

Dział Analiz Allianz

Podwójny kłopot? Inflacja to dla firm mniej gotówki i większe zadłużenie

Wrzesień 2022



Maxime Lemerle
Główny Analityk ds.
Niewypłacalności
maxime.lemerle@allianz-trade.com

Maria Latorre
Doradczyni Sektora B2B
maria.latorre@allianz-trade.com

Ano Kuhanathan
Dyrektor Działu Analiz
Korporacyjnych
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

STRESZCZENIE

- Pandemiczne zawirowania dobiegają końca. Choć ostatni sezon po stronie przychodów był lepszy od oczekiwań – tylko cztery z 24 sektorów zanotowały spadek – to **aż połowa z nich odnotowała spadek zysków w ujęciu rocznym**. Prognozy i przewidywania również wskazują na słabnący impet: wskaźniki wzrostu przychodów w III kwartale zostały skorygowane w dół dla Ameryki Łacińskiej, regionu Azji i Pacyfiku oraz rynków wschodzących, a także w skali globalnej dla 15 sektorów.
- Bufory gotówkowe są nadal wysokie, lecz słabną. Pomimo przekroczenia w II kwartale 2022 roku poziomów z 2019 roku o 30% w Europie i 50% w Stanach Zjednoczonych, bufory gotówkowe przedsiębiorstw maleją, ponieważ w 2022 roku większość firm zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie wykorzystywała te zasoby pieniężne – wynika z analiz Allianz Trade.
- Ze względu na uwarunkowania inflacyjne, zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (WCR) wzrosło o 6 dni obrotu do poziomu 71 w USA i o 10 dni do poziomu 64 w Europie. To skłoniło firmy do budowania dźwigni finansowej. Tymczasem jak wynika, z analiz Allianz Trade **wyższe stopy procentowe powodują również wzrost kosztów odsetkowych, zwłaszcza w Europie** (+20% skorygowane o zmianę zadłużenia długoterminowego).
- W związku z tym kraje, sektory i firmy stoją obecnie przed różnymi wyzwaniami. W Europie kryzys energetyczny może okazać się poważnym ciosem dla sektorów energochłonnych (energetyka, papier, metale, kolej, przemysł chemiczny, itp.), natomiast silny dolar może zaszkodzić sektorom eksportowym w USA. Zagrożone są również wydatki uznaniowe i budownictwo, natomiast **energetyka powinna nadal radzić sobie dobrze - choć jest narażona na skutki działań politycznych** (np. podatek "od super zysków").

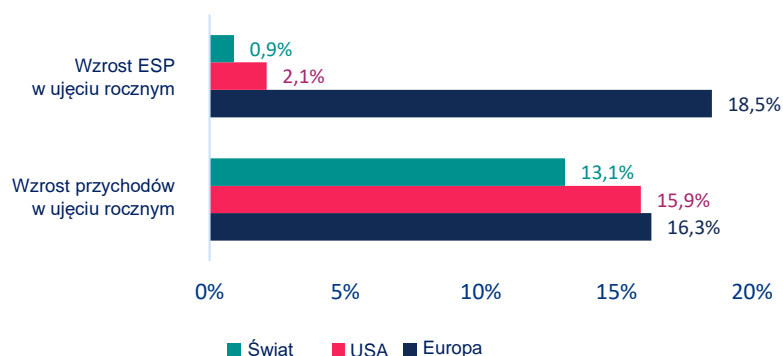
W pierwszej połowie 2022 zyski utrzymywały się na stałym poziomie, ale impet słabnie

Sezon wynikowy w II kwartale przyniósł pozytywne niespodzianki na całym świecie - ponad połowa spółek giełdowych przekroczyła szacunki dotyczące przychodów i zysku na akcję (odpowiednio: 58% i 54%). Jednak na kilka tygodni przed publikacją wyników oczekiwania zostały znacząco obniżone ze względu na trwającą wojnę w Ukrainie, utrzymujące się problemy z łańcuchem dostaw oraz braki półprzewodników spowodowane blokadami w Chinach, a także rosnące ceny surowców.

Europa była regionem, który sprawił największą niespodziankę. Pomimo bliskości konfliktu Rosja-Ukraina, 64% firm europejskich przekroczyło oczekiwania dotyczące przychodów, a średnia

dynamika wzrostu przychodów wyniosła +16,4% w ujęciu rocznym (+12,5% w ujęciu rocznym w strefie euro). W USA 63% firm również pobiło szacunki, a przychody wzrosły o +15,9% w ujęciu rocznym. Większa przepaść dzieliła jednak firmy po obu stronach Atlantyku, jeśli chodzi o raportowany wskaźnik zysku na akcję (EPS): Podczas gdy zyski wzrosły o +18,5% w ujęciu rocznym w Europie (+4,7% w strefie euro), w USA wzrosły jedynie o +2,1% (+0,9% w ujęciu światowym). Wskazuje to, że **firmy na Starym Kontynencie były w stanie lepiej absorbować rosnące koszty produkcji w porównaniu do swoich amerykańskich odpowiedników.**

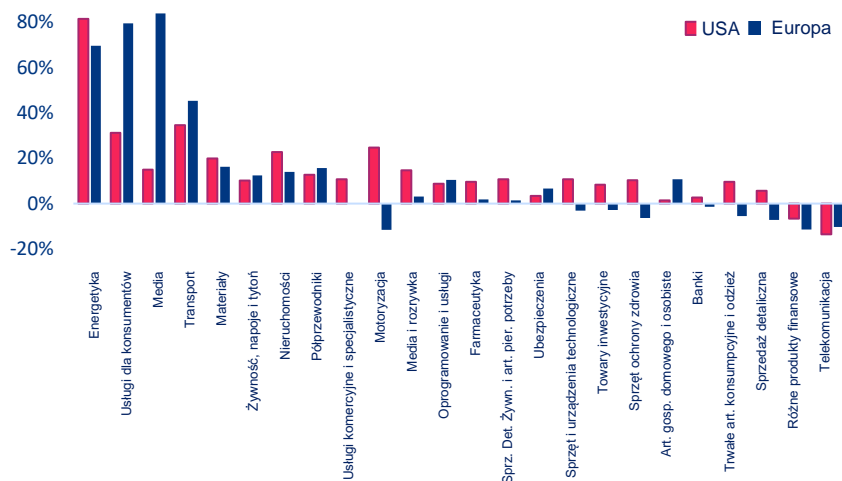
Rysunek 1: Dynamika wzrostu przychodów i zysku na akcję w poszczególnych regionach w II kwartale 2022 roku



Źródło: Refinitiv Eikon, według stanu na 30 sierpnia 2022, Dział Analiz Allianz

A analiz Allianz Trade wynika, że niektóre sektory odnotowały lepsze wyniki niż inne. W szczególności sektor energetyczny i transportowy (łącznie reprezentujące ok. 9% wolumenu spółek raportujących) osiągnęły wzrost przychodów odpowiednio o +62,3% w ujęciu rocznym i +31,5% rocznie w ujęciu globalnym. Z kolei sektor motoryzacyjny (-11,6% w ujęciu rocznym) ucierpiał najbardziej w Europie z powodu niższych wolumenów produkcji w związku z utrzymującymi się niedoborami półprzewodników. W USA, sektor telekomunikacyjny był jedynym sektorem niefinansowym, który nie był w stanie zwiększyć przychodów w II kwartale (-13,6% w ujęciu rocznym), ponieważ silna konkurencja uniemożliwiła firmom przeniesienie rosnących kosztów energii na klientów (patrz Rysunek 2).

Rysunek 2: Dynamika wzrostu przychodów w poszczególnych sektorach w II kwartale roku

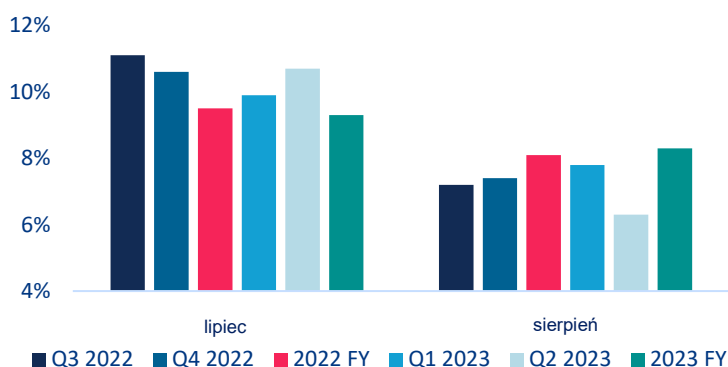


Źródło: Refinitiv Eikon, według stanu na 30 sierpnia 2022. Dział Analiz Allianz.

Wybiegając w przyszłość, w Allianz Trade spodziewamy się ogólnego pogorszenia wyników spółek w III i IV kwartale roku, zwłaszcza w USA, gdzie kwestie inflacji (a więc i twardej polityki monetarnej) pojawiły się znacznie wcześniej niż w Europie, spowalniając konsumpcję w szybszym tempie. Amerykańskie spółki o zasięgu międzynarodowym będą również musiały zmierzyć się z negatywnym wpływem na przychody spowodowanym przez umocnienie się dolara amerykańskiego. Inne utrzymujące się zakłócenia, takie jak wąskie gardła w łańcuchu dostaw oraz napięcia polityczne w Ukrainie i na Tajwanie, mogą również wciąż wpływać na nastroje w biznesie.

Średnie szacunki dotyczące wzrostu przychodów w III kwartale nieznacznie przesunęły się w górę (+0,9%) dla Europy i w dół dla USA (-0,2%). Jeśli chodzi o korekty zysków netto, średnia zmiana wskaźnika zysku na akcję (EPS) była dodatnia dla Europy (+2,0%), ale ujemna dla USA (-2,3%). Średni szacunek wzrostu zysków dla spółek ujętych w indeksie S&P 500 zmniejszył się do +7,2% w sierpniu, w porównaniu z +11,1% w lipcu (patrz Rysunek 3).

Rysunek 3: Szacunki wzrostu zysków spółek z indeksu S&P 500 na lata 2022 i 2023 (konsensus z lipca i sierpnia)

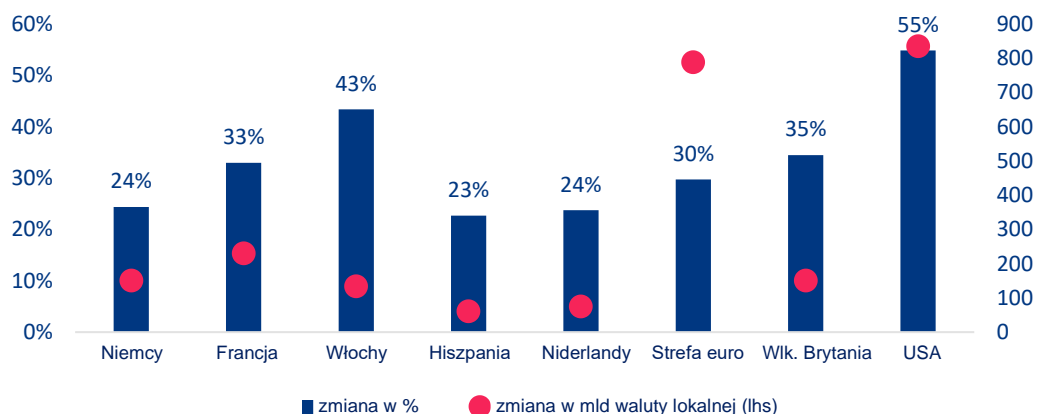


Źródła: Refinitiv Eikon. Dział Analiz Allianz

W wielu krajach firmy zaczynają spalać swoje zapasy gotówki

W pierwszej połowie 2022 roku zasoby gotówkowe przedsiębiorstw niefinansowych osiągnęły nowe maksima, przekraczając poziomy z 2019 o 30% w przypadku strefy euro (788 mld EUR) i o 55% w USA (835 mld USD – patrz Rysunek 4). W pierwszej części roku depozyty firm niefinansowych (NFC) nadal rosły we wszystkich krajach europejskich, przy czym w lipcu nadal odnotowywały zauważalne wzrosty, a nowe rekordy zostały ustanowione zwłaszcza w krajach kluczowych: Niemczech (+4,9% w ujęciu rocznym do 765 mld EUR), Francji (+4% do 927 mld EUR), Włoszech (+5,7% do 440 mld EUR), Hiszpanii (+6,9% do 328 mld EUR) i Wielkiej Brytanii (+4,3% do 583 mld GBP). W USA wzrost depozytów w I kwartale mocno przyspieszył o +11,5% w ujęciu rocznym, dzięki czemu suma depozytów firm amerykańskich przekroczyła 2.300 mld USD, w porównaniu do 3.437 mld EUR w przypadku sumy depozytów firm ze strefy euro.

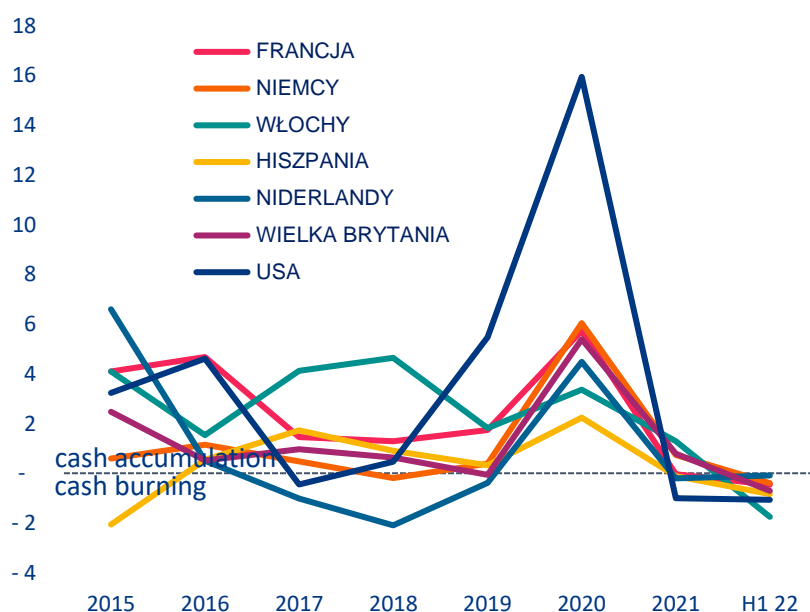
Rysunek 4 – Wzrost sumy depozytów w posiadaniu firm niefinansowych, ostatni* vs grudzień 2019



(*) Lipiec dla krajów strefy euro oraz Wielkiej Brytanii, oraz I kwartał dla USA
 Źródło: ECB, BoE, FRED, Dział Analiz Allianz

Część powyższych wzrostów sald środków pieniężnych wynika jednak z **nowych kredytów bankowych zaciągniętych proaktywnie lub defensywnie**. De facto zmiany w pozycjach gotówkowych netto, mierzone różnicą między depozytami przedsiębiorstw niefinansowych a nowymi kredytami, wyraźnie wyhamowały w latach 2020-2021 i ponownie w I połowie 2022 roku. W przypadku pięciu największych rynków strefy euro, tempo to spadło do 2% w I połowie 2022 roku, wobec 7% w 2021 roku i 14% w 2020 roku. Podobny rezultat Allianz Trade obserwuje w przypadku Wielkiej Brytanii (odpowiednio 1%, 14% i 19%), a nieco gorszy w przypadku USA (odpowiednio 0%, 6% i 23%). W odniesieniu do większości krajów oznacza to, że wzrost aktywności gospodarczej zaczął już generować niższy wzrost pozycji gotówkowych. W istocie, nasz indeks spalania gotówki okazał się ujemny w pierwszej połowie 2022 roku w Wielkiej Brytanii i Niemczech oraz potwierdził negatywny zwrot rozpoczęty w 2021 roku we Francji, Hiszpanii, Niderlandach i USA (patrz Rysunek 5).

Rysunek 5 – Wskaźnik spalania środków pieniężnych w poszczególnych krajach

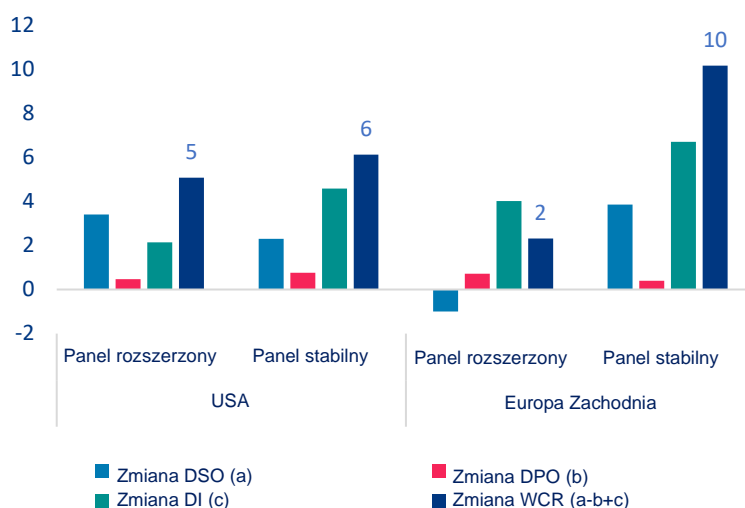


Źródła: ECB, BoE, FRED, Dział Analiz Allianz

Wywołany inflacją wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy (WCR) prowadzi do wzrostu zadłużenia i wyższych kosztów odsetkowych

Część przyspieszenia spalania środków pieniężnych jest związana ze zwiększonym zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy, spowodowanym wpływem wąskich gardła w łańcuchu dostaw na zapasy oraz, co ważniejsze, wyższymi cenami czynników produkcji. Dane finansowe spółek giełdowych pokazują, że zapasy gwałtownie wzrosły w I kwartale, szczególnie w Europie, a w II kwartale pozostały mniej więcej na tym samym poziomie zarówno w Europie, jak i w USA. W całym I półroczu 2022 roku w porównaniu do końca 2021 roku zapasy wzrosły o +5 dni obrotu w USA i +7 dni w Europie. Wspomniany wzrost zapasów przyczynił się do 66% wzrostu wskaźnika zapotrzebowania na kapitał obrotowy (WCR) w Europie i 75% w USA. Resztę tłumaczą zmiany netto w zachowaniach płatniczych dotyczące należności (DSO) i zobowiązań (DPO), z większym wzrostem DSO w USA i Europie Zachodniej. W sumie, wywołany inflacją wzrost WCR spowodował wzrost o +6 dni obrotu do poziomu 71 w USA i o +10 dni do poziomu 64 w Europie Zachodniej (patrz Rysunek 6).

Rysunek 6: Zmiana komponentów zapotrzebowania na kapitał obrotowy w I półroczu 2022, w dniach obrotu

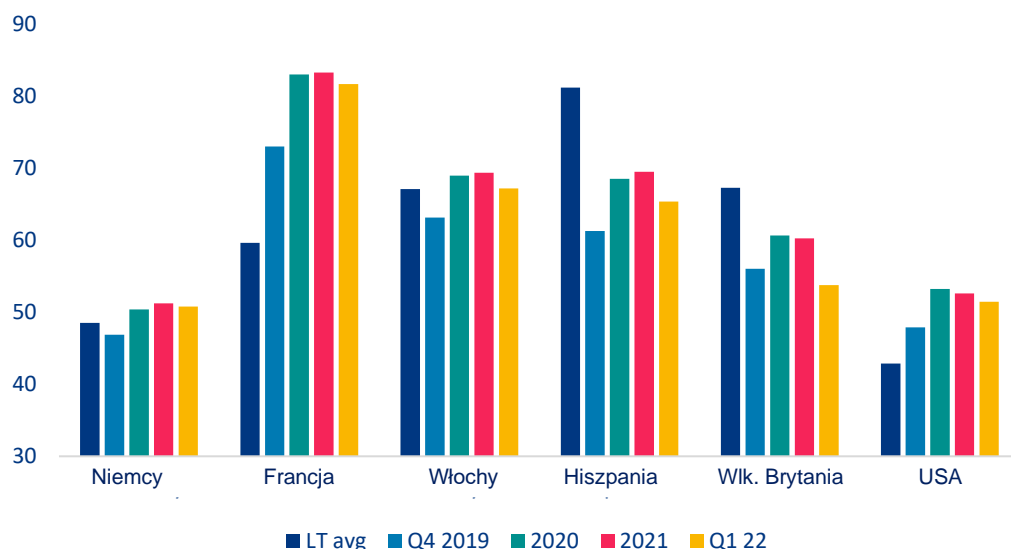


(*) według stanu na 31 sierpnia 2022 roku, z uwzględnieniem danych finansowych 2.012 spółek, dla których dostępne są szczegółowe wyniki za II kwartał (tj. zysk + bilans) (panel rozszerzony) oraz 1.920 spółek przy wykorzystaniu stabilnego panelu spółek sprawozdawczych (stabilna grupa).

Źródła: Eikon/Refinitiv, Dział Analiz Allianz

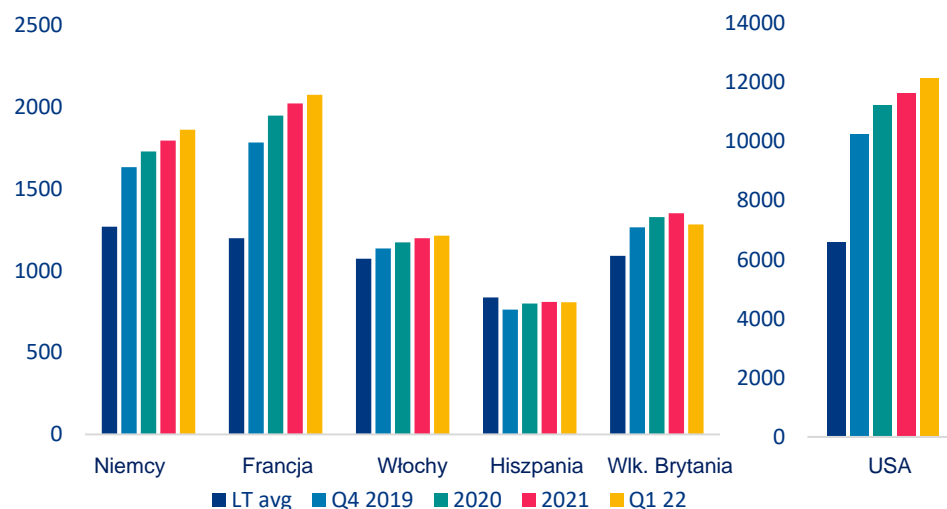
Taki kontekst wymusza na firmach utrzymywanie wysokiego poziomu dźwigni finansowej. Pomimo spadku wskaźników zadłużenia w I kwartale 2022 roku, wynikającego w dużej mierze ze wzrostu nominalnego PKB, wskaźniki zadłużenia finansowego nadal przekraczają poziomy sprzed pandemii (zob. Rysunek 7). W wartościach bezwzględnych, zadłużenie finansowe firm niefinansowych (NFC) ustanowiło nowe rekordy w większości krajów, zwłaszcza w Niemczech (1.860 mld EUR), Francji (2.074 mld EUR) i USA (12.138 mld USD - patrz Rysunek 8).

Rysunek 7: Wskaźnik zadłużenia firm niefinansowych, w % PKB



Źródła: Banque de France, Dział Analiz Allianz

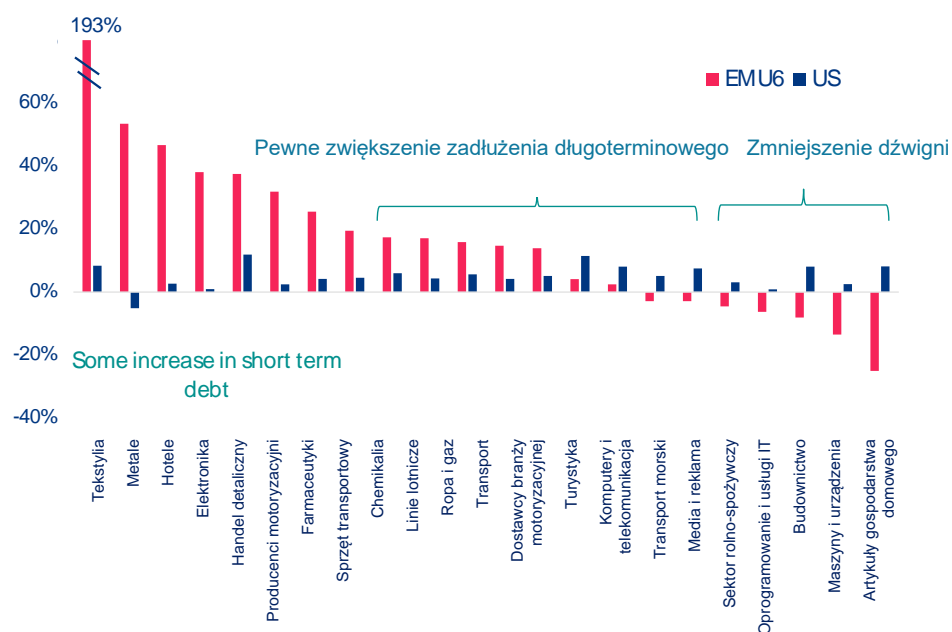
Rysunek 8: Zadłużenie firm niefinansowych, w jednostkach waluty lokalnej



Źródła: Banque de France, Dział Analiz Allianz

Ponadto, wraz z rosnącymi stopami procentowymi rosną również koszty odsetkowe. W okresie od I do II kwartału koszty odsetek dość gwałtownie wzrosły w firmach sześciu największych gospodarek strefy euro (+16% dla naszego panelu). Warto zauważyć, że niemal potroiły się one w przypadku sektora tekstylnego, a w przypadku sektora metalowego, elektronicznego i hotelarskiego wzrosły o około +50%. W USA wzrost był mniej wyraźny (średnio +3%), z wyjątkiem sektora maszyn i urządzeń, który odnotował wzrost o +56%. Jednak po korekcie o zmiany w zakresie zadłużenia długoterminowego, obraz wygląda zupełnie inaczej: W Allianz Trade widzimy, że wzrost kosztów odsetkowych w Europie jest napędzany głównie przez zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (WCR), podczas gdy w USA wynika głównie ze wzrostu zadłużenia długoterminowego (patrz Rysunek 9). Zauważmy również, że sektor sprzętu gospodarstwa domowego w strefie euro zaczął zmniejszać dźwignię, co sygnalizuje spowolnienie aktywności i popytu na dobra trwałe.

Rysunek 9: Zmiana kosztów odsetkowych (II kw. vs I kw.) skorygowana o zmianę zadłużenia długoterminowego



Źródło: Refinitiv, Dział Analiz Allianz

Każda łódź ma swój własny szlak: kraje, sektory i firmy mają teraz bardzo różne wyzwania.

Większość firm, regionów i sektorów ucierpiała w wyniku kryzysu Covid-19 i skorzystała z uwolnienia spiętrzonego popytu. Jednak w 2022 roku sektory stoją obecnie przed bardzo specyficznymi wyzwaniami. Pozytywnie gotówkowe i zadłużenie również odzwierciedlają zróżnicowaną dynamikę. Choć ryzyko spowolnienia gospodarczego to zła wiadomość dla korporacji po obu stronach Atlantyku, sektory o charakterze cyklicznym są narażone w większym stopniu (np. handel detaliczny, tekstylia, budownictwo). Kryzys energetyczny jest problemem europejskim – firmy stoją w obliczu egzystencjalnych zagrożeń, ponieważ martwią się o dostęp do energii. W USA natomiast jest to głównie temat kosztów produkcji, które mogą spowodować wzrost wydatków. Analogicznie, wzrost stóp procentowych uderzy mocniej w sektory o wysokim poziomie dźwigni finansowej (np. budownictwo, linie lotnicze). Z kolei silny dolar jest przeszkodą głównie dla amerykańskich sektorów eksportowych (np. sprzęt gospodarstwa domowego, maszyny i urządzenia). Wreszcie, sam sektor naftowy i gazowy także stoi w obliczu presji politycznej; w Europie możliwe jest podniesienie podatków w celu sfinansowania działań fiskalnych, a w USA administracja Bidena wywiera coraz większą presję na inwestycje w zaplecze rafinerijne. Sektor energetyczny w Europie znajduje się pod ogromną presją, jednak jest i będzie silnie wspierany przez stosowane polityki, ponieważ sektor ten jest zbyt ważny, by mógł upaść.

Tabela 1 – Podsumowanie rodzajów ryzyka i narażonych sektorów

Ryzyko	Najbardziej narażone sektory
Wzrost stóp procentowych	Budownictwo (USA/Europa) Linie lotnicze (USA/Europa) Maszyny i urządzenia (USA/Europa) Transport (USA/Europa)

Kryzys energetyczny w Europie	Papier (Europa) Metale (Europa) Chemikalia (Europa) Koleje (Europa) Telekomunikacja (Europa) Energetyka (Europa)
Spowolnienie wzrostu gospodarczego	Handel detaliczny (USA/Europa) Budownictwo (USA/Europa) Art. gospodarstwa domowego (USA/Europa) Elektronika (USA/Europa) Tekstyliia (USA/Europa) Motoryzacja (USA/Europa) Maszyny i urządzenia (USA/Europa)
Silniejszy dolar	Elektronika (USA) Maszyny i urządzenia (USA) Art. gospodarstwa domowego (USA) Komputery i telekomunikacja (USA)
Dalszy wzrost cen towarów innych niż energia oraz silniejszy dolar	Sektor rolno-spożywczy (USA/Europa) Metale (USA/Europa) Maszyny i urządzenia (USA/Europa) Motoryzacja (USA/Europa)
Ryzyko polityczne	Ropa naftowa i gaz (USA/Europa)

Źródła: Dział Analiz Allianz

Jak zawsze, oceny podlegają poniższemu wyłączeniu odpowiedzialności.

OŚWIADCZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Niniejszy dokument zawiera oświadczenia dotyczące przyszłości, takie jak prognozy czy przewidywania, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i które podlegają znanym i nieznanym ryzykom i niepewnościom. Rzeczywiste wyniki, dane czy zdarzenia mogą odbiegać znacząco od przewidywanych czy domniemywanych w takich oświadczeniach prognostycznych.

Różnice mogą wynikać ze zmian czynników, między innymi: (i) ogólnej sytuacji gospodarczej i konkurencyjnej w kluczowej działalności i na kluczowych rynkach Allianz, (ii) wyników na rynkach finansowych (szczególnie w zakresie zmienności, płynności, zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i wagi zdarzeń szkodowych, w tym w odniesieniu do szkód wynikających z katastrof naturalnych, a także zmian w kosztach szkód, (iv) trendów poziomów umieralności i zachorowalności, (v) poziomu odporności, (vi) poziomu braku płatności - szczególnie w segmencie bankowości, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, szczególnie EUR/USD, (ix) przepisów prawnych i regulacji, szczególnie podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym kwestii związanych z integracją i reorganizacją oraz (xi) ogólnych warunków konkurencyjnych w zakresie lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może cechować się zwiększonym prawdopodobieństwem wystąpienia lub wyższą wagą skutków ich wystąpienia w przypadku wystąpienia ataków terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie jest zobowiązana do aktualizacji żadnych prognoz czy oświadczeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym raporcie, za wyjątkiem informacji, których ujawnienia wymagają przepisy prawa.

Allianz Trade stanowi znak towarowy służący do oznaczenia zakresu usług świadczonych przez Euler Hermes.