

## هل تزداد أرباح الشركات عند زيادة التضخم؟

ترجمة: د. سامر مظهر قنطقجي

عندما يرتفع التضخم، قد ترفع الشركات الأسعار لمواكبة ذلك. ومع ذلك، تساءل مراقبو السوق عما إذا كانت الشركات قد استفادت من التضخم المرتفع لزيادة أرباحها. ننظر إلى هذا السؤال من منظور الشركات العامة، ونجد أنه بشكل عام، ترتبط الأسعار المتزايدة في صناعة ما بزيادة أرباح الشركات. ومع ذلك، فإن العلاقة الحالية بين التضخم ونمو الأرباح ليست غير عادية في السياق التاريخي.

### ربط التضخم بأرباح الشركة العامة

نحن نستخدم مؤشر أسعار المنتجين **PPI** المنشور على مستوى نظام تصنيف الصناعة في أمريكا الشمالية **NAICS** والمكون من ثلاثة أرقام، ونقارن التضخم على مستوى الصناعة بالأرباح الإجمالية للشركات العامة في الصناعات نفسها. نقوم بذلك لـ 36 صناعة، بدءاً من استخراج النفط والغاز (NAICS 211) إلى الاتصالات (NAICS 517). ولا نغطي جميع الصناعات لأننا نقصر التحليل على الصناعات التي تضم أكثر من 15 شركة عامة، حتى لا تتأثر النتائج بشكل مفرط من قبل أي شركة بمفردها.

رموز الصناعة NAICS	
211 استخراج النفط والغاز	337 صناعة الأثاث والمنتجات ذات الصلة.
212 التعدين باستثناء النفط والغاز	339 صناعات متنوعة
213 دعم أنشطة التعدين	423 تجار جملة للسلع المعمرة
221 المرافق	424 تجار الجملة، البضائع غير المعمرة
311 صناعة المواد الغذائية	441 تجار سيارات وقطع غيار
312 صناعة المشروبات والتبغ.	448 محل ملابس وإكسسواراتها
315 صناعة الملابس	452 محلاً للبضائع العامة
321 تصنيع المنتجات الخشبية	454 بائع تجزئة غير مخازن
322 صناعة الورق	481 النقل الجوي

<sup>1</sup> Mathias Andler and Anna Kovner, Do Corporate Profits Increase When Inflation Increases?, *Liberty Street Economics*, New York Fed, JULY 13, 2022, [Link](#)

483 النقل المائي	324 صناعة منتجات البترول والفحم.
484 شاحنة نقل	325 التصنيع الكيميائي
488 أنشطة دعم النقل	326 صناعة البلاستيك ومنتجات المطاط.
511 صناعة النشر، باستثناء الإنترنت	331 صناعة المعادن الأولية
515 البث باستثناء الإنترنت	332 تصنيع المنتجات المعدنية المصنعة.
517 الاتصالات السلكية واللاسلكية	333 تصنيع الآلات
523 الأوراق المالية عقود السلع والاستثمارات	334 صناعة الكمبيوتر والمنتجات الإلكترونية.
524 شركات التأمين والأنشطة ذات الصلة	335 معدات كهربائية. وصنع الأجهزة.
721 الإقامة	336 صناعة معدات النقل.

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على المبيعات والأرباح، ولمعرفة من يستفيد من ارتفاع التضخم، فهذا سؤال صعب. أخذ الباحثون أيضاً في الاعتبار هذه العوامل في تحليل البيانات الإجمالية، على الرغم من صعوبة عزل مدى ارتفاع التضخم بشكل قاطع عن زيادة الأرباح؛ لأن صافي المبيعات يعكس كلاً من السعر والمبلغ ومزيج السلع، مما يعني أن زيادة المبيعات أو الأرباح قد تكون بسبب ارتفاع الأسعار، ولكن أيضاً إلى زيادة السلع المباعة أو التغيير في مزيجها.

لفهم العلاقة بين التضخم والأرباح، سنكون قادرين بشكل مثالي على تحليل عدد الوحدات المباعة (ناهيك عن جودة الوحدات المباعة وهامش الربح لكل وحدة)، وعلى الرغم من صعوبة القيام بذلك بالبيانات العامة المتاحة، إلا أن الهامش الإجمالي هو مقياس بسيط للربحية. والهامش الإجمالي هو الفارق بين صافي المبيعات والتكلفة المباشرة للسلع المباعة (COGS) المقاسة من خلال صافي المبيعات. فهو يمثل الفارق بين تكلفة المدخلات وإيرادات الشركة. إن المعايير من خلال المبيعات للنظر إلى الهامش الإجمالي بالنسب المئوية، بدلاً من إجمالي الربح بالدولار، يخفف من المخاوف بشأن الخطأ في إسناد النمو بالدولار لإجمالي الربح الناتج عن بيع المزيد من السلع.

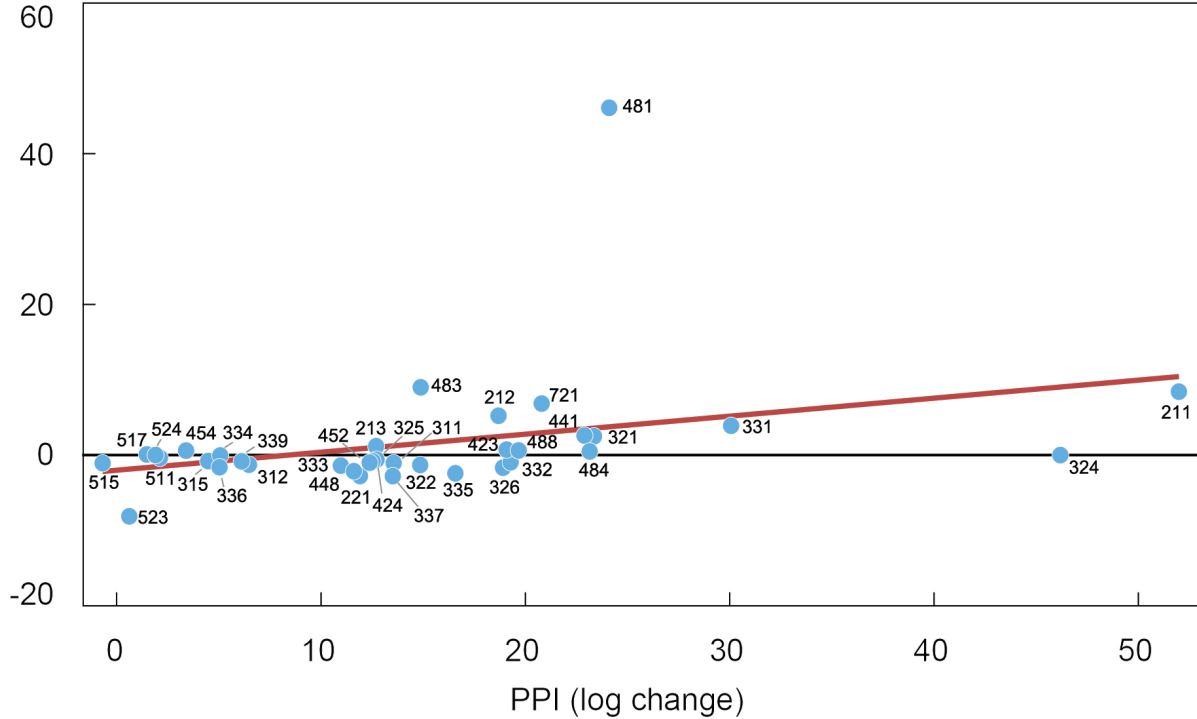
### ارتفاع إجمالي الأرباح بشكل أكبر للصناعات ذات التضخم المرتفع

يوضح الرسم البياني أدناه التغيير في إجمالي الهامش والتضخم للربع الأول من عام ٢٠٢٢ مقارنة بالربع الأول من عام ٢٠٢١. الميل هو ٠.٢٤، مما يشير إلى أنه في المتوسط لكل زيادة بنسبة واحد بالمائة في الأسعار، زاد هامش الربح الإجمالي للشركات بمقدار ٢٤ نقطة أساس.

التغيير في هامش الربح الإجمالي ومؤشر أسعار المنتجين

● Change in profit margin — Fitted values

Percentage point change in profit margin



المصدر: حسابات المؤلفين من بيانات Compustat. استناداً إلى ٢٩٣٢ شركة لديها إيداعات SEC في كل من ٢٠٢٢: Q1 و

٢٠٢١: Q1 من ٣٦ صناعة مع أكثر من ١٥ شركة عامة.

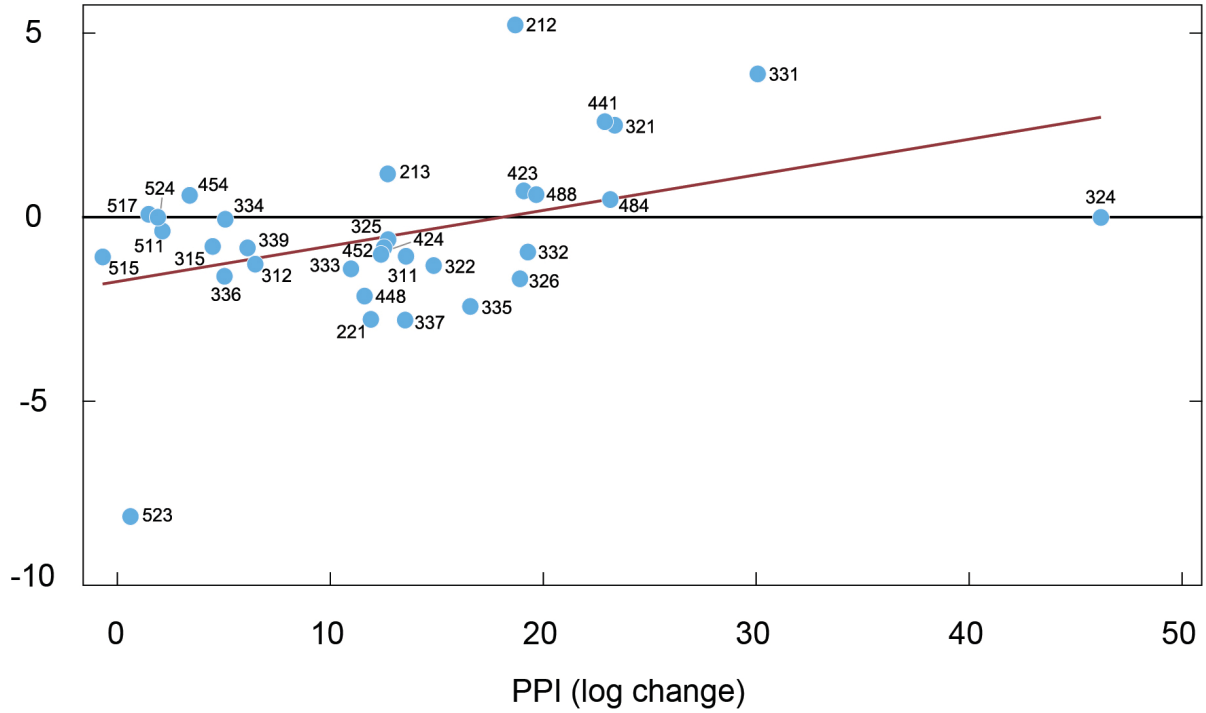
ملاحظة: الأرقام = رموز الصناعة NAICS المكونة من ٣ أرقام.

تشمل بعض الصناعات ذات أكبر التغييرات في هوامش الربح النفط والغاز، وصناعات مثل النقل الجوي التي تتأثر بشدة بالتغيرات في الطلب المرتبطة بـ COVID. لتهدئة المخاوف من أن هذه الصناعات تشوه النمط المرصود، لذلك قمنا بإسقاطها من الرسم البياني ووجدنا أن الميل الصاعد باقٍ. يبدو أن الصناعات ذات التضخم المرتفع تحقق بالفعل أرباحاً أعلى.

التغيير في هامش الربح الإجمالي ومؤشر أسعار المنتجين، باستثناء النفط والغاز والصناعات المتضررة من فيروس كورونا

● Change in profit margin — Fitted values

### Percentage point change in profit margin



المصدر: حسابات المؤلفين من بيانات Compustat. استناداً إلى ٢٧٢٨ شركة لديها إيداعات SEC في كل من ٢٠٢٢: Q1 و

٢٠٢١: Q1 من ٣٢ صناعة مع أكثر من ١٥ شركة عامة.

ملاحظة: الأرقام = رموز الصناعة NAICS المكونة من ٣ أرقام.

هل هذه المرة مختلفة؟ وهل أدت التغييرات في القوة السوقية إلى زيادة قدرة الشركات على رفع الأسعار؟

نحن ندرس العلاقة بين هوامش الربح والتضخم على مدى العقدين الماضيين (التي لدينا بيانات التضخم الخاصة بمعظم الصناعات) وكذلك على مدى العقود الأربعة الماضية (التي لدينا بيانات تضخم لمجموعة أصغر من الصناعات). نقوم برد التضخم إلى التغييرات في هوامش الربح الإجمالية بناءً على البيانات ربع السنوية، بما في ذلك التأثيرات الثابتة للتغيرات في الهوامش بمرور الوقت وللصناعات في المتوسط.

وبالنظر فقط إلى كيفية مقارنة الفترة الأخيرة بالبيانات التاريخية، تبدو العلاقة بين التضخم والأرباح الإجمالية أعلى بشكل حاد في عام ٢٠٢١ والربع الأول من عام ٢٠٢٢. نحن نقدر معاملًا إيجابيًا ودلالة إحصائية على التفاعل بين التضخم وتغييراته خلال ٢٠٢١-٢٠٢٢ حيث بلغ الميل حوالي ٠.٣٦ خلال

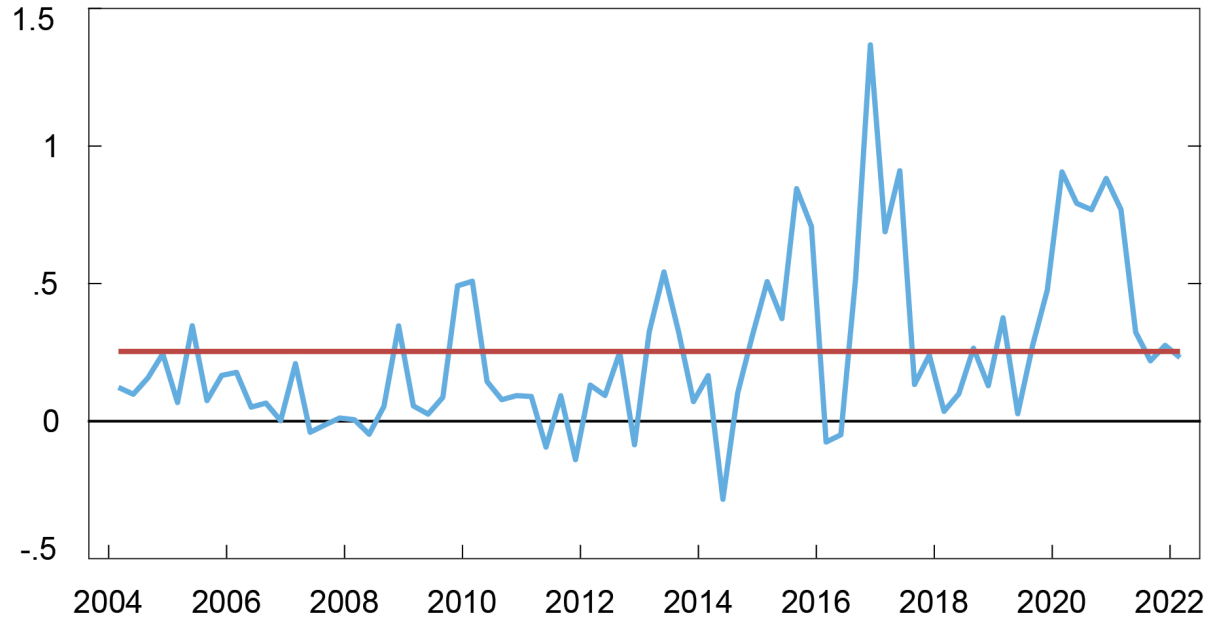
هذه الفترة، مقارنة بـ ٢٩.٠٠ بين عامي ٢٠٠٤ و ٢٠٢٠. ومع ذلك، يكشف المزيد من الفحص أن العلاقة بين الأرباح والتضخم غير خطية – أي عند تقدير العلاقة بشكل منفصل لأرباع مختلفة من التضخم، نرى أن العلاقة بين التضخم والأرباح تتغير مع مستوى التضخم. يتم تقدير الميل الأكثر حدة عندما يكون التضخم مرتفعاً، ولكن ليس مرتفعاً جداً (بين ٣٧ نقطة أساس و ٤.٣٪، وهو ما يمثل ٢٥.٠-٧٥.٠٪ للتضخم).

يتضح هذا في الرسم البياني أدناه الذي يقدر ميل العلاقة بين إجمالي الربح ومؤشر أسعار المنتجين عبر الصناعات لكل ربع سنة منذ عام ٢٠٠٤ باستخدام العينة الكاملة، مع التحكم في الوقت والتأثيرات الثابتة للصناعة. في الفترة التي أعقبت ظهور الوباء، كان الميل حاداً بشكل خاص، على الرغم من أنه عاد قريباً من المتوسط التاريخي مؤخراً. على مدار العينة الكاملة، كان الميل أكبر من ٠ في كل ربع سنة تقريباً بمتوسط ٢٥.٠، مما يدل على وجود علاقة إيجابية ثابتة بين التضخم على مستوى الصناعة والتغيرات في الهوامش الإجمالية.

العلاقة بين مؤشر أسعار المنتجين والهوامش الإجمالي بمرور الوقت

— Coefficient — Coefficient (mean)

Estimated coefficient on PPI



المصدر: حسابات المؤلفين

وبينما لدينا فقط أرقام تضخم لعدد محدود من الصناعات، فإن النتائج متشابهة جداً عند تقديرها في سلسلة زمنية أطول تعود إلى عام ١٩٨٦. وتبدو العلاقة الأخيرة بين التضخم والأرباح مشابهة لتلك التي تحققت في الماضي عندما كان التضخم شديداً، كما هو اليوم.

تُظهر هذه العلاقة غير الخطية بين النتائج والتضخم عبر عدة أبعاد إضافة إلى الأرباح، وقد لوحظ ذلك في الأصل في عمل الباحثين في بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك ( Amiti و Heise و Karahan ). وهذا يتفق مع نظريات التكامل الاستراتيجي في التسعير، حيث أن معرفة أن المنافسين يغيرون الأسعار فسيشجع الشركات على تغيير أسعارها. تحليلنا لا يعرف سبب تغيير الشركات للأسعار – فنحن ننظر فقط إلى التضخم في صناعة الشركة، وليس التغيرات في أسعار المدخلات.

### قد لا يكون التضخم بهذه الضخامة بالنسبة لأرباح الشركات

إن العلاقة بين التغير في أرباح الشركات والتضخم، إيجابية حتى عندما يكون التضخم مرتفعاً بشكل غير عادي. وهذا يعني فقط أن الصناعات ذات التضخم الأعلى قادرة على زيادة الأرباح أكثر من الصناعات ذات التضخم المنخفض، دون وليس معنى ذلك أن الأرباح تتزايد.

إذا نظرنا إلى الرسم البياني الأولي للتغير في الأرباح في عام ٢٠٢٢، نجد أن التغير في مجمل الأرباح في معظم الصناعات (٢٢ من ٣٦) سلبياً؛ أي تنخفض الأرباح بشكل عام، وكل ما في الأمر هو أن الشركات في الصناعات ذات التضخم المرتفع تحصل على أرباح تنخفض بسرعة أقل. إضافة إلى ذلك، فإن الهامش الإجمالي يفقد العديد من المكونات الرئيسية للربح، وأبرزها المبيعات والتكاليف العامة والإدارية. وإلى الحد الذي تتغير فيه التكاليف الأخرى، قد تتغير أيضاً الربحية الصافية الإجمالية للشركات.

أخيراً، ترتبط التغيرات في الهامش الإجمالي ارتباطاً سلبياً، مما يعني أن الانخفاض في الأرباح غالباً ما يتبعه زيادة في الأرباح. هذا يعني أن زيادة الأرباح قد لا يتبعها المزيد من الزيادات في الأرباح.