

Allianz Research

I margini delle imprese europee sono di nuovo in calo?

Da tenere d'occhio: aumento dei prezzi del petrolio e dell'offerta energetica in Europa, prospettive politiche della BCE e della Fed e cambio di rotta della Banca del Giappone
9 Giugno 2023

Cosa osservare

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Head of Economic Research

ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Senior Economist

maxime.darmet@allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist

pablo.espinosa-uriel@allianz.com

Roberta Fortes
Senior Economist

roberta.fortes@allianz-trade.com

Jasmin Gröschl
Senior Economist

jasmin.groeschl@allianz.com

Andreas Jobst
Head of Macroeconomic and
Capital Markets Research

andreas.jobst@allianz.com

Ano Kuhanathan
Head of Corporate Research

ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Maddalena Martini
Senior Economist

maddalena.martini@allianz.com

Marco Caccia
Research Assistant

marco.caccia@allianz.com

Pierre Rouillard
Research Assistant

pierre.rouillard@allianz-trade.com

Ziqi Ye
Research Assistant

ziqi.ye@allianz-trade.com

- **Prezzi del petrolio più alti, ma l'Europa sta colmando il suo gap energetico** - I prezzi del petrolio dovrebbero aumentare per tutto il resto del 2023 a causa dell'aumento del disallineamento domanda-offerta, ma l'Europa dovrebbe essere in grado di colmare il suo gap energetico il prossimo inverno
- **Le banche centrali non hanno finito:** i tassi della Fed e della BCE raggiungeranno il picco solo a settembre, seguiti da una svolta nella primavera del 2024.
- **Cambiamento di rotta della Banca del Giappone** - solo lievi cambiamenti nel 2023 per rimanere di supporto e possibilità di un cambiamento importante nel 2024

In evidenza - Superato il picco dei margini di profitto aziendali

- **I margini di profitto delle imprese dell'Eurozona raggiungeranno il 40,8% del valore aggiunto lordo alla fine del 2022 (+0,6pp rispetto alla media di lungo periodo).** Ma il diavolo si nasconde nei dettagli. Italia e Spagna sembrano meglio posizionate rispetto a Germania e Francia, in particolare nel settore manifatturiero. Tuttavia, escludendo i settori con un forte potere di determinazione dei prezzi (come i servizi di trasporto e l'energia), i margini sono molto più bassi e in Francia hanno raggiunto il livello più basso dalla metà degli anni '80 nel primo trimestre del 2023.
- **I margini rimangono ben al di sotto della media pre-pandemia nei servizi al consumo, con la Francia nella posizione peggiore (28% contro il 37% dell'UE e il 45% dell'Italia).** Nonostante la domanda di servizi sia stabile, le aziende devono far fronte a una forte concorrenza, a rapidi aumenti salariali e a una crescita negativa della produttività (dopo la pandemia), che limitano la possibilità di aumentare i prezzi di vendita al di sopra dei costi di produzione.
- **Le aziende tedesche appaiono le migliori della categoria in termini di redditività nei settori dell'agricoltura e delle costruzioni.** In particolare, le imprese edili hanno sfruttato la tendenza generale al rialzo dei prezzi per espandere in modo significativo i loro profitti, che hanno raggiunto il 53% del valore aggiunto lordo, anche rispetto ad altre grandi economie europee (36% in Francia, ad esempio).
- **I profitti aziendali dovrebbero aver superato il picco massimo in presenza di forti pressioni salariali e di una diminuzione del potere di determinazione dei prezzi (e persino di forze deflazionistiche nei settori dei metalli e della chimica).** Mentre i prezzi alla produzione stanno subendo una forte decelerazione a causa del calo dei prezzi delle materie prime, della normalizzazione delle catene di approvvigionamento e dei crescenti timori deflazionistici in Cina, la crescita dei salari rimarrà elevata almeno fino

all'inizio del prossimo anno, contribuendo a comprimere i margini aziendali. Farà eccezione il settore dei servizi, che ritarderà il calo dell'inflazione dei prezzi dei servizi.

Prezzi dell'energia più alti e nessun gap energetico in vista per l'Europa

I prezzi del petrolio dovrebbero aumentare fino alla fine del 2023 in risposta alle persistenti incertezze della domanda e dell'offerta. Un'economia globale resiliente mantiene forte la domanda di petrolio e la prospettiva di una stagione estiva positiva in Occidente sosterrà anche la domanda di carburanti per il trasporto. Mentre i prezzi del petrolio sono diminuiti dall'inizio dell'anno, è probabile che le scommesse allo scoperto si sgretolino nei prossimi mesi poiché anche le prospettive dell'offerta stanno cambiando:

- L'industria statunitense dello scisto, un attore chiave nell'approvvigionamento globale di petrolio, sta dando la priorità ai profitti piuttosto che al volume. Sebbene i prezzi del greggio siano ancora al di sopra del prezzo di pareggio per gli operatori di shale statunitensi (stimato a circa 55 dollari al barile), i tassi di interesse più elevati e l'aumento dei salari hanno portato il settore già fortemente indebitato a concentrarsi sulla redditività. Questo cambiamento strategico limiterà la produzione di petrolio degli Stati Uniti, ampliando così il divario tra domanda e offerta.
- L'Arabia Saudita, il principale esportatore mondiale di petrolio, ha appena deciso di tagliare la sua produzione di petrolio durante la riunione dell'OPEC+ della scorsa settimana. Questa mossa è una mossa strategica volta a stabilizzare il mercato petrolifero globale e sostenere i prezzi del petrolio. L'impegno dell'Arabia Saudita a ridurre la produzione aumenterà il deficit, spingendo potenzialmente verso l'alto i prezzi del petrolio. Ma porrà anche rischi per la quota di mercato del paese in tutto il mondo.

Sebbene tutti i segnali recenti indichino un aumento dei prezzi del petrolio, i mercati rimangono volatili.

Gli sviluppi geopolitici stanno aggiungendo uno strato di complessità, con la Russia che detiene la chiave per stabilizzare i mercati attraverso il rispetto dei propri obiettivi di produzione, e apre anche la strada a maggiori esportazioni saudite verso l'Asia per allentare parte della tensione tra OPEC+. Nel complesso, prevediamo che i prezzi del Brent aumenteranno durante tutto l'anno e una media di 82 USD per il 2023 (Figura 1). Tuttavia, è improbabile che questi aumenti dei prezzi alimentino una spirale inflazionistica poiché è probabile che i prezzi del petrolio rimarranno del 20% al di sotto dei prezzi del 2022.

Figura 1: Previsioni del prezzo del greggio Brent (USD/bbl)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Nessun gap energetico in vista per il prossimo inverno. L'Europa ha gestito la transizione energetica dal gas russo durante l'inverno 2022/2023, riducendo il proprio consumo di gas di circa il -10%. L'inverno mite ha permesso anche qualche risparmio in più. Di conseguenza, i livelli di stoccaggio del gas sono elevati (oltre il 70% al 6 giugno). Considerando che i risparmi energetici realizzati lo scorso inverno sono sostenibili, non ci aspettiamo gap energetici per il prossimo. In caso di un inverno molto freddo, l'Europa dovrebbe probabilmente affrontare tensioni sui prezzi e scavare a fondo nello stoccaggio, ma riteniamo che la regione supererà questo eventuale ostacolo (Figura 2). È probabile che la Cina competerà nella corsa al

GNL poiché ha importato -20% in meno rispetto al normale nel 2022, il che potrebbe dirottare parte dell'offerta dai paesi del Medio Oriente o dall'Australia verso la Cina e creare tensioni sui prezzi al rialzo.

Figura 2: Sostituzione del gas in Europa (TWh)



Fonti Eurostat, Allianz Research

Siamo già a questo punto? I tassi di Fed e BCE raggiungeranno il massimo solo a settembre, seguiti da un pivot nella primavera del 2024

In vista del prossimo ciclo di riunioni di politica monetaria, il rallentamento dell'inflazione sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona induce a chiedersi se le condizioni di finanziamento si siano inasprite abbastanza da indurre la Fed e la BCE a modificare il percorso dei tassi. Mentre i mercati azionari hanno recuperato metà dei ribassi dello scorso anno, considerando che gli effetti della stretta monetaria non si sono ancora materializzati, l'attuale ritmo del calo dell'inflazione giustifica ulteriori rialzi dei tassi?

Federal Reserve USA: la prossima settimana si trattiene, ma prevede altri due rialzi dei tassi a luglio e settembre

Con lo stallo del tetto del debito ormai nello specchietto retrovisore e i solidi dati economici in arrivo, la Fed potrebbe non mettere in pausa il suo ciclo di rialzi nella prossima riunione del FOMC del 13-14 giugno. Secondo l'indagine sui salari, l'economia ha creato 340.000 posti di lavoro a maggio, il ritmo più sostenuto da gennaio, mentre le richieste settimanali di disoccupazione rimangono contenute, intorno alle 230.000 unità. Nel frattempo, la crescita dei consumi personali reali è aumentata fino a un salutare +0,5% m/m in aprile, e i pagamenti settimanali con carta di credito più tempestivi indicano una continua espansione in maggio. Sul fronte delle imprese, l'edilizia non residenziale è in crescita, sostenuta da nuovi impianti di produzione (soprattutto di batterie e semiconduttori). In questo contesto, l'inflazione di fondo e la crescita dei salari rimangono troppo elevate. Ad esempio, la retribuzione oraria media non si è raffreddata in modo persistente, con un aumento di +0,3% m/m a maggio - circa lo stesso ritmo dei 12 mesi precedenti. Infine, i prestiti bancari complessivi continuano ad aumentare ad un ritmo sostenuto, anche se i prestiti C&I alle imprese hanno mostrato maggiori segni di indebolimento nelle ultime settimane..

Figura 3: Stati Uniti - Tasso sui Federal Funds (aspettative e previsioni di mercato) (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Tuttavia, diversi partecipanti al FOMC hanno gettato acqua sul fuoco sull'idea di un rialzo a giugno, optando per un approccio "attendista". Phillip Jefferson, candidato alla carica di prossimo vicepresidente della Fed, ha sostenuto che "saltare un rialzo dei tassi" consentirebbe ai funzionari di "vedere più dati prima di prendere decisioni sull'entità di un ulteriore irrigidimento della politica". I partecipanti al FOMC sono consapevoli che la politica monetaria opera con ritardi lunghi e incerti. Probabilmente temono che il ciclo possa subire una brusca inversione di tendenza nei prossimi mesi. Ad esempio, nuove tensioni nel settore bancario potrebbero innescare una contrazione del credito. Inoltre, anche se i dati concreti sono stati forti, le ultime indagini sulle imprese indicano un rapido raffreddamento della dinamica, mentre l'indagine sull'occupazione delle famiglie ha segnalato un calo dei posti di lavoro (a differenza dell'indagine sui salari) a maggio e un aumento del tasso di disoccupazione. Tuttavia, riteniamo che la realtà del forte slancio economico colpirà il FOMC nelle prossime settimane. Negli ultimi mesi le indagini congiunturali hanno avuto la tendenza a inviare messaggi eccessivamente negativi (il sentiment negativo e i prezzi dei beni più morbidi probabilmente influenzano i risultati).

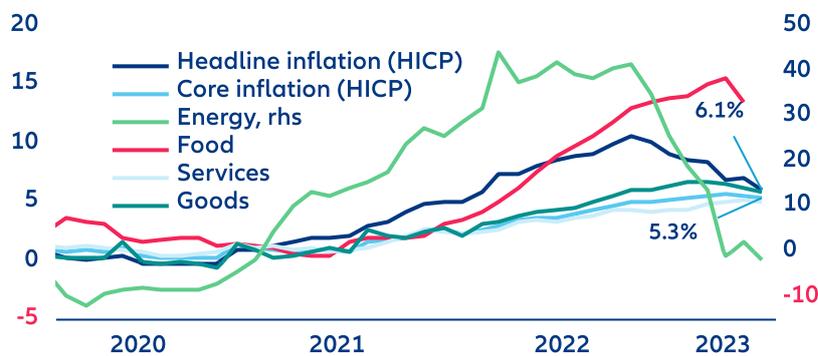
La decisione di un nuovo rialzo dei tassi da parte della Fed è molto vicina, ma nel complesso riteniamo che questa volta i partecipanti al FOMC si asterranno (Figura 3). Tuttavia, ci aspettiamo che la Fed riprenda ad aumentare i tassi sia a luglio che a settembre, con due ultimi aumenti di 25 punti percentuali, quando le pressioni sui salari e sui prezzi saranno ancora elevate. L'indebolimento dello slancio dovrebbe concretizzarsi tra la fine del 2023 e l'inizio del 2024. Di conseguenza, la Fed dovrebbe invertire la rotta nel 1° trimestre 2024..

BCE: Altri due rialzi dei tassi prima della pausa estiva e un ultimo rialzo per il rientro a scuola

Nell'Eurozona, l'inflazione continua a diminuire ma rimane ancora troppo alta (Figura 4). Il calo dell'inflazione complessiva al 6,1% annuo a maggio (dal 7,1% di aprile) è stato maggiore del previsto a causa della deflazione dei prezzi dell'energia (-1,7%) e del calo dell'inflazione alimentare (12,5%). Tuttavia, cosa più importante, l'inflazione di fondo, che è il parametro di riferimento della BCE per calibrare la sua politica monetaria, è scesa al 5,3% (dal 5,6%), al di sotto delle aspettative del consenso e segnando un minimo di quattro mesi. A differenza di aprile, le aspettative sui prezzi di vendita mostrano ora una minore divergenza tra beni e servizi. Mentre l'inflazione di fondo dei beni è scesa ulteriormente al 5,8%, suggerendo che l'allentamento delle strozzature dell'offerta e il calo dei prezzi dell'energia si stanno facendo sentire sempre di più, anche i servizi hanno sorpreso al ribasso, attestandosi al 5,0% (dopo il 5,2% di aprile),

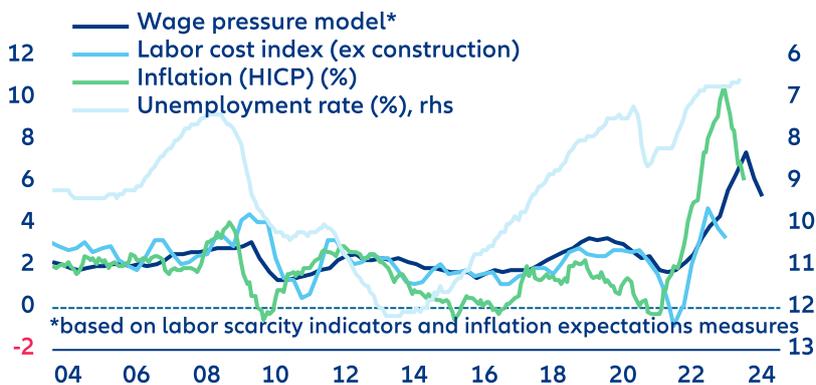
nonostante la continua tenuta del mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione che è sceso al minimo storico del 6,5% in aprile. Pertanto, ci aspettiamo che le pressioni sui prezzi, soprattutto per i servizi, rimangano forti ed elevate nel resto dell'anno. Questo è anche il periodo in cui l'incertezza sull'inflazione è più alta, con i salari ancora in accelerazione e una domanda robusta, in particolare per il turismo (Figura 5). Anche gli effetti base del biglietto da nove euro per i trasporti pubblici in Germania lo scorso anno faranno salire l'inflazione dei servizi a giugno. Di conseguenza, il tasso di inflazione di fondo diminuirà solo lentamente. Poiché l'offerta di moneta continua a contrarsi, è difficile che si verifichi una ricaduta dell'inflazione, anche se non si possono escludere alcuni scossoni lungo il percorso di normalizzazione dei prezzi (salvo incidenti nel settore finanziario o potenziali eventi di crisi) (Figura 6). Nel medio termine, l'inflazione rimarrà al di sopra dell'obiettivo di stabilità dei prezzi del 2% fissato dalla BCE, con una media dell'inflazione complessiva di quasi il 6% quest'anno e di circa il 3% il prossimo anno.¹

Figura 4: Eurozona - componenti dell'inflazione complessiva (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

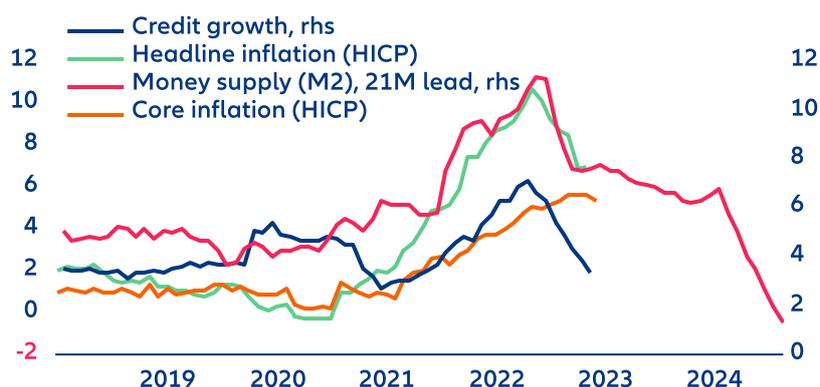
Figura 5: Eurozona - andamento del mercato del lavoro (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

¹ Si noti che un confronto incondizionato delle attuali dinamiche dell'inflazione con l'ultimo episodio di alta inflazione negli anni '70 suggerisce che potrebbero essere necessari più di cinque anni e un significativo aumento della disoccupazione per riportare in modo duraturo l'inflazione verso l'obiettivo..

Figura 6: Eurozona - offerta di moneta, crescita del credito e inflazione (a/a) %

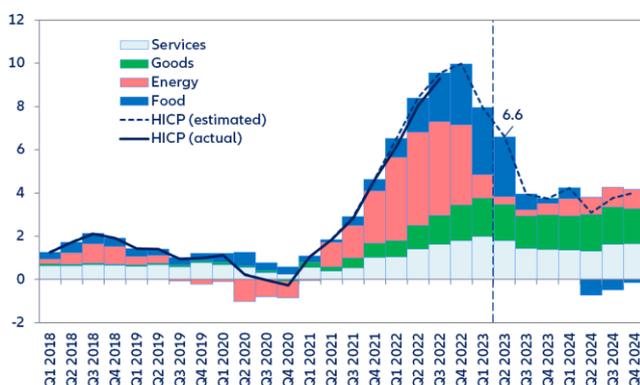


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Le ampie pressioni sui prezzi creano ancora un contesto difficile per la politica monetaria dell'Eurozona. È improbabile che il vistoso calo dell'inflazione dissuada la BCE dall'aumentare ulteriormente i tassi di interesse. Inoltre, l'assenza di effetti di spillover dalle tensioni del settore bancario statunitense significa che le preoccupazioni per la stabilità finanziaria non saranno sufficienti per indurre la BCE ad abbandonare il suo orientamento monetario restrittivo. Tuttavia, il rimbalzo deludente della produzione industriale tedesca in aprile, il deterioramento della fiducia delle imprese e la stagnazione degli investimenti suggeriscono che la BCE dovrebbe decidere un percorso dei tassi di policy che non rallenti eccessivamente la domanda aggregata (considerando che l'impatto di un rapido inasprimento delle condizioni di finanziamento opera con un notevole ritardo).

Poiché la normalizzazione dell'inflazione è più prolungata rispetto agli Stati Uniti, un'inflazione di fondo elevata rafforzerà la convinzione del Consiglio direttivo della BCE che siano ancora necessari ulteriori aumenti dei tassi (Figura 7). Dopo il rialzo di 25 pb nell'ultima riunione, prevediamo altri tre rialzi di 25 pb nelle prossime riunioni di giugno, luglio e settembre, per un tasso finale del 4,0%. Ciò significherebbe che la BCE manterrà un atteggiamento restrittivo nel 2023, nonostante la crescita stagnante fino al 1° trimestre 2024.

Figura 7: Eurozona - previsioni sull'inflazione complessiva (a/a, %)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 8: Eurozona - Tasso sui depositi presso la BCE (aspettative di mercato e previsioni) (%)

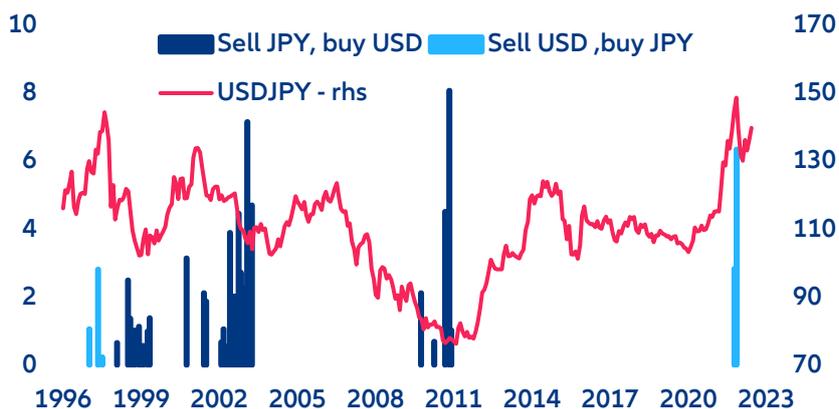


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Cambiamento di rotta della Banca del Giappone: solo lievi cambiamenti nel 2023 per mantenere il sostegno e possibilità di un cambiamento importante nel 2024

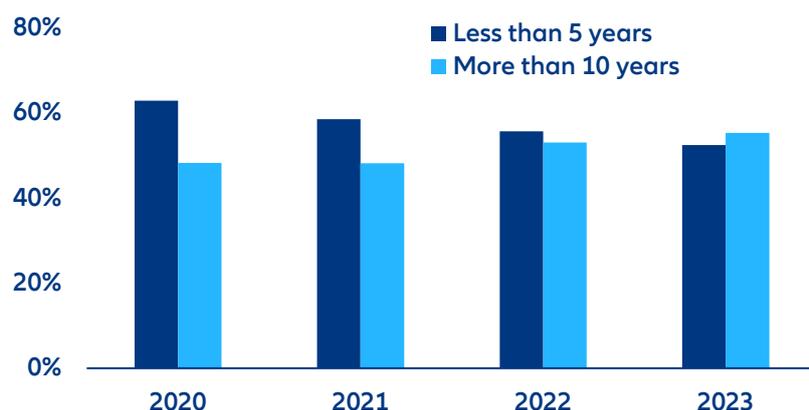
A differenza della maggior parte delle altre banche centrali, la Bank of Japan (BoJ) è rimasta ferma sulla sua posizione di politica monetaria ultra-allentata e ha resistito ai molteplici venti contrari che hanno portato a un deprezzamento del 26,5% dello JPY rispetto all'USD dalla fine del 2020 - interventi sull'FX inclusi (Figura 9) - e agli attacchi speculativi sulla politica di controllo della curva dei rendimenti (YCC). Poiché l'inflazione inizia a diminuire (dopo aver raggiunto un picco del 4,4% a/a), riteniamo che i responsabili politici della BoJ si asterranno dal compiere una brusca virata quest'anno. Ci aspettiamo invece che optino per un ulteriore allentamento dell'obiettivo del CCS, procedendo con un piccolo rialzo che ponga fine alla politica dei tassi d'interesse negativi (sebbene i tassi d'interesse reali rimangano negativi per il momento).

Figura 9: Fluttuazione del tasso di cambio dello yen e interventi sul mercato valutario s



Fonti: Ministero delle Finanze Refinitiv, Datastream, Allianz Research

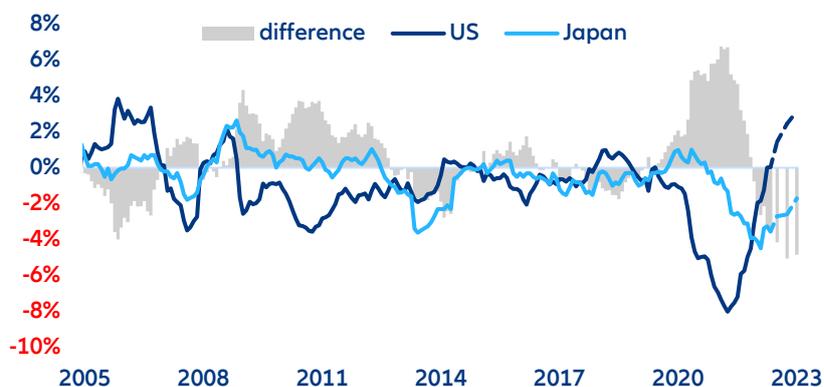
Figura 10: Quota di obbligazioni sovrane giapponesi detenute dalla BoJ



Fonti: BoJ, Ministero delle Finanze, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Quando la revisione della politica monetaria avviata dal nuovo governatore Kazuo Ueda farà luce sull'efficacia della politica monetaria non ortodossa e sulle esternalità che ha creato in altri settori dell'economia, potremmo assistere a un cambiamento fondamentale della politica nel 2024. Soprattutto perché i risultati sono attesi per la prima metà del 2024, quando il percorso dell'economia e dell'inflazione sarà più chiaro e quando saranno visibili i primi effetti del lento aggiustamento della politica monetaria. Un'economia forte, accompagnata da una crescita dei salari, da aspettative di inflazione del 2% e dal buon funzionamento dei mercati finanziari sarebbe lo scenario migliore per dare il via al percorso di normalizzazione completa. Tuttavia, ulteriori pressioni sui rendimenti giapponesi dovute all'ampio differenziale dei tassi d'interesse rispetto al dollaro USA (Figura 11) e, quindi, una debolezza strutturale dello JPY (che ostacola l'avanzo delle partite correnti) o la necessità di aumentare ulteriormente la partecipazione ai mercati finanziari locali potrebbero anche innescare la normalizzazione.

Figura 11: Differenziali dei tassi di interesse reali tra Stati Uniti e Giappone



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

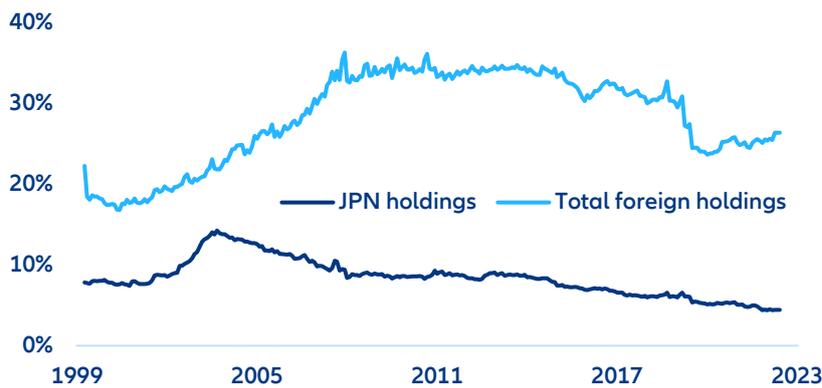
Le decisioni della BoJ avranno implicazioni per il resto del mondo, dato lo status di creditore del Giappone e le sue ingenti disponibilità di attività estere.² L'aumento dei rendimenti che seguirebbe l'uscita (totale o parziale) dallo YCC aumenterebbe la propensione all'investimento in obbligazioni giapponesi. Il ritorno sul mercato sarebbe accolto con favore sia dagli investitori giapponesi che rimpatriano il loro denaro, sia dagli investitori esteri alla ricerca di rendimenti interessanti su un bene rifugio. Inoltre, coinciderebbe con il graduale ritiro dal mercato di altre banche centrali delle economie avanzate. Ad

² In termini di attività esterne nette, il Giappone rimane il più grande al mondo, davanti a Germania e Cina.

esempio, gli investitori giapponesi (sia del settore pubblico che privato) detengono circa il 6% del debito sovrano francese..

Allo stesso tempo, la BoJ potrebbe riequilibrare gli acquisti di asset verso i Treasury statunitensi per contenere un potenziale apprezzamento dello JPY (come fece nei primi anni 2000). È piuttosto in caso di perdurante inazione che l'intervento giapponese per evitare un ulteriore deprezzamento esercita una pressione al rialzo sui rendimenti statunitensi. Dopotutto, il Giappone è il secondo maggior detentore di riserve valutarie e il principale detentore estero del debito statunitense (anche se molto vicino alla Cina, e con una quota che è diminuita nel corso del tempo (grafico 12).

Figura 12: Detenzione di titoli di Stato statunitensi (a sinistra) e scomposizione delle riserve in valuta estera del Giappone

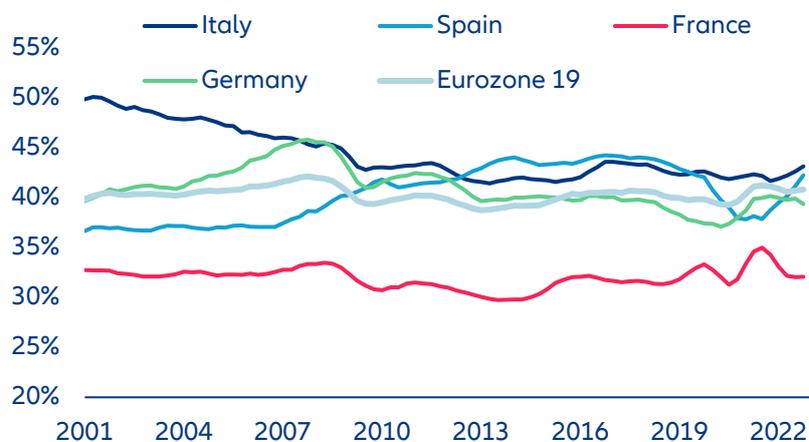


Fonti: BoJ, Ministero delle Finanze, Refinitiv Datastream, Allianz Research

In evidenza - Superato il picco? I margini di profitto delle imprese potrebbero presto tornare a scendere

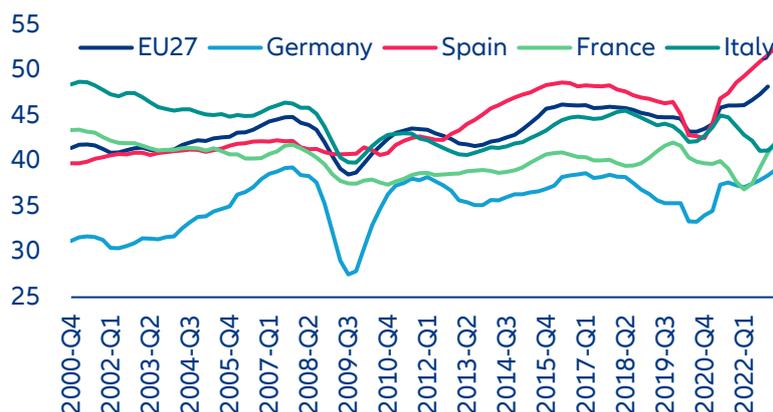
I margini di profitto delle imprese nell'Eurozona sono migliorati durante le recenti crisi. Con il 40,8% del valore aggiunto lordo a fine 2022, i margini delle imprese non finanziarie sono in media +0,6pp sopra la media di lungo periodo, con Italia e Spagna meglio posizionate rispetto a Germania e Francia. Tuttavia, vi sono differenze significative tra i vari settori. I margini di profitto si sono ampliati in particolare nell'agroalimentare, dove i dettaglianti sono stati in grado di aumentare i loro margini al 78,6% nel 4° trimestre 2022 (12,3pp in più rispetto al livello pre-pandemia del 4° trimestre 2019). Analogamente, nel settore delle costruzioni, la quota dei profitti si è attestata al 54,4% (9,3pp in più rispetto ai livelli pre-pandemici). Nel settore manifatturiero, la Spagna rimane meglio posizionata, grazie al suo vantaggio competitivo e alle riforme attuate (Figure 13 e 14). Nell'industria alimentare, in particolare, il tasso di margine francese è ora ben al di sopra della media pre-pandemica (48,1% nel 1° trimestre 2023, contro una media pre-pandemica del 40%), poiché i costi dei fattori produttivi stanno diminuendo (compresa l'energia), mentre gli attori del settore stanno aumentando i loro prezzi di vendita. Analogamente, in Germania, i prezzi di vendita in molte industrie sono aumentati molto di più di quanto sarebbe stato giustificato dall'andamento dei prezzi di acquisto. Tuttavia, l'attuale aumento dei margini di profitto è notevole se si considera il loro calo secolare negli ultimi due decenni. In effetti, due settori hanno contribuito massicciamente a sostenere il tasso di margine aggregato dal 2021: i servizi di trasporto e l'energia. Se si escludono questi due settori, in Francia il tasso di margine totale è rimasto depresso al livello più basso dalla metà degli anni '80 nel 1° trimestre 2023.

Figura 13: Margini delle società non finanziarie, % del valore aggiunto lordo



Fonti: Eurostat, Allianz Research

Figura 14: indicatore dei margini per le imprese del settore manifatturiero, in % del valore aggiunto lordo



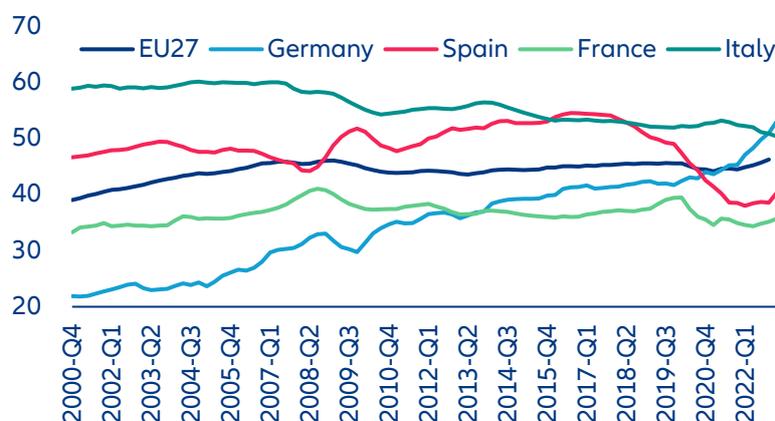
Fonti: Eurostat, Allianz Research

In Germania, in particolare, le imprese di costruzione hanno sfruttato la tendenza generale al rialzo dei prezzi per aumentare significativamente i propri profitti. Oltre al settore agricolo, l'edilizia ha registrato l'aumento più consistente dei margini di profitto in media, anche rispetto alle altre grandi economie europee (Figure 15 e 16). Sebbene in Germania vi fosse ancora un elevato arretrato di ordini - sia in termini di volume che di valore - risalente a prima della pandemia e della guerra in Ucraina, esso è stato amplificato dalle basse capacità, dall'aumento dei prezzi dei materiali da costruzione e dalle strozzature nelle consegne. Il costo dei materiali è sceso di nuovo dopo che le interruzioni della catena di approvvigionamento sono state risolte, e i salari persistentemente bassi in combinazione con i forti aumenti dei prezzi hanno portato a un aumento dei margini nel settore, in particolare nell'ingegneria civile..

Analogamente, il settore delle costruzioni italiano è stato in grado di aumentare i prezzi, data la ripresa della domanda negli ultimi due anni. Infatti, il credito d'imposta legato alla misura del "super bonus", attuata per migliorare l'efficienza ambientale del parco immobiliare, ha spinto la domanda, ma allo stesso tempo ha gonfiato i prezzi delle costruzioni. Anche se ci aspettiamo che gli investimenti per l'efficienza abitativa continuino, sostenuti anche dalle risorse dell'NGEU, e che quindi la domanda rimanga sostenuta,

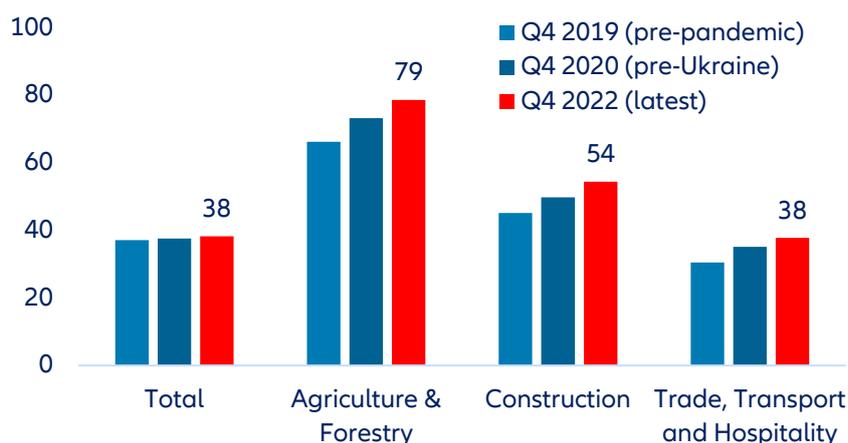
prevediamo una correzione nei prossimi trimestri, dato anche che il generoso sostegno governativo è stato messo a punto e riorientato.

Figura 15: indicatore dei margini per le imprese del settore delle costruzioni, in % del valore aggiunto lordo



Fonti: Eurostat, Allianz Research

Figura 16: Germania: profitti aziendali (per settore), % del valore aggiunto lordo



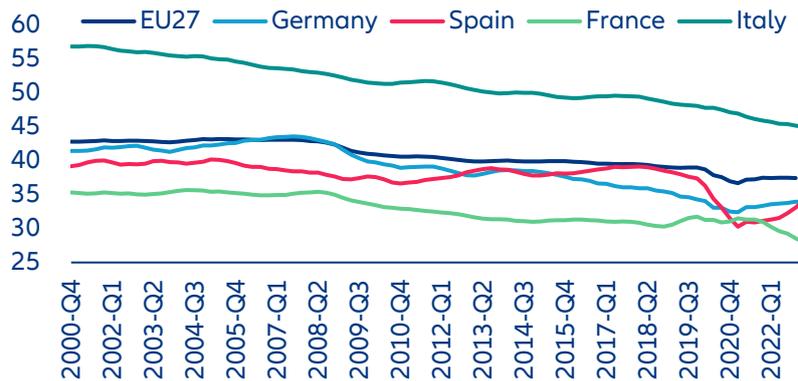
Fonti: Ufficio Federale di Statistica, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Al contrario, i margini aziendali nei servizi hanno subito forti pressioni. Mentre i servizi energetici e di trasporto sono settori oligopolistici con un forte potere di determinazione dei prezzi di mercato, il settore dei servizi, compresi l'ospitalità, i servizi B2B e l'ICT, ha faticato, con margini ben al di sotto delle medie pre-pandemiche (Figura 17). Inoltre, questi settori hanno sofferto per l'accelerazione dei salari (tra un'alta percentuale di lavoratori con salario minimo e un'alta percentuale di lavoratori con salario minimo). Al contrario, i margini aziendali nei servizi hanno subito forti pressioni. Mentre i servizi energetici e di trasporto sono settori oligopolistici con un forte potere di determinazione dei prezzi di mercato, il settore dei servizi, compresi l'ospitalità, i servizi B2B e l'ICT, ha faticato, con margini ben al di sotto delle medie pre-pandemiche (Figura 17). Inoltre, questi settori hanno sofferto per l'accelerazione dei salari (tra un'alta percentuale di lavoratori con salario minimo e un'alta percentuale di lavoratori con salario minimo³) e i

³ In Francia il salario minimo ("Smic") è indicizzato all'inflazione IPC. Le imprese con un'ampia quota di lavoratori con salario minimo hanno quindi dovuto affrontare nel 2022 un duplice shock da spinta dei costi, dovuto all'aumento dei

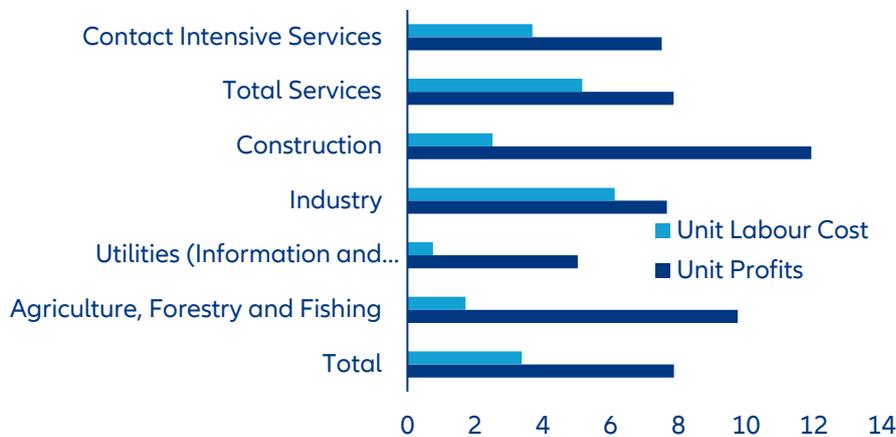
costi dei fattori produttivi (Figura 18), oltre alla forte concorrenza e alla crescita negativa della produttività (dopo la pandemia). Ciò ha limitato la possibilità di aumentare i prezzi di vendita al di sopra dei costi dei fattori produttivi, nonostante la domanda di servizi sia in crescita. In effetti, le indagini sulle imprese in Spagna mostrano che le aspettative sui prezzi futuri sono in calo. Con aumenti salariali non trascurabili attesi nelle quattro principali economie dell'Eurozona per almeno i prossimi due anni⁴ (Figura 19) per compensare le perdite di reddito reale dell'anno scorso causate dall'alta inflazione, la pressione sui margini continuerà.

Figura 17: indicatore dei margini per le imprese del commercio e dei servizi, in % del valore aggiunto lordo



Fonti: Eurostat, Allianz Research

Figura 18: Costo del lavoro unitario e profitti unitari (Eurozona, 2022)

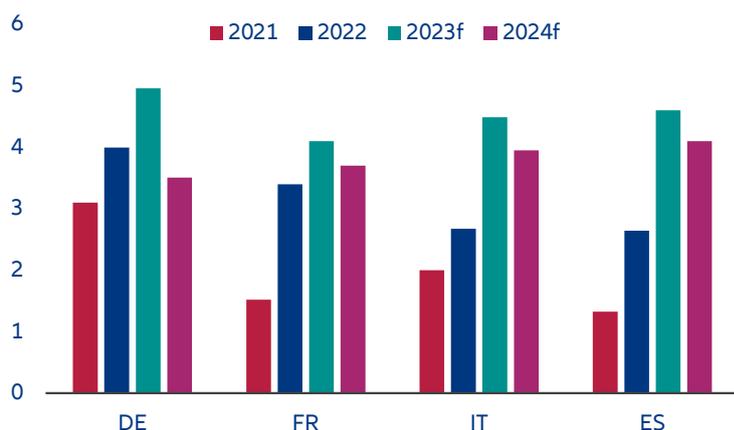


Fonti: BCE, Allianz Research. NB: I profitti unitari sono calcolati come avanzo operativo lordo / valore aggiunto reale

prezzi dell'energia (sebbene molti contratti nel settore dei servizi non siano direttamente indicizzati ai prezzi all'ingrosso dell'elettricità e del gas) e all'aumento della spesa salariale.

⁴ Si veda il nostro report [No quick wins: more jobs but little productivity in the Eurozone](#).

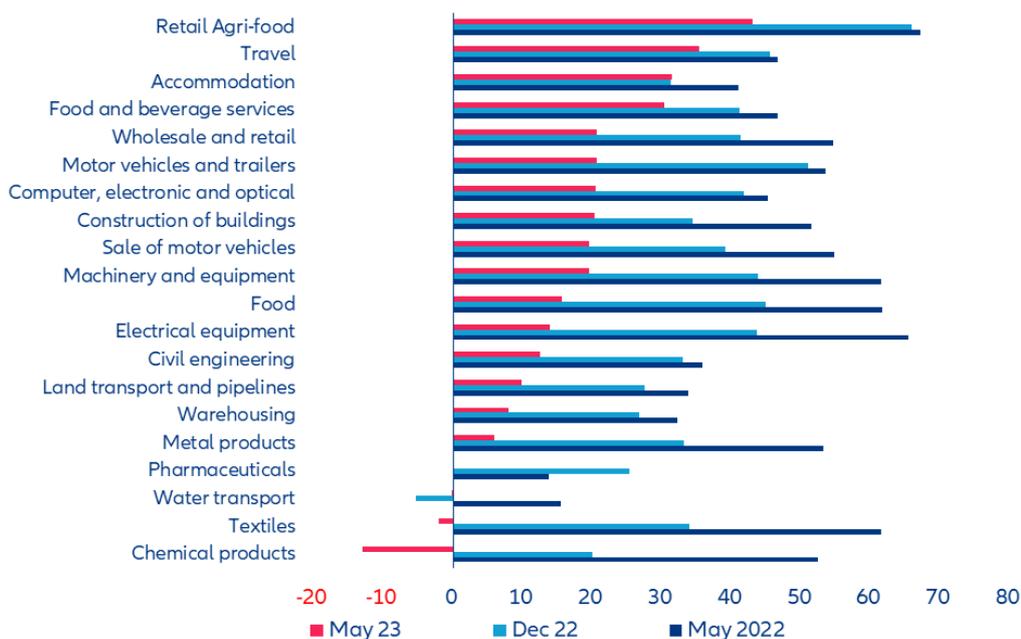
Figura 19: Quattro grandi dell'Eurozona - dinamiche di crescita dei salari



Fonte: Allianz Research

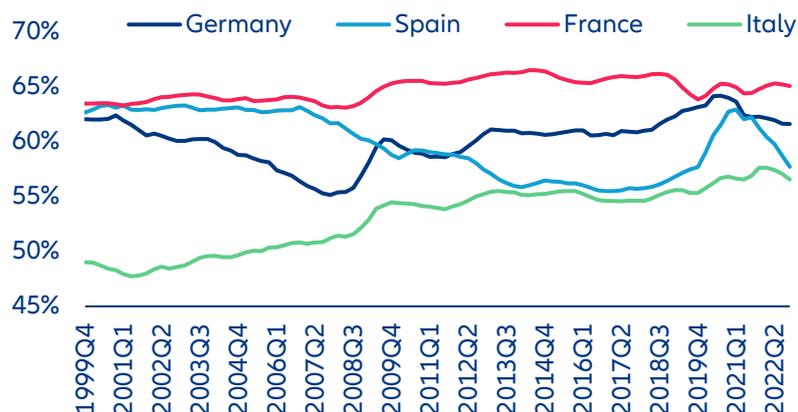
Dovremmo aver superato il picco dell'inflazione dei profitti aziendali in un contesto di diminuzione del potere di determinazione dei prezzi. Il decennio precedente alla pandemia non ha permesso alle aziende di aumentare i prezzi in un regime di produzione globalizzata, progettato per ridurre i costi mentre i salari reali ristagnavano. Anche le strategie "just-in-time" hanno favorito la riduzione dei costi. Lo shock dei prezzi delle materie prime seguito alla pandemia, la crisi energetica e le strozzature nella catena di approvvigionamento dei fattori produttivi critici (chip, trasporto merci) hanno dato alle imprese dei settori a valle una sorta di monopolio per sostenere una forte e immediata inflazione dei profitti. Anche diversi settori a monte hanno acquisito una rilevanza sistemica, come la logistica e l'autotrasporto. Tuttavia, gli ultimi indicatori sul potere di determinazione dei prezzi suggeriscono che una certa decelerazione sta prendendo piede (Figura 20), e persino le forze deflazionistiche iniziano a diventare visibili (metalli, prodotti chimici, tessuti). Pertanto, la potenziale perdita di valore aggiunto in termini di salari totali - dato che l'attività sta rallentando (Figura 21) - darebbe ancora un impulso limitato all'aumento dei prezzi.

Figura 20: Aspettative di prezzo per settore - Paesi dell'Eurozona



Fonti: Eurostat, Allianz Trade

Figura 21: Pressione salariale, % del valore aggiunto lordo

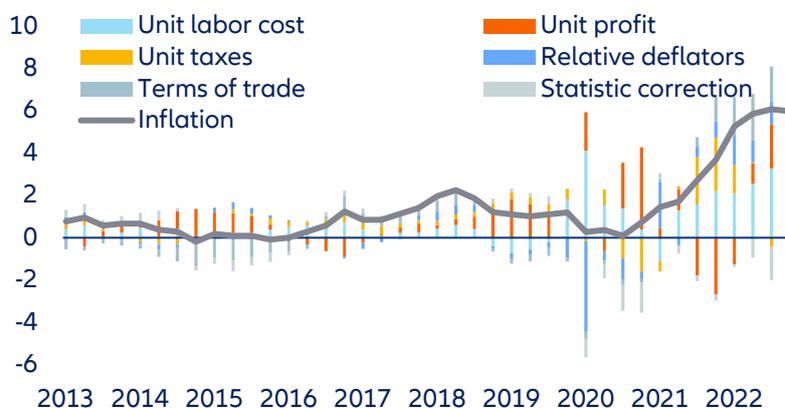


Fonti: Eurostat, Allianz Research

Box - L'avidità è finita in Francia?

I profitti sono un motore sempre più importante dell'inflazione francese, nonostante la depressione dei margini: i servizi di trasporto, l'energia e l'industria manifatturiera hanno contribuito all'inflazione trainata dai profitti, mentre i servizi hanno avuto un effetto di trascinamento. Scomponiamo i contributi del costo unitario del lavoro, dei margini unitari, delle imposte unitarie, delle ragioni di scambio (ossia la differenza tra i prezzi delle esportazioni e quelli delle importazioni) e di altri fattori all'inflazione IPC (Figura 22). Notiamo che, in media, tra il quarto trimestre del 2021 (appena prima della guerra in Ucraina) e il primo trimestre del 2023, il contributo dei margini unitari all'inflazione IPC è stato nullo. Il costo unitario del lavoro ha contribuito per il 50%, le ragioni di scambio per il 27% (a causa di un'impennata dei prezzi delle importazioni) e le imposte per il 20%. Tuttavia, su base sequenziale, il contributo dei profitti all'inflazione è diventato positivo dal 3° trimestre 2022. Nel 1° trimestre 2023, i margini unitari hanno contribuito all'inflazione (che era del +6%) per 2,8pp, più o meno come il costo del lavoro, mentre il contributo delle ragioni di scambio si è ridotto a 0,8pp. Il fatto che i margini contribuiscano sempre più all'inflazione, nonostante un tasso di margine ridotto, è dovuto al fatto che il surplus operativo lordo sta comunque crescendo molto più rapidamente del volume della produzione, facendo aumentare il contributo dei margini ai prezzi.

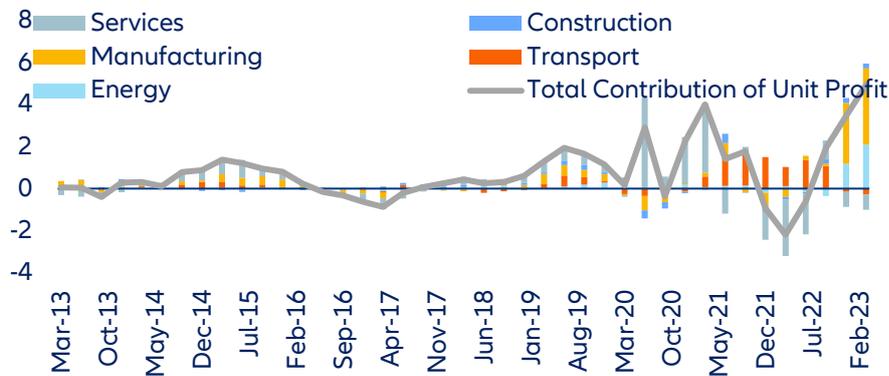
Figura 22: Ripartizione dell'inflazione CPI in Francia (% a/a)



Fonti: Insee, Allianz Research

Osservando la scomposizione dei profitti unitari per settore (Figura 23), notiamo che il contributo dei margini dei settori manifatturiero ed energetico al totale dei profitti unitari si è impennato negli ultimi due trimestri, mentre i profitti unitari del settore dei servizi rimangono depressi. Nel complesso, dopo la guerra in Ucraina all'inizio del 2022, i servizi di trasporto, l'energia e l'industria manifatturiera hanno contribuito all'inflazione trainata dai profitti, mentre i servizi hanno avuto un effetto di contrazione..

Figura 23: Ripartizione del margine unitario della Francia, contributo all'inflazione IPC (% a/a)

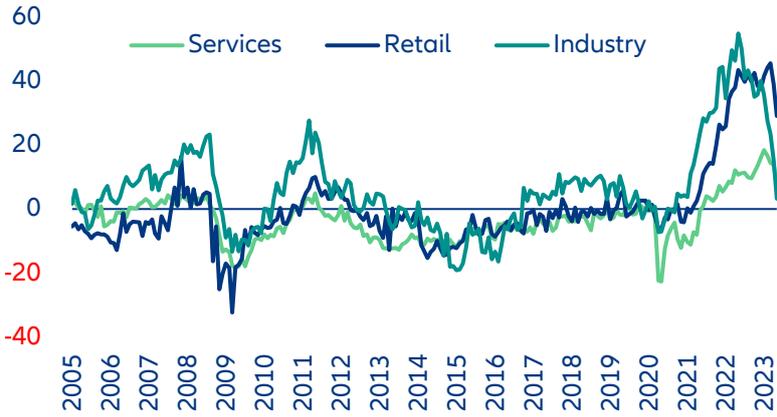


Fonti: Insee, Allianz Research

Il recupero dei margini nel settore dei servizi dovrebbe mantenere l'inflazione dei servizi stabile quest'anno. Le ultime indagini PMI sui prezzi suggeriscono che i margini hanno iniziato a recuperare nel secondo trimestre del 2023 nel settore dei servizi, grazie all'alleggerimento dei costi dei fattori produttivi (come l'energia) e al miglioramento delle condizioni dell'offerta globale. Secondo le ultime indagini ESI, le imprese del settore dei servizi prevedono di mantenere elevati i prezzi di vendita nei prossimi mesi (Figura 25), il che dovrebbe sostenere i margini. L'accelerazione dei salari dovrebbe tuttavia frenare l'espansione dei margini. Nel complesso, ci aspettiamo che il parziale recupero dei margini dei servizi limiti il calo dell'inflazione dei prezzi dei servizi quest'anno.

Tuttavia, in altri settori (industria alimentare, manifatturiera, energia e commercio al dettaglio), ci aspettiamo una compressione dei margini entro l'autunno, che dovrebbe contribuire a far scendere l'inflazione complessiva verso il +4-4,5%, dal +5,1% di maggio. Le imprese del settore manifatturiero e del commercio al dettaglio prevedono già di ridurre i prezzi di vendita nei prossimi mesi (Figura 24). Sebbene per il momento i prezzi di vendita più bassi riflettano in gran parte la forte riduzione dei prezzi dei fattori produttivi e la fine delle interruzioni della catena di approvvigionamento, ci aspettiamo che i margini subiscano un colpo a partire dall'autunno. La domanda di beni manifatturieri è in calo dalla metà del 2022 e prevediamo ulteriori cali nei prossimi mesi, poiché il consumo di beni è tipicamente più sensibile alle condizioni finanziarie restrittive rispetto al consumo di servizi. I produttori al dettaglio, in particolare, saranno costretti a subire una compressione dei margini di guadagno a causa della necessità di esaurire le elevate scorte. Anche nell'industria alimentare e nella vendita al dettaglio ci aspettiamo una compressione dei margini a causa delle proteste dell'opinione pubblica e dei governi per i margini elevati. Ciò dovrebbe contribuire alla rapida decelerazione dell'inflazione alimentare che ci aspettiamo a partire dalla fine del 2023. Il calo dell'inflazione alimentare sarà il principale fattore di traino dell'inflazione complessiva entro la fine del 2023, trascinandola al ribasso di circa 1 punto percentuale tra maggio e il quarto trimestre del 2023.

Figura 24: Previsioni dei prezzi di vendita delle imprese per i prossimi tre mesi



Fonti: Commissione europea, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione della responsabilità di cui sotto.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

o implicite in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, compresi quelli derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero avere una maggiore probabilità di verificarsi, o essere più pronunciati, a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento,

salvo per le informazioni che devono essere divulgate per legge.

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