



**Czy spirala
marżowo-cenowa
jest źródłem inflacji?**

Cytowanie:

Leszczyński, P., Mierzejewski, M., Mądry, T. (2023), *Czy spirala marżowo-cenowa jest źródłem inflacji?*, Working Paper, nr 3, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa.

Warszawa, Lipiec 2023 r.

Autorzy: Paweł Leszczyński, Mateusz Mierzejewski (Polski Instytut Ekonomiczny, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie), Tomasz Mądry

Redakcja merytoryczna: Paweł Śliwowski

Redakcja: Jakub Nowak, Małgorzata Wieteska

Projekt graficzny: Anna Olczak

Skład i łamanie: Sławomir Jarząbek

Polski Instytut Ekonomiczny

Al. Jerozolimskie 87

02-001 Warszawa

© Copyright by Polski Instytut Ekonomiczny

ISBN 978-83-67575-38-6

Spis treści

Kluczowe liczby.....	4
Kluczowe wnioski.....	5
Wprowadzenie.....	7
Rozdział 1. Marże polskich przedsiębiorstw w latach 2021-2022.....	10
Rozdział 2. Szczegółowy przegląd wybranych branż według poziomów marż.....	18
Podsumowanie.....	27
Załącznik: Metodologia i struktura próby.....	29
Bibliografia.....	31
Spis tabel i wykresów.....	33

Kluczowe liczby

10 proc. i 8 proc.

wyniosły marże w latach 2021-2022 w dużych firmach z branży usług biznesowych (w okresie 2014-2020 było to średnio 6 proc.)

26 proc. i 28 proc.

wyniosły średnie marże w małych i średnich przedsiębiorstwach z branży rolnictwa, ogrodnictwa i hodowli odpowiednio w latach 2021 i 2022 – to o 7 pkt. proc. w małych i o 13 pkt proc. więcej w średnich firmach niż marże z lat 2014-2020

21 proc. i 22 proc.

wyniosły średnie marże w średnich przedsiębiorstwach z branży nieruchomości w latach 2021-2022 (w okresie 2014-2020 było to średnio 6 proc.)

13 proc.

wyniosły marże w sektorze małych firm, podobnie jak w sektorze średnich firm z branży oprogramowania komputerowego w latach 2021-2022 (w okresie 2014-2020 było to odpowiednio średnio 8 proc. i 9 proc.)

28 proc. i 26 proc.

wyniosły średnio marże latach 2021-2022 w sektorze małych firm z branży bankowej i finansowej (w okresie 2014-2020 było to średnio 13 proc.)

Kluczowe wnioski

Na podstawie przeanalizowanych przez PIE wybranych wskaźników finansowych 6565 spółek pozyskanych z bazy ORBIS¹ nie można jednoznacznie stwierdzić, że w polskiej gospodarce w latach 2021–2022 mieliśmy do czynienia ze spiralą marżowo-cenową.

W zdecydowanej większości przypadków marże były wyższe, jednak nie przekraczały najwyższych poziomów w badanym okresie (2014–2022).

Najczęstsze wzrosty marż obserwowano wśród firm średnich: jedno na dwa przedsiębiorstwa, które podniosły swoje marże, należą właśnie do tej kategorii wielkościowej.

Blisko dwa razy więcej firm zwiększyło swoje marże, w porównaniu z wartościami historycznymi, niż obniżyło (kolejno 18 proc. zwiększyło i 10 proc. obniżyło marże)².

Mimo że w większości przedsiębiorstw (72 proc.) marże pozostawały w przedziale wartości notowanych historycznie lub nawet niższych, to ponad połowa (58 proc.) firm ze wszystkich kategorii wielkościowych znajdowała się bliżej górnego poziomu tego przedziału niż w latach 2014–2020.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że marże większości spółek znajdują się w zakresie obserwowalnym w przeszłości. Wśród małych i średnich firm wyjątki stanowią następujące branże: rolnictwo, ogrodnictwo i hodowla (średnia marża za lata 2014–2020 dla branży w sektorze małych przedsiębiorstw wynosiła 19 proc., a w średnich 15 proc.; w 2022 r. średnia marża w analogicznych kategoriach wielkościowych wynosiła kolejno: 24 proc. i 28 proc., w 2021 r. – 28 proc. i 24 proc.); nieruchomości (w sektorze średnich firm w latach 2021 i 2022 marże osiągnęły wartości kolejno 21 proc. i 22 proc., podczas gdy w latach 2014–2020 średnia wartość wskaźnika wynosiła

¹ Baza danych Bureau van Dijk agreguje dane księgowe wybranych przedsiębiorstw w krajach OECD. W naszym badaniu ograniczono zbiór do przedsiębiorstw polskich.

² W lipcu br. PIE opublikowało raport nt. marż w polskich przedsiębiorstwach w 2022 r. (Dębowska, Kłosiewicz-Górecka, Perło, Szymańska, Wejt-Knyżewska, Zybertowicz, 2023) Wynika z niego, że w zeszłym roku 40 proc. firm podniosło marże, a 21 proc. je obniżyło. Wnioski z raportu były oparte na badaniach ankietowych z udziałem firm oraz danych GUS. W niniejszej publikacji zajmujemy się marżami w okresie 2021–2022 na tle okresu 2014–2020, zaś źródłem danych są dane finansowe 6565 spółek pochodzące z bazy ORBIS. Różnice w uzyskanych danych wynikają więc z zastosowania innych metod oraz odmiennej struktury próby.

15 proc.); oprogramowanie komputerowe (sektor małych firm w latach 2014-2020 odnotowywał średnią marżę na poziomie 8 proc., w 2021 r. było to 16 proc., a w 2022 r. 13 proc., sektor średnich firm analogicznie wskazywał na średnią marżę w latach 2014-2020 wynoszącą 9 proc., w 2022 r. – 13 proc., zaś w 2021 r. – 12 proc.); przemysł drzewny, meblarski i papierniczy (w sektorze średnich przedsiębiorstw branża odnotowała marże na poziomie 8 proc. w 2021 r. oraz 7 proc. w 2022 r., w stosunku do średniej 5 proc. w latach 2014-2020); bankowość i usługi finansowe (w sektorze małych przedsiębiorstw branży średnia wartość marży w latach 2014-2020 wynosiła 13 proc., w latach 2021-2022 obserwowano zaś jej podwyższony poziom o wartościach kolejno 28 proc. i 26 proc.). Równocześnie jednak, w każdej z wymienionych branż odnaleziono potencjalne dodatkowe czynniki, które mogły przełożyć się na kształtowanie marż, ale nie są one wynikiem domniemanego efektu spirali marżowo-cenowej.

Z kolei w sektorze dużych firm wyjątki w postaci odchylenia poziomu marż od średnich historycznych zanotowano w: usługach biznesowych (średnia marża w latach 2014-2020 w branży wynosiła około 6 proc., zaś w latach 2021 i 2022 jej wartość utrzymywała się na poziomach kolejno 10 proc. i 8 proc.); handlu hurtowym (średni poziom marż na poziomie 4,5 proc. w latach 2014-2020, zaś w latach 2021-2022 jej poziom przekroczył próg 6 proc.) oraz przemyśle drzewnym, meblarskim i papierniczym (średni poziom za lata 2014-2020 wynosił w branży około 5 proc., zaś w ostatnich dwóch latach był bliski 7 proc.).

Podwyższone poziomy marż w okresie 2021-2022 mogły wynikać ze spłotu czynników, do których można zaliczyć: wzrost kosztów energii i kosztów pracy, problemy podażowe i wzrost cen na rynkach międzynarodowych czy zmiany zachowań konsumenckich.

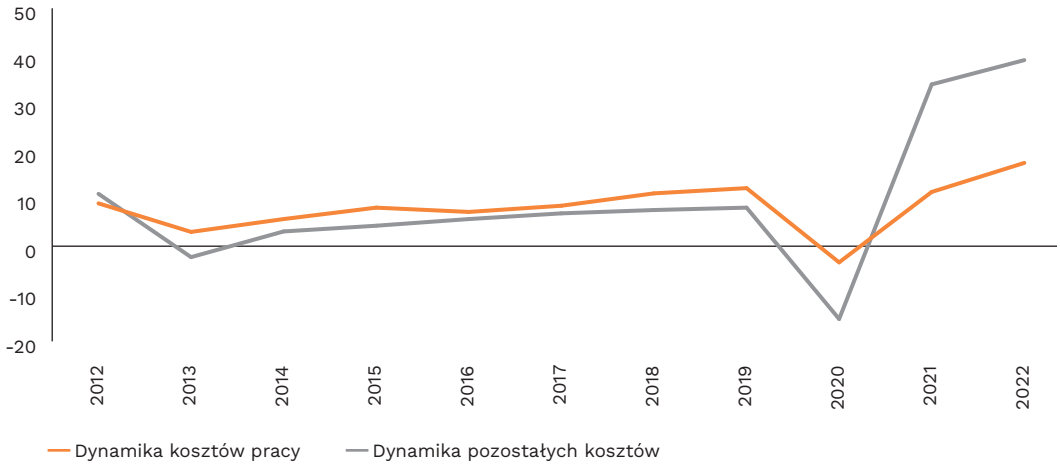
Wprowadzenie

Na przyczyny inflacji w Polsce składają się zarówno czynniki wewnętrzne, jak i zewnętrzne. Wśród nich należy wymienić konsekwencje polityki makroekonomicznej w czasie lockdownów, zachwianie globalnymi łańcuchami dostaw podczas pandemii, a także kryzys na rynkach energii i surowcowych wywołany wojną w Ukrainie (Śliwowski, 2022). Równocześnie, w debacie ekonomicznej podnoszone są argumenty wskazujące na coraz większy udział wewnątrz krajowych efektów podwyższonej inflacji. Wśród nich najczęściej wymieniane są dwa: spirala płacowo-cenowa oraz spirala marżowo-cenowa.

Pierwszy z nich, czyli spirala płacowo-cenowa opisuje sytuację, w której w warunkach niskiego bezrobocia na rynku pracy wzrost cen przekłada się na wzrost żądań pracowniczych co do nominalnych wartości płac, które dogonią lub też przewyższą poziomy odnotowywanej inflacji (Blanchard, 2022), równocześnie dalej ją napędzając. Co więcej, podwyższone poziomy oczekiwań inflacyjnych mogą, w warunkach niskiego bezrobocia, być brane pod uwagę przez przedsiębiorstwa w kontekście planowania przyszłych wynagrodzeń pracowników oraz cen oferowanych produktów i usług (Schwartzman, Waddell, 2022).

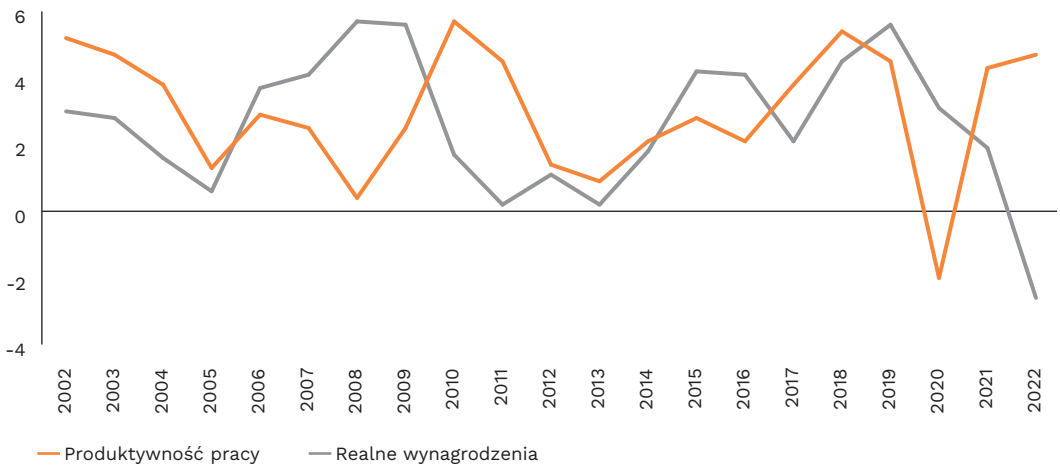
Dane GUS o wynikach finansowych przedsiębiorstw wskazują, że obserwowany w Polsce wzrost płac nie był głównym czynnikiem napędzającym inflację. Dynamika kosztów pracy, w odniesieniu do dynamiki pozostałych kosztów przedsiębiorstw w Polsce, jest niższa o ponad 20 pkt. proc. w ostatnich dwóch latach (wykres 1). To wskazuje, że obserwowany wzrost cen jest w większym stopniu podyktowany wzrostem kosztów pozostałych niż wzrostem płac. W zależności od branży obserwowany jest wyraźny wpływ różnego rodzaju kosztów, np. energii (Du, Li, Li, Lin, 2021) i innych kosztów operacyjnych (Qiao, Yin, 2021) na zachowania przedsiębiorstw.

Wykres 1. Dynamika kosztów pracy na tle dynamiki pozostałych kosztów (w proc., ujęcie r/r)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Wykres 2. Realne wynagrodzenia a produktywność pracy w XXI wieku (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS i Eurostatu.

Jak widać na wykresie 2, w 2022 r. obserwujemy wzrost produktywności płacy znacznie wyższy niż realny wzrost wynagrodzeń. W ostatnich 20 latach średni wzrost produktywności płacy również był wyższy niż realny wzrost wynagrodzeń. Co więcej, w badaniach opisujących historycznie samo zjawisko spirali płacowo-cenowej wskazuje się, że występuje ona rzadko, natomiast inflacja i wzrost płac nominalnych mają tendencję do stabilizacji, pozostawiając wzrost płac realnych zasadniczo niezmieniony (Alvarez, 2022). Reasumując, wzrost cen (do 2022 r.) wydaje się być raczej podyktowany kosztami pozapłacowymi, aniżeli kosztami pracy.

Drugim ze wspomnianych na wstępie zjawisk wpływających na wzrost i upórcość inflacji jest spirala marżowo-cenowa. Efekt spirali marżowo-cenowej polega na potencjalnej możliwości wykorzystania sytuacji otoczenia gospodarczego i wykorzystywania swojej pozycji rynkowej przez przedsiębiorców do podnoszenia cen oferowanych produktów i usług powyżej poziomu wzrostu kosztów ogółem, w celu uzyskania dodatkowej marży na prowadzonej działalności (Economic Policy Institute, 2023). W celu weryfikacji, czy w ostatnich miesiącach można mówić o występowaniu spirali marżowo-cenowej w Polsce, przeanalizowano dane o wynikach finansowych polskich przedsiębiorstw.

Raport składa się z dwóch rozdziałów. W pierwszym prezentujemy wyniki analizy dotyczącej poziomów marż notowanych w latach 2021-2022 na tle okresu 2014-2020 w podziale na branże oraz kategorie wielkościowe firm. W rozdziale drugim koncentrujemy się na próbie diagnozy czynników wpływających na zmiany poziomów marż w poszczególnych branżach, w których odnotowano poziomy marż wykraczające poza wartości obserwowalne historycznie.

Rozdział 1. Marże polskich przedsiębiorstw w latach 2021-2022

Podwyższony poziom inflacji, definiowany jako przekroczenie celu inflacyjnego, jest w Polsce obserwowany od 2020 r. (www1). Aby zbadać zmiany marż pod kątem wystąpienia spirali marżowo-cenowej w polskiej gospodarce, posłużono się obserwacjami wybranych wskaźników finansowych 6565 spółek znajdujących się w bazie ORBIS, które do dnia 01.06.2023 r. zaraportowały swoje wyniki poziomów marż za lata 2014-20223. Na potrzeby prowadzonych analiz **podwyższona marża indywidualna została określona jako przekroczenie dwukrotności wartości odchylenia standardowego od średniej wartości dla historycznych wyników marż** (lata 2014-2020 – dobór okresu wynikał z próby uchwycenia poziomów marż w branżach bez zakłóceń gospodarczych, ponieważ w latach 2008-2012 obserwowalne były efekty globalnego kryzysu finansowego). Taki dobór miary, pozwalającej zbadać zmiany marż, oznacza, że poziom marż notowany w latach 2014-2020 w 95 proc. przedsiębiorstw zawierał się w wyznaczonym zakresie (średnia +/- 2*odchylenie), zaś jego przekroczenie w pozostałych okresach może świadczyć o skłonności przedsiębiorstwa do podwyższania marży. Stąd też wybrane branże lub przedsiębiorstwa, mimo cechowania się wyższymi marżami, mogą się kwalifikować do kategorii firm o marżach utrzymujących się na poziomach historycznych, a więc pozostających w normie.

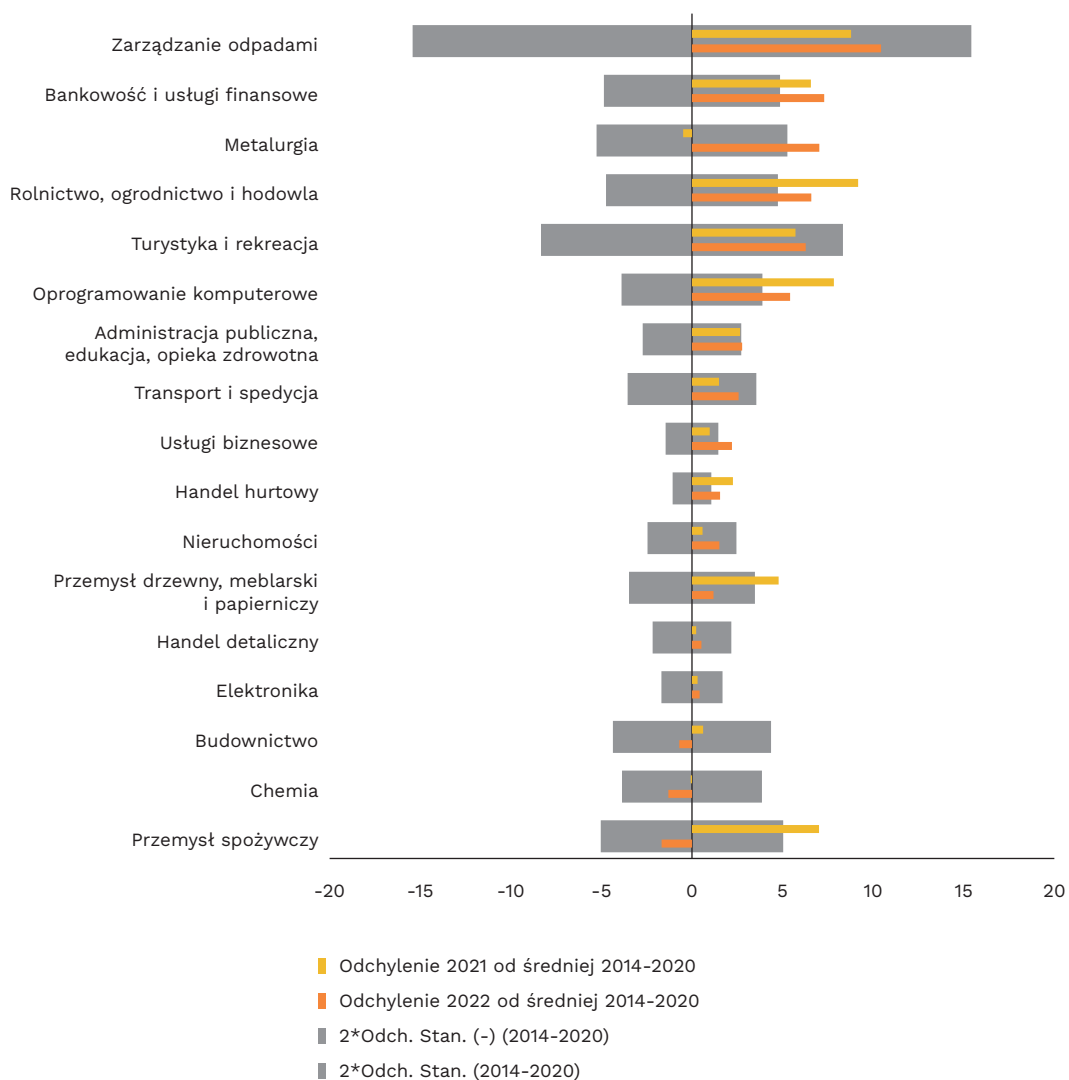
W badaniu wykorzystano wskaźnik marż brutto (w związku z czym wykorzystywany w pracy termin „marża” odnosi się do przedstawionej marży brutto) liczony dla każdego przedsiębiorstwa i okresu indywidualnie. Wskaźnik ten był określony zgodnie ze wzorem:

$$\text{Marża brutto (\%)} = \frac{\text{Zysk przed opodatkowaniem}}{\text{Przychody operacyjne (obróć)}}$$

Wartość przed opodatkowaniem była natomiast sumą wyniku finansowego (różnicy między przychodami a wydatkami finansowymi z uwzględnieniem amortyzacji) oraz zysku operacyjnego (EBIT) przedsiębiorstwa.

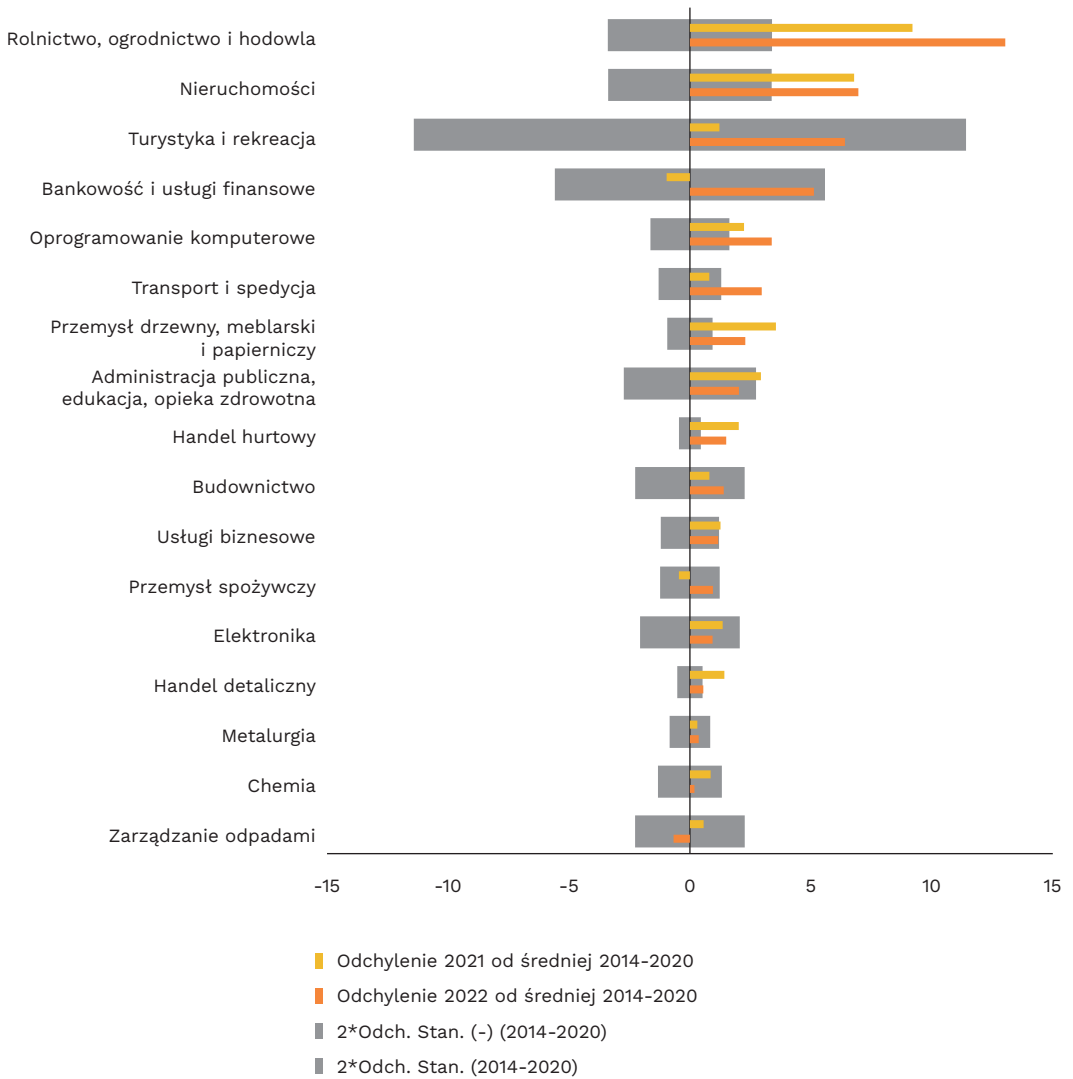
³ Szczegółowy opis wykorzystanej bazy danych oraz definicje sektorów znajdują się w załączniku niniejszego dokumentu (metodologia i struktura próby).

Wykresy 3. Średni poziom marż w latach 2021-2022 w stosunku do średniej 2014-2020 w małych firmach



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Wykresy 4. Średni poziom marż w latach 2021-2022 w stosunku do średniej 2014-2020 w średnich firmach



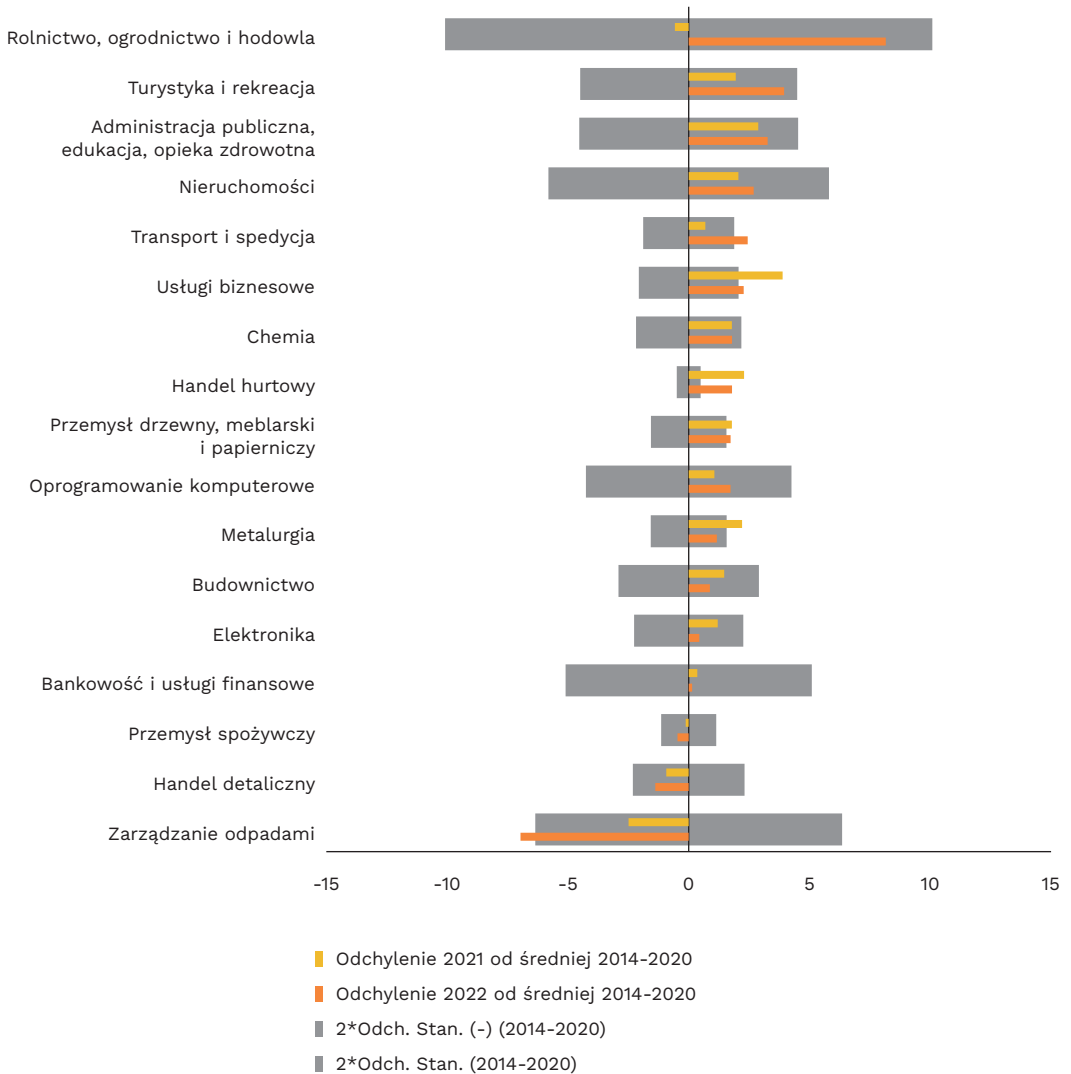
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Zmiany poziomów marż w podziale na kategorie wielkościowe firm

W małych i średnich firmach, w których zatrudnienie nie przekracza 150 osób, obroty nie są wyższe niż 10 mln EUR, zaś aktywa są poniżej 20 mln EUR, w latach 2021-2022, obserwowano podwyższone poziomy marż względem wartości średnich za lata 2014-2020. Oznacza to, że **przedsiębiorstwa sektora małych i średnich firm w latach 2021-2022 charakteryzowały się skłonnością do podwyższania marż, jednak podwyżki te nie wykroczyły poza przedział charakteryzujący daną branżę w poprzednich latach**, tj. odchylenie wartości marży od średniej w latach 2021 i 2022 zawiera się w przedziale odnotowanym w latach 2014-2020. Wyjątek w sektorze małych i średnich firm stanowią następujące branże:

- ▶ Rolnictwo, ogrodnictwo i hodowla – średnia marża za lata 2014-2020 dla branży w sektorze małych przedsiębiorstw wynosiła 19 proc., w średnich zaś 15 proc. W 2022 r. średnia wartość marży w analogicznych sektorach wynosiła 24 proc. i 28 proc., w 2021 r. – 28 proc. i 24 proc.;
- ▶ Nieruchomości – w sektorze średnich firm branża cechowała się podwyższonymi wartościami: w latach 2021 i 2022 poziom marż osiągnął wartości kolejno 21 i 22 proc., podczas gdy w latach 2014-2020 wartość średnia wskaźnika w tym sektorze wynosiła 15 proc.;
- ▶ Oprogramowanie komputerowe – branża odnotowała wyższe poziomy marż w obu wskazanych sektorach: sektor małych firm w latach 2014-2020 odnotowywał średnią marżę na poziomie 8 proc., w 2021 r. było to 16 proc. (w 2022 r. – 13 proc.), sektor średnich firm analogicznie wskazywał na średnią marżę w latach 2014-2020 wynoszącą 9 proc., w 2022 r. – 13 proc. (w 2021 r. – 12 proc.);
- ▶ Przemysł drzewny, meblarski i papierniczy – w sektorze średnich przedsiębiorstw branża odnotowała marże na poziomie 8 proc. w 2021 r. oraz 7 proc. w 2022 r., w stosunku do średniej 5 proc. w latach 2014-2020;
- ▶ Handel hurtowy – w sektorze małych przedsiębiorstw branża wykazywała w latach 2014-2020 średnią wartość marż na poziomie 4 proc., zaś w latach 2021-2022 odpowiednio 7 proc. i 6 proc. W średnich przedsiębiorstwach wartość średnia dla okresu 2014-2020 wynosiła 6 proc., zaś w latach 2021-2022 odnotowano poziom 7 proc.;
- ▶ Handel detaliczny – w sektorze średnich przedsiębiorstw średnia marża w latach 2014-2020 wynosiła 4 proc., a w latach 2021-2022 było to kolejno 5 proc. i 4,3 proc.;
- ▶ Bankowość i usługi finansowe – w sektorze małych przedsiębiorstw wartość średnia marży w latach 2014-2020 wynosiła 13 proc., natomiast w latach 2021-2022 obserwowano jej podwyższenie poziomu o wartościach kolejno 28 proc. i 26 proc.

Wykres 5. Średni poziom marż w latach 2021-2022 w stosunku do średniej 2014-2020 w sektorze dużych przedsiębiorstw



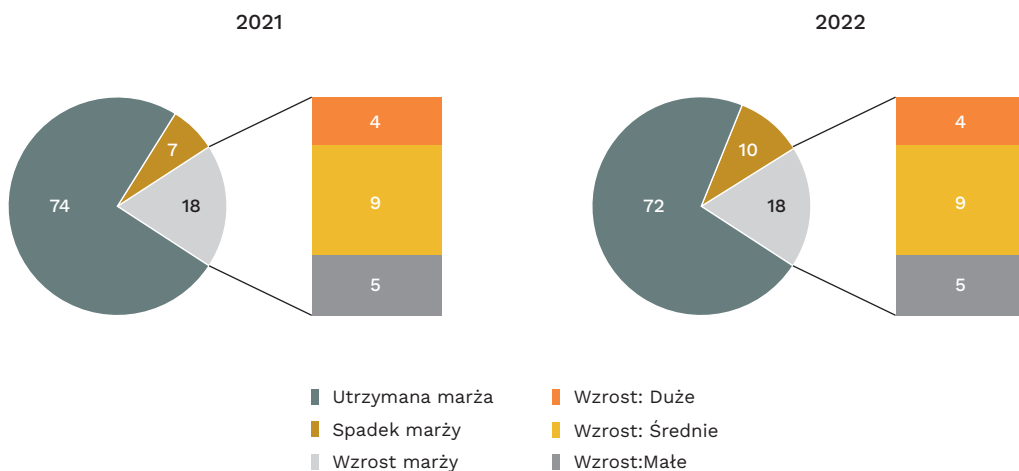
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

W sektorze **dużych przedsiębiorstw, w których zatrudnienie jest większe niż 150 osób, obroty przekraczają 10 mln EUR, zaś aktywa są większe niż 20 mln EUR również można obserwować podwyższoną skłonność do wyższych marż w niektórych branżach**, lecz, analogicznie jak w przypadku sektorów małych i średnich przedsiębiorstw, wartości marż pozostawały, w zdecydowanej większości, w zakresach notowanych historycznie. Wyjątkami w sektorze są:

- ▶ Usługi biznesowe – średnia marża w latach 2014-2020 w branży wynosiła około 6 proc., zaś w latach 2021 i 2022 jej wartość utrzymywała się na poziomach kolejno 10 proc. i 8 proc.;
- ▶ Handel hurtowy – branża cechowała się utrzymywaniem marży na poziomie 4,5 proc. w latach 2014-2020, zaś w 2021 r. i 2022 r. jej poziom przekroczył próg 6 proc.;
- ▶ Przemysł drzewny, meblarski i papierniczy – poziom średni za lata 2014-2020 wynosił w branży około 5 proc., zaś w 2021 r. i 2022 r. był bliższy poziomowi 7 proc.

Najczęstsze wzrosty marż w ujęciu sektorowym obserwować można wśród przedsiębiorstw średnich – jedno na dwa przedsiębiorstwa, które podniosły swoje marże należą właśnie do tej kategorii wielkościowej. Równocześnie, liczba firm w ujęciu ogólnym, która zwiększyła swoje marże w porównaniu do własnych wartości historycznych jest blisko dwukrotnie wyższa niż liczba firm, które te wartości obniżyła (**kolejno 18 proc. i 10 proc. zbioru**).

Wykres 6. Struktura sektorów ze względu na poziom marż w latach 2021-2022 w stosunku do wartości wskaźnika z lat 2014-2020 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Dynamikę kierunku zmian marż w poszczególnych branżach można obserwować również na podstawie stosunku liczby przedsiębiorstw odnotowujących podwyższone marże w latach 2021-2022 w stosunku do przedsiębiorstw tej samej branży odnotowujących marże poniżej historycznych obserwacji na poziomie indywidualnym. Jak zaprezentowano na wykresie 7, w 2022 r.

największe różnice odnotowano w branżach: rolnictwo, ogrodnictwo i hodowla (35 proc. przedsiębiorstw branży odnotowywało podwyższone wartości marż), bankowość i usługi finansowe (25 proc. podmiotów miało wyższe marże niż w okresie lat 2014-2020), transport i spedycja oraz handel hurtowy (co piąte przedsiębiorstwo branży charakteryzowało się podwyższonymi marżami w 2022 r.).

Wykres 7. Struktura branż ze względu na poziom marż w latach 2021-2022 w stosunku do wartości wskaźnika z lat 2014-2020 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Reasumując, chociaż **w przypadku większości przedsiębiorstw marża pozostaje w zakresie wartości obserwowalnych historycznie lub niższych w latach 2021-2022** (72 proc. badanych firm), to ponad połowa (58 proc.) firm ze wszystkich kategorii wielkościowych znajdowała się bliżej górnego poziomu tego przedziału niż w latach 2014-2020. Można wskazać na siedem branż, w których poziom marż w ostatnich dwóch latach był wyraźnie wyższy: rolnictwo, ogrodnictwo i hodowla; nieruchomości; oprogramowanie komputerowe; przemysł drzewny, meblarski i papierniczy; handel hurtowy i detaliczny; bankowość i usługi finansowe; usługi biznesowe. Poza wymienionymi branżami, **w latach 2021-2022 obserwowaliśmy tendencję przedsiębiorstw w Polsce do takiego podwyższania poziomów marż, które mieściło się w przedziale historycznym.**

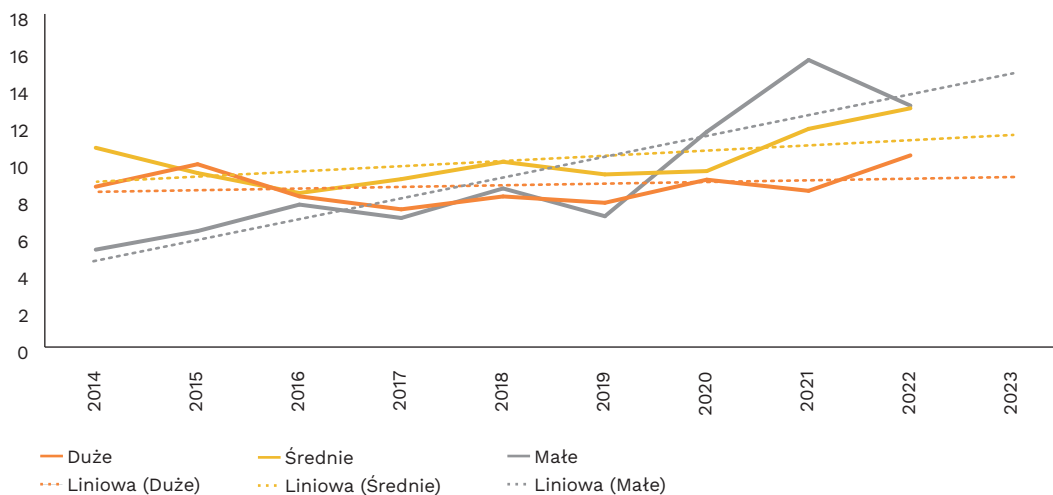
Rozdział 2. Szczegółowy przegląd wybranych branż według poziomów marż

W niniejszym rozdziale branże, co do których wykazano, że w latach 2021-2022 charakteryzowały się poziomem marż wykraczającym poza górny pułap średnich historycznych, opisano bardziej szczegółowo pod kątem diagnozy czynników, które mogły wpłynąć na wzrost marż.

Oprogramowanie komputerowe

W branży oprogramowania komputerowego wystąpił wyraźny wzrost marż w sektorze małych przedsiębiorstw (średni poziom marży wynosił dla sektora w 2014 r. mniej niż 6 proc., podczas gdy w 2022 r. był dwukrotnie wyższy). Jeszcze przed kryzysem pandemicznym branża utrzymywała wysokie poziomy marż, a nagłe przestawienie się wielu obszarów życia zawodowego i prywatnego na kanały zdalne przyczyniło się do poprawy jej kondycji. Dynamiczny rozwój branży, jak i sam wzrost marż wynika ze splotu kilku czynników, m.in.: wzrostu tempa technologicznych zmian globalnych, proinnowacyjnych zachęt ze strony polityki państwa, niskiego zapotrzebowania na kapitał trwały czy ostatecznie wyzwań strukturalnych polskiej gospodarki (potrzeba cyfryzacji i automatyzacji procesów) (Zduniuk, 2021). W następstwie szokowego wzrostu zainteresowania informatyzacją procesów (nie tylko w Polsce), przedsiębiorstwa branży odnotowały dynamiczny wzrost zamówień, a co za tym idzie nastąpił wzrost zatrudnienia i kosztów: branża informatyczna zatrudnia na chwilę obecną 525 tys. pracowników, a w ostatnich 6 latach widać stabilny wzrost zatrudnienia na poziomie ok. 2,5 proc. w ujęciu r/r. Branża przyciąga między innymi korzystnymi zarobkami, oferując wynagrodzenie w wysokości 174 proc. średniej krajowej (Emerging Europe, 2023). W efekcie gwałtownych zmian w liczbie zamówień, jak liczebności zatrudnienia, wzrost marż może być tymczasowym efektem odpowiedzi na szok gospodarczy i okresowo przyśpieszony proces cyfryzacji w wielu obszarach życia społecznego.

Wykres 8. Kształtowanie poziomu marż w branży oprogramowania komputerowego w latach 2014-2023 (w proc.)



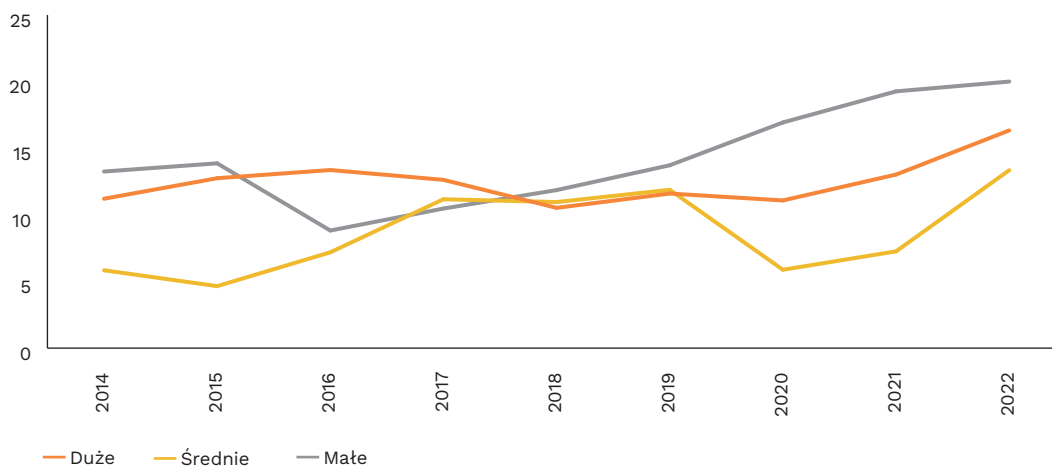
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Bankowość i usługi finansowe

Ze względu na charakter swoich działań branża bankowości jest jedną z najbardziej podatnych na zmiany stóp procentowych NBP będących odpowiedzią na podwyższoną inflację. W latach 2021-2022 można zaobserwować ogólny wzrost marż (w 2022 r. marża w sektorze małych przedsiębiorstw wynosiła 20 proc., średnich – 13 proc., a dużych – 16 proc.). Na wykresie 9 pokazano, jak zmieniały się te marże historycznie i widać stały wzrost w sektorze małych przedsiębiorstw. W bankach jednym z głównych czynników wpływających na poprawę rentowności był wzrost marż odsetkowych: jest to różnica między odsetkami w udzielanych kredytach a odsetkami od lokat. Należy pamiętać, że w ostatnich latach stopy procentowe zostały podniesione z rekordowo niskiego poziomu zarówno w Polsce, jak i w Unii Europejskiej, co w dużej mierze może wyjaśniać podwyższony poziom marż. Z raportu NBP o stabilności finansowej banków wynika, że wynik odsetkowy w 2022 r. wyniósł 30 mld PLN, najwięcej w ostatnich latach (Narodowy Bank Polski, 2023). Szczególnie wysokimi stopami zwrotu z aktywów charakteryzowały się banki spółdzielcze, ze względu m.in. na mniej regulacji prawnych, które musi spełnić bank spółdzielczy. Banki komercyjne muszą dostosowywać swoje wyniki odsetkowe pod MREL – Minimalny Wymóg Funduszy Własnych i Zobowiązań Podlegających Umorzeniu lub Konwersji, które to wymogi trzeba spełnić do końca 2023 r. Banki komercyjne również musiały liczyć się z wakacjami kredytowymi, odpisami na ryzyko prawne oraz, przynajmniej

w przypadku niektórych, zabezpieczeniami pod wyrok w sprawie frankowiczów TSUE. Niektóre raporty branżowe sugerują, że 2021 r. to był początek nowej ery w bankowości i od tej pory wskaźnik rentowności kapitału własnego będzie utrzymywał się powyżej 10 proc. (McKinsey, 2023). Jednak pojawiają się w debacie również głosy, że potencjał do dalszego wzrostu zysków w bankach wyczerpał się.

Wykres 9. Kształtowanie poziomu marż w branży bankowości i usług finansowych (w proc.)



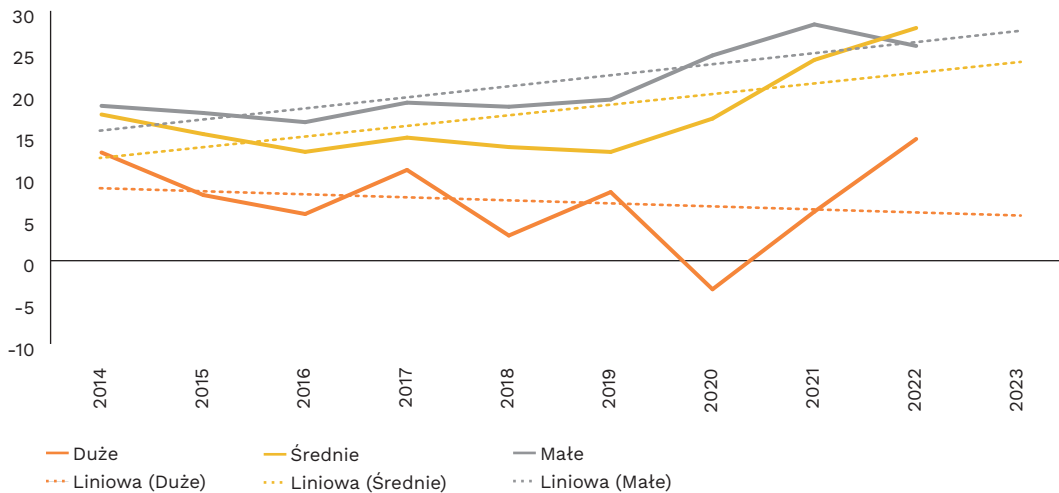
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Rolnictwo, ogrodnictwo i hodowla

Pozycja polskich przedsiębiorstw z tej branży na arenie międzynarodowej jest znacząca: pod względem wartości produkcji rolnej Polska zajmuje 5. miejsce wśród krajów UE-27, oraz 7. w wartości eksportu żywności. Polscy producenci są liderami UE w kategorii produkcji drobiu, jabłek, owoców miękkich i niektórych warzyw oraz należą do czołowych producentów zbóż (3. miejsce), wieprzowiny (4. miejsce) i mleka (5. miejsce). W 2021 r. wartość towarowej produkcji rolnej w Polsce wyniosła 100 mld PLN, zaś w kolejnym roku wzrosła o 2,1 proc. (czyli więcej niż średnia UE wynosząca 1,7 proc.) (Kosiak, Zaraś, Dziwulski, Karpińska-Klukowska, Byczak, 2023). Branża odnotowywała wzrosty marż w latach 2021-2022, w szczególności w sektorach małych i średnich przedsiębiorstwach, w których w 2019 r. poziom marż wynosił kolejno 19 proc. i 14 proc., zaś w 2022 r. wartości wskaźnika przekraczały próg 25 proc. Jako jedną z głównych przyczyn wzrostów marż w branży wskazać można wzmożenie wymiany handlowej na arenie międzynarodowej

(odnotowano silny wzrost salda w handlu zagranicznym artykułami rolno-spożywczym, które w 2022 r. wynosiło 15,5 mld EUR i było wyższe o 23 proc. r/r) oraz wzrost popytu i cen na europejskich rynkach rolno-spożywczych wynikający z: pojawienia się dodatkowych potrzeb żywnościowych związanych z migracją ludności oraz pomocą humanitarną (w wyniku rosyjskiej agresji na Ukrainę), rosnącego popytu związanego z „odmrożeniem” gospodarek po pierwszych falach pandemii COVID-19, a także wpływu zmian cen surowców energetycznych, który przełożył się na wzrost cen środków produkcji rolnej w UE. W rezultacie globalne notowania surowców rolnych osiągnęły szczytowe poziomy w I połowie 2022 r. wykazując dwucyfrowe dynamiki wzrostu, co znalazło odzwierciedlenie w zwwyżce cen produktów eksportowanych z Polski (Rykaczewski, 2023), a tym samym przełożyło się na marże uzyskiwane przez przedsiębiorstwa z branży.

Wykres 10. Kształtowanie poziomu marż w branży rolnictwa, ogrodnictwa i hodowli (w proc.)



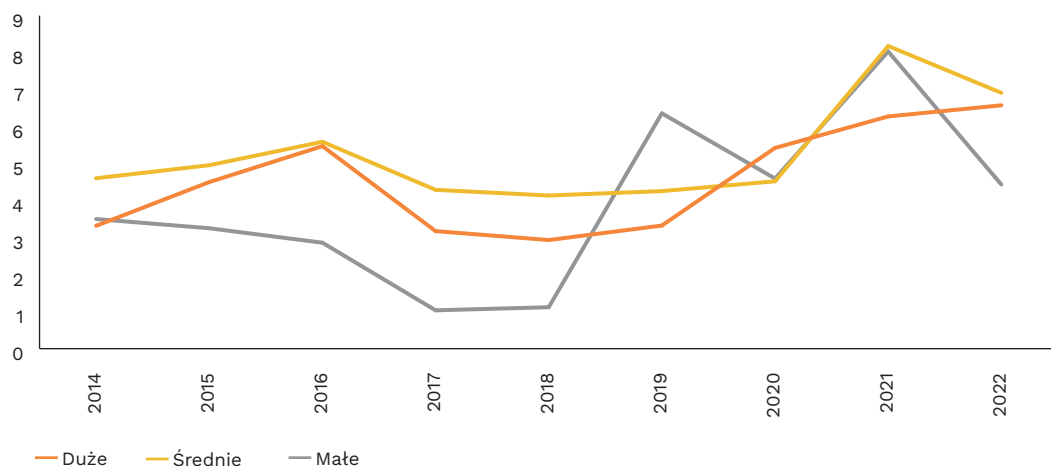
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Przemysł drzewny, meblarski i papierniczy

Mimo że przedsiębiorstwa branży drzewnej nie stanowią głównego komponentu polskiego przemysłu (odpowiadają za około 0,5 proc. polskiego PKB), to w perspektywie wszystkich krajów europejskich Polska jest jednym z liderów regionu UE (zajmuje 3. miejsce pod względem liczby przedsiębiorstw w branży). Branża jest wskazywana jako jeden z beneficjentów kryzysu pandemicznego, który z jednej strony przyczynił się do zmian preferencji

zakupowych konsumentów w kierunku dóbr trwałego użytku (co przy małej elastycznej zdolności przedsiębiorstw do zmiany podaży przyczyniło się do poprawy ich pozycji negocjacyjnej), z drugiej strony wiązało się z wdrażanymi tarczami anty kryzysowymi, których branża drzewna, meblarska i papiernicza okazały się jednym z głównych odbiorców (łączna kwota wsparcia dla przedsiębiorstw branży drzewnej wynosiła 1,3 mld PLN, meblarskiej 1,4 mld PLN, zaś papierniczej 0,4 mld PLN, w wyniku czego branża była jedną z najmocniej wspartych w ujęciu kwotowym w całej gospodarce (Bank Pekao, 2022b). W średnich i dużych firmach w branży przemysłu drzewnego, meblarskiego i papierniczego relatywnie stabilny poziom marż utrzymywany był w latach 2014-2018, w których wartości te oscylowały w przedziale 3-5,5 proc. W tym okresie sektor małych przedsiębiorstw odnotowywał spadek marż, który w 2017 r. osiągnął najniższy poziom 1 proc. W latach 2019-2022 obserwujemy natomiast wyraźny trend wzrostowy marż w branży we wszystkich kategoriach wielkościowych firm z tej branży, zaś najwyższe wartości wskaźnika marż można obserwować w 2021 r., w którym to przekraczały 8 proc.

Wykres 11. Kształtowanie poziomu marż w branży przemysłu drzewnego, meblarskiego i papierniczego (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Handel hurtowy i detaliczny

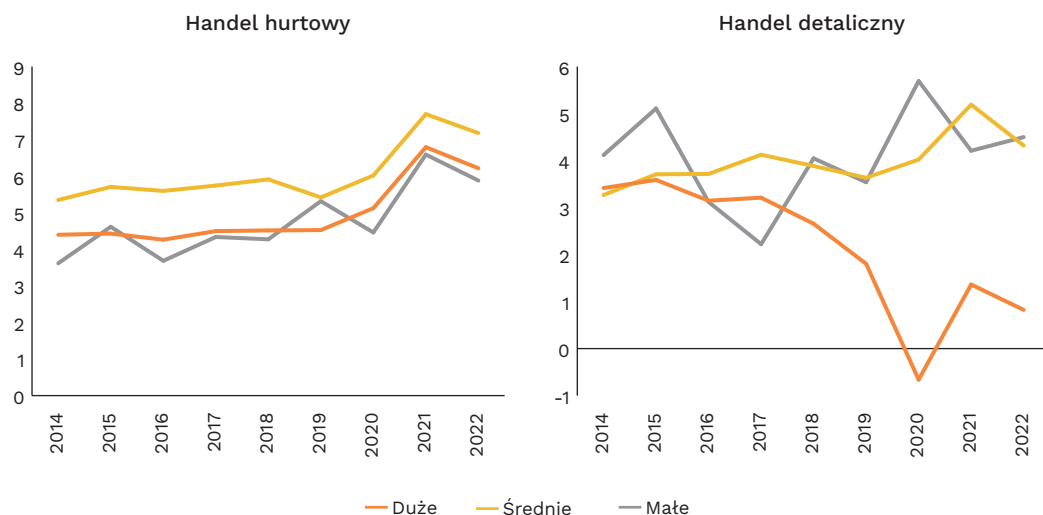
Przedsiębiorstwa branży handlu hurtowego i detalicznego, ze względu na przedmiot obrotu, są podatne na zmiany zarówno marż dostawców (przykładowo omawianych wcześniej branż rolnictwa czy produkcji drzewnej), jak

również cen nośników energii, które w okresie 2020-2022 odnotowały silne wzrosty i wahania. Niestabilne otoczenie kosztów prowadzenia działalności w branży doprowadziło do podwyżek cen, jak również mogło przetożyć się na czasowe niedostosowanie (zawyżenie cen) w latach 2021-2022 wynikające z próby uwzględnienia dalszych zmian po stronie kosztowej (przykładowo: od stycznia 2023 r. nastąpił wzrost płacy minimalnej do stawki godzinowej 22,80 PLN brutto). Prócz oczekiwań kosztowych, wpływ na zawyżenie marż mogły mieć działania podjęte w celu optymalizacji prowadzonej działalności w czasie kryzysu pandemicznego: zakładając, że pandemia zostanie utrzymana w ryzach w 2022 r., przedsiębiorcy koncentrowali się na rozwiązaniach problemów związanych z rosnącą penetracją rynku e-commerce oraz nadmiarem powierzchni handlowej, tym samym poprawiając własny stosunek przychodów operacyjnych do kosztów (Allianz Trade, 2023).

Sektor handlu jest jednak jednym z najmniej rentownych globalnie (10-letnia historyczna średnia marża operacyjna dla handlu detalicznego towarami pierwszej potrzeby wynosi 4,2 proc., zaś dla handlu detalicznego dobrami luksusowymi – 7,5 proc., przy równoczesnej średniej globalnej dla wszystkich branż wynoszącej 15,9 proc.) (Allianz Trade, 2023). Na tle wszystkich krajów UE polski sektor handlu wykazuje się jednak najwyższymi poziomami rentowności (przykładowo przeciętny poziom rentowności handlu detalicznego w Polsce wynosił 9 proc. w porównaniu do 5 proc. dla UE) (Bank Pekao, 2022a). Polska cechuje się również ponadnormatywnym, na tle UE, udziałem handlu w strukturze głównych agregatów gospodarczych (około 14 proc. w tworzeniu wartości dodanej w Polsce w porównaniu do 10 proc. średniej w Europie Zachodniej). Główne przemiany branży w Polsce następowały w ostatnich latach w podgrupach: handlu detalicznego oraz FMCG (produkty szybko zbywalne). W handlu detalicznym obserwowano wzrost konsumpcji prywatnej w latach 2014-2020, z którym wiązał się dynamiczny rozwój branży (liczony wielkością przychodów i inwestycji). W branży występowała również silna konsolidacja rynkowa, w szczególności w segmentach, w których wykształca się grupa liderów zdolnych do integracji rynku: niewyspecjalizowanych sklepów (JM Polska, właściciel „Biedronki” w 2020 r. generował 56 mld PLN przychodów, Lidl – 22 mld PLN), odzieży (główni gracze w 2020 r. – Pepco 5,7 mld PLN przychodów, LPP 4,8 mld PLN), kosmetyków (liderem branży jest „Rossmann” z wynikiem 9 mld PLN przychodów za 2020 r., kolejny jest „Hebe” z wynikiem 1 mld PLN) oraz obuwia (liderem jest spółka CCC z przychodami w 2022 r. na poziomie 2,2 mld PLN) (Bank Pekao, 2021). W segmencie handlu detalicznego kapitał zagraniczny odgrywał również istotną rolę kontrolując najbardziej dynamiczne sieci. W perspektywie krótkookresowej, biorąc pod uwagę strukturę branży oraz charakter przedmiotu jej działalności, wystąpiły korzystne zjawiska gospodarcze wpływające na poprawę jej wyniku: napływ migrantów z Ukrainy (przekładający się na ograniczenie wzrostu kosztów pracy oraz wzrost popytu na produktu pierwszej potrzeby – jeden z głównych przedmiotów obrotu branży) oraz przyspieszenie inflacji,

pozwalającej na aktywne kształtowanie polityki cenowej (większa akceptacja trendów wzrostowych cen produktów konsumpcyjnych i hurtowych przy ogólnych wzrostach cen obserwowalnych w gospodarce).

Wykres 12. Kształtowanie poziomu marż w branży handlu hurtowego i detalicznego (w proc.)



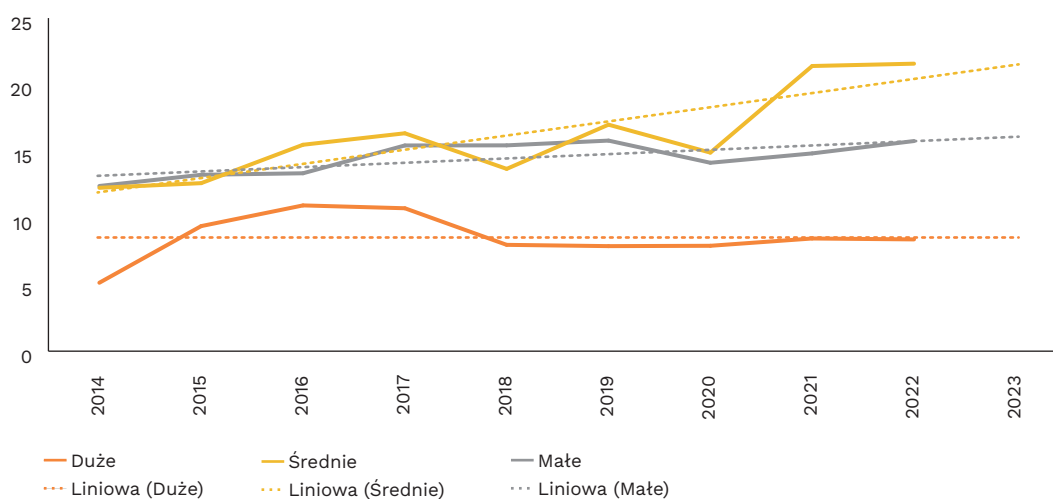
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Nieruchomości

Wyniki przedsiębiorstw z branży wskazują, że w latach 2021-2022 nie odczuwały one wyraźnych trudności finansowych, choć w danym okresie wystąpił szereg obserwowanych zawirowań rynkowych. W 2022 r. Polska pozostawała jednym z liderów względem liczby oddanych mieszkań w UE (239 tys., +2 proc. r/r), niemniej przy równoczesnym, gwałtownym spadku liczby wydanych pozwoleń na budowę (-13 proc. r/r) oraz rozpoczętych budów (-28 proc.) (Bank Pekao, 2023). Głównymi przyczynami ograniczenia podaży były z jednej strony wzrastające stopy procentowe NBP, które w konsekwencji przełożyły się na wzrost kosztów finansowania zakupu nowych nieruchomości, a co za tym idzie spadek zdolności zakupowych inwestorów i gospodarstw domowych (liczba i wartość kredytów mieszkaniowych w I połowie 2022 r. zniżyła o 70 proc. r/r), a z drugiej zaś koszty budowy (droższe grunty, surowce, materiały budowlane oraz praca). Równoległe czynniki kosztowe przełożyły się na utrzymanie trendu wzrostu cen mieszkań (deweloperzy nie wykazywali szczególnej skłonności do obniżek cen podczas kryzysu pandemicznego, zaś w latach 2020-2022 dynamika wzrostu cen oscylowała w okolicach 10 proc. r/r).

Z przeprowadzonej analizy wynika, że wzrosty marż w sektorze budownictwa obserwowane są od 2014 r. w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw. W latach 2014–2019 średnia wartość marży w tych sektorach wzrosła z 12 proc. do 16–17 proc., zaś w kolejnych dwóch latach obserwowano dalsze utrzymanie trendu wzrostowego, w szczególności wśród średnich przedsiębiorstw branży, które w latach 2021–2022 odnotowywały średni poziom marż przekraczający 21 proc. Najmniejszymi wzrostami cechowały się przedsiębiorstwa duże, które w 2020 r. osiągnęły poziom niecałych 8 proc. marży, co świadczyć może o odmienności odbiorcy produktów w branży oferowanych przez poszczególne przedsiębiorstwa kategoryzowane ze względu na wielkość. Ponadnormatywny poziom marż widoczny w ostatnich dwóch latach może być więc wynikiem sprzedaży nieruchomości, które powstały przy użyciu materiałów o cenach z lat wcześniejszych i pracy po cenach bieżących, uwzględniających wzrost. Dodatkowo, ograniczenie prac nad nowymi nieruchomościami przełożyło się na ograniczenie kosztów bieżącej działalności, tym samym przekładając się na dodatkową poprawę wyniku finansowego. Trudna sytuacja popytowa może jednak skutkować łagodzeniem oczekiwań cenowych wśród deweloperów, zaś dobre wyniki finansowe z lat 2021–2022 wydają się być trudne do powtórzenia.

Wykres 13. Kształtowanie poziomu marż w branży nieruchomości (w proc.)



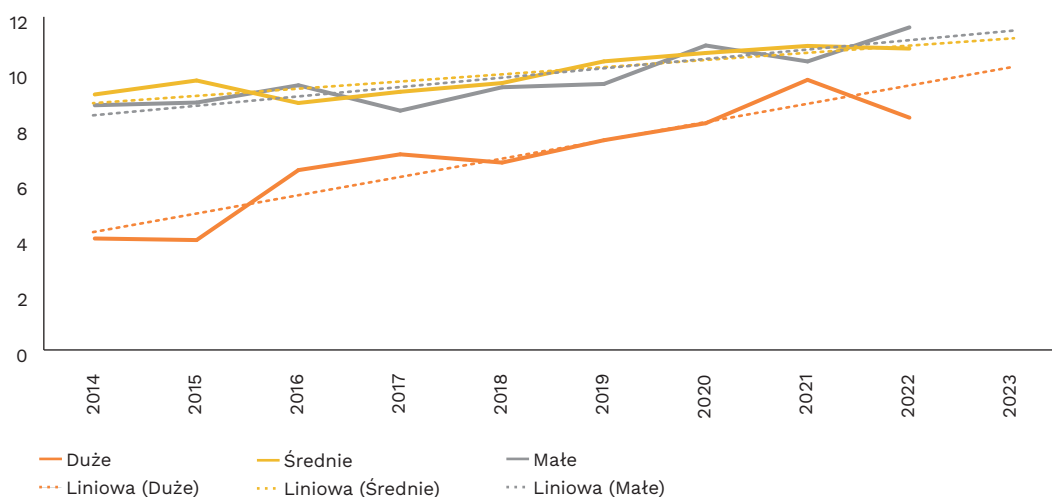
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Usługi biznesowe

Przedsiębiorstwa usług biznesowych to jedna z najszerzych klasyfikacji wg kategorii sektorów Bureau van Dijk (BVD) i obejmuje przedsiębiorstwa

zajmujące się audytem i rachunkowością, reklamą i marketingiem, wsparciem prawnym czy usługami serwisowymi dla przedsiębiorstw. Zmiany marży w tej branży widoczne są od początku okresu badania (2014 r.) i chociaż faktycznie w latach 2021-2022 marże przedsiębiorstw tej branży są najwyższe historycznie, to pozostają zgodne z przewidywanym trendem. Szczególny wzrost średniej marży obserwowalny był wśród największych przedsiębiorstw, w których z poziomu 4 proc. w 2014 r. wzrosła ona do ponad 7 proc. w 2022 r. Wzrost marż w branży przedsiębiorstw usług biznesowych może przekładać się w sposób realny na zwiększenie kosztów prowadzenia działalności gospodarczej w całej gospodarce, powodując spadek tempa jej wzrostu. Warto jednak podkreślić, iż przedstawiony wzrost marż występował w całym okresie, co wskazuje że ma on bardziej charakter koniunkturalny, niżeli rozpatrywanego efektu spirali marżowo-cenowej.

Wykres 14. Kształtowanie poziomu marż w branży usług biznesowych (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Podsumowanie

Przede wszystkim należy podkreślić, że badanie marż spółek opierało się na danych ORBIS, które pozostają pewną niedoskonałą reprezentacją stanu gospodarki i w związku z tym należy z dużą ostrożnością podchodzić do wniosków i ewentualnych uogólnień wynikających z ich przeglądu. Co więcej, dane te odnosiły się bezpośrednio do księgowych wartości polskich spółek, przez co w badaniu pomijane były istotne efekty działań optymalizacji podatkowych, w szczególności przedsiębiorstw międzynarodowych, które mogą przyczynić się do zniekształcenia obrazu stanu marż na korzyść obserwowanych spółek.

Ponadto warto odnotować, że tematyka wzrostu marż oraz ich ewentualnego wpływu na poziom oraz uporczywość inflacji jest żywo dyskutowana w światowej debacie ekonomicznej. Przykładem może być tu ostatni raport Międzynarodowego Funduszu Walutowego (IMF, 2023). Wynika z niego, że w badanym okresie (I kwartał 2022 r. – I kwartał 2023 r.) zanotowano zauważalny wzrost zysków w niektórych sektorach gospodarki: górnictwie, rolnictwie czy budownictwie, jednak dostępne dane nie wskazują na to, by wzrost marż miał charakter powszechny. Co więcej, w badaniach na temat wysokości marż pojęcie to najczęściej rozumiane jest jako marże zysku brutto (a więc stosunek wartości, który generuje przedsiębiorstwo z całej działalności operacyjnej i finansowej do wartości przychodów), zaś marża zysku operacyjnego (a więc z głównej działalności przedsiębiorstwa, np. w przypadku handlu jest to obrót towarami) jest tylko jej składową. Opisując kondycję sektorów czy branż pełniejszy obraz uzyskiwany jest przez zastosowanie marży zysku – ze względu na próbę uwzględnienia innych czynników, pozaoperacyjnych, jak oszczędności na poczet inwestycji, zmiany w kosztach obsługi długu, czy zarządzanie poziomami amortyzacji bieżącej, a więc elementów strategii zarządzania przedsiębiorstwem. Równocześnie więc wzrost wskaźnika marży zysku będzie zależny od licznych czynników, z których część została wymieniona w niniejszej publikacji, co nie będzie równoznaczne z podnoszeniem marż operacyjnych, lecz z optymalizowaniem działalności przedsiębiorstwa jako całości.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że marże większości spółek znajdują się w zakresie obserwowalnym w przeszłości. Przesunięcie to sygnalizować może wystąpienie dwóch zjawisk ekonomicznych. Z jednej strony może być

wynikiem okresu koniunktury, w której znalazły się przedsiębiorstwa – cykle koniunkturalne są z natury dłuższe niż badany zakres czasowy, a co więcej wymagają odseparowania szoków gospodarczych (przykładowo kryzysu pandemicznego czy kryzysu finansowego), jednak podwyższony poziom marż może stanowić próbę dostosowania się przedsiębiorstw do występującego szoku lub też być wynikiem długookresowych wahań (Machin, Van Reenen, 1993). Z drugiej strony, przesunięcie części przedsiębiorstw w kierunku podnoszenia marż może stanowić wskazanie co do możliwego pojawienia się zjawiska spirali marżowo-cenowej, jednakże warto pamiętać, że podwyższone poziomy marż z lat 2021-2022 nie wykraczają (w większości obserwowalnych przypadków) poza pułap górnego poziomu średniej obserwowanej historycznie, czyli w latach 2014-2020. Wyjątki stanowią wybrane, szczególnie omawiane branże w niektórych kategoriach wielkościowych (sektorach), tj.: rolnictwo, ogrodnictwo i hodowla; nieruchomości; oprogramowanie komputerowe; przemysł drzewny, meblarski i papierniczy; handel hurtowy i detaliczny; bankowość i usługi finansowe; usługi biznesowe. Równocześnie jednak w każdej z wymienionych branż odnaleziono potencjalne dodatkowe czynniki, które mogły przełożyć się na kształtowanie marż wskazując, że nie są one wynikiem domniemanego efektu spirali marżowo-cenowej.

Wśród czynników, które w sposób istotny mogły wpłynąć na podniesienie marż przez wybrane branże w Polsce wymienić można:

1. Oczekiwania co do zmian kosztów prowadzenia działalności, w szczególności zmian kosztów pozyskiwania produktów, kosztów energii oraz kosztów pracowniczych.
2. Optymalizacja prowadzonych działalności w odpowiedzi na zmiany zachowań konsumenckich podczas kryzysu pandemicznego (np. zmniejszenie powierzchni pracy i handlu, wprowadzenie usług i sprzedaży zdalnej);
3. Wzrost cen wybranych produktów na rynkach międzynarodowych (w szczególności na rynkach rolnych czy rynku drzewa);
4. Akceptacja trendów wzrostowych cen produktów konsumpcyjnych przy ogólnych wzrostach cen obserwowalnych w gospodarce;
5. Ograniczenie kosztów prowadzenia przedsiębiorstwa poprzez zmniejszenie zakresu jej działalności (np. budownictwo i spadek rozpoczynanych inwestycji).

Ostatnim elementem, który mógłby przyczynić się do wystąpienia podwyższonych marż pozostaje oczywiście efekt spirali marżowo-cenowej, niemniej z przeprowadzonej na potrzeby niniejszego raportu analizy nie wynika jednoznacznie, aby ten efekt występował – wyniki finansowe przedsiębiorstw wskazują na zbyt wiele czynników mogących mieć wpływ na podnoszenie marż. Trzeba jednak zaznaczyć, że monitoring danych napływających z gospodarki w najbliższych miesiącach pozwoli na pełniejszą analizę sytuacji w przyszłości.

Załącznik: Metodologia i struktura próby

Do badania posłużono się danymi z baz ORBIS za lata 2014-2022 obejmującymi wybrane wyniki finansowe 6565 spółek, które do dnia 01.06.2023 r. zaraportowały swoje wyniki poziomów marż za lata 2013-2022.

Tabela 1. Struktura próby przedsiębiorstw uwzględnionych w badaniu

Sektor	Duże	Średnie	Małe	Suma
Handel hurtowy	332	849	292	1473
Usługi biznesowe	118	321	492	931
Handel detaliczny	111	315	130	556
Budownictwo	75	302	173	550
Nieruchomości	35	131	211	377
Rolnictwo, ogrodnictwo i hodowla	17	178	117	312
Administracja publiczna, edukacja, opieka zdrowotna	21	130	136	287
Metalurgia	94	141	39	274
Transport i spedycja	47	153	58	258
Elektronika	88	109	58	255
Chemia	88	103	33	224
Przemysł spożywczy	104	94	24	222
Oprogramowanie komputerowe	26	89	105	220
Przemysł drzewny, meblarski i papierniczy	65	95	24	184
Turystyka i rekreacja	22	85	72	179
Zarządzanie odpadami	37	75	21	133
Bankowość i usługi finansowe	51	26	53	130
Suma	1331	3196	2038	6565

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych ORBIS.

Kategorie sektorów przyjęto zgodnie z zaproponowanymi kategoriami przez ORBIS, w których dany podmiot spełnia przynajmniej dwa z trzech danych kryteriów:

- ▶ Przedsiębiorstwa średnie: zatrudnienie między 15 a 150 osób; obroty między 1 mln EUR a 10 mln EUR; aktywa ogółem między 2 mln EUR a 20 mln EUR.
- ▶ Przedsiębiorstwa duże: zatrudnienie większe niż 150 osób; obroty większe niż 10 mln EUR; aktywa ogółem większe niż 20 mln EUR.
- ▶ Przedsiębiorstwa małe: firmy mniejsze, nie spełniające powyższych kryteriów.

Bibliografia

- Allianz Trade (2023), *Coping with inflation and Covid-19 again in 2022*, https://www.allianz-trade.com/en_global/news-insights/economic-insights/Coping-with-Covid19-in-different-ways.html [dostęp: 10.07.2023].
- Alvarez, E.B. (2022), *On the Dynamics of Relative Prices and the Relationship with Inflation: An Empirical Approach*, DOI:10.1007/s10614-022-10342-7.
- Bank Pekao (2021), *Handel detaliczny. Profil branży*, Warszawa.
- Bank Pekao (2022a), *Branża dystrybucji FMCG. Czy charakter dóbr pierwszej potrzeby zneutralizuje wpływ spowolnienia makro?*, Warszawa.
- Bank Pekao (2022b), *Drzewny rollercoaster. Czy po znakomitym roku 2021 i I półroczu 2022 krajową produkcję wyrobów z drewna czeka cykliczne załamanie?*, Warszawa.
- Bank Pekao (2023), *Krajowy rynek mieszkaniowy. Niepewność w krótkim okresie, dobre perspektywy długoterminowe*, Warszawa.
- Bell, D.E. (1995), *Risk, Return, and Utility*, Management Science, Vol. 41, No. 1.
- Blanchard, O. (2022), *Why I Worry About Inflation, Interest rates, and Unemployment*, PIIIE Realtime Economic Issues Watch, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/why-i-worry-about-inflation-interest-rates-and-unemployment> [dostęp: 10.07.2023].
- Du, W., Li, M., Li, K., Lin, J. (2021), *Impact of Energy Market Distortions on the Productivity of Energy Enterprises in China*, *The Energy Journal*, DOI: 10.5547/01956574.42.4.wdu.
- Emerging Europe (2023), *Future of IT*, <https://emerging-europe.com/future-of-it/> [dostęp: 10.07.2023].
- Economic Policy Institute (2023), *Even with today's slowdown, profit growth remains a big driver of inflation in recent years*, <https://www.epi.org/blog/even-with-todays-slowdown-profit-growth-remains-a-big-driver-of-inflation-in-recent-years-corporate-profits-have-contributed-to-more-than-a-third-of-price-growth/> [dostęp: 10.07.2023].
- Fama, E.F. (1971), *Risk, Return, and Equilibrium*, "Journal of Political Economy", Vol. 81, No. 3.
- IMF (2023), *Euro Area Inflation after the Pandemic and Energy Shock: Import Prices, Profits and Wages*, Working Paper No. 131
- Kosiak, P., Zaraś, E., Dziwulski, M., Karpińska-Klukowska, J., Byczak, A. (2023), *Inteligentne rolnictwo, a wyzwania ESG w Polsce*, PKO Bank Polski, Warszawa.
- Machin, S., Van Reenen, J. (1993), *Profit Margins and the Business Cycle: Evidence from UK Manufacturing Firms*, "The Journal of Industrial Economics", No. 41(1).

- McKinsey (2023), *McKinsey's Global Banking Annual Review*,
<https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/global-banking-annual-review> [dostęp: 10.07.2023].
- Narodowy Bank Polski (2023), *Raport o stabilności systemu finansowego*, Warszawa.
- Qiao, W., Yin, X. (2021), *Understanding the impact on energy transition of consumer behavior and enterprise decisions through evolutionary game analysis*, "Sustainable Production and Consumption", Vol. 28.
- Rykaczewski, G. (2023), *Polski eksport żywności. Gdzie szukać szans, aby w przyszłości podtrzymać wysoką dynamikę rozwoju?*, Bank Pekao, Warszawa.
- Schwartzman, F., Waddell, S. (2022), *Are Firms Factoring Increasing Inflation into Their Prices?*, Richmond Fed Economic Briefs, Vol 22, Iss. 8.
- Śliwowski, P. (2022), *Lekcje z „wielkiej inflacji” lat 70*, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa.
- Zduniuk, K. (2021), *Oprogramowanie i usługi IT. Charakterystyka branży, perspektywy rozwojowe, główne obszary*, Bank Pekao, Warszawa.
- (www1) <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-w-styczniu-2023-roku-dane-wstepne,2,135.html?pdf=1> [dostęp: 11.07.2023].

Spis tabel i wykresów

SPIS TABEL

Tabela 1. Struktura próby przedsiębiorstw uwzględnionych w badaniu	29
--	----

SPIS WYKRESÓW

Wykres 1. Dynamika kosztów pracy na tle dynamiki pozostałych kosztów (w proc., ujęcie r/r)	8
Wykres 2. Realne wynagrodzenia a produktywność pracy w XXI wieku (w proc.)	8
Wykresy 3. Średni poziom marż w latach 2021-2022 w stosunku do średniej 2014-2020 w małych firmach	11
Wykresy 4. Średni poziom marż w latach 2021-2022 w stosunku do średniej 2014-2020 w średnich firmach.	12
Wykres 5. Średni poziom marż w latach 2021-2022 w stosunku do średniej 2014-2020 w sektorze dużych przedsiębiorstw.	14
Wykres 6. Struktura sektorów ze względu na poziom marż w latach 2021-2022 w stosunku do wartości wskaźnika z lat 2014-2020 (w proc.)	15
Wykres 7. Struktura branż ze względu na poziom marż w latach 2021-2022 w stosunku do wartości wskaźnika z lat 2014-2020 (w proc.)	16
Wykres 8. Kształtowanie poziomu marż w branży oprogramowania komputerowego w latach 2014-2023 (w proc.)	19
Wykres 9. Kształtowanie poziomu marż w branży bankowości i usług finansowych (w proc.)	20
Wykres 10. Kształtowanie poziomu marż w branży rolnictwa, ogrodnictwa i hodowli (w proc.)	21
Wykres 11. Kształtowanie poziomu marż w branży przemysłu drzewnego, meblarskiego i papierniczego (w proc.)	22
Wykres 12. Kształtowanie poziomu marż w branży handlu hurtowego i detalicznego (w proc.)	24
Wykres 13. Kształtowanie poziomu marż w branży nieruchomości (w proc.)	25
Wykres 14. Kształtowanie poziomu marż w branży usług biznesowych (w proc.)	26

Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny *think tank* ekonomiczny z historią sięgającą 1928 roku. Jego obszary badawcze to przede wszystkim makroekonomia, energetyka i klimat, handel zagraniczny, foresight gospodarczy, gospodarka cyfrowa i ekonomia behawioralna. Instytut przygotowuje raporty, analizy i rekomendacje dotyczące kluczowych obszarów gospodarki oraz życia społecznego w Polsce, z uwzględnieniem sytuacji międzynarodowej.