

Wrażliwość sektorów na rosnące koszty finansowania

7 czerwca 2023 r.



Wrażliwość sektorów na rosnące koszty finansowania

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata

Head of Economic Research

ana.boata@allianz-trade.com

Jordi Basco Carrera

Lead Investment Strategist

jordi.basco_carrera@allianz.com

Maxime Darmet

Senior Economist

maxime.darmet@allianz-trade.com

Roberta Fortes

Senior Economist

roberta.fortes@allianz-trade.com

Jasmin Gröschl

Senior Economist

jasmin.groeschl@allianz.com

Maria Latorre

B2B Sector Advisor

maria.latorre@allianz-trade.com

Maxime Lemerle

Lead Analyst for Insolvency Research

maxime.lemerle@allianz-trade.com

Maddalena Martini

Senior Economist

maddalena.martini@allianz.com

Luca Moneta

Senior Economist

luca.moneta@allianz-trade.com

Manfred Stamer

Senior Economist

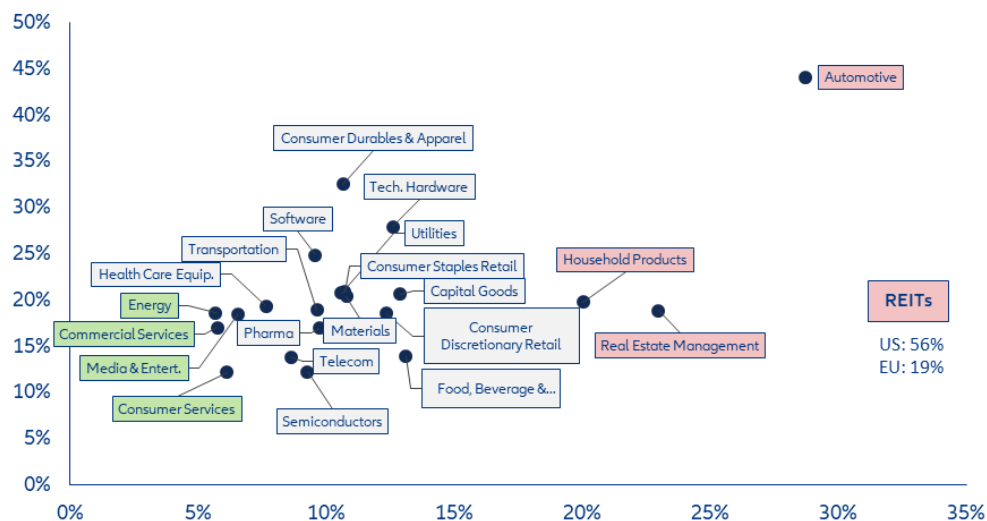
manfred.stamer@allianz-trade.com

- Ze wskaźnikiem zadłużenia do EBITDA wynoszącym średnio 3,8x, firmy amerykańskie są bardziej uzależnione od dźwigni finansowej niż europejskie (3,3x). Ale Europa ma wyższy odsetek całkowitego zadłużenia z terminem zapadalności w ciągu jednego roku (20% w porównaniu z 14% w USA). Patrząc na współczynnik przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, dźwignię netto i pokrycie odsetek, stwierdzamy, że przedsiębiorstwa we Włoszech, Hiszpanii, Belgii, Francji i Holandii wydają się najbardziej narażone na ograniczenie płynności.
- **Brak wytchnienia dla lewarowanych, zwłaszcza tych, którzy mają wysokie umorzenia długów w krótkim okresie.** W opinii Allianz Trade firmy z gospodarek rozwiniętych wydają się być bezpieczniejsze niż te z rynków wschodzących, jeśli chodzi o poziom zadłużenia (dźwignia netto poniżej 2,3% dla połowy firm z gospodarek rozwiniętych w porównaniu z 4,9% na rynkach wschodzących) i zdolność do wywiązywania się z zobowiązań finansowych.
- **Pięć sektorów wyróżnia się jako najbardziej narażone na trudności finansowe: transport, budownictwo, hotelarstwo, surowce i branża motoryzacyjna.** Budownictwo i handel detaliczny znajdują się na szczycie listy obserwacyjnej zarówno w Ameryce Północnej, jak i w Europie Zachodniej. Branża motoryzacyjna, mimo że jest najbardziej narażona na zadłużenie z terminem zapadalności w ciągu jednego roku, ma średni wskaźnik bieżącej płynności na poziomie 1,2x. W regionie Azji i Pacyfiku oraz Europy Środkowo-Wschodniej metale, energia oraz, w mniejszym stopniu, hotelarstwo i handel detaliczny budzą większe obawy.
- **Sytuacja może się pogorszyć, ponieważ spadek zysków powinien stać się bardziej widoczny jesienią, kiedy Allianz Trade spodziewa się pełnej transmisji stóp procentowych.** Łącznie wyliczamy, że równowartość pełnego wzrostu kosztów finansowania od 2022 r. wynosi powyżej -7 pp wartości dodanej brutto w Hiszpanii, ponad -6 pp we Włoszech i Francji, -4,5 pp w Niemczech i blisko -4 pp w USA (przy innych czynnikach niezmiennych). Handel detaliczny jest najbardziej dotkniętym sektorem pod względem rentowności, ponieważ ma najniższe marże operacyjne (7,5% w przypadku towarów uznaniowych (dóbr luksusowych) i 4,2% w przypadku artykułów pierwszej potrzeby w porównaniu ze średnią dla wszystkich branż wynoszącą 15,9%). Uporczywa inflacja i nasilenie wojny cenowej między sprzedawcami detalicznymi powinny jeszcze bardziej pogłębić pogorszenie obserwowane już w 2022 r.

Bez wytchnienia dla uzależnionych od dźwigni finansowej, zwłaszcza tych, którzy w krótkim okresie wykupują długi, w szczególności dla sektorów nieruchomości, sprzętu gospodarstwa domowego i motoryzacji. W kontekście rosnących stóp procentowych i spowolnienia aktywności gospodarczej popyt na kredyt spadł do najniższego poziomu od 2008 roku. Nowe kredyty spadły o ponad -30% 3M/3M w USA, o -9% w Hiszpanii i -6% we Francji. Przy słabszych dochodach oba zjawiska (tj. zaostrzone warunki finansowania i zmniejszająca się dostępność kredytów) zwiększają podatność na zagrożenia najbardziej narażonych firm, tj. tych, które już mają trudności z obsługą swojego zadłużenia lub posiadają większe zadłużenie. Sytuacja jest szczególnie trudna dla tych, którzy mają wyższy udział zadłużenia o zmiennym oprocentowaniu lub długu o bardzo krótkim terminie zapadalności.

Sektor motoryzacyjny jest sektorem najbardziej narażonym na krótkoterminowe terminy zapadalności zadłużenia (Wykres 1), przy czym w Stanach Zjednoczonych i w Europie odpowiednio 29% i 44% całkowitego zadłużenia przypada do spłaty w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Jednak większość zadłużenia tego sektora pochodzi z działów usług finansowych. W rzeczywistości skonsolidowane bilanse producentów oryginalnego wyposażenia są wystarczająco płynne, ponieważ wskaźniki bieżącej płynności wynoszą średnio około 1,2x w obu regionach. Również w porównaniu z innymi sektorami, motoryzacja jest dobrze pozycjonowana pod względem pokrycia odsetek, ze wskaźnikiem EBITDA/odsetki na poziomie 4,9x w USA i 8,6x w Europie (w porównaniu ze średnią światową wynoszącą 6,9x dla tego sektora).

Wykres 1: Odsetek całkowitego zadłużenia z terminem zapadalności w ciągu jednego roku, Stany Zjednoczone (oś x) i Europa (oś y)



Źródła: Bloomberg, Allianz Research

Firmy z Włoch, Hiszpanii, Belgii, Francji i Holandii wydają się najbardziej narażone na ograniczenie płynności. Przyglądamy się podstawowym danym panelu 21 tys. firm z gospodarek rozwiniętych (AE) i rynków wschodzących (EM)¹, rozwiązując kwestię zadłużenia, badając zadłużenie netto (NG)², kwestię kosztów finansowania, analizując

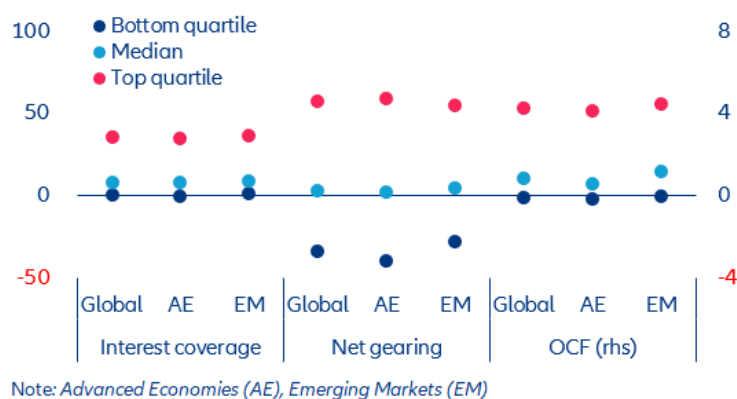
¹ Panel 21 tys. firm zlokalizowanych w gospodarkach rozwiniętych (55%), w szczególności w Europie Zachodniej (14%), USA (13%) i Japonii (12%) oraz na rynkach wschodzących (45%), w szczególności w Chinach (22%) i prowadzących działalność we wszystkich sektorach poza finansami/ubezpieczeniami: budownictwo (12%), komputery i telekomunikacja (10%), oprogramowanie i usługi IT (9%), usługi B2B (8%), maszyny i urządzenia (7%), chemia (7%), farmaceutyka (6%), metale (6%), energia (5%), branża rolno-spożywcza (5%), elektronika (4%), motoryzacja (4%), handel detaliczny (3%), sprzęt gospodarstwa domowego (3%), transport (3%), tekstylia (2%), usługi B2C (2%), hotele/restauracje/turystyka (2%), papier (1%) i sprzęt transportowy (1%).

² Dźwignia netto = (długoterminowe zadłużenie finansowe + krótkoterminowe zadłużenie finansowe – środki pieniężne i ich ekwiwalenty) / kapitał własny ogółem; w %; im niższa, tym lepsze ogólne pokrycie zobowiązań z tytułu zadłużenia netto.

wskaźnik pokrycia odsetek (IC)³ oraz zdolność do wywiązywania się z zobowiązań dłużnych poprzez sprawdzenie operacyjnego współczynnika przepływów pieniężnych (OCF)⁴. Na poziomie zagregowanym, w oparciu o dane finansowe firm niefinansowych za 2022 r., gospodarki rozwinięte wydają się być bezpieczniejsze niż rynki wschodzące, jeśli chodzi o ich odpowiedni średni poziom zadłużenia (dźwignia netto poniżej 2,3% dla połowy firm w AE w porównaniu z 4,9% w EM). Dotyczy to również mediany zdolności do wywiązywania się ze zobowiązań finansowych (współczynnik operacyjnych przepływów pieniężnych odpowiednio dla połowy firm wynosi 0,6 roku i 1,2 roku), ale różnica jest mniejsza, jeśli chodzi o pokrycie kosztów odsetek.

Gospodarki rozwinięte wyróżniają się większym zróżnicowaniem pod względem zadłużenia netto, podczas gdy jest ono bardziej zrównoważone między pokryciem odsetek a przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej. Wynika to z dużej liczby firm o znacznej akumulacji gotówki. De facto we wszystkich krajach z wyjątkiem Włoch, Hiszpanii i Portugalii co najmniej 25% firm ma akumulację środków pieniężnych przekraczającą zadłużenie finansowe, co powoduje, że dźwignia netto (wskaźnik) jest ujemna. Na poziomie globalnym dotyczy to 45% naszej próby (tj. 9400 firm), przy czym przodują Chiny (47%), Stany Zjednoczone (48%) i Japonia (54%). Znacznie wyprzedzają kraje europejskie, gdzie odsetek ten wynosi poniżej 40% (Wielka Brytania 38%, Niemcy 37% i Francja 34%), a czasem nawet mniej (poniżej 25% w przypadku Hiszpanii, Włoch i Belgii). Jednak z drugiej strony spektrum warto zauważyć, że 25% firm odnotowuje wskaźnik zadłużenia netto powyżej 58% na poziomie globalnym, ze znacznie wyższym progiem zadłużenia netto w Stanach Zjednoczonych (73%), Niemczech (70%), Francji (77%), Włoch (92%) i Hiszpanii (119%).

Wykres 2: Pokrycie odsetek, dźwignia netto i współczynnik operacyjnych przepływów pieniężnych, rozproszenie firm niefinansowych według kwartyła, dane finansowe za 2022 r.



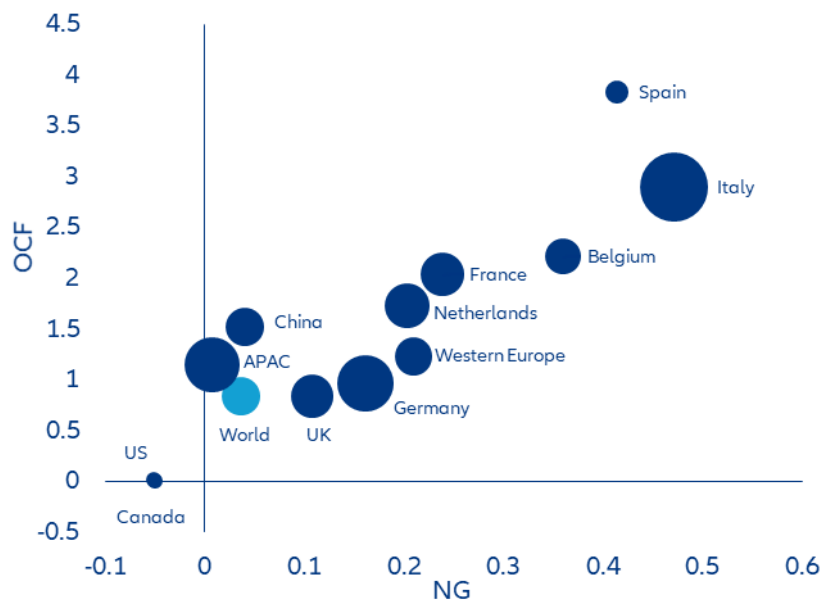
Źródła: Refinitiv Eikon (wg stanu na dzień 28 maja 2023 r.), Allianz Research

W przypadku kwestii związanych z pokryciem odsetek i operacyjnym współczynnikiem przepływów pieniężnych dyspersja wydaje się (znacznie) bardziej ograniczona niż w przypadku zadłużenia netto i wykazuje ograniczoną rozpiętość między gospodarkami rozwiniętymi a rynkami wschodzącymi. Łącznie gospodarki rozwinięte wydają się nieco bardziej narażone pod względem wskaźnika pokrycia odsetek, z niższym wskaźnikiem zarówno dla firm osiągających najgorsze, jak i najlepsze wyniki (0,1 roku i 34,7 roku odpowiednio dla pierwszego i czwartego kwartyła), głównie ze względu na słabszy profil rozkładu dla USA, Kanady, Australii, Szwecji, Norwegii, Hiszpanii, Belgii i Holandii. Jednocześnie gospodarki zaawansowane łącznie wydają się nieco mniej narażone pod względem współczynnika operacyjnych przepływów pieniężnych, z niższym współczynnikiem zarówno dla firm osiągających najlepsze, jak i najgorsze wyniki (-0,1 i 4,1 roku odpowiednio dla pierwszego i czwartego kwartyła), z prawie taką samą listą krajów, które tym razem przyczyniły się do silniejszego profilu (USA, Kanada, Australia, kraje nordyckie) – ale z Hiszpanią, Włochami, Belgią oraz w mniejszym stopniu Francją i Holandią, które miały wpływ na wyniki.

³ Pokrycie kosztów odsetek = EBITDA / koszt odsetek w latach, gdzie EBITDA oznacza zysk przed odsetkami, podatkami, amortyzacją; im wyższe, tym lepsza zdolność do pokrycia kosztów odsetek.

⁴ Współczynnik przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej = (długoterminowe zadłużenie finansowe + krótkoterminowe zadłużenie finansowe) / przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, w latach; im bliżej 0, tym lepsza zdolność do pokrycia zobowiązań dłużnych.

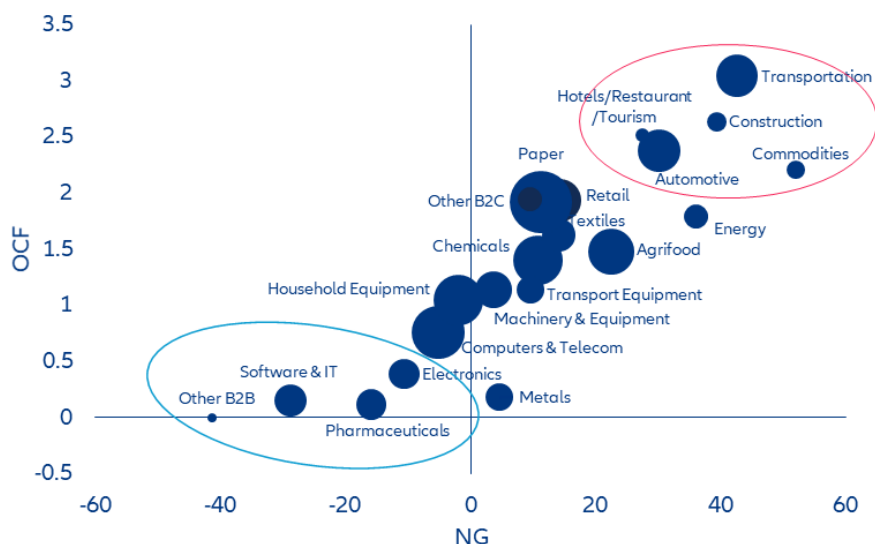
Wykres 3: Pokrycie odsetek (bańka), dźwignia netto (NG, oś x) i współczynnik przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (OFC, oś y), według regionu/kraju, mediana, dane finansowe za 2022 r.



Źródła: Refinitiv Eikon (wg na dzień 28 maja 2023 r.), Allianz Research

Na poziomie zagregowanym i na podstawie danych finansowych za 2022 r. pięć sektorów wyróżnia się jako najbardziej narażone na stres finansowy, biorąc pod uwagę ich medianę zadłużenia i medianę zdolności do wywiązywania się z zobowiązań finansowych: transport, budownictwo, hotelarstwo (hotele, restauracje, turystyka), towary i branża motoryzacyjna. W sektorze transportowym połowa firm odnotowuje wskaźnik zadłużenia netto przekraczający 43% i operacyjny współczynnik przepływów pieniężnych powyżej trzech lat. W przypadku budownictwa jest to odpowiednio 39% i trzy lata. Te pięć sektorów odnotowuje również najwyższe poziomy wskaźników zadłużenia netto i operacyjnych współczynników przepływów pieniężnych dla firm osiągających najgorsze wyniki. Jednak różnica we wskaźniku pokrycia odsetek zmniejsza ryzyko ze szkodą dla budownictwa, hotelarstwa i surowców, a względnie na korzyść transportu i motoryzacji – te dwie ostatnie odnotowują silniejszą dystrybucję firm o większym współczynniku pokrycia odsetek. I odwrotnie, najbezpieczniejszymi sektorami są branża farmaceutyczna, oprogramowania/usług IT i, co ważniejsze, usług B2B, biorąc pod uwagę zadłużenie netto i współczynnik przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Warto jednak podkreślić, że ten ostatni również odnotowuje słabszy rozkład firm pod względem pokrycia odsetek.

Wykres 4: Globalne sektory, zadłużenie netto (oś X), współczynnik OFC (oś Y) i zdolność pokrycia odsetek (bańka)



Źródła: Refinitiv Eikon (wg na dzień 28 maja 2023 r.), Allianz Research

Budownictwo i handel detaliczny znajdują się na szczycie listy obserwacyjnej zarówno w Ameryce Północnej, jak i w Europie Zachodniej. Przyglądając się zarówno najnowszemu poziomowi, jak i trendowi trzech wybranych wskaźników⁵ w sektorach według krajów, stwierdzamy, że budownictwo prowadzi na liście, przy czym największa liczba sektorów jest z naszej pierwszej 50 najbardziej wrażliwych sektorów (w Kanadzie, Francji, Stanach Zjednoczonych, Szwecji, Hiszpanii (wszystkie w pierwszej 25), następnie w Norwegii, Włoszech, Niemczech, Szwajcarii, Belgii, Danii, Holandii, Wielkiej Brytanii i Finlandii). Na drugim miejscu znajduje się handel detaliczny, z Francją, Kanadą i Niemcami w pierwszej 25, ale w pierwszej 50 nadal znajduje się siedem dodatkowych krajów (Szwecja, Włochy, Wielka Brytania, Finlandia, Stany Zjednoczone i Szwajcaria). Gracze z branży motoryzacyjnej pozostają bardziej narażeni w Europie, zwłaszcza w Szwecji, Francji oraz, w mniejszym stopniu, w Niemczech i Stanach Zjednoczonych, niż w Azji. Istnieje jednak pewna swoboda dla europejskich firm, ponieważ Allin Trade przewiduje, że zamówienia oczekujące na produkcję w Europie wyniosą od siedmiu do ośmiu miesięcy; liczba rejestracji samochodów w Europie pozostaje o -30% niższa niż przed pandemią. Jeśli chodzi o sektor rolno-spożywczy, najbardziej kruche są przedsiębiorstwa w Norwegii, Francji, Danii, Holandii i Kanadzie. I odwrotnie, sektory związane z IT (zwłaszcza elektronika), farmaceutyczny i sprzętu gospodarstwa domowego należą do najmniej wrażliwych w kilku krajach. Odnotowujemy jednak kilka kluczowych wyjątków dla tych pierwszych, w szczególności komputery/telekomunikacja w Hiszpanii, oprogramowanie/usługi IT w Szwajcarii, elektronika w Niemczech – wszystkie trzy w naszym rankingu 25 najbardziej wrażliwych. Mniej sprzyjający kontekst globalny, o czym świadczy słabsza sprzedaż półprzewodników, krótkotrwałe odrodzenie komputerów i stagnacja na rynku smartfonów, zaostrza konkurencję.

Metale, energia oraz, w mniejszym stopniu, hotelarstwo i handel detaliczny są większym problemem w regionie Azji i Pacyfiku oraz w Europie Środkowo-Wschodniej. W przypadku metali problem jest szeroko rozpowszechniony wśród kluczowych krajów Azji, z Japonią, Koreą, Chinami, Tajwanem i Singapurem, które znalazły się w pierwszej 50 najbardziej wrażliwych sektorów próby regionalnej. Jeśli chodzi o energię, niestabilne firmy są zlokalizowane głównie w Indiach i Hongkongu, wyprzedzając Chiny i Koreę Południową. Hotele/restauracje/firmy turystyczne bardziej niepokoją w Hongkongu i Singapurze, ale Korea Południowa i Japonia są dalekie od odporności i pojawiają się w naszej pierwszej 25 najbardziej wrażliwych. Oprócz handlu detalicznego (zwłaszcza w Hongkongu, Indiach i na Tajwanie), ścisłego monitorowania wymagać będą tekstylia w

⁵ Sektory są uszeregowane według malejącej wrażliwości na podstawie ich średniego rankingu dla sześciu wskaźników: zadłużenie netto (poziom 2022 + zmiana 2022/2021), operacyjny współczynnik przepływów pieniężnych (poziom 2022 + zmiana 2022/2021), pokrycie kosztów odsetek (poziom 2022) + zmiana 2022/2021). Średnie wartości dla sektorów z ponad 5 firmami giełdowymi. Z wyłączeniem sektorów z brakuującym wskaźnikiem 1+.

Polsce oraz budownictwo w Chinach i Hongkongu. Na drugim końcu spektrum - branże farmaceutyczna i oprogramowania/usług IT należą do najmniej wrażliwych sektorów w kilku krajach.

Wykres 4: Ameryka Północna i Europa Zachodnia: Top 25 najbardziej (po lewej) i najmniej (po prawej) wrażliwych

North America and Western Europe: Top 25 most sensitive							North America and Western Europe: Top 25 least sensitive						
Sector - Country	Net Gearing	Change in net gearing	OCF Coefficient	Change in OCF coefficient	Interest coverage	Change in interest coverage	Sector - Country	Net Gearing	Change in net gearing	OCF Coefficient	Change in OCF coefficient	Interest coverage	Change in interest coverage
Computers & Telecom - Spain	147%	45	5	9	3	-1	Chemicals - Canada	-19%	9	0	0	4	4
Other B2C - Sweden	172%	97	6	2	4	-1	Software & IT services - Finland	-6%	-6	1	0	22	-7
Construction - Canada	90%	23	10	1	3	0	Software & IT services - Netherlands	4%	17	1	0	16	13
Metals - Italy	65%	16	4	2	4	-6	Electronics - Switzerland	6%	25	0	0	174	146
Commodities - France	136%	91	5	2	11	0	Computers & Telecom - Norway	-15%	15	0	0	8	7
Software & IT services - Switzerland	63%	35	4	2	13	-5	Computers & Telecom - France	5%	10	2	-1	16	4
Agrifood - Norway	63%	25	3	2	4	0	Electronics - France	-11%	0	-2	-2	0	-1
Electronics - Germany	41%	22	3	3	11	-13	Software & IT services - Norway	-12%	4	1	1	14	10
Agrifood - France	87%	37	6	1	14	-1	Pharmaceuticals - Denmark	10%	-5	2	1	34	8
Other B2C - Canada	51%	34	3	3	3	3	Machinery & Equipment - Germany	13%	5	0	-1	12	4
Agrifood - Denmark	68%	35	3	1	17	-7	Other B2B - Canada	-17%	-3	-1	0	4	4
Pharmaceuticals - Italy	35%	29	4	2	19	-17	Machinery & Equipment - Switzerland	-11%	1	1	0	19	2
Commodities - US	82%	15	4	1	5	1	Agrifood - Germany	22%	-4	1	0	20	1
Construction - France	66%	14	6	1	6	1	Household Equipment - Germany	-10%	-3	0	0	6	2
Metals - Switzerland	15%	12	2	2	0	-11	Energy - Sweden	-37%	-9	0	0	4	2
Retail - France	51%	13	4	1	9	-10	Transport - Denmark	41%	-24	1	-1	21	4
Retail - Canada	61%	40	3	2	6	3	Other B2B - Germany	-37%	-14	0	0	8	0
Automotive - Sweden	45%	20	3	2	14	-2	Energy - Switzerland	7%	12	2	-5	32	22
Automotive - France	95%	32	4	1	13	1	Electronics - Finland	-13%	-1	1	1	36	8
Construction - US	76%	3	6	0	4	0	Household Equipment - Switzerland	11%	15	-1	-3	32	1
Household Equipment - UK	50%	48	4	3	13	2	Metals - Finland	20%	-9	1	-2	18	3
Retail - Germany	22%	28	2	1	7	-4	Energy - France	31%	-15	1	-1	23	6
Construction - Sweden	85%	11	7	-1	3	-1	Electronics - UK	-10%	9	0	0	140	117
Household Equipment - Italy	24%	28	4	2	52	-7	Pharmaceuticals - Germany	-5%	-2	0	-1	14	14
Construction - Spain	43%	6	6	0	3	0	Computers & Telecom - Switzerland	-20%	-3	1	0	32	6

Źródła: Refinitiv Eikon (wg na dzień 28 maja 2023 r.), Allianz Research

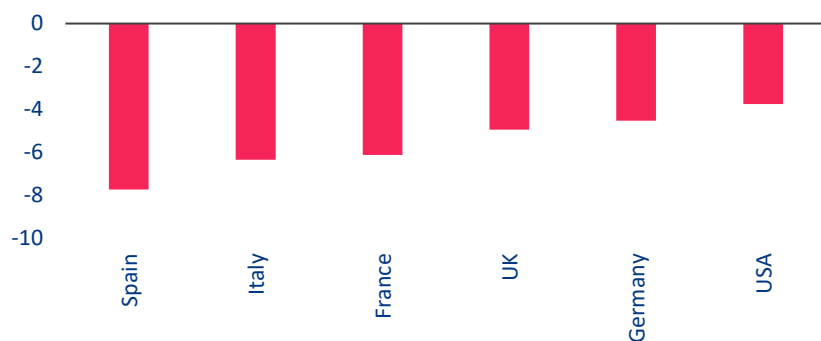
Wykres 5: Region Azji i Pacyfiku oraz Europa Środkowo-Wschodnia: 25 najbardziej (po lewej) i najmniej (po prawej) wrażliwych

APAC and Central/Eastern Europe: Top 25 most sensitive							APAC and Central/Eastern Europe: Top 25 least sensitive						
Sector - Country	Net Gearing	Change in net gearing	OCF Coefficient	Change in OCF coefficient	Interest coverage	Change in interest coverage	Sector - Country	Net Gearing	Change in net gearing	OCF Coefficient	Change in OCF coefficient	Interest coverage	Change in interest coverage
Retail - Hong Kong	44%	47	2.3	0.9	3	-5	Transport - India	1%	-16	1.9	0.1	21	18
Energy - India	43%	9	3.0	0.4	4	-2	Chemicals - Hong Kong	-2%	1	0.6	-0.1	12	10
Textiles - Poland	45%	-2	3.3	1.4	6	-9	Other B2C - Japan	5%	-11	2.9	-0.3	27	8
Hotels/restaurant/tourism - Hong Kong	28%	5	2.9	0.8	1	0	Textiles - Turkey	-30%	-4	0.0	-0.9	8	2
Construction - Hong Kong	29%	11	2.0	1.5	4	0	Software & IT services - Hong Kong	-39%	-1	0.1	0.0	6	1
Hotels/restaurant/tourism - Singapore	42%	4	6.6	5.1	4	2	Other B2C - Taiwan	-13%	8	1.1	-1.9	15	6
Construction - China	41%	3	2.3	0.7	4	-2	Chemicals - India	5%	-10	0.9	0.0	14	11
Energy - Hong Kong	57%	13	4.2	0.4	5	2	Chemicals - Poland	-16%	-5	0.8	-0.6	14	12
Retail - India	93%	67	0.3	-0.1	-98	-100	Paper - Singapore	-8%	-1	0.7	0.4	53	53
Agrifood - Poland	54%	9	2.9	-0.1	7	-12	Retail - Turkey	-8%	-33	0.9	-0.5	6	4
Electronics - Hong Kong	0%	3	1.8	2.6	0	-4	Machinery & Equipment - Singapore	3%	-12	0.4	-0.7	10	0
Transport Equipment - Korea	50%	12	1.2	1.5	3	1	Commodities - Japan	-21%	-22	2.1	0.4	94	50
Machinery & Equipment - Turkey	32%	7	1.7	1.1	8	-3	Software & IT services - Japan	-53%	2	0.6	0.3	129	38
Commodities - China	63%	7	2.8	-0.1	4	-1	Machinery & Equipment - India	-16%	-16	0.3	-0.2	7	1
Textiles - Hong Kong	3%	14	1.6	1.4	6	-3	Software & IT services - Japan	-58%	5	0.4	0.2	190	34
Transport - Poland	59%	17	3.4	0.0	8	0	Household Equipment - Singapore	-18%	-3	-0.6	-2.5	8	-1
Hotels/restaurant/tourism - Korea	29%	-63	12.5	12.3	0	0	Retail - Poland	4%	-20	0.5	-0.7	16	1
Automotive - Turkey	27%	-1	1.4	0.5	5	-7	Software & IT services - Turkey	-26%	5	0.0	-0.1	43	5
Hotels/restaurant/tourism - Japan	32%	2	2.6	1.8	4	14	Paper - India	-17%	-16	0.6	-2.6	14	11
Retail - Taiwan	53%	13	2.7	0.4	25	-1	Pharmaceuticals - Japan	-23%	0	0.6	0.0	135	8
Chemicals - Singapore	52%	57	0.6	0.0	0	0	Construction - Japan	-5%	-10	1.2	-0.6	38	6
Metals - Japan	9%	3	2.8	0.8	24	-16	Other B2B - India	-6%	-4	0.2	0.1	57	54
Commodities - Korea	11%	8	1.3	0.5	3	-1	Pharmaceuticals - India	-5%	-7	0.5	-0.5	33	15
Metals - Korea	24%	-3	1.5	1.5	7	-6	Retail - Singapore	-39%	-28	-0.5	-1.0	6	2
Transport - Hong Kong	24%	2	2.1	0.4	8	-3	Software & IT services - India	-35%	-21	0.4	0.2	50	28

Źródła: Refinitiv Eikon (wg na dzień 28 maja 2023 r.), Allianz Research

Spadek zysków powinien stać się bardziej widoczny jesienią, kiedy Allianz Trade spodziewa się pełnej transmisji rosnących stóp procentowych. W trakcie jednego z najbardziej gwałtownych cykli zacieśniania polityki pieniężnej w historii, coraz bardziej widoczne są napięcia związane z płynnością, ponieważ warunki kredytowania gwałtownie się pogarszają zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie. Stopy procentowe kredytów bankowych wzrosły szybciej w USA (z niskiego poziomu 3,25% do 8% w kwietniu 2023 r.) w porównaniu ze strefą euro: +200 pb we Francji do 3,5%, +230 pb do 4,2% w Niemczech, +250 pb do 4,2% w Włoszech i +260 pb do 4,6% w Hiszpanii, stan na marzec 2023 r. Wzrost stóp procentowych zwiększa presję na rentowność. Obliczamy, że równowartość pełnego wzrostu kosztów finansowania od 2022 roku wynosi powyżej -7 pp wartości dodanej brutto w Hiszpanii, ponad -6 pp we Włoszech i Francji, -4,5 pp w Niemczech i blisko -4 pp w USA (przy innych czynnikach niezmiennych).

Wykres 6: Wpływ rosnących stóp procentowych na marżę, pp nadwyżki operacyjnej brutto

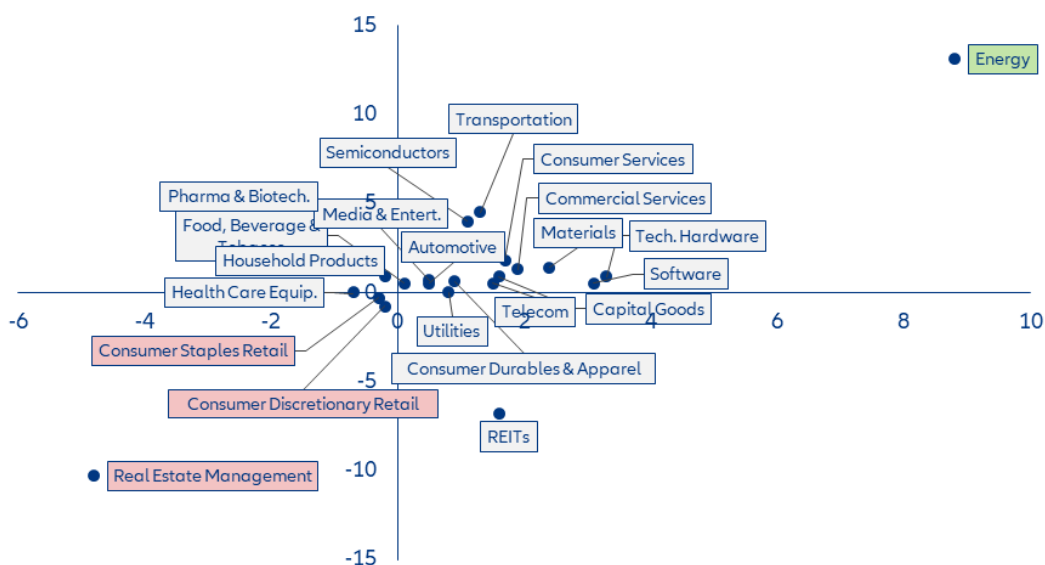


Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Handel detaliczny był historycznie najmniej rentownym sektorem i warunki rynkowe utrzymają ten stan.

Sektor detaliczny był najmniej rentowny ze wszystkich sektorów, z 10-letnią historyczną średnią marżą operacyjną na poziomie 4,2% dla handlu detalicznego towarami pierwszej potrzeby i 7,5% dla handlu detalicznego dobrami luksusowymi (w porównaniu ze średnią globalną dla wszystkich branż wynoszącą 15,9%). I nie ma oznak poprawy: z jednej strony zmieniły się wzorce konsumpcji, a konsumenci wolą wydawać na doświadczenia zamiast na rzeczy. Z drugiej strony, niedawny spadek siły nabywczej konsumentów wywołał silną konkurencję cenową między sprzedawcami detalicznymi, co z kolei doprowadziło do dalszego pogorszenia marż tego sektora. Wykres 7 pokazuje, że poza nieruchomościami handel detaliczny artykułami podstawowymi i dobrami luksusowymi to sektory, które najbardziej odnotowały spadek rentowności w ostatnich latach. W szczególności Europa odnotuje największe pogorszenie marży na handlu detalicznym dobrami luksusowymi, ponieważ oczekuje się, że jego średnia marża operacyjna spadnie do 5,2% w 2023 r. w porównaniu z historyczną stopą marży na poziomie 6,0%.

Wykres 7: Poprawa⁶ (lub pogorszenie) pod względem marż operacyjnych według sektorów, USA (oś x) a Europa (oś y)



Źródła: Bloomberg (wg stanu na dzień 31 maja 2023 r.), Allianz Research

⁶ Poprawa to dodatnia różnica między oczekiwaną stopą marży operacyjnej każdego sektora (w perspektywie następných 12 miesięcy) a historyczną stopą marży operacyjnej (średnia z poprzednich 10 lat)

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 umiarności 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.