

CHI HA PAURA DELL'INFLAZIONE? UNA VISIONE SETTORIALE

15 Febbraio 2022

ANA BOATA

Global Head of Macroeconomic
and Sector Research
ana.boata@eulerhermes.com

ANO KUHANATHAN

Sector Advisor & Data Scientist
ano.kuhanathan@eulerhermes.com

MAXIME LEMERLE

Head of Sector and Insolvency
Research
maxime.lemerle@eulerhermes.com

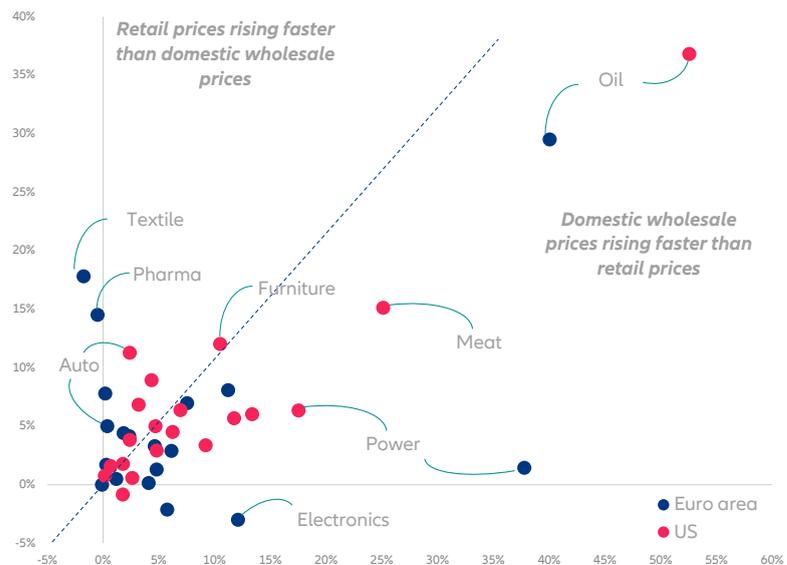
Executive Summary

- I forti saldi di cassa (690 miliardi di euro al di sopra dei livelli pre-crisi nell'Eurozona e più di 765 miliardi di dollari negli Stati Uniti), così come l'aumento della redditività e del capex, stanno proteggendo la maggior parte delle aziende statunitensi e dell'Eurozona dagli alti prezzi degli input - per ora.

- Con un'inflazione destinata a rimanere al di sopra del 2% fino alla fine del 2023, le aziende hanno il margine di manovra per sopportare un moderato ciclo di inasprimento della politica monetaria (circa +100 punti base). Tuttavia, se i prezzi delle materie prime, i salari o i tassi d'interesse dovessero aumentare più del previsto, riteniamo che i settori dell'edilizia, dell'energia, dei metalli e dei trasporti statunitensi siano i più a rischio di una stretta di liquidità e redditività.

Forti saldi di cassa, così come l'aumento della redditività e del capex, stanno proteggendo la maggior parte delle aziende degli Stati Uniti e dell'Eurozona dagli alti prezzi degli input - almeno per ora. Nel 2021, i prezzi degli input hanno superato i prezzi al dettaglio nella maggior parte dei settori, come risultato delle interruzioni della catena di approvvigionamento, del forte rimbalzo della domanda, dei vincoli sull'offerta di materie prime e dell'aumento delle scorte di sicurezza. Tuttavia, solo nel 40% circa dei settori su entrambe le sponde dell'Atlantico i prezzi al dettaglio sono aumentati più velocemente dei prezzi all'ingrosso (vedi Figura 1). Nel lungo periodo, il 53% dei settori dell'Eurozona (tra cui automotive, articoli sportivi, prodotti farmaceutici) ha visto i prezzi al dettaglio crescere più velocemente dei loro prezzi all'ingrosso, contro il 25% degli Stati Uniti. E, mentre un sondaggio di fine anno ha mostrato che la maggior parte delle aziende sta pianificando di aumentare i prezzi, scopriamo che solo poche hanno davvero la capacità di trasferire i prezzi di input più alti (vedi Tabella 1) - in particolare petrolio, trasporto aereo e tessile, così come alcuni sotto-settori della produzione alimentare. In aggiunta, alcune industrie potrebbero trovarsi di fronte alla prospettiva di rischiare di aumentare i prezzi anche quando la domanda sta calando.

Figura 1 - CPI (Indice dei prezzi al consumo) vs PPI (indice dei prezzi alla produzione) nel 2021, USA vs Eurozona



Fonti: Euler Hermes, Allianz Research, BLS, Eurostat

Tabella 1 - Trasmissione dei prezzi a breve termine per settore

	USA	Eurozona
Elettricità	✗	✗
Alimentare	✓ Latticini, bevande e carni (1-2 mesi di ritardo)	✓ La maggior parte dei prodotti (1-2 mesi di ritardo)
Tessile	✓ Abbigliamento (ritardo di 1 mese)	✓ (1 mese di ritardo)
Gas	✓ (2 mesi di ritardo)	✓ (1 mese di ritardo)
Farmaceutica	✗	✗
Computers	✓ (1 mese di ritardo)	✓ (2 mesi di ritardo)
Beni di consumo elettronico	✗	✓ (2 mesi di ritardo)
Automotive	✗	✗
Trasporto aereo	✓ (2 mesi di ritardo)	✓ (1 mese di ritardo)

Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

Con i prezzi elevati dei fattori produttivi che dovrebbero persistere fino alla seconda metà del 2022, i saldi di cassa delle aziende sono fondamentali per attutire il colpo. Fortunatamente, questi si trovano più di 690 miliardi di euro sopra i livelli pre-crisi nell'Eurozona e più di 765 miliardi di dollari negli Stati Uniti (tabella 2). Inoltre, dal 2021, le aziende hanno anche aumentato gli investimenti, soprattutto in reazione alle interruzioni della catena di fornitura per evitare di perdere opportunità di vendita. Questo si riflette nell'ampio aumento delle scorte. Inoltre, la domanda repressa nel 2021 ha aiutato la maggior parte delle aziende a preservare o addirittura aumentare i propri margini. Nel complesso, nel nostro scenario di base, ci aspettiamo che la maggior parte dei settori sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona guadagnino redditività nel 2022 rispetto al 2021 (vedi

Figura 2).

L'aumento delle vendite stimato dagli analisti dal lato dell'offerta dovrebbe consentire alle aziende di compensare l'aumento dei salari (+4,7% negli Stati Uniti e +2,5% nell'Eurozona), l'aumento dei tassi d'interesse (+75bps negli Stati Uniti e +25bps nell'Eurozona) e l'aumento del prezzo del petrolio - prevediamo un prezzo medio del Brent di 81 dollari nel 2022. In particolare, vediamo forti guadagni di redditività per i settori delle costruzioni e delle macchine e attrezzature degli Stati Uniti e per l'industria delle attrezzature domestiche dell'Eurozona. Il settore metallurgico dell'Eurozona, che ha registrato una performance molto forte nel 2021, dovrebbe perdere un po' di redditività nel 2022, soprattutto a causa dell'aumento della bolletta energetica.

Tabella 2 - Disponibilità liquide delle società non finanziarie (SNF)

	France		Italy		Belgium		Germany		Netherlands		Spain		UK		US	
	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19	21/20	21/19
Financials	6%	39%	17%	78%	26%	73%	0%	17%	-3%	41%	19%	56%	34%	46%	17%	56%
Utilities	-3%	3%	-10%	-7%	138%	71%	16%	33%			9%	42%	58%	-32%	21%	60%
Energy	-13%	-3%	10%	23%	128%	18%	-23%	13%	7%	83%	6%	5%	40%	27%	45%	51%
Consumer Staples	-18%	-20%	26%	32%	-53%	0%	-10%	13%	-32%	1%	6%	30%	33%	29%	2%	44%
Industrials	-8%	1%	-7%	27%	-19%	13%	2%	31%	-19%	36%	-4%	15%	26%	35%	3%	39%
Communications	-2%	-8%	9%	61%	-20%	-21%	-33%	42%	30%	20%	125%	102%	45%	40%	4%	25%
Consumer Discretionary	-29%	33%	-20%	3%	15%	15%	-1%	13%	69%	158%	-20%	6%	82%	106%	11%	71%
Materials	-8%	33%	-24%	-5%	14%	73%	-17%	51%	26%	26%	1%	29%	38%	63%	9%	69%
Health Care	-13%	33%	41%	160%	-15%	-21%	-36%	30%	-27%	30%	-3%	9%	72%	52%	18%	19%
Real Estate	-18%	10%	-42%	-43%	15%	56%	-16%	-11%	-50%	-22%	59%	81%	88%	121%	11%	49%
Technology	38%	89%	-7%	25%	15%	-2%	20%	29%	-10%	26%	-8%	122%	31%	39%	1%	7%
TOTAL (NFC)	-12%	9%	-4%	21%	-23%	8%	-8%	28%	14%	68%	9%	30%	46%	42%	9%	28%

(*) 2021: dati del 1° semestre per i settori europei, 3° trimestre per gli USA.

Fonti: Bloomberg, Euler Hermes, Allianz Research

Figura 2 - Cambiamento dei margini di profitto delle imprese nel 2022 negli Stati Uniti e nell'Eurozona nel nostro scenario di base

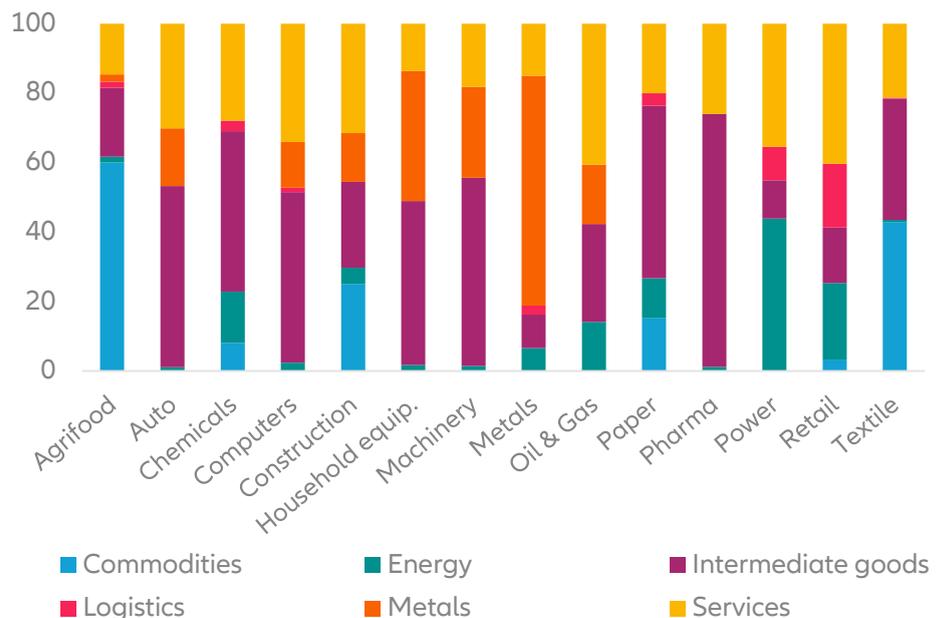


Fonti: Euler Hermes, Allianz Research, Refinitiv (stime degli analisti a metà gennaio 2022)

Tuttavia, tre scenari potrebbero minacciare la resilienza aziendale: 1) un'impennata dei prezzi del petrolio e del gas come conseguenza delle crescenti tensioni geopolitiche tra Russia, Ucraina e NATO; 2) una crescita cumulativa dei salari a un anno che raggiunga il +10% e 3) un aumento dei tassi di interesse di +200 punti base.

Uno shock dei prezzi delle materie prime metterebbe a rischio soprattutto i settori dell'energia e dei metalli. Stimiamo che i prezzi del petrolio che salgono a 100 dollari al barile taglierebbero i margini di più di due punti percentuali per il settore energetico. Guardando la ripartizione dei costi per le industrie selezionate, osserviamo che la bolletta energetica è soprattutto un problema per il settore della produzione di energia (vedi Figura 3). Inoltre, la produzione alimentare, i metalli e il settore automobilistico hanno una conto pesante per le materie prime a causa della loro domanda di prodotti metallici/materie prime. È interessante notare che il settore del commercio al dettaglio è il più dipendente dai costi logistici, mentre il settore del petrolio e del gas spende una somma considerevole per i servizi (cioè il supporto alle operazioni, l'esplorazione ecc.) Simulando uno shock sui prezzi delle materie prime sui bilanci di oltre 1600 imprese con sede nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, troviamo che i settori dell'energia e dei metalli in entrambe le regioni sono i più a rischio di un calo della redditività (vedi tabella 3).

Figura 3 - Ripartizione degli input nei costi dell'industria*



*Basato su dati USA, per input meno lavoro e capex
 Fonti: Euler Hermes, Allianz Research, BLS

Tabella 3 - Settori più colpiti dall'aumento dei prezzi delle materie prime

	Settore	Paese	Impatto sul margine EBITDA
Aumento dei prezzi dell'energia (Brent a 100 dollari, +10% sul gas)	Energia	USA	- 2.5 pp
	Energia	Eurozona	- 2.4 pp
	Vendita al dettaglio	USA	- 1.8 pp

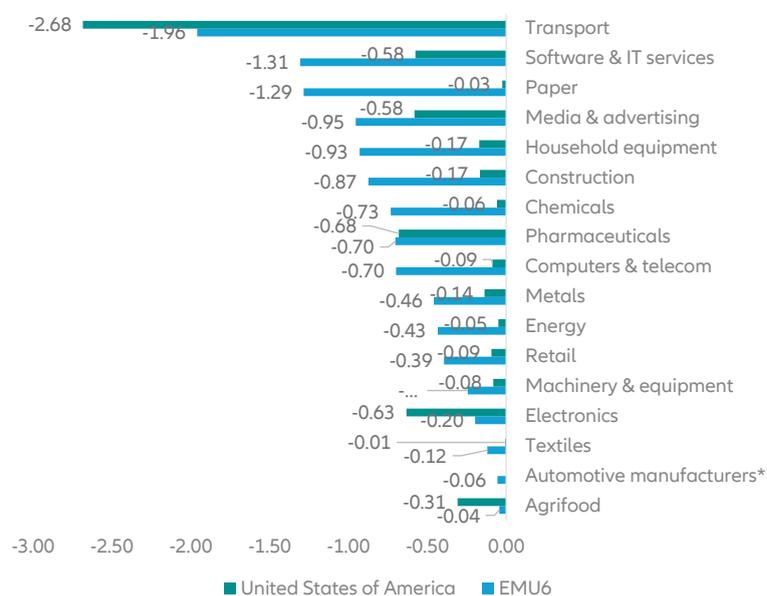
+10% di aumento delle materie prime non energetiche	Metalli	Eurozona	- 6.1 pp
	Metalli	USA	- 5.2 pp
	Agroalimentare	USA	- 4.8 pp

Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

Cosa succede se le pressioni inflazionistiche portano a un aumento dei salari? Il settore dei trasporti nella zona euro e negli Stati Uniti, il software e l'IT nella zona euro e l'elettronica negli Stati Uniti sono in prima linea in caso di uno shock salariale. L'accelerazione della crescita salariale spingerà probabilmente verso l'alto le basi di costo aziendali nel 2022: ci aspettiamo una forte crescita salariale del +4,7% negli Stati Uniti, +2,5% in Francia e +2,6% in Germania.

Mentre prevediamo che l'inflazione si riduca entro il 2022 con l'attenuazione delle perturbazioni legate alla pandemia, i continui aumenti dei prezzi potrebbero mettere il Regno Unito e la Francia più a rischio di un ciclo salari-prezzi che si potrebbe materializzare alla fine del 2022 e nel 2023¹. Le spese per i salari delle imprese sono leggermente più alte nei settori industriali dell'Eurozona che negli Stati Uniti, e i settori che spendono di più per il personale sono quelli farmaceutico, informatico, tessile e delle apparecchiature elettriche. Nel caso di un aumento salariale del 10%, il settore dei trasporti, sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona, subirebbe un duro colpo alla redditività (vedi Figura 4). Anche i servizi software e IT nell'Eurozona sono vulnerabili. Negli Stati Uniti, il secondo settore più vulnerabile è l'elettronica.

Figura 4 - Impatto sulla redditività di un aumento del 10% dei salari *



* Profit excluding depreciation & amortizations based on a sample of more than 1700 listed firms on 2021 financials (up to Q3)

Sources: Euler Hermes, Allianz Research, Refinitiv

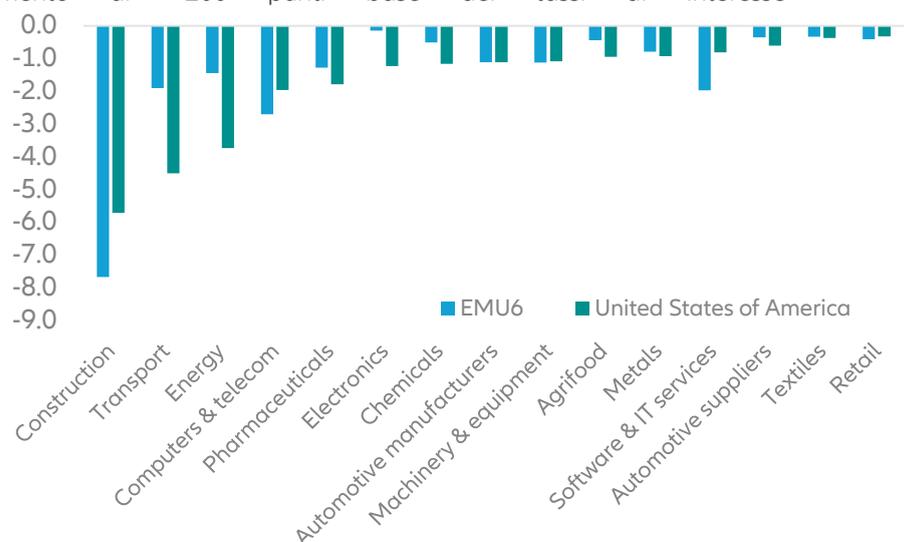
Quali settori sono a rischio di un aumento dei tassi d'interesse? Negli Stati Uniti, i settori dell'energia e dei trasporti sarebbero i più colpiti. Con un'inflazione destinata a rimanere al di sopra del 2% fino al 2023, ci

¹ Si veda il nostro report [Dalla padella alla brace: l'inflazione provocherà una spirale salari-prezzi nel 2022?](#)

aspettiamo che le banche centrali aumentino gradualmente i tassi d'interesse, il che provocherà un aumento dei costi di finanziamento per le imprese. Nonostante ciò, hanno il margine di manovra per resistere a un ciclo moderato di inasprimento della politica monetaria: i cicli precedenti hanno dimostrato che la sensibilità di un aumento di +100 punti base dei tassi d'interesse è più alta negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Italia, e il 90% della trasmissione si materializza dopo quattro mesi, con la piena traslazione raggiunta dopo sette mesi. In ogni caso, la trasmissione dall'aumento dei tassi di interesse all'economia reale può essere più lenta in questo momento, grazie alle elevate posizioni di cassa delle imprese (+27% rispetto al 2019). Di conseguenza, stimiamo che un aumento di +100 punti base dei tassi di interesse si potrebbe tradurre in un calo dei margini delle società non finanziarie di -1 punto percentuale in Germania, -2,3 punti percentuali in Francia, -1,5 punti percentuali nel Regno Unito e -1,4 punti percentuali negli Stati Uniti.

Tuttavia, se i tassi d'interesse aumentano più velocemente del previsto, i settori ad alta leva finanziaria e rischiosi saranno probabilmente danneggiati. Le nostre simulazioni su un campione di oltre 1600 imprese quotate in borsa e sulle spese per interessi indicano che il settore delle costruzioni in entrambe le regioni e i settori dell'energia e dei trasporti statunitensi sono i più a rischio in caso di un forte shock dei tassi d'interesse, cioè +200 punti base (vedi figura 5).

Figura 5 - Impatto sul margine di profitto prima delle imposte di un aumento di +200 punti base dei tassi di interesse*



* basato su un campione di più di 1600 imprese quotate sui bilanci 2021 (fino al 3° trimestre)

Fonti: Euler Hermes, Allianz Research, Refinitiv

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alle limitazioni di responsabilità fornite di seguito.

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 della direzione e comportano rischi e incertezze noti e ignoti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, senza limitazione alcuna, 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 del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, inclusi quelli derivanti da catastrofi naturali, e l'andamento delle spese di sinistro, (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 di leggi e regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori concorrenziali generali, in ciascun caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o più pronunciati a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale contenuta nel presente documento, fatta eccezione per le informazioni che devono essere divulgate per legge.