

Allianz Research

# Inflazione: meno liquidità e più debito per le aziende

07 Settembre 2022

## EXECUTIVE SUMMARY



**Maxime Lemerle**  
Lead Analyst for  
Insolvency Research  
[maxime.lemerle@  
allianz-trade.com](mailto:maxime.lemerle@allianz-trade.com)

**Maria Latorre**  
B2B Sector Advisor  
[maria.latorre@  
allianz-trade.com](mailto:maria.latorre@allianz-trade.com)

**Ano Kuhanathan**  
Head of Corporate  
Research  
[ano.kuhanathan@  
allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

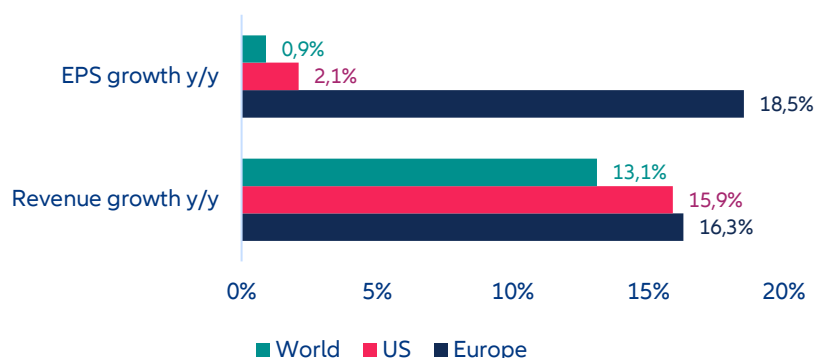
- La festa post-pandemia sta volgendo al termine. Sebbene l'ultima stagione degli utili sia stata migliore del previsto per quanto riguarda i ricavi, con solo quattro settori su 24 che hanno registrato una flessione, la metà ha riportato un calo degli utili rispetto all'anno precedente. Anche le previsioni e le indicazioni indicano un affievolimento dello slancio: I tassi di crescita dei ricavi del terzo trimestre sono stati rivisti al ribasso per l'America Latina, l'APAC e i mercati emergenti, e per 15 settori a livello globale..
- Le riserve di liquidità sono ancora elevate, ma in via di esaurimento. Nonostante abbiano superato i livelli del 2019 del 30% in Europa e del 50% negli Stati Uniti a partire dal secondo trimestre del 2022, le riserve di liquidità stanno diminuendo, poiché la maggior parte delle aziende sia negli Stati Uniti che in Europa ha bruciato liquidità nel 2022.
- A causa del contesto inflazionistico, il fabbisogno di capitale circolante (WCR) è salito a +6 giorni di fatturato, raggiungendo quota 71 negli Stati Uniti, e +10 giorni a 64 in Europa. Ciò ha portato le aziende ad aumentare la leva finanziaria. Nel frattempo, l'aumento dei tassi di interesse sta facendo lievitare anche le spese per interessi, soprattutto in Europa (+20% corretto per la variazione del debito a lungo termine).
- Di conseguenza, paesi, settori e imprese si trovano ad affrontare sfide diverse. La crisi energetica potrebbe essere un duro colpo in Europa per i settori ad alta intensità energetica (energia, carta, metalli, ferrovie, prodotti chimici ecc.), mentre il dollaro forte potrebbe danneggiare i settori esportatori negli Stati Uniti. Anche la spesa discrezionale e l'edilizia sono a rischio, mentre l'energia dovrebbe continuare ad andare bene, anche se rischia di subire azioni politiche (ad esempio una tassa sui "superprofitti").

### **Gli utili si sono mantenuti stabili nella prima metà del 2022, ma lo slancio sta svanendo.**

La stagione degli utili del secondo trimestre ha portato sorprese positive a livello globale, con oltre la metà delle società quotate che hanno battuto le stime di consenso per ricavi e utili per azione (rispettivamente il 58% e il 54%). Tuttavia, le aspettative sono state ampiamente riviste al ribasso alcune settimane prima della pubblicazione degli utili a causa della continua guerra in Ucraina, dei persistenti problemi della catena di approvvigionamento e della carenza di semiconduttori causata dai lockdown in Cina, nonché dell'aumento dei prezzi delle materie prime.

L'Europa è stata la regione che ha sorpreso di più. Nonostante la vicinanza al conflitto Russia-Ucraina, il 64% delle aziende europee ha superato le aspettative di fatturato e il tasso medio di crescita dei ricavi è stato del +16,4% a/a (+12,5% a/a nell'Eurozona). Negli Stati Uniti, il 63% delle aziende ha anche battuto le stime, con ricavi in crescita del +15,9% a/a. Tuttavia, c'è stato un divario maggiore tra le società su entrambe le sponde dell'Atlantico quando si tratta di EPS certificato: mentre gli utili sono cresciuti del +18,5% a/a in Europa (+4,7% a/a nell'Eurozona), sono aumentati solo del +2,1% negli Stati Uniti (+0,9% a/a media mondiale). Ciò indica che le aziende del Vecchio Continente sono state in grado di assorbire meglio i costi di produzione in aumento rispetto ai loro corrispondenti americani.

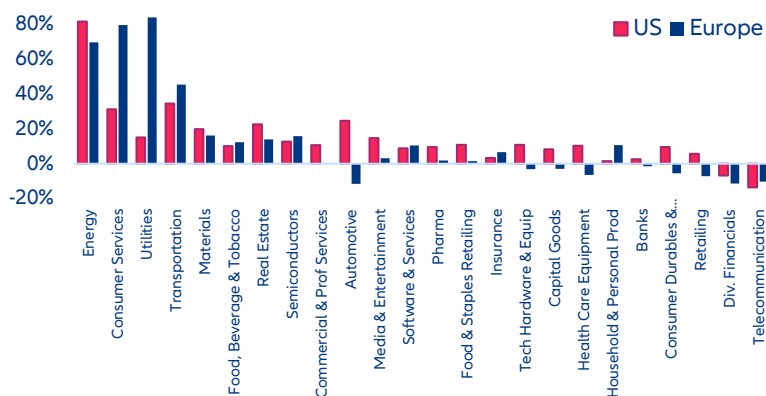
Figura 1: Tassi di crescita dei ricavi e dell'EPS per regione nel secondo trimestre del 2022



Fonti: Refinitiv Eikon, al 30 agosto 2022, Allianz Research

Alcuni settori hanno registrato risultati migliori di altri. L'energia e i trasporti in particolare (insieme rappresentano circa il 9% del volume delle società segnalanti) hanno visto i ricavi crescere rispettivamente del +62,3% a/a e del +31,5% a/a a livello globale. Al contrario, l'automotive (-11,6% a/a) ha sofferto di più in Europa a causa dei minori volumi di produzione a causa della persistente carenza di semiconduttori. Negli Stati Uniti, il settore delle telecomunicazioni è stato l'unico settore non finanziario incapace di aumentare i ricavi del secondo trimestre (-13,6% a/a) poiché l'intensa concorrenza ha impedito alle aziende di trasferire i costi energetici in aumento ai clienti (cfr. figura 2).

Figura 2: Tassi di crescita dei ricavi del secondo trimestre per settore

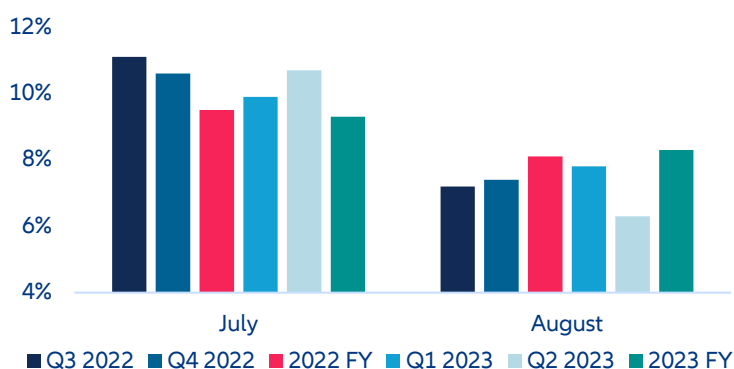


Fonte(i): Refinitiv Eikon, al 30 agosto 2022. Allianz Research.

Guardando al futuro, prevediamo un generale deterioramento dei risultati societari nel 3° e 4° trimestre, in particolare negli Stati Uniti, dove i problemi di inflazione (e quindi la politica monetaria aggressiva) sono iniziati molto prima che in Europa, rallentando i consumi più rapidamente. Le società statunitensi con una presenza internazionale dovranno anche affrontare un impatto negativo sui ricavi causato dal rafforzamento del dollaro USA. Altre continue interruzioni come i colli di bottiglia della catena di approvvigionamento e le tensioni politiche in Ucraina e Taiwan potrebbero anche continuare a influenzare il sentiment delle imprese.

La stima media per la crescita dei ricavi del 3° trimestre si è leggermente spostata al rialzo (+0,9%) per l'Europa e al ribasso per gli Stati Uniti (-0,2%). Osservando le revisioni dell'utile netto, la variazione media dell'utile per azione è stata positiva per l'Europa (+2,0%) ma negativa per gli Stati Uniti (-2,3%). In effetti, la stima media di crescita degli utili per le società dell'S&P 500 si è ridotta al +7,2% ad agosto, rispetto al +11,1% di luglio (cfr. figura 3).

Figura 3: Stime di crescita degli utili dell'S&P 500 per il 2022 e il 2023 (consenso luglio vs agosto)

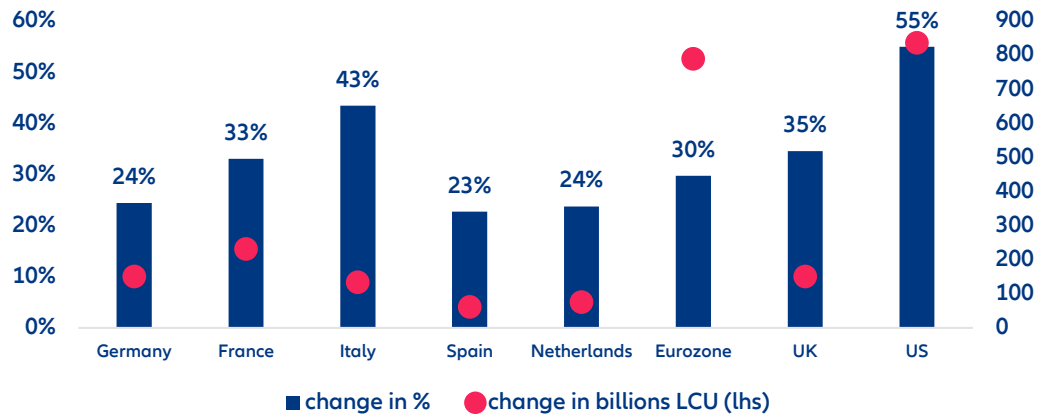


Fonti: Refinitiv Eikon. Allianz Research

### In molti paesi le aziende stanno iniziando a bruciare liquidità.

Le disponibilità liquide delle società non finanziarie hanno raggiunto nuovi massimi nella prima metà del 2022, superando i livelli del 2019 del 30% nell'Eurozona (788 miliardi di euro) e del 55% negli Stati Uniti (835 miliardi di dollari – cfr. figura 4). Infatti, i depositi NFC hanno continuato ad aumentare in tutti i paesi europei nella prima parte dell'anno, con aumenti ancora più evidenti a partire da luglio e nuovi record stabiliti in particolare nei paesi principali: Germania (+4,9% a/a a 765 miliardi di euro), Francia (+4% a 927 miliardi di euro), Italia (+5,7% a 440 miliardi di euro), Spagna (+6,9% a 328 miliardi di euro) e Regno Unito (+4,3% a 583 miliardi di sterline). Negli Stati Uniti, l'aumento dei depositi ha subito una forte accelerazione nel primo trimestre del +11,5% a/a, spingendo i depositi totali delle imprese statunitensi al di sopra dei 2.300 miliardi di dollari, rispetto ai 3.437 miliardi di euro per i depositi totali delle imprese dell'Eurozona.

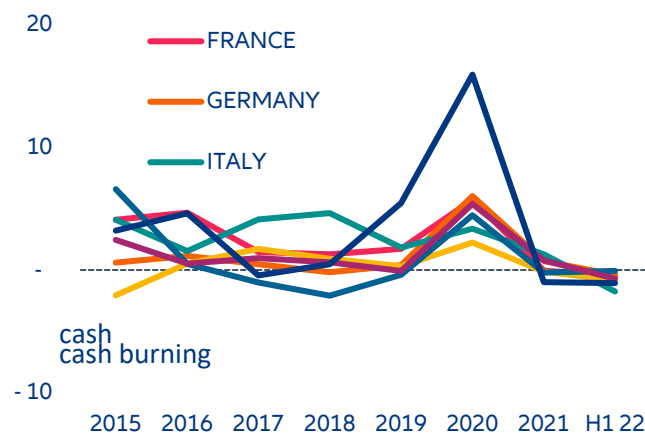
Figura 4 – Aumento dei depositi totali detenuti dalle NFC, ultimo\* vs dicembre 2019



(\*)Luglio per i paesi dell'Eurozona e il Regno Unito e Q1 per gli Stati Uniti  
 Fonte: BCE, BoE, FRED, Allianz Research

Tuttavia, parte di questi aumenti dei saldi di cassa proviene da nuovi prestiti bancari contratti in modo proattivo o difensivo. Di fatto, le variazioni delle posizioni di cassa nette, misurate dalla differenza tra depositi NFC e nuovi prestiti, hanno rallentato notevolmente dal 2020 al 2021 e di nuovo nel primo semestre 2022. Per i primi cinque mercati dell'Eurozona, lo slancio è sceso al 2% nel primo semestre 2022, dal 7% nel 2021 e dal 14% nel 2020. Il risultato è simile per il Regno Unito (1%, 14% e 19%, rispettivamente) e leggermente peggiore per gli Stati Uniti (0%, 6% e 23% rispettivamente). Per la maggior parte dei paesi, ciò significa che l'aumento dell'attività economica ha già iniziato a generare un minore aumento delle posizioni di cassa. In effetti, il nostro indice cash-burning<sup>1</sup> è diventato negativo nel primo semestre 2022 nel Regno Unito e in Germania e ha confermato la svolta negativa iniziata nel 2021 in Francia, Spagna, Paesi Bassi e Stati Uniti (cfr. figura 5).

Figura 5 – Indice cash-burning, per Paese



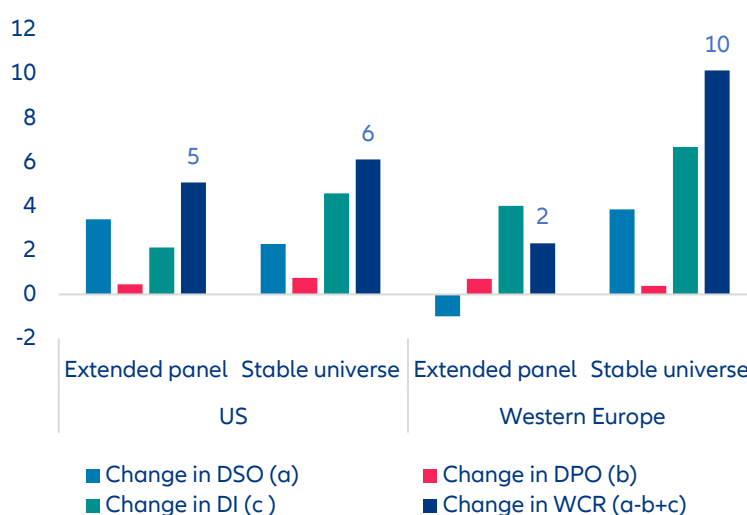
Fonti: BCE, BoE, FRED, Allianz Research

<sup>1</sup> L'indice di combustione del contante, calcolato a livello di Paese, è la differenza di tempo tra la variazione dell'attività (utilizzando il PIL nominale come proxy) e la variazione della posizione netta di contante (quest'ultima misurata dalla differenza tra i depositi delle SNF e i nuovi prestiti delle SNF). Una cifra negativa indica un periodo di combustione della liquidità, mentre una cifra positiva indica un periodo di accumulo di liquidità.

## Gli aumenti del WCR indotti dall'inflazione stanno portando a un debito più elevato e a maggiori spese per interessi.

Parte dell'accelerazione della combustione di cassa è legata all'aumento del fabbisogno di capitale circolante causato dall'impatto delle strozzature della catena di approvvigionamento sulle scorte e, soprattutto, dall'aumento dei prezzi dei fattori produttivi. I dati finanziari delle aziende quotate mostrano che le scorte sono aumentate nel 1° trimestre, soprattutto in Europa, e sono rimaste pressoché stabili nel 2° trimestre sia in Europa che negli Stati Uniti. Per il 1° semestre 2022, le scorte sono aumentate complessivamente di +5 giorni di fatturato negli Stati Uniti e di +7 giorni in Europa, rispetto alla fine del 2021. Questo aumento delle scorte ha contribuito al 66% dell'aumento del WCR in Europa e al 75% negli Stati Uniti. Il resto è spiegato dalle variazioni nette dei comportamenti di pagamento sui crediti (DSO) e sui debiti (DPO), con un aumento maggiore del DSO negli Stati Uniti e in Europa occidentale. Complessivamente, l'aumento del WCR indotto dall'inflazione è aumentato di 6 giorni di fatturato a 71 negli Stati Uniti e di 10 giorni a 64 in Europa occidentale (cfr. Figura 6).

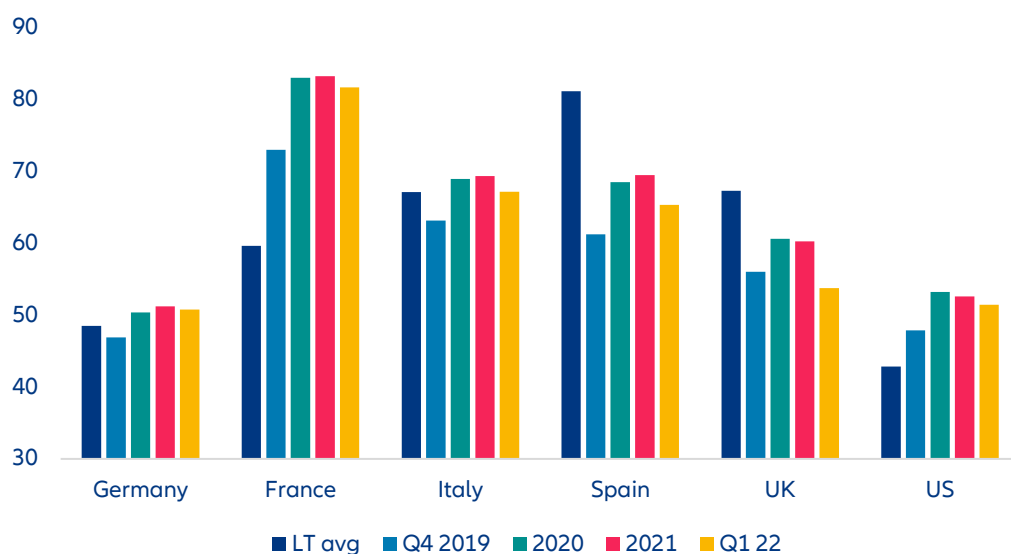
Figura 6: Variazione dei componenti WCR nel primo semestre 2022, in numero di giorni di fatturato



(\*) al 31 agosto 2022, considerando i dati finanziari di 2.012 società per le quali sono disponibili risultati dettagliati del secondo trimestre (cioè utili + bilanci) (pannello esteso) e 1.920 società quando si utilizza un pannello stabile di società segnalanti (universo stabile). Fonti: Eikon/Refinitiv, Allianz Research

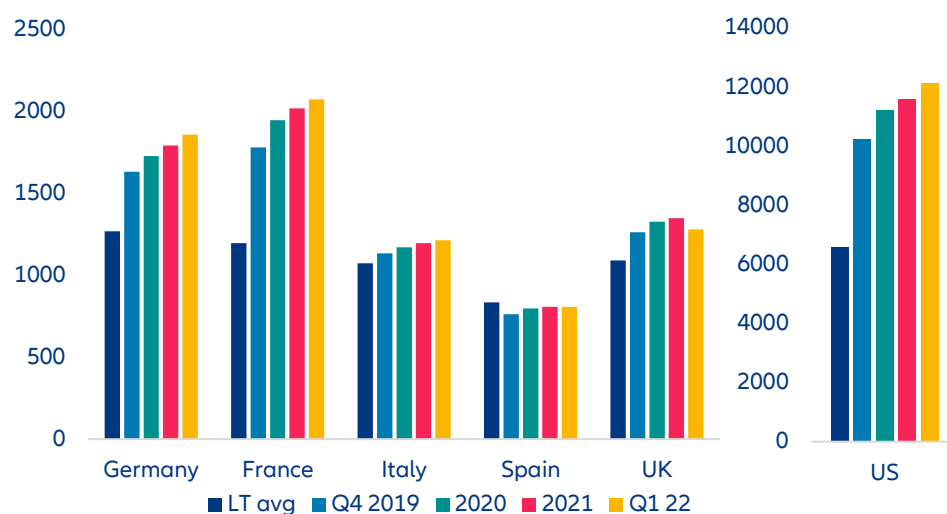
Questo contesto sta facendo pressione sulle aziende affinché rimangano fortemente indebitate. Nonostante la diminuzione dei rapporti debito/PIL registrata nel primo trimestre 2022, in gran parte dovuta alla crescita del PIL nominale, i rapporti debito/PIL finanziario superano ancora i livelli pre-pandemia (cfr. figura 7). In termini assoluti, il debito finanziario delle NFC ha raggiunto nuovi record nella maggior parte dei paesi, in particolare in Germania (1.860 miliardi di euro), Francia (2.074 miliardi di euro) e Stati Uniti (12.138 miliardi di dollari – cfr. figura 8).

Grafico 7: Rapporto debito/PIL NFC, in % del PIL



Fonti: Banca di Francia, Allianz Research

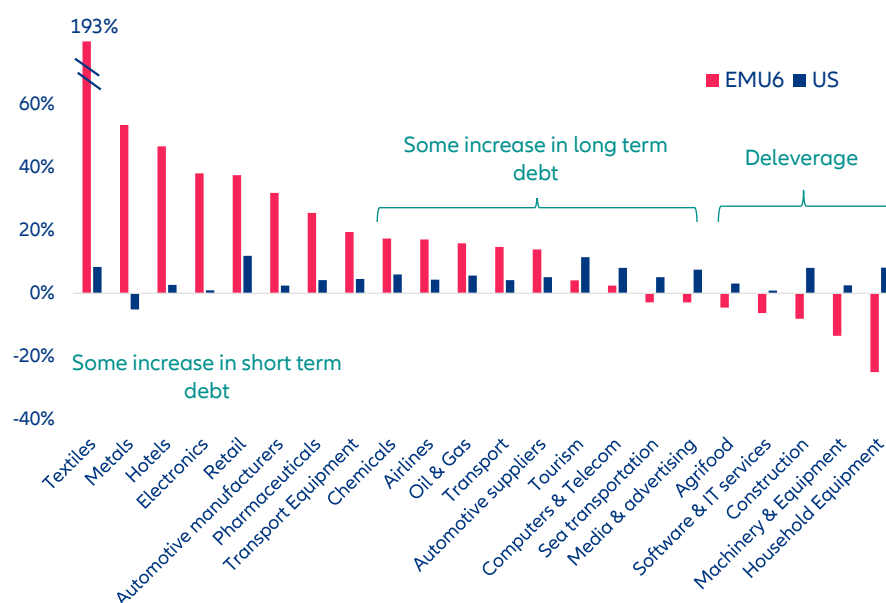
Figura 8: Debito NFC, in LCU



Fonti: Banca di Francia, Allianz Research

Inoltre, con l'aumento dei tassi di interesse, anche le spese per interessi si stanno intensificando. Tra il Q1 e il Q2, gli interessi passivi sono aumentati abbastanza bruscamente per le imprese delle sei maggiori economie dell'Eurozona (+16% per il nostro panel). In particolare, sono quasi triplicati per il settore tessile e sono aumentati di circa il 50% per metalli, elettronica e hotel. Negli Stati Uniti, l'aumento è stato meno pronunciato (media del +3%), ad eccezione del settore dei macchinari e delle attrezzature, che ha registrato un aumento del +56%. Tuttavia, se si tiene conto delle variazioni del debito a lungo termine, il quadro appare molto diverso: vediamo che l'aumento degli interessi passivi in Europa è principalmente guidato dal WCR, mentre negli Stati Uniti è principalmente dovuto a un aumento del debito a più lungo termine (cfr. figura 9). Si noti inoltre che il settore delle apparecchiature domestiche nell'Eurozona ha iniziato a ridurre la leva finanziaria, segnalando un rallentamento dell'attività e della domanda di beni durevoli.

Figura 9: Variazione degli interessi passivi (Q2 vs Q1) rettificata per la variazione del debito a lungo termine



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Ogni barca ha la sua rotta: paesi, settori e aziende hanno ora sfide molto diverse.**

La maggior parte delle aziende, delle regioni e dei settori ha sofferto della crisi del Covid-19 e ha beneficiato del rilascio della domanda repressa. Tuttavia, nel 2022, i settori si trovano ora ad affrontare sfide molto specifiche. Anche le posizioni di cassa e il debito sottolineano dinamiche diverse. Mentre il rischio di un rallentamento economico è una cattiva notizia per le imprese su entrambe le sponde dell'Atlantico, i settori ciclici sono più esposti (ad esempio vendite al dettaglio, tessile, edilizia). La crisi energetica è un tema europeo, con le imprese che affrontano minacce esistenziali mentre si preoccupano dell'accesso all'energia. Negli Stati Uniti, tuttavia, è per lo più un argomento che riguarda il costo degli input che potrebbe spingere verso l'alto le spese. Allo stesso modo, l'aumento dei tassi di interesse colpirà più duramente i settori altamente indebitati (ad esempio l'edilizia, le compagnie aeree). E il dollaro forte è per lo più un ostacolo per i settori esportatori statunitensi (ad esempio attrezzature per la casa, macchinari e attrezzature). Infine, il solo settore petrolifero e del gas sta affrontando pressioni politiche, con tasse potenzialmente più elevate in Europa per finanziare misure fiscali, e crescenti pressioni da parte dell'amministrazione Biden negli Stati Uniti per investire nella capacità di raffinazione. Il settore energetico in Europa è sottoposto a un'enorme pressione, tuttavia è e sarà fortemente sostenuto dalla politica in quanto il settore è troppo importante per fallire.

Tabella 1 – Tabella riassuntiva dei rischi e dei settori vulnerabili

Rischi	Settori maggiormente vulnerabili
Crescita dei tassi di interesse	Costruzioni (Stati Uniti / Europa) Compagnie aeree (Stati Uniti / Europa) Macchinari e attrezzature (Stati Uniti / Europa) Trasporti (Stati Uniti / Europa)

<b>Crisi energetica in Europa</b>	Carta (Europa) Metalli (Europa) Prodotti chimici (Europa) Ferrovie (Europa) Telecomunicazioni (Europa) Energia (Europa)
<b>Rallentamento della crescita</b>	Vendite al dettaglio (Stati Uniti / Europa) Edilizia (Stati Uniti / Europa) Attrezzature per la casa (Stati Uniti / Europa) Elettronica (Stati Uniti / Europa) Tessile (Stati Uniti / Europa) Automotive (Stati Uniti / Europa) Macchinari e attrezzature (Stati Uniti / Europa)
<b>Rafforzamento del dollaro</b>	Elettronica (US) Macchinari e attrezzature (US) Apparecchiature domestiche (US) Computer & Telecom (US)
<b>Ulteriore aumento dei prezzi delle materie prime non energetiche e dollaro forte</b>	Agroalimentare (Stati Uniti/Europa) Metalli (Stati Uniti/Europa) Macchinari e attrezzature (Stati Uniti/Europa) Automotive (Stati Uniti/Europa)
<b>Rischi politici</b>	Oil & Gas (US/Europe)

Fonti: Allianz Research



Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes