



27 Ottobre 2022

06

Il rimbalzo delle
insolvenze aziendali
è già una realtà

10

L'energia sarà il più grande
shock di redditività

14

Un Paese su due al di sopra dei
livelli pre-pandemia nel 2023

Allianz Research

Il rischio aziendale è tornato: attenzione alle insolvenze aziendali

Executive Summary



Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com



Ana Boata
Head of Economic Research
ana.boata@allianz-trade.com



Ano Kuhanathan
Head of Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com



Maxime Lemerle
Lead Analyst for Insolvency Research
maxime.lemerle@allianz-trade.com

• **Il rimbalzo delle insolvenze aziendali è già una realtà per la maggior parte dei Paesi, in particolare per i principali mercati europei (Regno Unito, Francia, Spagna, Paesi Bassi, Belgio e Svizzera), il che spiega i due terzi dell'aumento.** A livello globale, la metà dei Paesi che analizziamo ha registrato aumenti a due cifre delle insolvenze aziendali nella prima metà del 2022. Tuttavia, Stati Uniti, Cina, Germania, Italia e Brasile stanno ancora registrando bassi livelli prolungati di insolvenze. Prevediamo che il nostro Global Insolvency Index accelererà di oltre il +10% a/a nel 3° trimestre dal +8% del 2° trimestre. È importante sottolineare che questa normalizzazione delle insolvenze aziendali rimane eterogenea tra settori e dimensioni delle imprese. In Europa, stiamo assistendo a un rimbalzo delle insolvenze in poco meno del 60% dei settori¹, con un ritorno ai livelli pre-pandemici soprattutto nei settori alimentare/ricettivo, manifatturiero e dei servizi B2C. Allo stesso tempo, il rimbalzo globale deriva principalmente dalle insolvenze delle piccole imprese, confermate dal numero moderato di grandi insolvenze² (58 casi nel terzo trimestre del 2022 e 182 nei primi tre trimestri, rispetto ai 187 e 332 dello stesso periodo del 2021 e del 2020).

• **In prospettiva, l'elevata bolletta energetica rimarrà il più grande shock di redditività, in particolare per i Paesi europei.** Ai livelli attuali, i prezzi dell'energia spazzerebbero via gli utili della maggior parte delle società non finanziarie, poiché il potere di determinazione dei prezzi sta diminuendo a causa del rallentamento della domanda. Se le imprese riescono a trasferire ai clienti un quarto degli aumenti dei prezzi dell'energia, possono sopportare un aumento dei prezzi inferiore al +50% e al +40% rispettivamente in Germania e in Francia. Data la natura dell'attuale crisi, i governi hanno scelto di ricorrere a misure più liquide per compensare l'aumento dei prezzi dell'energia indotto dalla guerra. In effetti, per ragioni sia politiche che economiche (elevata leva finanziaria delle imprese in un contesto di tassi d'interesse in aumento), promuovere la leva finanziaria delle imprese per affrontare la crisi potrebbe rivelarsi un errore politico. Pertanto, la quota di imprese fragili nel Regno Unito, in Francia e in Germania si è stabilizzata rispettivamente al 17% del totale, al 13% e al 6%, ovvero quasi 42.000 imprese nel Regno Unito, 28.400 in Germania e oltre 18.700 in Francia. Ciò significa che in media i governi "salveranno" più di 4.500 PMI.

¹ Un'industria è definita come un determinato settore in un determinato Paese sulla base, per l'Europa, dell'elenco di otto settori (industria, costruzioni, commercio, trasporto/magazzino, ristorazione/alloggio, informazione/comunicazione, finanza/attività BtoB, istruzione/sanità/attività sociali) e di 20 Paesi (Belgio, Bulgaria, Danimarca, Germania, Estonia, Francia, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Ungheria, Paesi Bassi, Norvegia, Polonia, Portogallo, Romania, Slovenia, Slovacchia, Spagna, Regno Unito).

² Imprese con un fatturato annuo superiore a 50 milioni di euro, in base alla rendicontazione delle business unit di Allianz Trade.

- **Lo shock dei tassi d'interesse incombe nella prima metà del 2023, insieme all'accelerazione dei salari. In Europa, è probabile che ciò equivalga allo shock di redditività Covid-19 di -4 punti percentuali.** Come previsto, gli elevati saldi di cassa per le imprese (ancora il 43% al di sopra dei livelli pre-Covid-19 negli Stati Uniti, +36% nel Regno Unito e +32% nell'Eurozona) hanno fornito un cuscinetto significativo contro la normalizzazione della politica monetaria nel 2022, ma il peggio deve ancora venire. Prevediamo che i prossimi aumenti dei tassi di riferimento negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'Eurozona dovrebbero aumentare i tassi di interesse medi per le società di ulteriori 200 punti base entro la metà del 2023, il che a sua volta ridurrà i margini di -1,5 punti percentuali negli Stati Uniti, -2,2 punti percentuali negli Stati Uniti e oltre -3 punti percentuali nei Paesi dell'Eurozona. Italia, Spagna e Francia sono le più a rischio. Tuttavia, una forte stretta di liquidità nel breve periodo in Europa dovrebbe essere evitata in quanto le banche sono intervenute per compensare il mercato obbligazionario (+22% a/a nei nuovi prestiti da inizio anno) e oltre il 50% dei prestiti alle imprese ha aumentato la propria scadenza a oltre cinque anni, con meno del 20% al di sotto di un anno. La massa salariale è leggermente più alta per i settori industriali europei rispetto agli Stati Uniti. Pertanto, un aumento del 4-5% nel 2023 potrebbe spazzare via in media tra -0,5 punti percentuali e -1 punto percentuale di margine. Nel complesso, l'aumento dei costi finanziari e salariali in un contesto di bassa crescita economica mette a rischio costruzioni, trasporti, telecomunicazioni, macchinari e attrezzature, vendita al dettaglio, elettrodomestici, elettronica, automotive e tessile.

+19%

Previsione di aumento delle insolvenze aziendali a livello globale nel 2023.

- **Al fine di evitare il più alto aumento annuale dal 2009, è probabile che il sostegno statale aumenti il ritmo in Europa se la recessione raddoppia a -2,4% da una crisi energetica più forte.** Stimiamo che l'attuale sostegno fiscale, più mirato e focalizzato sul contenimento dell'accelerazione dei tassi di gravità,³ sta riducendo l'aumento delle insolvenze di oltre -10 punti percentuali nel 2022 e nel 2023 per tutte le maggiori economie europee: -12 punti percentuali in Germania (cioè 2.600 imprese), -13 punti percentuali in Francia e Italia (rispettivamente 6.700 e 1.900 imprese), -15 punti percentuali nel Regno Unito (4.300) e -24 punti percentuali in Spagna (2.100). Tuttavia, se la crisi energetica dovesse aggravarsi, intensificando la recessione, ci aspettiamo che i governi aumentino l'entità delle misure di sostegno fiscale, poiché le insolvenze delle imprese aumenterebbero di ulteriori 8 punti percentuali, raggiungendo il +25% nel 2023 nell'UE - l'aumento annuale più elevato dal 2009. Per assorbire completamente lo shock aggiuntivo, le misure di sostegno fiscale dovrebbero aumentare al 5% del PIL in media. Tuttavia, questi grandi balzi fiscali sarebbero molto più limitati in presenza di politiche monetarie restrittive.

- **Nel complesso, dopo due anni di flessione, ci aspettiamo un'accelerazione generalizzata delle insolvenze aziendali (+10% nel 2022 e +19% nel 2023 a livello globale).** In Europa occidentale, il nostro modello di cambiamento del regime di insolvenza, che sfrutta migliaia di serie di dati macrofinanziari utilizzando il machine learning, indica che le insolvenze dovrebbero crescere di oltre il +10% sia in Francia che nel Regno Unito nel 2022, mentre potrebbero diminuire di oltre il -10% in Italia, senza un'impennata in Germania. Prevediamo che nel 2023 le insolvenze supereranno i 53.000 casi in Francia (+29% dal +46% del 2022), i 27.000 casi nel Regno Unito (rispettivamente +51% e +10%), i 17.000 casi in Germania (rispettivamente +5% e +17%) e i 10.900 casi in Italia (-6% e +36%). La regione dovrebbe superare il livello pre-pandemico di insolvenze aziendali già nel 2022 (+5%), nonostante le dinamiche contrastanti. In Asia, la Cina dovrebbe registrare un +15% di insolvenze in più nel 2023, a causa della bassa crescita e dell'impatto limitato dell'allentamento monetario e fiscale. Negli Stati Uniti, prevediamo un aumento del +38% delle insolvenze aziendali nel 2023 a causa dell'inasprimento delle condizioni monetarie e finanziarie, il che significherebbe un ritorno a più di 20.000 insolvenze all'anno.

³ Si veda il nostro report ['Whatever it takes' reloaded? Europe's fiscal response to the energy crisis](#)

Figura 1: Indici di insolvenza globali e regionali, livello annuale, base 100 nel 2019

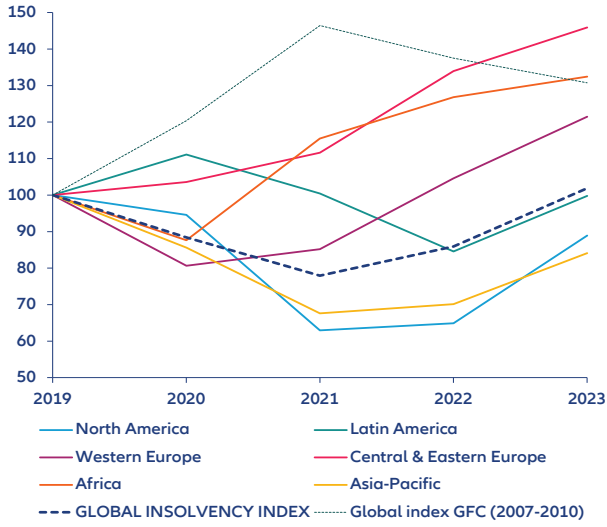
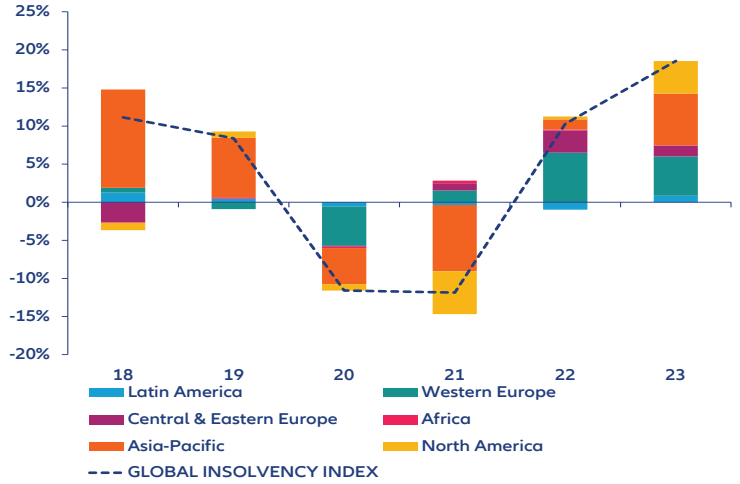
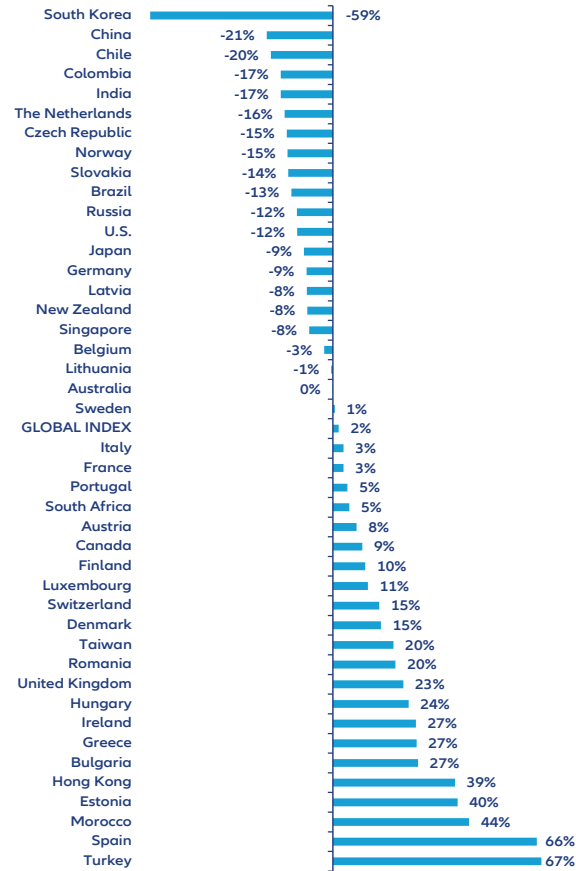


Figura 2a: Indici di insolvenza per regione, contributo alla variazione annuale dell'indice di insolvenza globale



Fonte: Allianz Research

Figura 2b: Livello 2023f rispetto al livello 2019 per Paese



Fonte: Allianz Research

2%

Al di sopra del livello pre-pandemico
nel 2023 globalmente.





Il rimbalzo delle insolvenze aziendali è già una realtà

Come previsto, il rimbalzo delle insolvenze aziendali è già una realtà per la maggior parte dei Paesi nel 2022. Dopo due anni di cali a livello globale, gli ultimi dati infra-annuali per il 2022 (cfr. figura 3 e tabella 1) confermano che il rimbalzo delle insolvenze delle imprese si è già intensificato per un numero crescente di economie avanzate e mercati emergenti dall'inizio dell'anno. Pertanto, nel secondo trimestre del 2022, il nostro Global Insolvency Index ha registrato il suo primo aumento trimestrale dal 2020 (+8% a/a) ed è ora vicino a raggiungere un'accelerazione a due cifre nel terzo

trimestre. Questa tendenza al rialzo era attesa, data la graduale cessazione delle misure di sostegno temporaneo (legate al Covid-19). Il crescente fabbisogno di liquidità come conseguenza dell'aumento dei requisiti di capitale circolante, insieme a un minore sostegno fiscale, è stato visibile nella prima metà del 2022, poiché i prestiti alle imprese sono aumentati di oltre il +20% a/a dall'inizio dell'anno nell'Eurozona. In secondo luogo, gli effetti di ricaduta della guerra in Ucraina, principalmente attraverso l'impennata dei prezzi delle materie prime, e i vari episodi di lockdown in Cina, hanno mantenuto le pressioni sui prezzi.

Quasi la metà dei Paesi analizzati ha già registrato aumenti a due cifre delle insolvenze aziendali per la prima parte del 2022.

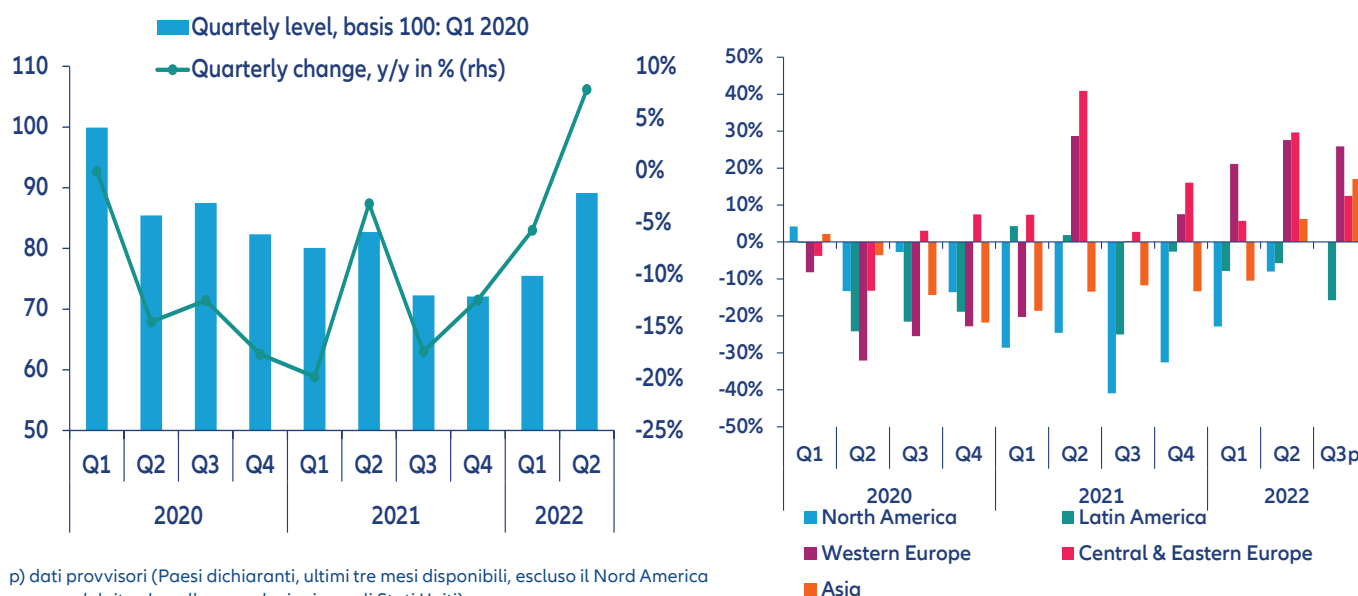
In Asia, questo è il caso di India (+64% da inizio anno a giugno), Singapore (+42% ad agosto), Australia (+104% a settembre) e Taiwan (+10% ad agosto). Nelle Americhe, il rimbalzo ha raggiunto il +36% da inizio anno ad agosto in Canada. Nell'Europa centrale e orientale, la tendenza al rialzo è trainata dall'accelerazione in Turchia (+69% ad agosto), così come in Bulgaria, Romania e Paesi Baltici. In Europa occidentale, il rimbalzo è guidato da Austria (+92% da inizio anno a settembre), Regno Unito (+70% a settembre) e Belgio (+52% ad agosto), ma aumenti a due cifre sono visibili anche in Paesi come Danimarca, Francia, Irlanda, Norvegia, Spagna e Svizzera.

Allo stesso tempo, poco più di un terzo dei Paesi sta ancora registrando livelli bassi prolungati di insolvenze, in particolare gli Stati Uniti (-19% da inizio anno a partire dal secondo trimestre), la Cina (-12% a settembre) e la Germania (-4% a luglio). Ogni regione ha alcuni Paesi che continuano a registrare bassi livelli di insolvenze come l'Italia, il Portogallo e la Svezia per l'Europa occidentale; Repubblica Ceca e Russia nell'Europa centrale e orientale - con la Russia colpita dall'introduzione della moratoria a partire da aprile; Corea del Sud, Hong Kong e Nuova Zelanda in Asia e Brasile, Cile e Colombia nelle Americhe.

Nel complesso, l'Europa occidentale si distingue come la regione con il maggiore rimbalzo delle insolvenze nella prima metà del 2022 (+24% a/a), davanti all'Europa centrale e orientale (+18% a/a). Le altre regioni sono rimaste al ribasso (-16% per il Nord America, -6% per l'America Latina e -4% per l'Asia) nonostante un calo più debole nel secondo trimestre in Nord America (-8% a/a da -23% a/a nel 1° trimestre) e in America Latina (-6% a/a da -8% a/a nel 1° trimestre), e un rimbalzo in Asia (+6% a/a da -10% a/a nel 1° trimestre).

In questa fase, nonostante i segnali di normalizzazione, la maggior parte dei Paesi sta ancora registrando insolvenze aziendali al di sotto dei livelli pre-pandemia. Sulla base degli ultimi dati della direttiva da inizio anno, un Paese su quattro è già tornato o ha superato il numero di insolvenze per lo stesso periodo del 2019. Due dei mercati sono in Asia - Taiwan e Hong Kong - mentre quattro sono in Europa occidentale - Spagna, Regno Unito, Svizzera e Danimarca, con la Finlandia al confine per unirsi alla lista. Ma l'Europa centrale e orientale è il principale contribuente, con la metà dei Paesi della regione che registra ancora insolvenze di imprese al di sotto dei livelli del 2019 (Turchia, Polonia, Cechia, Romania e Bulgaria), ad eccezione di Russia, Slovacchia e Paesi Baltici.

Figura 3: Indice di insolvenza globale (a sinistra) e regionale (a destra), variazione trimestrale, a/a in %



p) dati provvisori (Paesi dichiaranti, ultimi tre mesi disponibili, escluso il Nord America a causa del ritardo nelle segnalazioni per gli Stati Uniti)

Fonte: Allianz Research

Tabella 1: Insolvenze delle imprese - Dati 2022 disponibili a metà ottobre in America/Europa occidentale (a sinistra) ed Europa centrale/Asia/Africa (a destra)

Country	As of	Last point (y/y change in %)					Ytd vs 2021	Ytd vs 2019
		Last m	Last 3m	Last 6m	Last 12m			
U.S.	2022 Q2	-	-11%	-20%	-31%	-19%	-44%	
Canada	08-2022	63%	50%	38%	24%	36%	-14%	
Brazil	08-2022	-9%	-15%	-3%	-4%	-3%	-30%	
Chile	08-2022	-34%	-32%	-32%	-37%	-33%	-37%	
Germany	07-2022	-4%	1%	-4%	-3%	-4%	-27%	
France	09-2022	59%	66%	57%	34%	49%	-22%	
United Kingdom	09-2022	18%	39%	55%	66%	70%	21%	
Italy	08-2022	-22%	-17%	-19%	-19%	-19%	-32%	
Spain	09-2022	90%	48%	17%	7%	11%	48%	
The Netherlands	09-2022	20%	25%	13%	0%	8%	-49%	
Switzerland	08-2022	30%	33%	36%	28%	37%	11%	
Sweden	09-2022	12%	2%	-1%	-3%	-4%	-16%	
Norway	08-2022	48%	23%	11%	-1%	11%	-29%	
Belgium	08-2022	20%	47%	54%	37%	52%	-15%	
Austria	2022 Q3	-	55%	83%	103%	92%	-9%	
Denmark	09-2022	40%	54%	49%	25%	28%	4%	
Finland	2022 Q3	-	33%	17%	18%	8%	8%	
Portugal	08-2022	-3%	-4%	-14%	-13%	-14%	-24%	
Ireland	09-2022	-	15%	54%	19%	36%	-14%	

Country	As of	Last point (y/y change in %)					Ytd vs 2021	Ytd vs 2019
		Last m	Last 3m	Last 6m	Last 12m			
Russia	09-2022	-24%	-18%	-7%	2%	-2%	-22%	
Turkey	08-2022	24%	61%	85%	49%	69%	69%	
Poland	09-2022	61%	44%	15%	8%	5%	129%	
Czech Republic	06-2022	-	-14%	-14%	-11%	-14%	9%	
Romania	08-2022	13%	11%	8%	10%	11%	8%	
Slovakia	09-2022	-2%	-16%	2%	9%	11%	-29%	
Bulgaria	08-2022	25%	-2%	3%	3%	7%	9%	
Lithuania	06-2022	49%	49%	73%	56%	73%	-32%	
Latvia	09-2022	68%	62%	68%	9%	40%	-48%	
South Africa	08-2022	45%	19%	3%	-11%	1%	-3%	
China	09-2022	14%	1%	-5%	-19%	-12%	-29%	
Japan	09-2022	19%	10%	7%	-1%	3%	-25%	
India	2022 Q2	-	118%	64%	75%	64%	-5%	
Australia	09-2022	104%	89%	53%	41%	46%	-24%	
South Korea	08-2022	-18%	-41%	-35%	-38%	-29%	-71%	
Taiwan	08-2022	0%	15%	15%	8%	10%	16%	
Singapore	08-2022	44%	42%	46%	61%	42%	-14%	
Hong Kong	08-2022	52%	25%	-3%	-7%	-3%	12%	
New Zealand	08-2022	26%	2%	-6%	-7%	-4%	-19%	

Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

In Europa, i trasporti, le costruzioni, i servizi B2C e, in misura minore, il manifatturiero sono i settori che registrano i maggiori aumenti delle insolvenze aziendali.

Solo alcuni Paesi hanno registrato una ripresa delle insolvenze in tutti i settori: Belgio, Francia e Regno Unito (cfr. Tabella 2), tutti e tre facenti parte dell'elenco dei Paesi con il maggior calo di insolvenze nel 2020/2021. Nella prima metà del 2022, per la maggior parte dei Paesi europei, le insolvenze delle imprese hanno iniziato a riprendersi solo in due o tre degli otto grandi settori che rappresentano l'economia complessiva, con i trasporti/magazzino come settore più interessato in termini di numero di Paesi, davanti alle costruzioni, ai servizi B2C e, in misura minore, al settore manifatturiero. Allo stesso tempo, la metà dei Paesi ha continuato a registrare diminuzioni annue delle insolvenze nei settori del commercio e dell'alimentazione/alloggio, mentre altri due settori sono stati relativamente risparmiati: l'informazione/comunicazione e il grande blocco che comprende finanza, immobiliare e servizi B2B. In questo contesto estremamente eterogeneo, abbiamo assistito a una ripresa complessiva delle insolvenze in poco meno del 60% dei settori in Europa, con un ritorno ai livelli pre-pandemici per il 23% di essi - quest'ultimo soprattutto in Europa occidentale, in particolare in Spagna, Belgio e Regno Unito.

Tabella 2: Europa: insolvenze delle imprese per settore, H1-2022, variazione a/a in % (Paesi selezionati)

	Industry, construction and market services	Industry	Construction	Trade	Transportation & storage	Accommodation & food service activities	Information & communication	Finance/insurance, real estate, BtoB activities/services	Education, human health and social work activities
EU	-2	-7	6	-1	10	-13	0	-4	-9
EZ	3	0	7	8	15	-10	0	1	-5
Belgium	60	89	33	92	87	51	60	49	63
Bulgaria	21	49	6	18	3	76	19	27	13
Denmark	-17	-11	-7	-11	-10	-24	-14	-23	-9
Estonia	-12	117	-10	-60	-50	-56	-50	23	50
France	44	55	29	48	51	98	40	23	56
Germany	-4	-1	8	-7	9	-24	-13	-2	-15
Hungary	-2	-4	7	-3	2	-27	44	-8	-11
Italy	-19	-21	-19	-21	-18	-5	-31	-15	-32
Latvia	23	100	109	-24	100	80	-25	-9	200
Lithuania	73	29	144	108	19	85	150	49	0
Luxembourg	-20	60	-21	-27	8	12	-22	-33	18
Netherlands	2	50	-1	6	-13	-23	-15	-8	64
Norway	4	17	5	3	-6	4	-8	3	19
Poland	-20	-27	25	-37	17	-60	43	-26	-50
Portugal	-21	-22	-8	-29	45	-23	-21	-19	-36
Romania	-65	-75	-50	-70	-53	-50	-67	-70	-60
Slovakia	-7	-4	-8	-17	-19	-19	-20	4	14
Slovenia	-7	-33	5	-17	35	-26	7	-3	47
Spain	6	-9	33	23	26	-19	7	2	-9
UK	96	106	111	120	97	81	66	77	105

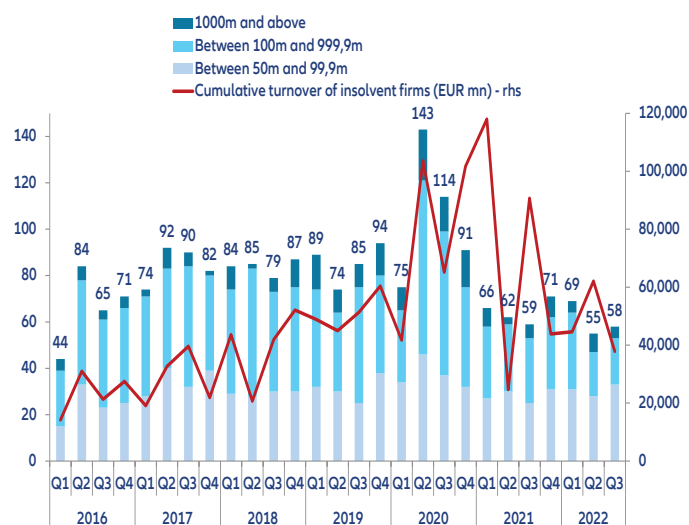
Fonti: fonti nazionali, Eurostat, Allianz Research

Le imprese più piccole sono le più spremute.

La Francia è un esempio in cui troviamo chiaramente che minore è la dimensione del fatturato, maggiore è il rimbalzo delle insolvenze⁴ poiché le imprese più piccole dispongono di meno riserve finanziarie e hanno più difficoltà ad accedere ai finanziamenti. A livello globale, ciò è dimostrato dal prolungato basso livello di grandi insolvenze, con 58 casi nel terzo trimestre 2022 (cfr. grafico 4) e 182 nei primi tre trimestri, rispetto a 187 e 332 per lo stesso periodo del 2021 e del 2020, rispettivamente. Tuttavia, continuiamo a vedere le insolvenze delle grandi imprese, il che implica sempre una lunga lista di fornitori. Queste grandi imprese comprendono tre tipi di società: (i) aziende che erano già fragili prima della pandemia ma non sono riuscite a sopravvivere all'interruzione delle misure di sostegno che le hanno mantenute temporaneamente in vita. ii) le imprese che non sono riuscite ad adattare i loro modelli di business

ai cambiamenti strutturali creati o intensificati dalla pandemia. (iii) le imprese esposte più direttamente - e troppo rapidamente - agli effetti di ricaduta dell'invasione dell'Ucraina sul ciclo economico e finanziario. Guardando ai primi tre trimestri del 2022, diversi settori si distinguono con un aumento dei grandi fallimenti rispetto al 2021, in particolare le costruzioni (+18 casi su 45 insolvenze), i macchinari e le attrezzature (+9-14 casi), l'energia (+3-16), l'elettronica (+3) e la carta (+2).

Grafico 4: Principali insolvenze*, numero trimestrale per dimensione del fatturato in milioni di euro



(*) Insolvenze di imprese con un fatturato superiore a 50 milioni di euro
Fonte: Allianz Research

⁴ A settembre 2022, le insolvenze aziendali sono aumentate del +52% rispetto all'anno precedente per le imprese con un fatturato inferiore a 500 milioni di euro, del +33% rispetto all'anno precedente per le imprese con un fatturato compreso tra 500 milioni di euro e 2 milioni di euro, del +32% tra 2 milioni di euro e 5 milioni di euro, del +23% tra 5 milioni di euro e 15 milioni di euro e del +9% per le imprese con un fatturato superiore a 15 milioni di euro.

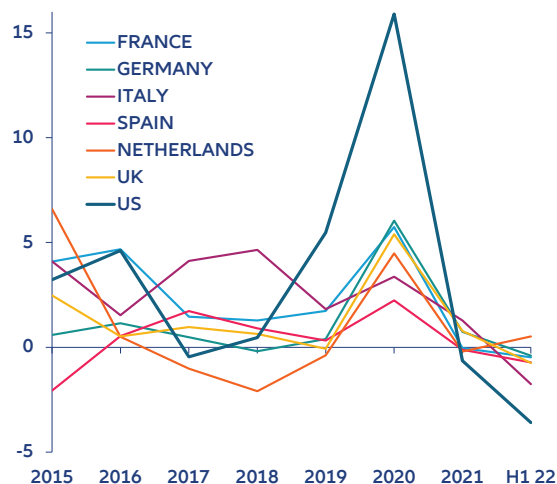


L'energia sarà il più grande shock di redditività

Il passaggio a una triplice situazione di lieve recessione nelle economie avanzate e di bassa crescita nei mercati emergenti; inflazione più elevata e tassi più alti⁵ hanno aumentato i rischi aziendali, soprattutto nei settori delle costruzioni, dei trasporti, delle telecomunicazioni, dei macchinari e delle attrezzature, della vendita al dettaglio, delle attrezzature per la casa, dell'elettronica, dell'industria automobilistica e del settore tessile. Prevediamo che l'indebolimento delle prospettive della domanda, i prolungati vincoli alla produzione (prezzi dell'energia e dei fattori produttivi, carenza di manodopera e catene di approvvigionamento non ancora normalizzate) e i maggiori problemi di finanziamento (accesso e costi) peseranno sia sulla redditività che sulla liquidità delle imprese non finanziarie. I precedenti segnali di tenuta hanno già iniziato a indebolirsi⁶ e indicano vulnerabilità disomogenee. I Paesi e i settori più esposti sono quelli ciclici (rallentamento globale), quelli ad alta intensità energetica (crisi energetica), quelli a basso rating e ad alto indebitamento

(aumento dei tassi di interesse), quelli importatori di materie prime e quelli che dipendono dagli Stati Uniti per le loro importazioni (dollaro forte).

Figura 5: Indice di combustione del contante, per Paese



Fonti: Bloomberg, Eikon Refinitiv, BCE, BoE, FRED, Allianz Research

⁵ Si veda il nostro ultimo scenario economico globale [Lights out! Energy crisis, policy mistakes and uncertainty](#)

⁶ Si veda anche il nostro rapporto [Double trouble? Inflation means less cash and more debt for companies](#)

La redditività è sempre più sotto pressione.

La stagione degli utili del 2° trimestre ha già segnalato un indebolimento della redditività per le società quotate nelle economie avanzate, anche se i ricavi sono rimasti stabili. I conti nazionali lo confermano, mostrando che i profitti operativi medi sono scesi dal +13% nel 2021 al +6% a/a nel secondo trimestre dell'Eurozona, e dal +25% al 6% negli Stati Uniti, rispettivamente, spingendo il margine operativo lordo al 39% nell'Eurozona (41% nel 2021) e il margine operativo netto al 20,7% negli Stati Uniti (21,1% nel 2021). Guardando al futuro, la guidance delle società quotate sulla stagione degli utili del 2° trimestre indica un rallentamento sia nel 3° che nel 4° trimestre, in particolare negli Stati Uniti.

Gli elevati saldi di cassa hanno fornito una riserva significativa contro la normalizzazione della politica monetaria nel 2022, ma il peggio deve ancora venire.

Anche se le disponibilità liquide delle società non finanziarie sono rimaste elevate nella prima metà del 2022 (3.508 miliardi di euro nell'Eurozona, 2.167 miliardi di dollari negli Stati Uniti, a partire dal secondo trimestre), sono diminuite sensibilmente negli Stati Uniti e rimangono altamente concentrate nelle mani delle maggiori società quotate⁷. Ancora più importante, parte dell'aumento della liquidità riflette un aumento dei nuovi prestiti bancari contratti in modo proattivo o difensivo per far fronte all'impatto dell'aumento delle scorte e dei prezzi più elevati sui requisiti di capitale circolante⁸. Di fatto, variazioni della posizione di cassa netta⁹ nella prima parte dell'anno evidenziano un calo negli Stati Uniti (-9% a/a a giugno) e una dinamica sostanzialmente stabile nell'Eurozona (+9% a/a ad agosto) e nel Regno Unito (+5%), con un momentum molto più basso rispetto al 2020 (rispettivamente +20% e +33%). In questo contesto, l'aumento dell'attività economica non solo ha iniziato a generare un aumento minore delle posizioni di cassa, ma l'esaurimento

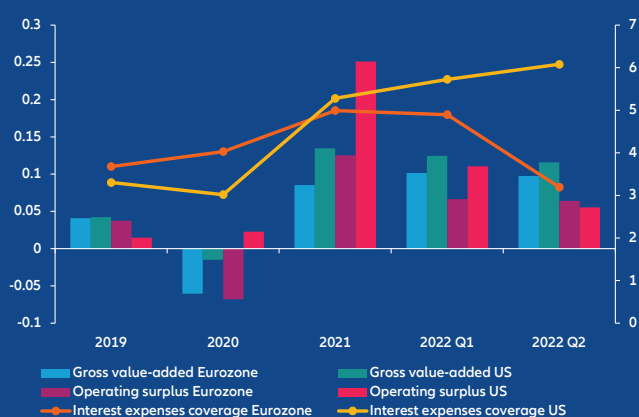
della liquidità è già in corso, come suggerito dal nostro indice di combustione di liquidità, che è diventato negativo nella prima metà del 2022 per diversi Paesi europei e più significativamente per gli Stati Uniti (cfr. figura 5).

Guardando al futuro, l'aumento del debito finanziario NFC a nuovi record in termini assoluti, combinato con l'inasprimento globale delle condizioni finanziarie, è destinato a intensificare la spesa per interessi e ad aumentare i costi delle società. Ciò rappresenta un rischio per le imprese con rating inferiore e altamente indebitate. La copertura delle spese per interessi ha già registrato un notevole calo nell'Eurozona negli ultimi trimestri, passando da 5,6 nel terzo trimestre 2021 a 3,2 nel secondo trimestre 2022, nonché in diversi settori statunitensi (materie plastiche e gomma, legno, automotive, trasporti e tessile).

Prevediamo che i prossimi aumenti dei tassi di riferimento negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'Eurozona dovrebbero aumentare i tassi di interesse medi per le società di ulteriori 200 punti base entro la metà del 2023, il che a sua volta ridurrà i margini delle imprese di -1,5 punti percentuali negli Stati Uniti, -2,2 punti percentuali negli Stati Uniti e oltre -3 punti percentuali nei Paesi dell'Eurozona. L'Italia, la Spagna e la Francia sono le più a rischio (cfr. figura 7). Tuttavia, una forte stretta di liquidità nel breve periodo in Europa dovrebbe essere evitata in quanto le banche sono intervenute per compensare il mercato obbligazionario (+22% a/a nei nuovi prestiti da inizio anno). Inoltre, oltre il 50% dei prestiti alle imprese ha aumentato la propria scadenza a oltre cinque anni, con meno del 20% al di sotto di un anno.

Guardando ai salari, il conto è leggermente più alto per i settori industriali europei rispetto agli Stati Uniti. Pertanto, un aumento dei salari del 4-5% nel 2023 dovrebbe spazzare via in media tra -0,5 punti percentuali e -1 punti percentuali di margine.

Figura 6: Valore aggiunto lordo, utile operativo e copertura degli interessi passivi nell'Eurozona e negli Stati Uniti



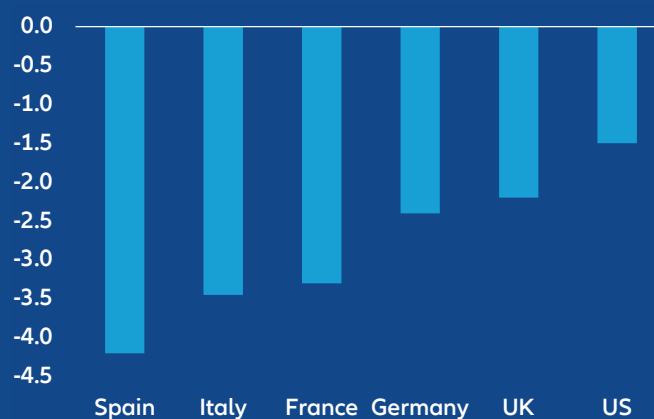
Fonti: Eikon Refinitiv, Allianz Research

⁷ Tuttavia, nel secondo trimestre, le imprese non quotate in borsa hanno accumulato il 55% della liquidità NFC nel Regno Unito e in Francia, il 56% in Germania, il 68% in Italia, il 71% in Spagna, il 76% in Belgio e il 78% nei Paesi Bassi.

⁸ Si veda il nostro report *Double trouble? Inflation means less cash and more debt for companies*

⁹ Misurato dalla differenza tra i depositi e i nuovi prestiti delle imprese.

Figura 7: Perdita di margine tenendo conto della trasmissione dell'aumento dei tassi di interesse (+200 pb), in pp del valore aggiunto



Fonti: Eikon Refinitiv, Allianz Research

Senza un massimale dei prezzi dell'energia, le società non finanziarie non sarebbero in grado di evitare perdite, poiché l'aumento dei prezzi dell'energia avrebbe spinto i loro consumi intermedi verso l'alto di oltre il +70%, in particolare perché il loro potere di determinazione dei prezzi sta diminuendo con la domanda che rallenta rapidamente. Abbiamo calcolato che l'aumento massimo che le imprese in Germania e in Francia potrebbero sostenere senza subire perdite a livello di EBITDA, se possono trasferire circa un quarto dell'aumento dei prezzi dell'energia al cliente finale, è rispettivamente del +50% e del +40%. Di conseguenza, per evitare una forte ondata di insolvenze era necessario un tetto ai prezzi. Si noti che esiste un'eterogeneità tra i settori, e che le imprese europee erano già più vulnerabili rispetto alla concorrenza statunitense. Ad esempio, un raddoppio della bolletta energetica per le compagnie aeree o le imprese di vendita al dettaglio dell'Eurozona rispetto ai livelli del 2021 azzererebbe tutti i profitti, se non compensato da un aumento dei ricavi. Una situazione del genere potrebbe essere particolarmente preoccupante in assenza di sostegno politico, dato che i prezzi spot dell'elettricità in Europa sono stati moltiplicati per 2,5 rispetto alla media del 2021. Guardando più precisamente alla Francia, scopriamo che, escludendo le microimprese per le quali si applicano i massimali di prezzo, sono in gioco almeno 9 miliardi di euro di perdite per più di 7000 imprese nei quattro settori per i quali gli attuali prezzi all'ingrosso dell'elettricità sono superiori al prezzo di pareggio da noi stimato, ossia carta, metalli, macchinari e attrezzature, e miniere ed estrazioni. In Germania, invece, sono 7 miliardi di euro le imprese che rischiano di subire perdite a causa dell'aumento della bolletta energetica, soprattutto nei settori della carta e dei metalli.

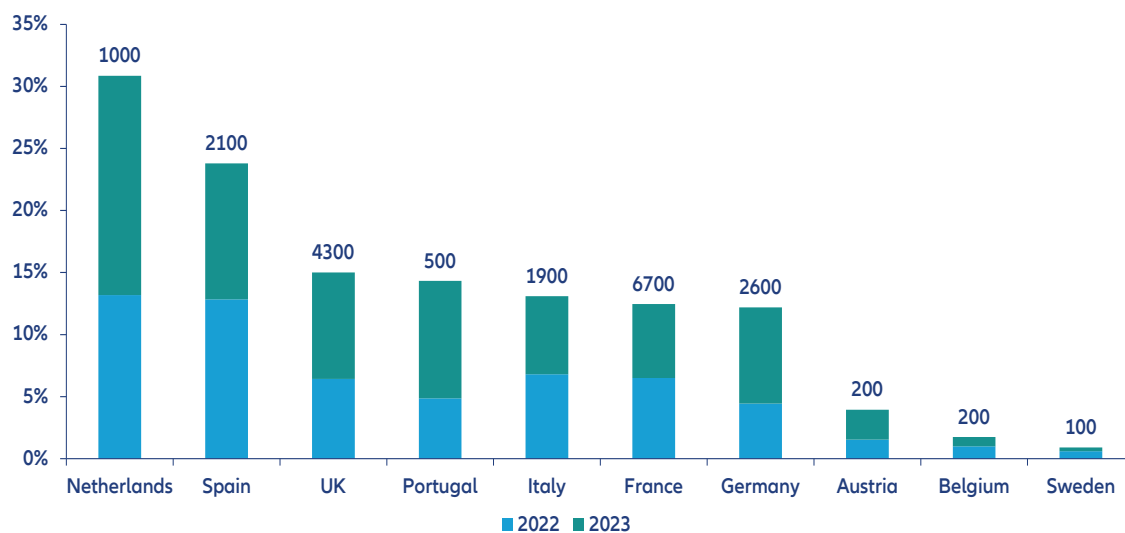
I calcoli della Corte suggeriscono che le attuali misure di bilancio non comportano un aumento della redditività per le PMI, il che è coerente con la natura delle misure. Tuttavia, notiamo che portano a una stabilizzazione del numero di PMI fragili dal 2021 al 17% del totale in Germania, al 13% nel Regno Unito e al 6% in Francia, o vicino a 42.000, 28.400 e oltre 18.700, rispettivamente, ora. Ciò significa che in media il sostegno fiscale - che insieme ai sussidi energetici comprende generosi regimi di licenziamento, prestiti garantiti dallo Stato e in alcuni Paesi sovvenzioni dirette - "salverà" più di 4.500 PMI.

I rischi di un'accelerazione delle insolvenze aumentano la probabilità che i governi estendano le misure di sostegno statale o addirittura ne introducano di nuove. Tuttavia, non ci aspettiamo che i governi attuino il sostegno diretto nella stessa misura in cui hanno fatto rapidamente e massicciamente dopo lo scoppio della pandemia nel 2019. Ci aspettiamo che le misure dirette siano più mirate e focalizzate sulla limitazione dell'accelerazione dei tassi di gravità - ed evitando casi sistemici - in particolare per i settori ad alta intensità energetica (europei). Le misure indirette limiterebbero solo il processo di normalizzazione delle insolvenze aziendali. In questa fase, calcoliamo che l'attuale sostegno fiscale complessivo, che ammonta a circa la metà dei pacchetti Covid-19 nella maggior parte dei Paesi, stia già attenuando sensibilmente il colpo sulle imprese, riducendo l'aumento delle insolvenze di oltre -10pp nel 2022 e nel 2023 per tutte le maggiori economie europee: -12pp in Germania (cioè 2.600 imprese), -13% in Francia e Italia (rispettivamente 6.700 e 1.900 imprese), -15% nel Regno Unito (4.300) e -24% in Spagna (2.100).

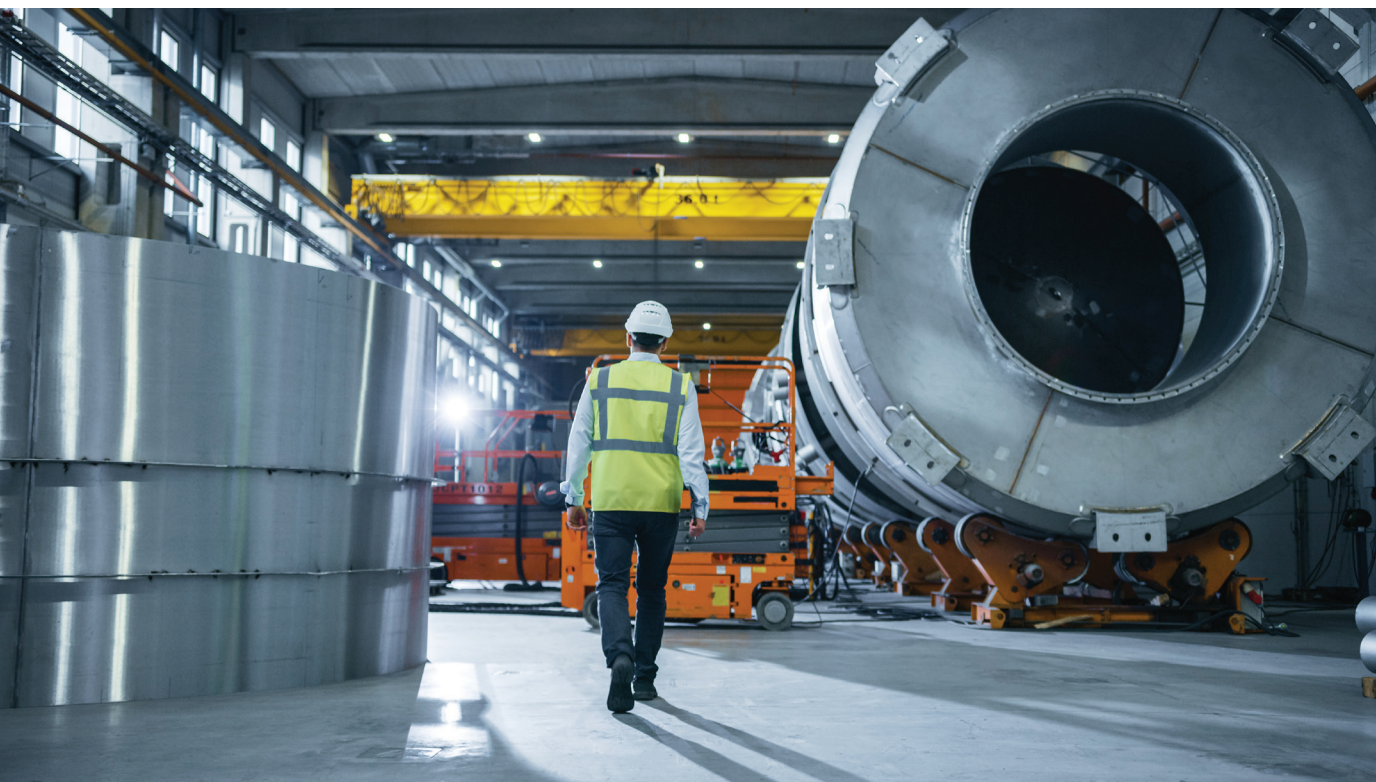
Figura 8: Quota di PMI fragili in Europa (% del totale e numero)

	Share of fragile SME ...in %		...in number		Number of SMEs "saved" by the government
	without support	with support	without support	with support	
UK	20	17	49,240	41,854	7,386
France	14	13	20,105	18,669	1,436
Germany	7	6	33,072	28,348	4,725

Fonti: Eikon Refinitiv, Allianz Research

Figura 9: Impatto* delle misure fiscali sui fallimenti delle imprese, Europa

(*) Le percentuali mostrano la riduzione dell'aumento delle insolvenze aziendali all'anno; Le cifre assolute sono il numero di insolvenze "risparmiate" dalla riduzione dell'aumento delle insolvenze
Fonte: Allianz Research

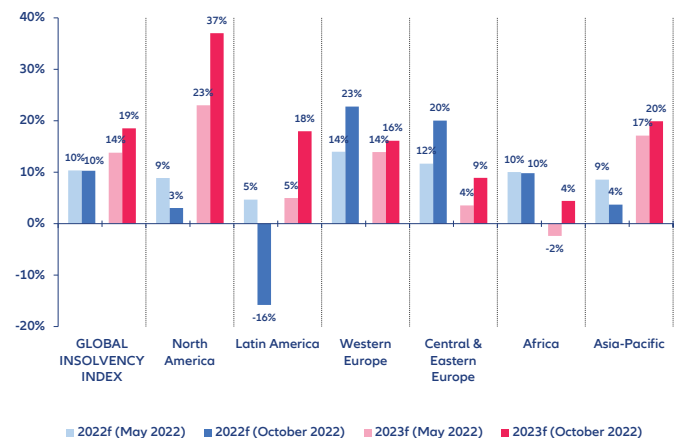




Un Paese su due al di sopra dei livelli pre-pandemia nel 2023

Nel complesso, ora prevediamo che le insolvenze delle imprese globali rimbalzino del **+10% nel 2022** e del **+19% nel 2023** (rispetto al +10% e al 14% previsti in precedenza, rispettivamente). La normalizzazione sarebbe ad ampio spettro, con tutti i Paesi a contribuire al rialzo entro il 2023, dal 25% nel 2021 e dall'84% nel 2022.

Figura 10: Indice di insolvenza globale e regionale, revisioni dello scenario di base



Fonte: Allianz Research



In **Europa occidentale**, il nostro modello di cambio di regime fallimentare¹⁰ indica che nel 2022 le insolvenze dovrebbero essere superiori al 10% sia in Francia che nel Regno Unito, mentre dovrebbero oscillare tra lo 0% e il -10% in Germania e diminuire di oltre il -10% in Italia. Ciò suggerisce che non ci saranno cambiamenti significativi nelle dinamiche attuali, e soprattutto che non ci sarà un'impennata in Germania. In questo contesto, l'Europa occidentale dovrebbe superare il livello regionale di insolvenze aziendali pre-pandemia già nel 2022 (del 4%), nonostante le dinamiche miste all'interno della regione, con l'Italia che registra meno insolvenze (-6% a/a), la Germania quasi stabile (+5%), ma il Regno Unito e la Francia che registrano un forte rimbalzo (+51% a/a e +46% a/a, rispettivamente). Per il 2023 prevediamo ulteriori aumenti, spesso evidenti, in tutti i Paesi, ma a livelli ancora moderati rispetto al 2019 per diversi Paesi, tra cui le grandi economie di Germania, Francia e Italia.

In **Francia**, prevediamo che le insolvenze aumenteranno di +12.000 casi a 53.200 nel 2023 e supereranno solo di poco i livelli del 2019 (+3%) nonostante un rimbalzo notevole (+29% a/a). Il nostro scenario di base prevede che le misure di sostegno statali limitino l'aumento delle PMI fragili, senza l'obiettivo di ridurre il numero di imprese non vitali, ma con soluzioni caso per caso per le imprese strategiche/sistemiche al fine di evitare l'effetto domino sui fornitori. In questo modo si continuerebbe la normalizzazione, ma è altamente probabile che vengano adottate misure aggiuntive se le insolvenze dovessero raggiungere troppo rapidamente quota 55.000.

In **Germania**, ci aspettiamo che le insolvenze rimangano al di sotto dei livelli del 2019 nonostante un rimbalzo nel 2023 che raggiungerebbe il +17% a/a, ovvero +2.450 imprese per 17.150 casi. Ci aspettiamo che il governo eviti di sostenere le imprese non vitali, ma il massiccio "scudo" economico da 200 miliardi di euro limiterà l'impatto della crisi energetica. Inoltre, ci aspettiamo che il governo rimanga pronto ad agire in modo mirato, come ha fatto per salvare alcune delle società di servizi pubblici più colpite, anche apportando ulteriori aggiustamenti temporanei alle leggi sulla ristrutturazione e sull'insolvenza e sospendendo temporaneamente l'obbligo di presentare istanza di insolvenza, se necessario, ad esempio in caso di gravi problemi extra sulle catene di approvvigionamento nel settore manifatturiero.

In **Italia**, la combinazione tra la ripresa post-lockdown e le misure statali si è dimostrata vincente nel contenere il numero di insolvenze ben al di sotto dei livelli pre-pandemia, con 7.160 casi nel 2020, 8.498 casi nel 2021 e circa 8.000 casi nel 2022 se si concretizzerà il rimbalzo previsto nel 4° trimestre 2022. In effetti, ci aspettiamo che il cambiamento del contesto imprenditoriale dia il via alla normalizzazione entro la fine del 2022, e che porti i fallimenti aziendali a una significativa ripresa nel 2023 (+36% a/a) nonostante il sostegno supplementare all'economia fornito dal governo.

In **Spagna**, c'è un alto rischio di vedere nuovi livelli record di insolvenze sia nel 2022 che nel 2023. La ripresa post-pandemia, il sostegno statale e le molteplici proroghe della moratoria fallimentare non hanno impedito alle insolvenze delle imprese di aumentare del +30% a/a nel 2021 e del +11% da inizio anno nel 2022, a partire da settembre. Prevediamo che la fine della moratoria sull'insolvenza (giugno 2022) e i nuovi shock economici si concretizzeranno in ulteriori insolvenze, a seconda dell'impatto ancora incerto delle modifiche apportate di recente alla legge fallimentare per facilitare la ristrutturazione preventiva.

Nel **Regno Unito**, il rimbalzo delle insolvenze dovrebbe essere significativo sia per il 2022 (+51% a/a) che per il 2023 (+10% a/a). La normalizzazione è iniziata rapidamente con la graduale eliminazione delle misure di sostegno in un contesto interno reso fragile da questioni legate alla Brexit, portando a un rimbalzo ai livelli infraannuali pre-pandemia dalla fine del 2021.

In **Europa centrale e orientale e in Africa/Medio Oriente**, le insolvenze delle imprese sono già al di sopra dei livelli regionali pre-pandemia. Prevediamo ulteriori aumenti nel 2023 a un nuovo livello record, in particolare a causa di Sud Africa, Marocco e Turchia. La Russia rischia di vedere un recupero dopo la scadenza della moratoria.

¹⁰ I nostri modelli di cambiamento del regime di insolvenza sono modelli di classificazione che utilizzano migliaia di serie di dati macrofinanziari decennali per prevedere la gamma di insolvenze future all'interno di uno dei quattro "bucket" (cioè "diminuzione di oltre il 10%", "diminuzione fino al 10%", "aumento fino al 10%", "aumento di oltre il 10%"). La selezione delle caratteristiche e la stima dei nostri modelli sono state effettuate in modo indipendente per ogni Paese, utilizzando finestre di espansione, e le prestazioni sono state valutate attraverso i punteggi di accuratezza. Per ciascuno dei nostri Paesi, l'accuratezza nella previsione dell'intervallo di crescita dell'insolvenza a 6 mesi di distanza è superiore al 70% (vale a dire che in un anno medio i modelli prevedono correttamente almeno 8 mesi).

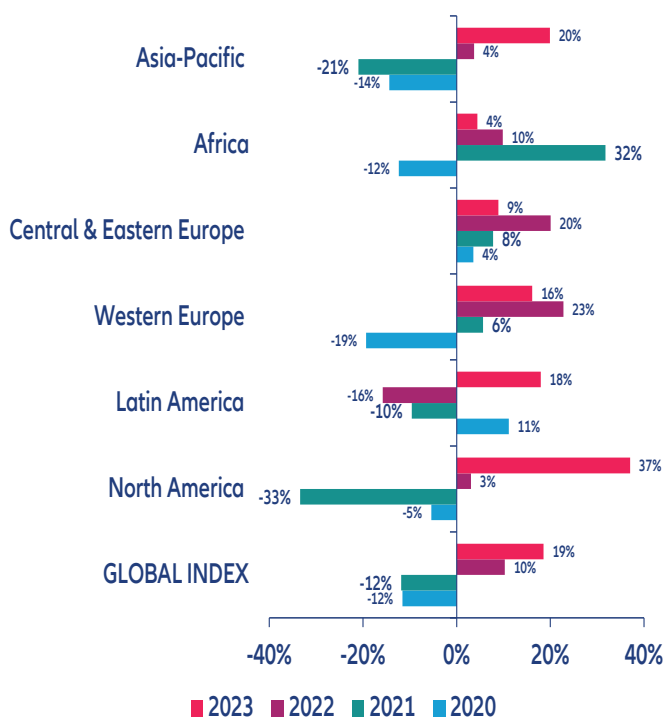
L'**America Latina** non dovrebbe vedere le insolvenze delle imprese superare i livelli pre-Covid-19 prima del 2024, nonostante un graduale rimbalzo entro il 2023 in Brasile.

In **Asia**, la **Cina** dovrebbe mantenere sotto controllo il livello annuale di insolvenze nel 2022, grazie a un basso punto di partenza e nonostante le maggiori difficoltà per le aziende più esposte al commercio internazionale e alle restrizioni legate a Covid-19, in particolare nel settore delle costruzioni. Prevediamo che la Cina registrerà un +15% di insolvenze in più nel 2023, a causa della bassa crescita e dell'impatto limitato dell'allentamento monetario e fiscale. Tuttavia, gli altri Paesi della regione dovrebbero registrare un maggior numero di insolvenze a causa del deterioramento del contesto regionale e globale, il più delle volte da un livello basso (Australia, Taiwan) o molto basso (Giappone, Corea del Sud, Hong Kong, Nuova Zelanda). L'India si distinguerà in quanto si prevede un forte recupero dalla lunga sospensione dei tribunali. Nel complesso, l'Asia e il Nord America saranno le uniche due regioni a non tornare ai livelli del 2019 per quanto riguarda le insolvenze entro il 2023, pur registrando un aumento nel 2023 (rispettivamente +20% a/a e +37%).

Negli **Stati Uniti**, la recessione prevista e i relativi problemi (di finanziamento) dovrebbero dare il via a un rimbalzo delle insolvenze dai minimi storici raggiunti nel 2021 (14.290 casi) e in procinto di prolungarsi nel 2022 (14.570 casi previsti). La forte ripresa dei profitti fino alla metà del 2022 e il massiccio sostegno di liquidità derivante dal Programma di Protezione degli Stipendi (PPP)¹¹ dovrebbe fornire un certo supporto nel breve termine e ammorbidire il rimbalzo. In questa fase, ci aspettiamo un ritorno a oltre 20.000 insolvenze entro il 2023, ancora un livello piuttosto basso da una prospettiva storica, nonostante un aumento del +38% a/a. Tuttavia, il rimbalzo dovrebbe essere rivisto in modo significativo in caso di sfide più profonde nel mercato immobiliare o nel mercato finanziario.

Nel complesso, prevediamo che meno di un Paese su tre vedrà insolvenze aziendali superiori ai livelli pre-Covid-19 nel 2022 (12 Paesi) e uno su due nel 2023 (22 Paesi).

Figura 11: Indici di insolvenza globali e regionali, variazione annua in %



Fonte: Allianz Research

¹¹ Il PPP si è concluso nel maggio 2021 con quasi il 95% degli 800 miliardi di dollari di prestiti garantiti dal governo trasformati in sovvenzioni a settembre 2022.

Appendice statistica

(*) Indice 100: 2000

(**) PIL 2021 pesato a cambi correnti

(***) con riferimento al 2015 numero di imprese attive per Paese (OCSE e fonti nazionali)

Fonti: dati nazionali, Allianz Research (f:previsioni)

	% of World GDP **	% of Global Index	Business insolvencies level					Business insolvencies growth					Comparison with 2019 level		
			2019	2020	2021	2022f	2023f	2019	2020	2021	2022f	2023f	2021	2022	2023
GLOBAL INDEX *	87	100	122	108	95	105	125	8%	-12%	-12%	10%	19%	-22%	-14%	2%
North America Index *	27	31	62	58	39	40	55	3%	-5%	-33%	3%	37%	-37%	-35%	-11%
U.S.	24	28	22,720	21,591	14,290	14,570	20,094	3%	-5%	-34%	2%	38%	-37%	-36%	-12%
Canada	2	2	2,746	2,108	1,942	2,505	3,006	3%	-23%	-8%	29%	20%	-29%	-9%	9%
Latin America Index *	2	3	212	236	213	180	212	12%	11%	-10%	-16%	18%	0%	-15%	0%
Brazil	2	2	2,887	2,078	1,962	2,050	2,500	5%	-28%	-6%	4%	22%	-32%	-29%	-13%
Colombia	0	0	1,272	1,292	1,193	1,230	1,340	2%	2%	-8%	3%	9%	-6%	-3%	5%
Chile	0	0	1,701	1,885	1,506	1,130	1,360	23%	11%	-20%	-25%	20%	-11%	-34%	-20%
Europe Index *	25	29	155	135	143	174	197	1%	-13%	6%	22%	14%	-7%	12%	28%
EU27+UK+Norway Index *	22	26	138	113	120	145	168	2%	-18%	6%	21%	16%	-13%	5%	22%
EU27 Index *	19	22	148	123	131	155	181	2%	-17%	7%	18%	17%	-11%	5%	22%
Euro zone Index *	15	18	147	119	128	154	181	1%	-19%	7%	20%	18%	-13%	5%	23%
Western Europe Index *	21	24	135	109	115	141	164	1%	-19%	6%	23%	16%	-15%	5%	21%
Germany	4	5	18,749	15,840	13,993	14,700	17,150	-3%	-16%	-12%	5%	17%	-25%	-22%	-9%
France	3	4	51,434	31,994	28,191	41,130	53,200	-5%	-38%	-12%	46%	29%	-45%	-20%	3%
United Kingdom	3	4	22,081	15,656	16,309	24,700	27,100	4%	-29%	4%	51%	10%	-26%	12%	23%
Italy	2	3	10,542	7,160	8,498	8,000	10,900	0%	-32%	19%	-6%	36%	-19%	-24%	3%
Spain	2	2	4,162	3,945	5,125	6,200	6,900	6%	-5%	30%	21%	11%	23%	49%	66%
The Netherlands	1	1	3,792	3,177	1,818	2,020	3,200	4%	-16%	-43%	11%	58%	-52%	-47%	-16%
Switzerland	1	1	6,004	4,886	5,123	6,550	6,900	-4%	-19%	5%	28%	5%	-15%	9%	15%
Sweden	1	1	7,358	7,296	6,463	6,650	7,400	2%	-1%	-11%	3%	11%	-12%	-10%	1%
Norway	0	1	5,013	4,101	3,325	3,700	4,280	0%	-18%	-19%	11%	16%	-34%	-26%	-15%
Belgium	1	1	10,598	7,203	6,533	9,200	10,300	7%	-32%	-9%	41%	12%	-38%	-13%	-3%
Austria	1	1	5,018	3,034	3,034	4,800	5,400	1%	-40%	0%	58%	13%	-40%	-4%	8%
Denmark	0	0	2,590	2,221	2,175	2,780	2,990	6%	-14%	-2%	28%	8%	-16%	7%	15%
Finland	0	0	2,989	2,471	2,804	3,100	3,300	1%	-17%	13%	11%	6%	-6%	4%	10%
Greece	0	0	63	57	57	60	80	-23%	-10%	0%	5%	33%	-10%	-5%	27%
Portugal	0	0	2,560	2,464	2,195	2,230	2,680	-5%	-4%	-11%	2%	20%	-14%	-13%	5%
Ireland	1	1	568	575	401	570	720	-26%	1%	-30%	42%	26%	-29%	0%	27%
Luxembourg	0	0	1,236	1,174	1,173	1,250	1,375	7%	-5%	0%	7%	10%	-5%	1%	11%
Central & Eastern Europe Index *	4	5	245	254	274	328	358	1%	4%	8%	20%	9%	12%	34%	46%
Russia	2	2	12,401	9,930	10,319	8,771	10,964	-5%	-20%	4%	-15%	25%	-17%	-29%	-12%
Turkey	1	1	14,050	15,949	17,184	22,500	23,500	3%	14%	8%	31%	4%	22%	60%	67%
Poland	1	1	977	1,293	2,187	2,400	2,650	-1%	32%	69%	10%	10%	124%	146%	171%
Czech Republic	0	0	8,521	7,918	7,028	6,300	7,250	41%	-7%	-11%	-10%	15%	-18%	-26%	-15%
Romania	0	0	6,524	5,694	6,144	7,000	7,840	-21%	-13%	8%	14%	12%	-6%	7%	20%
Hungary	0	0	5,176	4,293	5,005	5,200	6,440	-9%	-17%	17%	4%	24%	-3%	0%	24%
Slovakia	0	0	2,447	1,889	1,692	1,883	2,095	25%	-23%	-10%	11%	11%	-31%	-23%	-14%
Bulgaria	0	0	506	524	527	590	645	6%	4%	1%	12%	9%	4%	17%	27%
Lithuania	0	0	1,609	786	738	1,150	1,600	-23%	-51%	-6%	56%	39%	-54%	-29%	-1%
Latvia	0	0	557	374	241	330	510	-6%	-33%	-36%	37%	55%	-57%	-41%	-8%
Estonia	0	0	271	341	308	360	380	-1%	26%	-10%	17%	6%	14%	33%	40%
Africa Index *	1	1	157	137	181	199	208	31%	-12%	32%	10%	4%	15%	27%	32%
South Africa	0	1	2,042	2,035	1,932	1,980	2,150	11%	0%	-5%	2%	9%	-5%	-3%	5%
Morocco	0	0	8,477	6,620	10,550	11,800	12,200	35%	-22%	59%	12%	3%	24%	39%	44%
Asia-Pacific Index *	32	37	139	119	94	98	117	19%	-14%	-21%	4%	20%	-32%	-30%	-16%
China	18	21	11,826	11,999	8,691	8,100	9,300	12%	1%	-28%	-7%	15%	-27%	-32%	-21%
Japan	5	6	8,385	7,773	6,030	6,350	7,600	2%	-7%	-22%	5%	20%	-28%	-24%	-9%
India	3	4	1,925	737	802	1,120	1,600		-62%	9%	40%	43%	-58%	-42%	-17%
Australia	2	2	6,405	3,582	3,408	5,080	6,400	1%	-44%	-5%	49%	26%	-47%	-21%	0%
South Korea	2	2	414	292	183	155	170	-12%	-29%	-37%	-15%	10%	-56%	-63%	-59%
Taiwan	1	1	205	200	204	225	245	-6%	-2%	2%	10%	9%	0%	10%	20%
Singapore	0	0	287	200	191	245	265	39%	-30%	-5%	28%	8%	-33%	-15%	-8%
Hong Kong	0	0	244	234	299	315	340	-4%	-4%	28%	5%	8%	23%	29%	39%
New Zealand	0	0	1,907	1,619	1,500	1,600	1,750	-11%	-15%	-7%	7%	9%	-21%	-16%	-8%
Global with absolute number of firms	87	100	106	85	80	95	112	1%	-19%	-6%	18%	18%	-24%	-10%	6%
Global with relative number of firms**	87	100	179	163	169	198	224	8%	-9%	3%	18%	13%	-6%	11%	25%