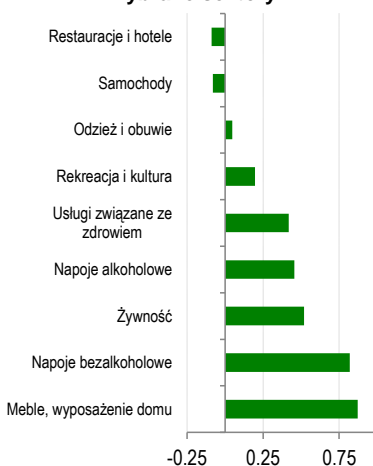
Wynik finansowy brutto w relacji do przychodów w sektorze przedsiębiorstw, %



Wyniki finansowe firm - główne kategorie, % r/r



Korelacja zmian cen w Polsce i strefie euro (HICP), wybrane sektory

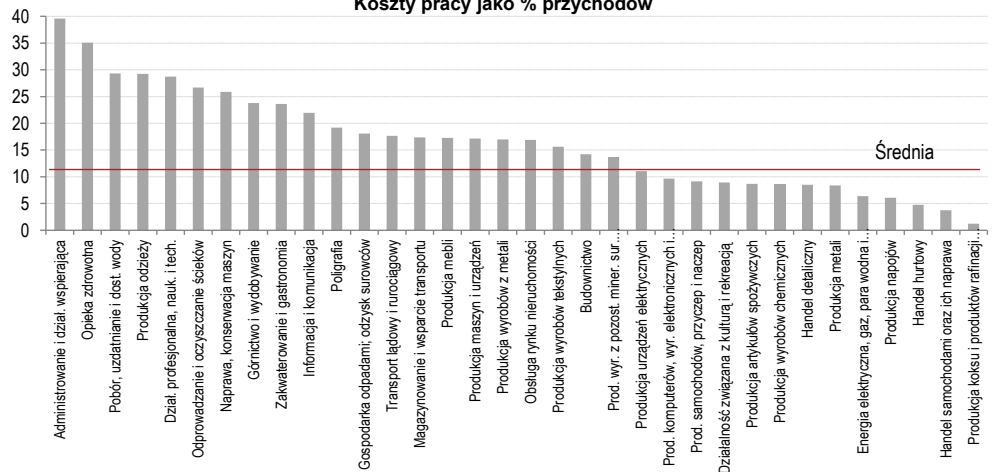


szybciej niż koszty pozapłacowe. Wyraźnie szybciej od przychodów rosły jednak koszty pracy. Wzrost kosztów pracy częściowo wynikał ze wzrostu zatrudnienia, który był silnie skorelowany ze wzrostem przychodów. Rentowność firm w tym okresie pogorszyła się zatem właśnie ze względu na wzrost płac, który po prostu był za szybki jak na obserwowany wówczas wzrost wydajności, cen i popytu. Żeby utrzymać rentowność na poziomie z lat 2010-2012, w latach 2013-2015 wzrost kosztów pracy musiałby być niższy o 4 punkty procentowe od zaobserwowanego. Warto podkreślić, że spadek rentowności w badanej populacji przedsiębiorstw wynikał przede wszystkim ze słabych wyników górnictwa, firm zajmujących się produkcją energii elektrycznej i produkcją koksu oraz produktów rafinacji ropy naftowej (skutek niskich cen węgla na rynku światowym). Gdyby wyłączyć te sektory z analizy, to można uznać, że wzrost kosztów pracy był adekwatny do możliwości polskich przedsiębiorstw.

W 2016 r. rentowność firm poprawiła się, głównie ze względu na wolniejszy wzrost kosztów pozapłacowych, więc na kolejny rok można było zaplanować większe budżety podwyżek i wyjść naprzeciw wciąż rosnącym niedoborom pracowników i rosnącej presji płacowej. Co ciekawe, w 2017 r. rentowność uległa dalszej poprawie, głównie ze względu na szybki wzrost przychodów. To oznacza, że na 2018 r. firmy mogły zaplanować dalsze przyspieszenie wzrostu płac.

W 2017 r., dzięki silnemu popytowi krajowemu i zagranicznemu polskie podmioty zanotowały wyraźny wzrost przychodów, średnio o 7,8% r/r. Koszty pozapłacowe również rosły, ale nieco wolniej – o 7,3% r/r. Policzyliśmy na jaki wzrost kosztów pracy w 2017 r. polskie firmy mogły sobie pozwolić, aby utrzymać zyskowność na poziomie z 2016 r. (liczoną jako wynik finansowy do przychodów) – było to 11,2% r/r, a więc więcej niż wyniósł faktyczny wzrost kosztów pracy (9,0% r/r). Gdyby za punkt odniesienia przyjąć średnią zyskowność w okresie 2013-2016 r., to koszty pracy mogłyby wzrosnąć aż o 15,8%, a gdyby rentowność z lat 2010-2012, to byłoby to 13,4% r/r. Konkludując, w 2017 r. nareszcie polskie firmy „stać było” na mocniejsze podwyżki wynagrodzeń bez ryzyka znacznego pogorszenia wskaźników rentowności.

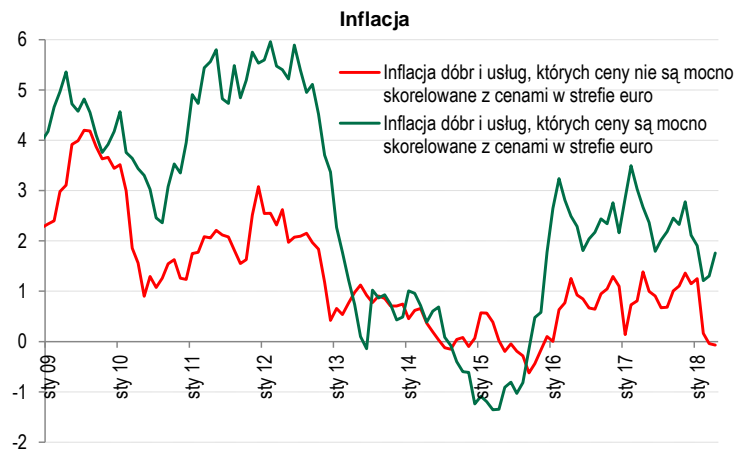
Koszty pracy jako % przychodów



Czemu ceny rosną słabo od 2013 r.?

Można zapytać: skoro polskie firmy przez kilka lat borykały się z niższymi rentownościami, to czemu nie podniosły cen, a inflacja w Polsce była niska lub nawet ujemna? Po pierwsze, proces przenoszenia presji kosztowej na ceny mógł być zakłócony poprzez działania zmierzające do wzrostu produktywności – automatyzacji, optymalizacji produkcji i łańcucha dostaw. Po drugie, część procesów cenowych w polskiej gospodarce jest determinowana czynnikami egzogenicznymi, na przykład cenami na globalnym rynku. Dotyczy to przede wszystkim dóbr podlegających wymianie międzynarodowej. W omawianym okresie inflacja była niska globalnie, stąd ceny w tych sektorach nie rosły szybko lub nawet spadały i dopiero w ostatnich kilku kwartałach odbiły w górę, do czego przyczyniły się m.in. wzrosty światowych cen surowców.

Bardziej interesujące wydają się tendencje w sektorach, w których procesy cenotwórcze determinowane są głównie przez czynniki krajowe. Żeby zidentyfikować te sektory, obliczyliśmy korelację zmian cen dla poszczególnych grup produktów i usług w HICP w Polsce i w strefie euro. Kategorie o korelacji poniżej 0,40 uznajemy za te, gdzie sytuacja krajowa gra główną rolę w procesie kształtowania cen. Są to przede wszystkim sektory usługowe (rekreacja i kultura, opieka zdrowia, restauracje i hotele), ale też niektóre przemysłowe: alkohole, odzież i samochody. W sumie stanowią one ok. 45% koszyka inflacyjnego. W przypadku tak dobranego wskaźnika również nie widać wyraźnych tendencji inflacyjnych w ostatnich latach.



W wybranych przez nas sektorach, w których ceny nie są mocno skorelowane z tendencjami za granicą, średnia rentowność przedsiębiorstw lekko się poprawiła w latach 2013-2016 wobec okresu 2010-2012. Innymi słowy: firmy, w przypadku których w procesie formowania cen dominuje czynnik krajowy, nie zanotowały pogorszenia wyników – nie odczuwały zatem silnej presji na wzrost cen.

Pod koniec 2016 r. inflacja bazowa wzrosła do ok. 1,0% r/r i dość powszechnie oczekiwano jej dalszego wzrostu w obliczu wyraźnej historycznej zależności wiążącej dynamikę płac w sektorze usług z inflacją w zakresie dóbr i usług niepodlegających wymianie międzynarodowej. Zwykle po 2-3 kwartałach przyśpieszenie płac odbijało się na cenach w tej kategorii. Jeszcze na przełomie roku wydawało się niemal przesądzone, że w tych okolicznościach nie ma miejsca na cofnięcie się inflacji bazowej. Tymczasem na początku 2018 r. wyhamowała zarówno inflacja CPI jak i inflacja bazowa. Wygląda na to, że wyniki firm ponownie mogą pomóc wyjaśnić to zjawisko. W 2017 r. rentowności firm były najlepsze od lat, i to w wielu sektorach. Wprawdzie koszty pracy rosły w szybkim tempie, ale w praktyce firmy mogły zinternalizować nawet szybszą stopę wzrostu płac dzięki rosnącym obrotom. W obliczu polepszających się wyników finansowych ponownie nie było konieczności przenoszenia rosnącej presji płacowej na ceny.

Presja rośnie, ale „efektu keczupu” nie będzie

Znamy już wyniki największych firm, zatrudniających 50 i więcej osób, w I kw. 2018. Segment ten stanowi ok. 85% sektora firm zatrudniających 10 i więcej osób – zarówno jeśli chodzi o zatrudnienie, jak i przychód. W pierwszym kwartale 2018 r. wyniki polskich firm zatrudniających 50 i więcej osób pogorszyły się – wzrost przychodów spowolnił i był wolniejszy niż wzrost kosztów. Rentowność obniżyła się do 4,8% wobec 5,4% w I kw. 2017 r. i 5,1% w I kw. 2016 r. Czy taka korekta rentowności skłoni firmy do zmiany polityki cenowej lub wynagrodzeń? Prawdopodobnie nie od razu, ponieważ zyskowność firm jest wciąż wyższa niż 4,0-4,3%, czyli wartości rejestrowane w pierwszych kwartałach lat 2010-2013. Co stanie się zyskami w kolejnych kwartałach? Gdyby przez cały rok 2018 przychody i koszty pozapłacowe rosły w takim tempie, jak w I kw. (odpowiednio 4,6% oraz 4,4%), to rentowność byłaby na poziomie z 2017 r. przy wzroście kosztów pracy o 6,1% r/r, na poziomie z lat 2013-2016 przy wzroście kosztów pracy o 12,6% r/r i na poziomie z lat 2010-2012 przy wzroście kosztów pracy o 10,3% r/r. W I kw. 2018 r. koszty pracy wzrosły faktycznie o 8,8% r/r, zatem przy kontynuacji trendów z pierwszych trzech miesięcy roku rentowność będzie się miała dobrze.

Nie można jednak wykluczyć, że w kolejnych kwartałach sytuacja firm będzie się dalej pogarszać. Niekorzystnie na wyniki będą wpływać wyższe koszty surowców i energii, dalej przyśpieszać będą płace. Naszym zdaniem stabilizacja napływu siły roboczej z Ukrainy i narastające niedobory kadrowe sprawią, że presja płacowa będzie narastać i pod koniec roku wzrost płac zbliży się do dwucyfrowego poziomu.

W takiej sytuacji rosnąć powinna presja na wzrost cen, ponieważ wzrostu kosztów nie będzie już można łatwo zrekomensować wzrostem obrotów. Niemniej, prawdopodobnie nie stanie się tak jeszcze w 2018 r., gdyż dobre wyniki z ubiegłych lat tworzą duży bufor. Ponadto, nie spodziewamy się wystąpienia „efektu keczupu”, tj. nagłego przyśpieszenia inflacji po latach jej słabości (analogicznie do butelki z keczupem, którą potrząsa się bez efektu, aż nagle keczup gwałtownie wypływa). „Efekt keczupu” byłby możliwy, gdyby polskie firmy odraczały podwyżki cen, a potem je zrealizowały w krótkim czasie. Badane przez nas wyniki firm pokazują, że podwyżki cen nie były w ostatnich latach konieczne z punktu widzenia firm, ponieważ rentowność pozostawała wysoka.

Udział przedsiębiorstw prognozujących wzrost płac, dane odsezonowane



gru maj paź mar sie sty cze lis kwi wrz
04 06 07 09 10 12 13 14 16 17

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl