

# Cosa comporta lo shock energetico in Europa?

24 Gennaio 2023

## EXECUTIVE SUMMARY



**Maxime Darmet**  
Senior Economist US & France  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

**Polina Bulavko**  
Research Analyst  
[polina.bulavko@allianz-trade.com](mailto:polina.bulavko@allianz-trade.com)

**Francoise Huang**  
Senior Economist Asia-Pacific  
[francoise.huang@allianz-trade.com](mailto:francoise.huang@allianz-trade.com)

**Ano Kuhanathan**  
Head of Sector Research  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

**Nikhil Sebastian**  
Sector Analyst  
[nikhil.sebastian@allianz-trade.com](mailto:nikhil.sebastian@allianz-trade.com)

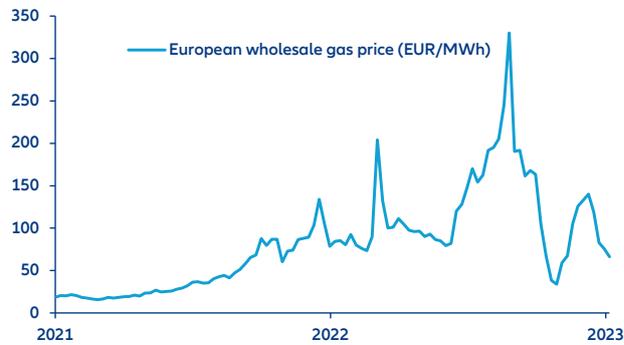
- **Il grande shock dei prezzi dell'energia è ancora in vista per le imprese europee.** Nel 2022 gli aumenti delle bollette aziendali sono stati contenuti, grazie agli interventi governativi e al lungo passaggio dai prezzi all'ingrosso dell'energia ai contratti al dettaglio, per la maggior parte non completamente indicizzati. Ma prevediamo che i prezzi delle utility accelereranno nel 2023 con il rinnovo di un maggior numero di contratti, con prezzi dell'energia destinati ad aumentare di meno del +40% in Germania, rispetto al 2021, contro il +90% in Italia e Spagna.
- **Tuttavia, questo non è un punto di svolta per la competitività dei prezzi dell'industria europea rispetto a quella degli Stati Uniti.** Il consumo di energia rappresenta generalmente circa l'1-1,5% della produzione nel settore manifatturiero. La competitività dei prezzi è molto più sensibile alle variazioni del costo del lavoro e del tasso di cambio. Riteniamo che il divario tra i prezzi dell'energia che si è aperto tra gli Stati Uniti e l'Europa potrebbe portare a perdite generalmente modeste nell'occupazione e nella produzione manifatturiera, sebbene la Spagna appaia più debole..
- **Tuttavia, ci sono segnali che l'Europa ha iniziato a perdere quote di mercato rispetto ad altri partner.** Gli esportatori che perdono visibilmente quote di mercato nelle importazioni dell'UE-15 si trovano quasi esclusivamente in Europa (nel settore agroalimentare, dei macchinari e delle apparecchiature elettriche, dei metalli e dei trasporti), ma non a vantaggio degli Stati Uniti. Piuttosto, i paesi che ne beneficiano si trovano in Asia, Medio Oriente e Africa (e alcuni in Europa).
- **Il principale canale diretto della crisi energetica è attraverso il suo impatto sulla redditività e sugli investimenti delle imprese.** Riteniamo che l'attuale shock energetico frenerebbe la redditività delle imprese di circa -1-1,5 punti percentuali e il tasso di investimento da -1 a -2 punti percentuali. Ciò rappresenterebbe 40 miliardi di euro di perdite di investimenti in Francia e 25 miliardi di sterline nel Regno Unito..

## L'enorme shock dei prezzi dell'energia è in arrivo per le imprese europee nel 2023

I recenti cali dei prezzi all'ingrosso del gas hanno suscitato la speranza che il peggio della crisi energetica in Europa sia ormai alle spalle. Ma queste speranze sono mal riposte. A differenza di uno shock petrolifero, uno shock del gas (e dell'elettricità) non si ripercuote rapidamente sull'economia reale perché le bollette delle utenze domestiche e aziendali sono, per la maggior parte, basate su contratti a prezzo fisso e/o controllati dal governo, piuttosto che essere parzialmente indicizzate ai prezzi all'ingrosso del gas e dell'elettricità.. Inoltre, i prezzi del gas hanno registrato una tendenza al ribasso nelle ultime settimane a causa di un inverno insolitamente mite, ma prevediamo che i prezzi aumenteranno prima dell'inverno 2023,

poiché l'Europa deve affrontare una crescente concorrenza per le forniture energetiche dalla Cina.

Figura 1: Prezzo europeo del gas all'ingrosso (EUR/MWh), TTF olandese per primo future day

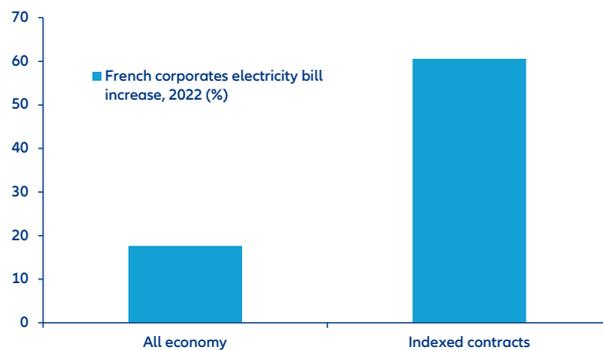


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Una recente indagine congiunturale condotta dall'istituto nazionale di statistica francese Insee <sup>1</sup> ha mostrato che oltre il 50% delle imprese francesi (ponderate in base al fatturato) operanti nel settore dei servizi e il 25% nell'industria hanno riferito di non aver subito aumenti dei prezzi dell'energia nel 2022. Infatti, secondo l'indagine, il 45% delle imprese francesi operanti nel settore dei servizi ha un contratto di energia elettrica basato su un prezzo controllato dallo Stato («tarif réglementé»),.

Inoltre, l'indagine mostra che nel 2022 le bollette dell'elettricità sono aumentate di circa il +15% nel settore dei servizi e del +50% nell'industria, vale a dire di meno del +20% per l'intera economia (vedi figura 2): Si tratta di un aumento molto modesto rispetto ai prezzi dell'energia alle stelle visti nei mercati all'ingrosso. D'altra parte, Eurostat segnala aumenti delle bollette elettriche solo per i contratti indicizzati, che sono aumentati molto più bruscamente di oltre il +60% nel 2022 (Figura2).

Figura 2: Aumento della bolletta elettrica delle imprese francesi nel 2022 (%), solo tutti i contratti economici e indicizzati

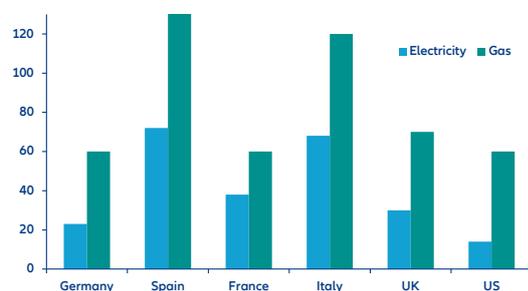


Fonti: Insee, Eurostat, Allianz Research

**Le bollette sono destinate ad aumentare più bruscamente quest'anno con il rinnovo dei contratti fissi, riflettendo meglio i prezzi sui mercati all'ingrosso.**Le imprese francesi del

settore dei servizi prevedono un ulteriore aumento del +30% nel 2023 e le imprese del settore prevedono un aumento del +65%. Pertanto, le bollette dell'elettricità sarebbero aumentate di circa il 115% nell'industria e del 45% nei servizi tra il 2021 (prima della guerra Ucraina-Russia) e il 2023 – uno shock davvero enorme che è difficile sopravvalutare. La figura 3 mostra le nostre aspettative di aumenti delle bollette aziendali nei maggiori paesi europei e negli Stati Uniti tra il 2021 e il 2023 per tutti i settori. Costruiamo le nostre previsioni sulla base dei dati Eurostat per i paesi dell'UE, del Dipartimento per le imprese, l'energia e la strategia industriale per il Regno Unito e la VIA per gli Stati Uniti, con tutti questi set di dati che segnalano aumenti dei contratti indicizzati nel 2022. Si prevede che le bollette per il settore industriale siano aumentate molto di più (vedi sotto).

Figura 3: Previsione di aumento delle bollette aziendali al dettaglio dalla crisi, tutti i settori (2023 vs 2021), %



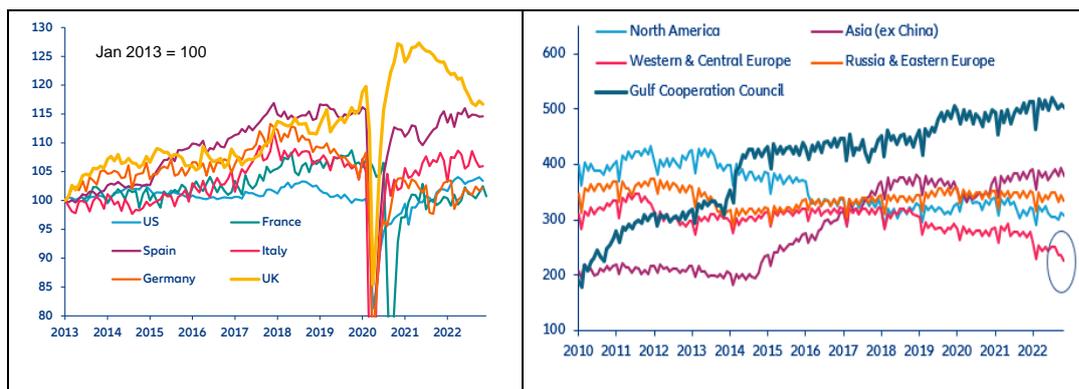
Fonti: Eurostat, EIA, DBEIS, Refinitiv, Allianz Research

**Le società europee affrontano aumenti delle bollette molto diversi a seconda del grado di intervento fiscale per arginare gli aumenti dei prezzi dell'energia.** Presumiamo che la maggior parte dei contratti energetici sarà stata rinnovata nel 2023 e che i prezzi dell'energia del 2023 saranno fissati al livello dei contratti indicizzati del 2022 (ovvero non ci aspettiamo ulteriori aumenti né diminuzioni). Tuttavia, gli interventi governativi possono essere sostanziali, contribuendo a ridurre considerevolmente le bollette energetiche attraverso sussidi, tagli fiscali o prezzi limitati, anche per i contratti indicizzati. Prevediamo che le bollette del gas corporate aumenteranno di oltre il +100% nel 2023, rispetto al 2021, ad esempio in Italia e Spagna, contro circa il +60-70% in Germania, Francia e Regno Unito. Le bollette elettriche dovrebbero aumentare di circa il +35% in Germania ma del +80% in Italia e Spagna.

### Il divario dei prezzi dell'energia in Europa con gli Stati Uniti non è un punto di svolta per la competitività

**Il settore manifatturiero europeo è andato generalmente bene, ad eccezione dei settori dell'alluminio e dell'acciaio.** La produzione europea è cresciuta a un ritmo decente fino alla fine del 2022 (cfr. figura 4, pannello di sinistra). Anche i settori ad alto consumo energetico e quelli sensibili alla concorrenza estera, come l'elettronica italiana, hanno tenuto molto bene. Le eccezioni sono la produzione di alluminio e acciaio (vedi Figura 4, pannello di destra). La produzione di alluminio ha resistito in Nord America e nei paesi del Golfo, ma è scivolata nell'Europa occidentale e centrale, dove gli alti costi energetici regionali hanno portato alla chiusura delle fonderie. Anche la produzione di acciaio è in forte calo in Europa, più che in altri grandi produttori.

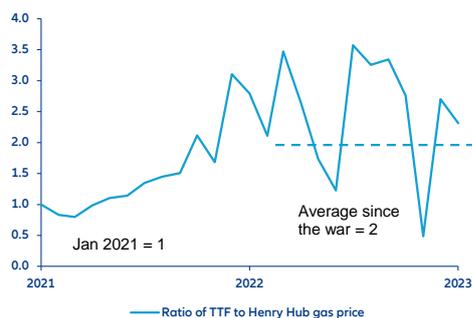
Figura 4: Indice della produzione manifatturiera (pannello di sinistra); Produzione di alluminio primario, migliaia di tonnellate al mese (pannello di destra)



Fonti: Refinitiv, International Aluminum Institute, Allianz Research

**Il divario dei prezzi dell'energia tra Stati Uniti ed Europa è aumentato notevolmente, in particolare nel settore industriale.** Come grande produttore di gas, gli Stati Uniti sono molto più isolati contro l'aumento dei prezzi dell'energia rispetto all'Europa. Dalla guerra Ucraina-Russia, il prezzo di riferimento del gas all'ingrosso europeo è raddoppiato rispetto al suo equivalente statunitense (cfr. figura5).

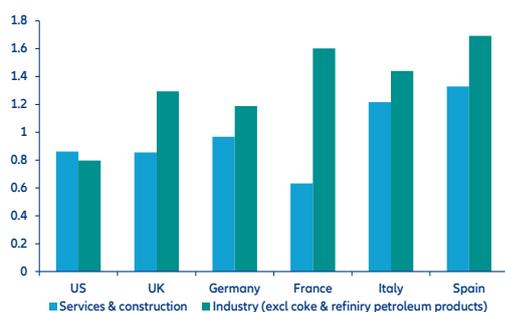
Figura 5: Rapporto tra il prezzo TTF (benchmark Europa) e il prezzo del gas Henry Hub (benchmark USA) (pannello di sinistra);



Fonti: Refintiv, OCSE, Allianz Research

**Ma la quota del consumo di energia nella produzione manifatturiera è generalmente modesta.** Le imprese europee hanno una quota più elevata di consumo di energia rispetto alla loro produzione (cfr. figura 6), ma con circa lo 0,8-1% è ancora modesta. Il consumo di energia è tuttavia molto più elevato rispetto agli Stati Uniti in elettronica, metalli, legno e carta e prodotti chimici.

Figura 6: Quota del consumo di energia nel fatturato pre-crisi (pannello di destra)

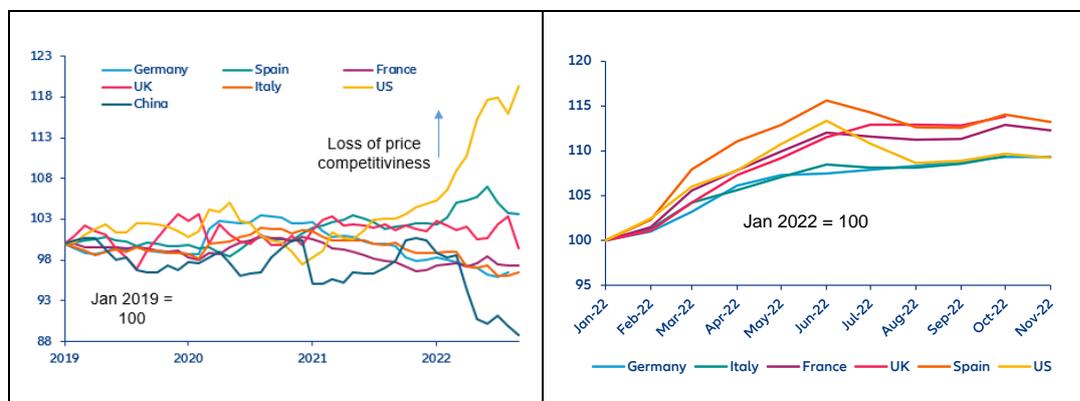


Fonti: Refinitiv, OCSE, Allianz Research

**Il tasso di cambio e il costo del lavoro sono fattori più importanti della competitività dei prezzi.** La competitività relativa dei prezzi – un fattore determinante della produzione manifatturiera e dell'occupazione – è determinata dall'evoluzione del tasso di cambio e dei prezzi alla produzione. I prezzi di produzione sono per lo più determinati dal costo del lavoro, dai margini di profitto e dal consumo di input (compresa l'energia). Per misurare la competitività dei prezzi dell'Europa, guardiamo all'indice di competitività dei prezzi (PCI) della Banca d'Italia, che è simile a un indice del tasso di cambio reale ma più completo nel catturare la competitività relativa dei prezzi. In effetti, tiene conto delle differenze nella competitività dei prezzi tra due paesi all'interno dei rispettivi mercati interni (ad es. Le società tedesche competono con le società statunitensi sia in Germania che negli Stati Uniti), ma anche in mercati terzi (ad es. Aziende tedesche e statunitensi in competizione nel mercato cinese).

Il PCI mostra un marcato deterioramento per gli Stati Uniti (rispetto a tutti i partner) dal 2021 (cfr. figura 7, riquadro di sinistra), dovuto essenzialmente al forte apprezzamento dell'USD rispetto alla maggior parte delle valute. Al contrario, la competitività dei prezzi dei paesi europei è rimasta relativamente piatta e quella della Cina è migliorata notevolmente. I prezzi di produzione sono aumentati allo stesso ritmo negli Stati Uniti, in Germania e in Italia dall'inizio della guerra Ucraina-Russia (cfr. figura 7, riquadro di destra). Ma sono aumentati più rapidamente nel Regno Unito e in Spagna, il che spiega perché il PCI del Regno Unito e della Spagna è migliorato meno di quello della Germania e dell'Italia.

Figura 7: indicatore della competitività dei prezzi (riquadro di sinistra); Indice dei prezzi alla produzione manifatturiera (pannello di destra)



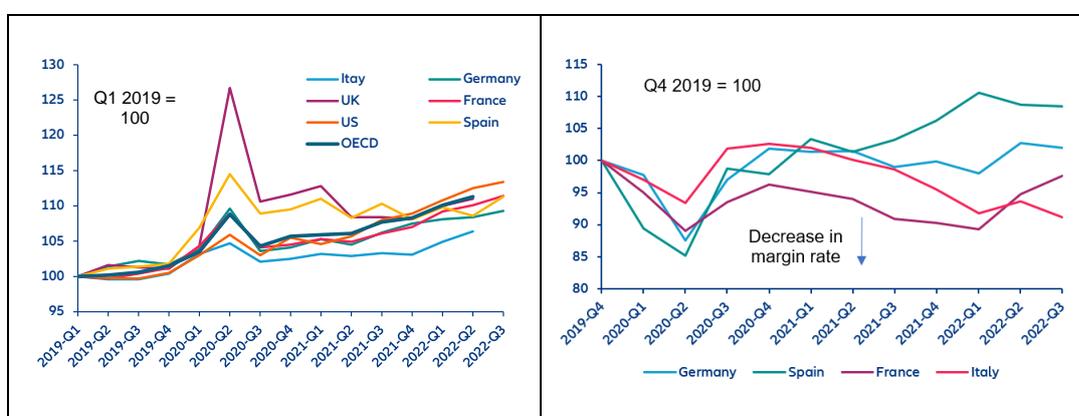
Fonti: Refinitiv, Banca d'Italia, Allianz Research

I prezzi alla produzione europei non sono aumentati più che negli Stati Uniti – o non sono aumentati sostanzialmente di più – perché i costi unitari del lavoro, i principali fattori

determinanti dei prezzi di produzione, sono aumentati meno che negli Stati Uniti (cfr. figura 8, riquadro di sinistra). Dal 2019 sono aumentati di più negli Stati Uniti (+13%) e di meno in Italia (solo +6%). L'aumento del costo unitario del lavoro in altri paesi europei non è tuttavia molto indietro rispetto agli Stati Uniti (ad es. +11% in Francia e Spagna). Allo stesso tempo, il tasso di margine nel settore manifatturiero (che rappresentiamo osservando il rapporto tra il prezzo del valore aggiunto e il costo unitario del lavoro) è migliorato nei paesi europei dopo la guerra, esclusa l'Italia (vedi Figura 8, pannello di destra).

**Le nostre stime confermano che il divario di prezzo dell'energia che si è aperto tra Stati Uniti ed Europa avrebbe effetti modesti** (vedere Box 1). La disponibilità di approvvigionamento energetico è certamente un fattore più importante per stimolare la competitività .

Figura 8: Costo totale del lavoro unitario dell'economia (pannello di sinistra); Proxy del tasso di margine del settore manifatturiero, indicizzato (pannello di destra )



Fonti: Refinitiv, Eurostat, Allianz Research

### Riquadro 1: Lo shock dei prezzi dell'energia, un colpo modesto alla competitività europea

**A titolo illustrativo, analizziamo l'impatto dello shock energetico, a regime, sulla produzione manifatturiera europea e sull'occupazione a livello settoriale.** Le nostre stime non mirano a formulare previsioni, anche perché consideriamo lo shock di competitività indotto dall'energia solo rispetto agli Stati Uniti. Probabilmente si tratta di una valutazione molto semplificata. Da un lato, altri poli manifatturieri oltre agli Stati Uniti hanno costruito un vantaggio di competitività energetica nei confronti dell'Europa - soprattutto la Cina. Sottovaluteremmo quindi l'intera perdita di competitività dell'Europa. D'altro canto, non teniamo conto della variazione della competitività energetica relativa all'interno dell'Europa, dove i prezzi dell'energia variano in modo sostanziale, come abbiamo dimostrato. Inoltre, astraiamo dalle potenziali oscillazioni del tasso di cambio nominale, che complicherebbero ulteriormente l'analisi, e dai potenziali risparmi di consumo energetico. Ciononostante, riteniamo che le nostre stime possano gettare un po' di luce sul potenziale impatto della crisi energetica sul settore manifatturiero europeo, se mantenuto nel tempo..

Per ogni Paese europeo (Regno Unito, Germania, Francia, Italia, Spagna) eseguiamo stime trimestrali (campione dal 1992 al 2022) della produzione manifatturiera e dell'occupazione, per settore, sulla base del PCI della Banca d'Italia - la nostra misura della competitività del prezzo dell'energia. Aggiungiamo un paio di variabili di controllo (il tasso di disoccupazione nazionale come misura dello slack interno, e il PIL mondiale come misura della domanda mondiale).

Sconvoliamo il PCI con le nostre previsioni di aumento del divario dei prezzi dell'energia industriale tra gli Stati Uniti e ciascun Paese europeo tra il 2021 e il 2023, ponderato per la quota di consumo energetico nella produzione. Si ipotizza un aumento dei prezzi dell'energia industriale di circa +75% in Germania, +90-100% nel Regno Unito e in Francia e +170-180% in Spagna e Italia. Negli Stati Uniti, ipotizziamo un aumento del +40%.

La Tabella 1 mostra i nostri risultati. Per alcuni settori, in alcuni Paesi, la stima econometrica non ha prodotto risultati statisticamente significativi: in questo caso assegniamo un "N/A". Nella maggior parte dei casi, l'impatto sulla produzione e sull'occupazione è risultato modesto, ad eccezione della Spagna e, in misura minore, dell'Italia.

**Tabella 1: Effetto potenziale sulla produzione e sull'occupazione dello shock di competitività energetica dell'Europa rispetto agli Stati Uniti, variazione percentuale rispetto allo scenario di base pre-crisi**

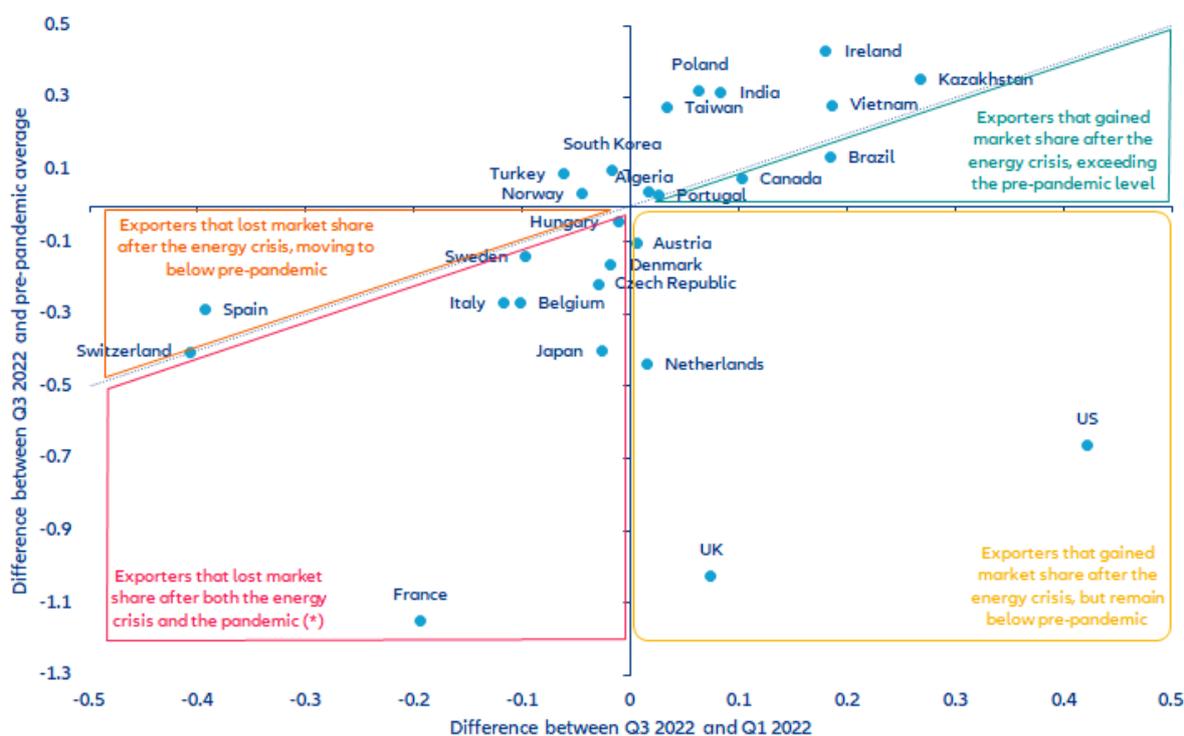
		Food	Textile	Paper, wood	Chemicals	Pharma	Rubber, plastic	Other metals	Electronics	Electrical	Machinery & eqp	Transportation eqp	Other manufacturing
<b>France</b>	Production	-0.1	-0.5	N/A	-1.4	N/A	-0.1	-0.4	-0.1	-0.2	N/A	N/A	N/A
	Employment	-0.2	-0.3	-0.3	-0.7	-0.4	-0.1	-0.9	-0.4	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3
<b>Germany</b>	Production	-0.1	N/A	-0.2	N/A	N/A	N/A	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	N/A	N/A
	Employment	-0.2	N/A	-0.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.2	N/A	-0.1	N/A
<b>Italy</b>	Production	-0.1	-2.2	-1.0	0.0	-0.3	-0.7	-1.0	-2.0	-0.3	-1.0	N/A	-0.2
	Employment	-0.3	-0.3	N/A	-0.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.1	N/A
<b>Spain</b>	Production	-0.1	-2.7	-0.2	-0.8	-0.2	-1.1	-0.7	-0.8	-0.3	-2.1	-0.6	-0.5
	Employment	-0.5	-1.3	-1.9	-2.5	-0.5	-2.8	-6.9	-1.3	-1.2	-4.5	-0.9	-1.7
<b>UK</b>	Production	N/A	N/A	-0.2	-0.7	-0.4	N/A	N/A	-0.2	N/A	N/A	N/A	-0.2
	Employment	N/A	-0.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.2	-0.3	-0.2	N/A	N/A

Fonti: Refinitiv, Allianz Research

### La crisi energetica non ha provocato un dirottamento degli scambi di beni manifatturieri dall'Europa agli Stati Uniti.

**Gli Stati Uniti hanno guadagnato quote di mercato in Europa, in parte grazie alle spedizioni nel settore energetico.** Osservando la distribuzione delle importazioni dell'UE-15, scopriamo che gli Stati Uniti e il Qatar sono tra i pochissimi esportatori che sono riusciti ad aumentare visibilmente le loro quote di mercato nel corso del 2022, superando così i livelli pre-pandemici. La quota di mercato complessiva degli Stati Uniti è salita al 6,8% nel terzo trimestre del 2022, rispetto alla media del primo trimestre e a quella pre-pandemia del 6,4%. Al contrario, gli esportatori che hanno visto la loro quota di mercato scendere al di sotto del livello del 1° trimestre e della media pre-pandemia sono la Germania (-1pp nel 3° trimestre rispetto al 1°), la Spagna (-0,4pp), l'Italia (-0,3pp) e la Francia (-0,2pp). Se si escludono le spedizioni di beni energetici, la maggior parte dei principali esportatori europei rimane tra quelli che perdono quote di mercato, ma gli Stati Uniti non migliorano in modo così significativo e rimangono nettamente al di sotto del livello pre-pandemico (cfr. Figura 9). Alcuni esportatori europei sono riusciti ad aumentare le loro quote di mercato nel 2022 superando ulteriormente il livello pre-pandemico (ad esempio Irlanda e Polonia), insieme ad alcuni esportatori asiatici (ad esempio Cina, Vietnam, India e Taiwan). Non si tratta quindi semplicemente di una perdita di competitività dell'industria manifatturiera europea nei confronti degli Stati Uniti.

Grafico 9 - Variazione delle quote di mercato, esclusa l'energia, primi 30 esportatori verso l'UE15 (pp)



(\*) Anche la Germania fa parte di questo gruppo, con una quota di mercato nel Q3 2022 in calo di -0,6pp rispetto al Q1 e -1,7pp rispetto alla media pre-pandemia. Fonti: ITC, Allianz Research

**Gli esportatori che perdono visibilmente quote di mercato nelle importazioni dell'UE15 si trovano quasi esclusivamente in Europa (nel settore agroalimentare, dei macchinari e delle apparecchiature elettriche, dei metalli e dei trasporti), ma non a vantaggio degli Stati Uniti.** La ripartizione dettagliata per prodotti (in oltre 1200 categorie, secondo la classificazione HS4) mostra che l'origine delle importazioni dell'UE15 è leggermente cambiata per beni selezionati nei settori agroalimentare, metallurgico, macchinari e apparecchiature elettriche e dei trasporti. Indaghiamo ulteriormente su questi beni per scoprire quali esportatori stanno guadagnando e perdendo quote di mercato. In particolare, gli esportatori che hanno visto cambiamenti visibili fino al 2022, finendo al di sopra o al di sotto della media pre-pandemia, sono elencati nella tabella 2. Nel settore agroalimentare, sembra esserci soprattutto una redistribuzione della provenienza delle importazioni all'interno dell'Europa, con anche il Perù che ne ha guadagnato. Negli altri tre settori considerati, gli esportatori che perdono quote di mercato si trovano quasi tutti in Europa, a vantaggio di una variegata lista di esportatori in Asia, Medio Oriente e Africa (e alcuni in Europa) – ma gli Stati Uniti non vi figurano.

Tabella 2: Guadagni e perdite in quote di mercato per settore

	Guadagnare quote di mercato e superare la media pre-pandemia (al 3° trimestre)	Perdita di quote di mercato nel 2022 e al di sotto della media pre-pandemia (al 3° trimestre)
<b>Agroalimentare</b>	Paesi Bassi (+3.1pp nel Q3 2022 vs. Q1) Perù (+0.8pp) Polonia (+0.7pp) Francia (+0.2pp)	Spagna (-6.8pp)
<b>Macchinari e materiale elettrico</b>	Taiwan (+0.4pp) Israele (+0.1pp) Thailandia (+0.1pp)	Paesi Bassi (-0.3pp) Repubblica Ceca (-0.3pp) Vietnam (-0.2pp)

<b>Metalli</b>	Sudafrica (+0.5pp) Islanda (+0.4pp)	Belgio (-2.3pp) Danimarca (-0.1pp)
<b>Trasporti</b>	Polonia (+0.5pp) Cina (+0.2pp)	Germania (-0.7pp) Regno Unito (-0.7pp)

*Nota: Merci selezionate in ogni settore. Agroalimentare: ortaggi e frutta, frumento, olio d'oliva, vino  
Macchine ed elettrotecnica: turbine a gas, macchine da stampa, macchine automatiche per l'elaborazione dei dati, macchine per la fabbricazione di semiconduttori, apparecchi telefonici, circuiti integrati elettronici  
Metalli: platino, rottami di metalli preziosi, alcuni tipi di ferro, acciaio e alluminio  
Trasporti: trattori, autoveicoli (per il trasporto di persone o di merci) e parti, velivoli a motore*

Fonti: ITC, Allianz Research

## Lo shock del divario energetico peserà sulla redditività e sugli investimenti delle imprese europee

Cosa significa la crisi energetica in Europa per la redditività delle imprese? Eseguiamo una stima del panel sui dati a livello aziendale per scoprirlo. Poiché non abbiamo riscontrato la significatività statistica dei prezzi dell'energia, abbiamo attribuito lo shock energetico al divario energetico, ossia alla differenza tra l'offerta e la domanda aggregata mondiale di energia (cfr. riquadro seguente).

### Riquadro 2: Valutazione dell'impatto degli shock energetici sulla redditività delle imprese europee

Utilizzando i dati finanziari annuali dello Stoxx 600 (ovvero le 600 maggiori società europee quotate) dal 2009 al 2021, stimiamo una regressione del panel per analizzare in che modo una serie di fattori influisce sulla redditività, misurata dal rendimento delle attività (ROA). Vale a dire, includiamo il divario globale di offerta di petrolio, le attività totali, il costo del lavoro, i tassi di interesse a lungo termine, il tasso di cambio EURUSD e l'indice di attività economica reale globale (IGREA) fornito dalla Fed di Dallas. Non includiamo i prezzi del petrolio/gas naturale in quanto l'aumento dei prezzi del petrolio non indica necessariamente tensioni tra l'offerta, ma può anche riflettere un forte slancio economico.

$$ROA_t = \beta_1 \Delta \log(\text{oil supply gap}) + \beta_2 \Delta \log(\text{assets}) + \beta_3 \text{labor} + \beta_4 \Delta \log(\text{EURUSD}) + \beta_5 \Delta \log(\text{long term interest rate}) + \beta_6 \text{IGREA} + \alpha_i + \epsilon_{it}$$

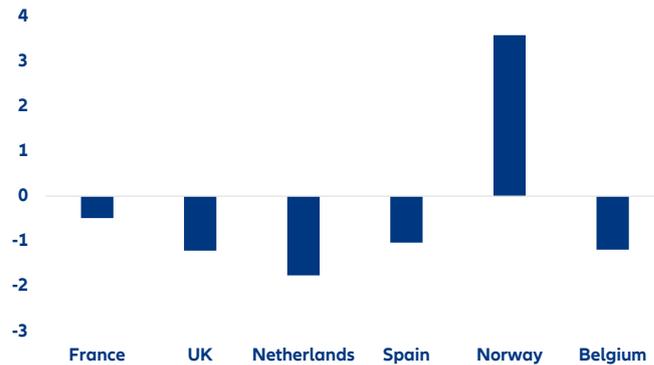
Eseguiamo regressioni sull'intero campione e a livello di settore. Le nostre stime dell'impatto sulla redditività presuppongono che un gap di approvvigionamento di gas naturale sia paragonabile a un gap di approvvigionamento di petrolio poiché non ci sono episodi precedenti di un gap di approvvigionamento di gas naturale su cui basare un'analisi.

**Secondo la nostra analisi, se il nostro scenario di un gap energetico di 2 punti percentuali (stimato per il 2022 e il 2023) rimane persistente per il prossimo futuro, ciò implicherebbe una perdita di -1,3 punti percentuali di redditività per le grandi società europee** (vedere Figura 10). Dal punto di vista settoriale, le imprese industriali potrebbero perdere fino a -1,7 punti percentuali. Dal punto di vista del paese, le società francesi potrebbero vedere il loro rendimento delle attività (ROA) ridotto di -1pp, la redditività delle imprese britanniche subirebbe un colpo di -2,4 punti percentuali mentre quelle olandesi perderebbero -3,4 punti percentuali di redditività. Le nostre stime non suggeriscono alcun impatto significativo sulla redditività delle grandi imprese tedesche e italiane. Ciò deriva probabilmente dall'intensità energetica relativamente inferiore delle grandi imprese rispetto alle imprese più piccole..

Poiché vi sono crescenti pressioni salariali in Europa, esaminiamo anche in che modo i costi del lavoro influiscono sulla redditività. Riteniamo che, nel complesso, un aumento dei salari del +1% si traduca in una diminuzione del ROA di circa 30 punti base per le società europee. All'interno

della regione, la Norvegia sembra essere più sensibile al costo del lavoro, con un'elasticità superiore a 1 (cioè quando i salari aumentano del +1%, il ROA diminuisce di oltre 1pp). Il secondo paese più sensibile all'aumento del costo del lavoro è la Germania, dove un aumento del +1% porta a una diminuzione di -0,8 punti percentuali della redditività. Dal punto di vista settoriale, non sorprende che quelli legati ai servizi abbiano la più alta elasticità (vicino a 1) mentre è più vicina a -0,4 nei settori industriali.

Figura 10: Elasticità del ROA delle imprese al divario tra approvvigionamento energetico



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**La minore redditività aziendale in prospettiva oscura le prospettive di investimento delle imprese in Europa.** Il tasso di investimento delle società non finanziarie (in percentuale del valore aggiunto lordo) non ha finora mostrato alcun cedimento nei Paesi dell'Eurozona, anzi (cfr. Figura 11). Il tasso di investimento italiano, in particolare, ha registrato una forte ripresa dopo la pandemia. Al contrario, il tasso di investimento del Regno Unito ha registrato una chiara tendenza al ribasso dal 2018.

Grafico 11: Tasso di investimento lordo delle società non finanziarie (% del valore aggiunto lordo)

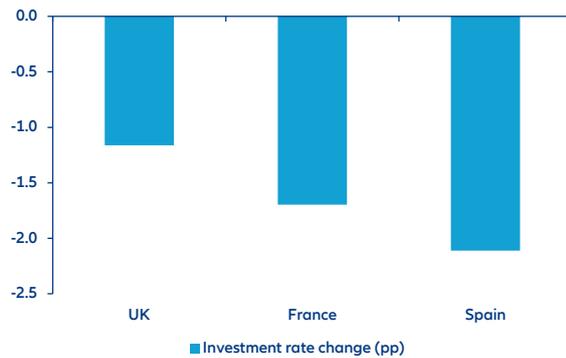


Fonti: Eurostat, Allianz Research

Valutiamo l'impatto 2023-24 della nostra perdita di redditività aziendale precedentemente stimata sul tasso di investimento delle società francesi, spagnole e britanniche eseguendo una stima del panel, per paese. Gestiamo il tasso di investimento (incorporando tutti i settori dell'economia) sulla redditività aziendale, controllando le variazioni del fatturato. La nostra stima va dalla fine degli anni 2000 al 2020, utilizzando dati annuali.

**Riteniamo che lo shock per la redditività delle imprese si tradurrà in un calo di -1,2 punti percentuali del tasso di investimento nel Regno Unito, -1,7 punti percentuali in Francia e -2,1 punti percentuali in Spagna.** In termini valutari, ciò equivarrebbe a una perdita annua di investimenti vicina a 40 miliardi di euro in Francia, 25 miliardi di euro in Spagna e 25 miliardi di sterline nel Regno Unito (cfr. grafico 12).

Figura 12: Perdite di investimenti causate dallo shock energetico



Fonti: Eurostat, Allianz Research

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