

Allianz Research

Allocazioni di capitali e inflazione

Abbiamo bisogno di più inflazione per ottenere più investimenti aziendali?

31 Gennaio 2023



Michaela Grimm
Senior Economist
michaela.grimm@allianz.com

Arne Holzhausen
Head of Insurance, Wealth
and Trend Research
arne.holzhausen@allianz.com

EXECUTIVE SUMMARY

- **Fino al 2019, la disinflazione globale ha spinto verso il basso gli investimenti aziendali.**
- Tuttavia, **dal 2020, il ritorno dell'inflazione non è riuscito a invertire la tendenza.**
- Questo è paradossale perché **le società non sono mai andate così bene in termini di margini di profitto netto**, rendimento del capitale investito, costo del finanziamento e tassazione effettiva degli utili.
- Invece, **il CAPEX è stato sminuito dall'accumulo di liquidità, dal riacquisto di azioni proprie e dai dividendi.** Accanto alle vischiose aspettative di inflazione a lungo termine, l'aumento della concentrazione (potere di mercato) e i fattori soggettivi sono le spiegazioni più plausibili per la debolezza degli investimenti.
- Se questa debolezza dovesse persistere, potrebbe ritorcersi contro l'inflazione.

Fino al 2019, la disinflazione globale ha spinto verso il basso gli investimenti delle imprese; Tuttavia, dal 2020, l'inflazione non è riuscita a stimolare gli investimenti delle imprese

Le variazioni dell'inflazione riflettono la domanda e l'offerta. Quindi, quando l'inflazione globale accelera – come ha fatto dalla metà del 2020 – la domanda da porsi è se la domanda o l'offerta stiano causando una tale accelerazione. Indubbiamente, la risposta dei responsabili politici alla crisi del Covid-19 – vale a dire mescolare una politica monetaria accomodante con una politica fiscale espansiva – è stata progettata per stimolare la domanda e ci è riuscita. Indubbiamente, inoltre, la crisi del Covid-19, e poi la guerra in Ucraina, hanno sconvolto le catene di approvvigionamento globali. Ma al di là di questi fattori ben noti e molto commentati, che dire degli investimenti aziendali? Hanno giocato o potrebbero svolgere un ruolo nel promuovere l'inflazione limitando l'offerta?

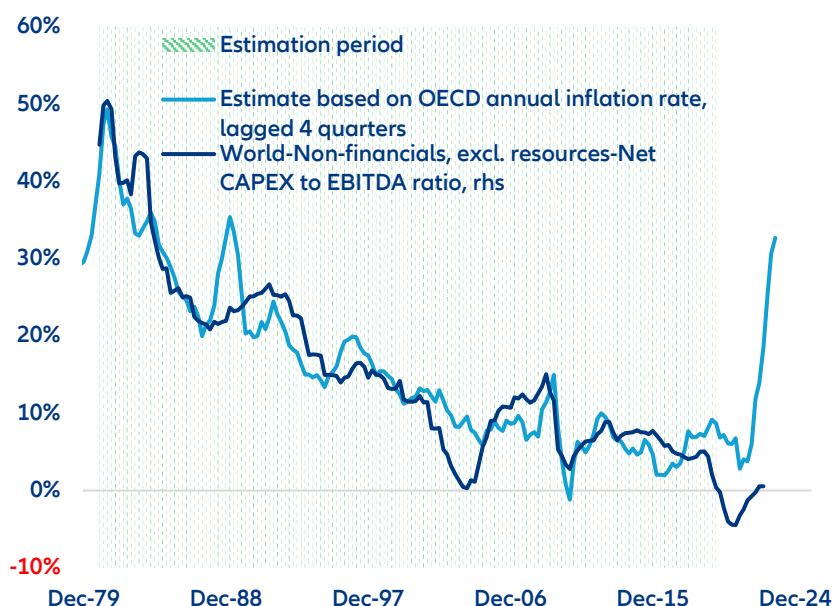
Per far luce su questa importante questione, esaminiamo la relazione tra l'inflazione complessiva nell'OCSE e gli investimenti societari netti globali. Per inflazione complessiva nell'OCSE si intende il tasso annuo di variazione dell'indice totale dei prezzi di tutte le voci dell'OCSE. Per investimenti societari netti globali si intende il rapporto CAPEX/EBITDA netto aggregato dei componenti degli indici di mercato globali di Refinitiv (cfr. appendici 1 e 2). Per CAPEX netto, intendiamo le spese in conto capitale (CAPEX) meno gli ammortamenti.

Per i settori non finanziari, escluse le risorse, il rapporto CAPEX netto/EBITDA è diminuito dal 50% nel 1980 al -4,5% nel 1° trimestre 2021. Nel 4° trimestre del 2022 era prossimo allo 0%. Dal 1979 al 2019, il tasso di inflazione globale dell'OCSE ha costantemente preceduto il rapporto

CAPEX/EBITDA netto di quattro trimestri. Durante questo periodo, 1pp di inflazione annuale è valso in media - quattro trimestri dopo - 3,2pp di CAPEX-to-EBITDA netto. Senza alcuna ambiguità, i test di causalità di Granger indicano che, durante questi quattro decenni, la causalità è andata dall'inflazione agli investimenti aziendali (e non viceversa). In altre parole, se si desiderava un aumento degli investimenti, si sarebbe dovuto prima desiderare un aumento dell'inflazione..

Con l'inflazione globale in accelerazione dallo 0,9% al 10,4% dalla metà del 2020, se il passato fosse stato una guida per il futuro, il rapporto CAPEX/EBITDA netto sarebbe dovuto salire a circa il 20% entro la fine del 2022 e dovrebbe raggiungere circa il 30% entro la fine del 2023. Ma, per il momento, resta da vedere un aumento degli investimenti (Figura 1).

Figura 1 – Il legame (spezzato) tra inflazione e rapporto netto CAPEX-EBITDA: aspettando Godot



Le aziende non l'hanno mai avuta così buona

Il fatto che le società non finanziarie mostrino attualmente una propensione così bassa agli investimenti è abbastanza paradossale perché non hanno mai avuta una così buona situazione dall'inizio della disinflazione nel 1980. Da allora, nonostante alcune fluttuazioni cicliche, i margini di profitto netto sono aumentati, il costo del debito al lordo delle imposte è diminuito e così anche la tassazione effettiva dell'utile.

Per quanto riguarda l'aumento del margine di profitto netto, esso va visto non solo al livello aggregato più elevato, ma anche per otto settori su 10, con l'unica eccezione delle telecomunicazioni e dei servizi di pubblica utilità. È particolarmente pronunciato per quattro settori: energia, risorse di base, materiali di base e industriali.

L'aumento del margine di profitto netto spiega quello della remunerazione del capitale investito (il rapporto tra EBITDA e totale attivo). Anche in questo caso spiccano l'energia, le risorse di base e i materiali di base.

Che il costo del debito al lordo delle imposte (tassi di interesse nominali) sia diminuito, almeno fino alla metà del 2021, non ha bisogno di essere documentato. Ma sicuramente è stato un

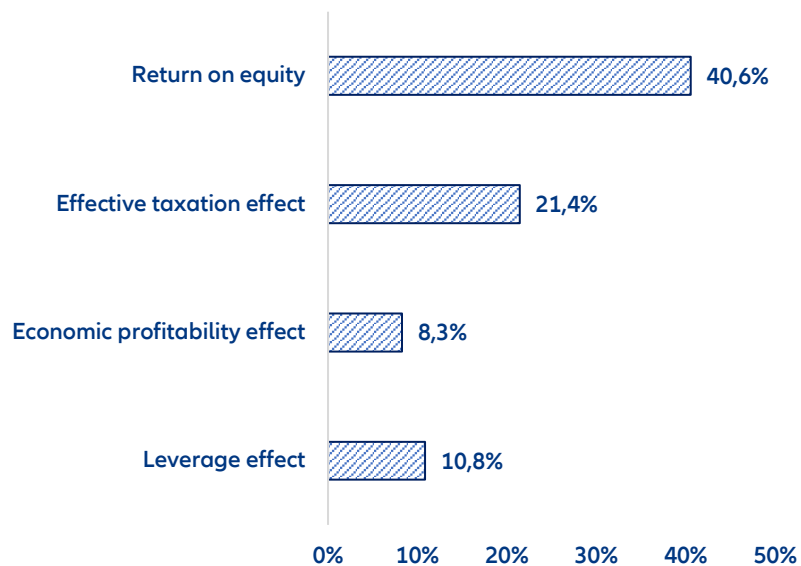
incentivo ad aumentare l'equity leverage ratio (dal 153% al 191,4%). Solo un settore (industriale) mostra un calo del coefficiente di leva finanziaria azionaria.

È interessante notare che, a differenza dei tassi di mercato, il tasso di interesse medio implicito pagato dalle società è aumentato a malapena dalla metà del 2021, mentre il rendimento del capitale investito ha guadagnato circa 2 punti percentuali all'11% e si attesta ancora ben al di sopra dei tassi di mercato. In altre parole, la leva azionaria è rimasta redditizia.

Ultimo ma non meno importante, l'aliquota effettiva dell'imposta sugli utili è scesa dal 35,2% al 24,1% del reddito imponibile in tutti i settori tranne l'energia.

La combinazione di un aumento del rendimento del capitale investito, di un calo del costo del debito al lordo delle imposte, di un aumento della leva finanziaria e di una diminuzione dell'aliquota effettiva dell'imposta sugli utili ha incrementato il rendimento realizzato del capitale proprio in tutti i settori, in particolare nei settori dell'energia, delle risorse di base e dei materiali di base (Figura2).

Figura 2 – Contributi alla variazione del rendimento del capitale proprio dal 1999.i



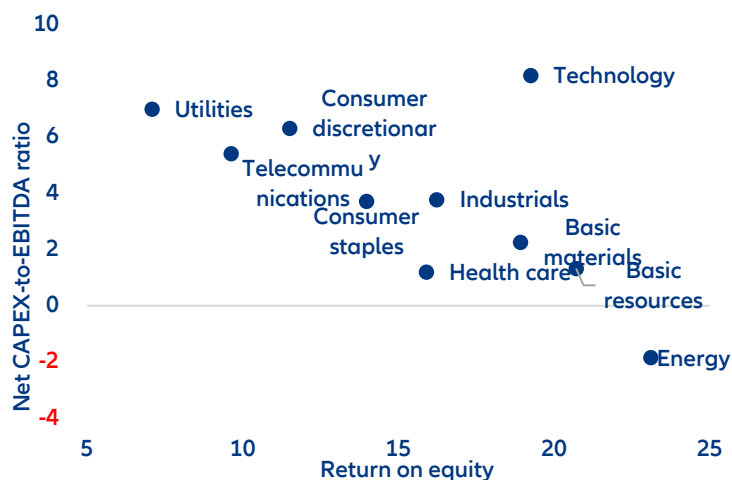
Fonte: Refinitiv/Allianz Research

È abbastanza notevole sottolineare che, grazie a tali tendenze favorevoli nei suoi driver, il rendimento del capitale proprio (media di otto settori a partire dal Q4 2022: 15,6%; mediana: 16,1%; minimo: 7,1%; massimo: 23,1%) generalmente supera di gran lunga il tasso tendenziale di crescita delle vendite nominali (6% all'anno in termini di USD). Più recentemente, come abbiamo già visto, la ciliegina sulla torta, l'inflazione – che è tipicamente favorevole ai profitti e agli investimenti – è aumentata.

Maggiore è il rendimento del capitale al netto delle imposte, minore è il CAPEX netto: quindi, dove sono finiti i soldi?

Ancora più paradossalmente, il calo della propensione all'investimento è stato il più pronunciato nei settori che hanno registrato i maggiori rendimenti sul capitale proprio: energia, risorse di base, materiali di base e industriali (Figura 3).

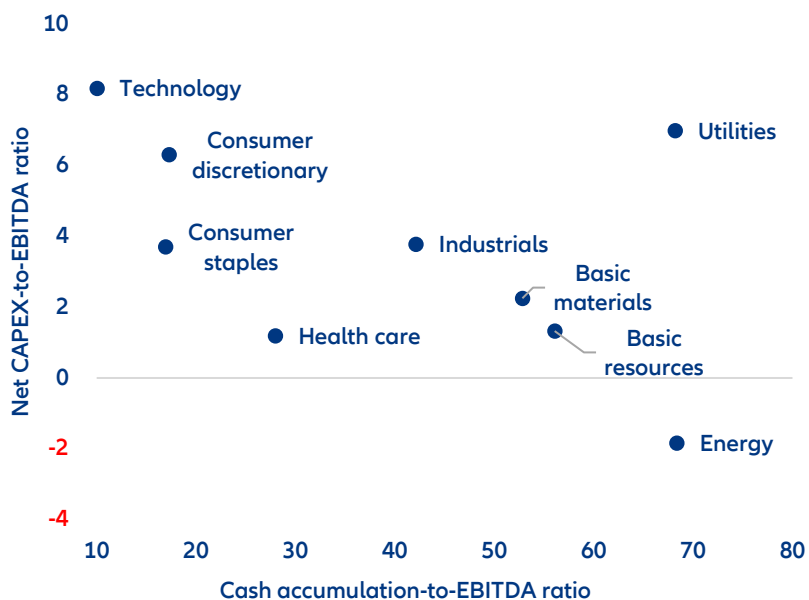
Figura 3 – Variazione del rapporto CAPEX/EBITDA netto dal Q3 2020 al Q4 2022 e del rendimento del capitale proprio al Q4 2022



Fonte: Refinitiv/Allianz Research

Se le imprese hanno beneficiato di condizioni ideali per realizzare profitti e prendere in prestito denaro, ma hanno - allo stesso tempo - mostrato una propensione in calo a investire in beni strumentali, come hanno impiegato i loro fondi? Accumulando denaro, riacquistando le proprie azioni e pagando dividendi. La correlazione negativa tra, da un lato, il riacquisto di azioni proprie o dividendi, e dall'altro il CAPEX netto, è molto simile a quella tra CAPEX netto e accumulo di cassa (Figure 4).

Figura 4 – Variazione del rapporto CAPEX/EBITDA netto dal Q3 2020 al Q4 2022 e accumulo di cassa al Q4 2022



Fonte: Refinitiv/Allianz Research

L'aumento del potere di mercato e il mantra della finanza aziendale sono le spiegazioni più plausibili per la debolezza degli investimenti

Non è troppo difficile proporre teorie plausibili sulla diminuita propensione delle imprese ad investire. È molto più difficile quantificare l'impatto dei fattori che potenzialmente lo spiegano.

Una nota positiva è che, seguendo Nicolas Crouzet e Janice Eberly, si può sostenere che nel mondo di oggi i beni immateriali difficili da misurare stanno sempre più sostituendo i beni materiali facili da misurare. Il capitale immateriale comprende le spese di ricerca e sviluppo, i brevetti, il software, le formule chimiche, le banche dati, il valore artistico, la formazione dei dipendenti, i processi di progettazione e il riconoscimento del marchio. Se fosse vera, questa teoria implicherebbe una sottostima degli investimenti aziendali. L'ipotesi del capitale immateriale è tuttavia difficilmente conciliabile con il fatto che i settori con la più bassa propensione agli investimenti in beni materiali non sono quelli che dovrebbero avere più bisogno di beni immateriali (Figura 3).

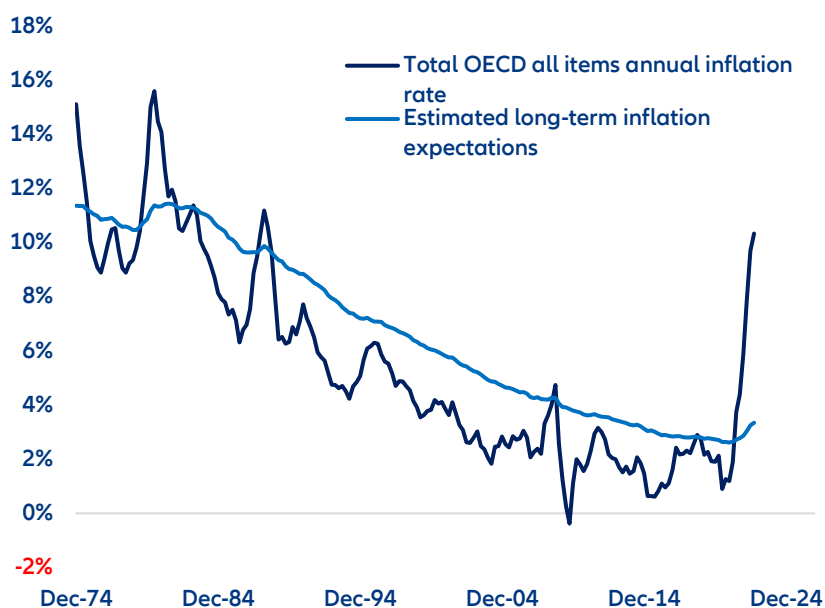
Meno positivamente, dopo Thomas Philippon e Luigi Zingales, si può sostenere che la "cattiva" concentrazione (eccessivo potere di mercato) non è un incentivo a investire. Philippon espone l'argomento della concentrazione essenzialmente nel caso degli Stati Uniti. Poiché le azioni statunitensi rappresentano il 51,5% dell'indice azionario globale Refinitiv (contro il 14,3% dei mercati emergenti e il 10,5% dell'UEM), vale la pena considerarlo. Sfortunatamente, Refinitiv non fornisce gli indici di Herfindahl-Hirschman, le classiche metriche di concentrazione utilizzate dagli economisti. Se, per impostazione predefinita, come nella Tabella 1, esaminiamo le vendite medie per componenti dell'indice, il settore energetico globale sembra il più concentrato di tutti. È anche quello con la più bassa propensione ad investire. Secondo Gutiérrez e Philippon, "l'aumento del pensiero a breve termine" è la prossima spiegazione più plausibile per la debolezza degli investimenti. Le aziende possono:

- Fissare il loro obiettivo di rendimento del capitale proprio a un livello così elevato da portarle a rifiutare molti progetti di investimento.
- Essere consapevoli del fatto che la leva finanziaria amplifica la volatilità del rendimento del capitale investito e allo stesso modo il rischio di ribasso per il rendimento del capitale proprio (da qui l'accumulo di liquidità).
- Aspettarsi che l'ambiente non rimanga buono come è attualmente (margini di profitto più bassi, tassi di interesse più elevati, aliquote fiscali più elevate).
- Lottare per investire in tecnologie verdi su larga scala.
- Dare priorità alla massimizzazione a breve termine del valore degli azionisti attraverso dividendi e riacquisti di azioni proprie.

Può accadere che vediamo la foresta (vischiose aspettative di inflazione a lungo termine) al posto degli alberi (inflazione volatile osservata)?

Può anche accadere che l'aumento dell'inflazione osservata non sia stato ancora pronunciato e sufficientemente persistente da innescare un aumento delle aspettative di inflazione abbastanza grande da giustificare, a sua volta, un aumento degli investimenti e quindi dell'offerta futura (Figura 5). In base a questa ipotesi, le prospettive di investimento e inflazione dovrebbero peggiorare (investimenti troppo bassi, inflazione troppo alta) prima di migliorare (investimenti più elevati, inflazione più bassa).

Figura 5 - Inflazione osservata e stima delle aspettative di inflazione a lungo termine



A breve termine, l'accumulo di liquidità, il riacquisto di azioni proprie e il pagamento dei dividendi contribuiscono indubbiamente a sostenere il valore degli azionisti. Ma, nel lungo periodo, tali strategie non sono sostenibili, se non altro perché – a parità di altre condizioni – la debolezza degli investimenti non aiuterà a domare l'inflazione. Con i margini di profitto netto, il rendimento del capitale investito, il rendimento del capitale proprio e la leva azionaria a livelli record, e le aliquote fiscali effettive e i tassi di interesse ai minimi storici o ancora vicini ai minimi storici, la domanda che gli investitori azionari dovrebbero porsi è: può andare meglio? La risposta è: probabilmente no.

APPENDICE I – Settori azionari quotati globali

Tabella 1 – Settori azionari quotati globali: tassonomia, numero di componenti e vendite nette medie

3° trimestre 2022	Componenti	Media vendite nette (miliardi di dollari)
Non finanziarie	5,186	8.2
Non finanziari, escluse le risorse	4,759	7.5
Tecnologia	530	8.1
Telecomunicazioni	195	10.4
Assistenza sanitaria	445	7.2
Industriali	1,295	5.8
Consumi discrezionali	1,000	8.6
Beni di prima necessità	561	8.5
Utilities	334	7.7
Materie di base	515	6.2
Risorse di base	307	6.3
Energia	313	20.8

Fonte: Refinitiv/Allianz Research

Le azioni statunitensi rappresentano il 51,5% dell'indice globale non finanziario Refinitiv, contro il 14,3% dei mercati emergenti, il 10,5% dell'UEM e il 7,0% del Giappone.

APPENDICE II - Ruolo degli investimenti nel contesto della finanza aziendale

CAPEX netto

Sottrarre l'EBIT dall'EBITDA per ottenere gli ammortamenti. Sottrarre gli ammortamenti dal CAPEX per ottenere il CAPEX netto (che può essere negativo se gli ammortamenti superano il CAPEX).

Debito totale

Dividere il valore di mercato per il rapporto prezzo/valore contabile per ottenere il valore contabile. Sottrarre il valore contabile dalle attività totali per ottenere il debito totale.

Conto dei tassi d'interesse

Dividere l'EBIT per la copertura degli interessi per ottenere il conto del tasso di interesse.

Tasso d'interesse medio al lordo delle imposte

Dividere il conto del tasso di interesse per l'indebitamento netto per ottenere il tasso di interesse medio prima delle imposte.

Indice di leva finanziaria del capitale

Dividere il debito totale per il capitale sociale per ottenere l'indice di leva finanziaria.

Disponibilità di cassa

Dedurre il debito netto dal debito totale per ottenere i saldi di cassa.

Dividendi distribuiti

Moltiplicare il valore di mercato per il rendimento da dividendi per ottenere il pagamento dei dividendi.

Nuove azioni emesse

Moltiplicare il valore di mercato dell'indice all'inizio di un trimestre per la sua performance durante il trimestre per ottenere un valore di mercato teorico alla fine del trimestre. Sottraete questo valore di mercato teorico dal valore di mercato effettivo dell'indice alla fine del trimestre per ottenere le nuove azioni emesse nel trimestre. Se negativa, tale differenza indica un riacquisto di azioni..

^{1 i} La nozione di CAPEX per la finanza aziendale è equivalente agli investimenti fissi lordi (gross fixed capital formation) nella contabilità nazionale. Il CAPEX netto può essere negativo se gli ammortamenti superano il CAPEX.

¹ Essendo tassi logici, i tassi di variazione mostrati in questa figura sono additivi. Il tasso di variazione del rendimento del capitale proprio è la somma di

- il tasso di variazione dell'aliquota fiscale effettiva sugli utili (un'aliquota fiscale più bassa aumenta il rendimento del capitale proprio),

- il tasso di variazione della redditività economica (ossia il rendimento del capitale investito e la sua eccedenza rispetto al costo del debito)

- Il tasso di variazione del rapporto debito/patrimonio netto.

Per calcolare questi tre tassi di variazione, utilizziamo i numeri indice di Fisher.

¹ Crouzet, N., and J. Eberly (2018), *Intangibles, investment, and efficiency*. AEA Papers and Proceedings 108, 426-431.

¹ Philippon, T. (2019). *La grande inversione, come l'America ha rinunciato al libero mercato*. Harvard University Press.

¹ Zingales, L. (2017). *Verso una teoria politica dell'impresa*. Journal of Economic Perspectives 31 (3), 113-130.

¹ Gutiérrez, G. e T. Philippon (2017). *Crescita senza investimenti: un'indagine empirica*. Brookings Papers on Economic Activity (autunno).

¹ Le aspettative di inflazione a lungo termine sono stimate come una media mobile dinamica ponderata esponenzialmente dei tassi di inflazione passati: il guadagno nell'equazione di aggiornamento aumenta con l'inflazione e le sorprese di inflazione.

Per calcolare questi tre tassi di variazione, utilizziamo i numeri indice di Fisher.

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

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

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

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

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