

# Prospettive dell'edilizia globale: crepe di liquidità

14 Novembre 2023

Ano Kuhanathan, Jasmin Groeschl, Maxime Lemerle

## Executive Summary

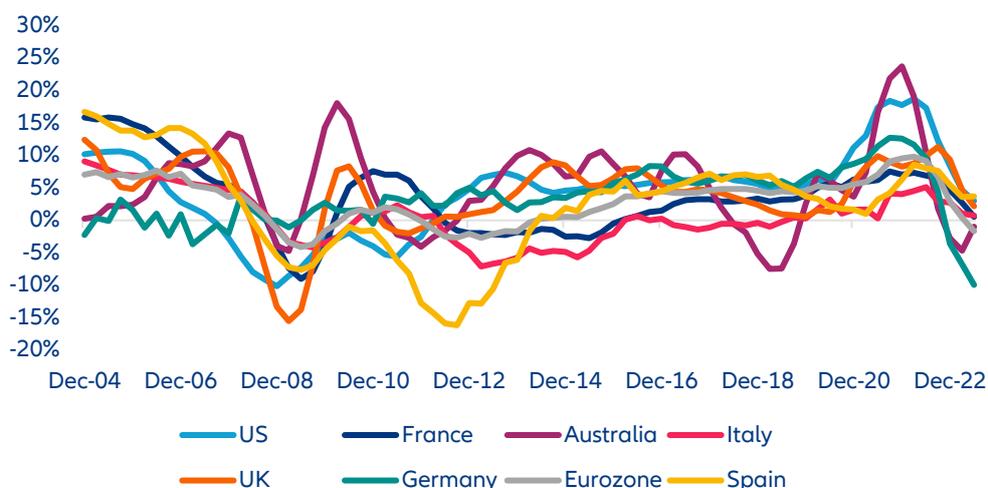
- **L'edilizia residenziale arranca ma è ancora in piedi.** Con l'aumento dei tassi di interesse che fanno lievitare i costi dei mutui, i prezzi delle case sono diminuiti in modo significativo in Germania (quasi -10% nel 2° trimestre 2023) e sono rallentati nella maggior parte degli altri Paesi europei e negli Stati Uniti. Anche le licenze edilizie residenziali sono in modesto calo nella maggior parte dei Paesi da oltre un anno. In Europa, le indagini sul credito suggeriscono un calo della produzione edilizia simile a quello del 2008, ma i dati delle indagini hanno già toccato il fondo e l'attività di ristrutturazione rimane sostenuta. Negli Stati Uniti, la costruzione di nuove case sta resistendo, grazie a un'offerta limitata di case esistenti. In prospettiva, il settore dovrebbe ricevere una spinta dal secondo trimestre del 2024, quando i tassi di interesse inizieranno a diminuire e il contesto macroeconomico migliorerà.
- **Nel frattempo, l'edilizia non residenziale sta raggiungendo il livello massimo negli Stati Uniti, mentre l'Europa è in ritardo.** L'Inflation Reduction Act (IRA) e il CHIPS Act hanno determinato un aumento significativo della spesa per l'edilizia non residenziale negli Stati Uniti. L'edilizia manifatturiera, in particolare, ha registrato una crescita molto rapida negli ultimi due anni, con un aumento della spesa del +62% a/a nel settembre 2023, guidata dalla produzione di computer, elettronica e materiali elettrici, che è quasi quadruplicata dall'inizio del 2022. In Europa, invece, la crescita non residenziale è stata lenta. Anche la crescita delle infrastrutture negli Stati Uniti sta superando quella dell'Europa e questo divario probabilmente continuerà nel 2024, dato che ci aspettiamo una crescita più forte negli Stati Uniti rispetto all'Europa.
- **Il calo dei prezzi dei fattori produttivi è in qualche modo compensato dalle pressioni salariali, ma la redditività rimane solida.** I prezzi del cemento, dei prodotti per il calcestruzzo e di altri prodotti analoghi sono diminuiti. Tuttavia, i prezzi sono ancora orientati al rialzo: Ad esempio, i prezzi del cemento continuano a crescere di oltre il +17% annuo nell'Eurozona. Anche i salari sono in crescita, poiché il settore è alle prese con la carenza di manodopera in un contesto ancora inflazionistico. Gli ultimi dati indicano una crescita dei salari dei lavoratori edili superiore al +4% in tutte le regioni. Ciononostante, i prezzi alla produzione stanno aumentando più rapidamente dei prezzi degli input, sia negli Stati Uniti che in Europa, sostenendo la redditività delle imprese. In prospettiva, le prospettive sia per i prezzi alla produzione che per i prezzi degli input sono al ribasso, il che dovrebbe preservare i margini. Tuttavia, l'onere dei tassi d'interesse rimarrà probabilmente un problema, soprattutto in Canada, Svezia, Norvegia e Stati Uniti, dove il tasso di indebitamento netto è superiore al 75%.
- **La liquidità rimane un problema per i piccoli operatori, mentre aumentano le insolvenze nel settore.** Il settore delle costruzioni è composto principalmente da PMI che devono affrontare un ciclo di conversione della liquidità più lungo. Queste imprese sono state piuttosto esposte

all'aumento dei costi dei fattori produttivi e ai problemi di finanziamento, in un contesto di aumento dei tassi di interesse e di inasprimento delle condizioni finanziarie. Dovendo affrontare problemi di liquidità, un numero crescente di imprese di costruzione in Europa occidentale sta diventando insolvente, contribuendo a più del 20% del conteggio nazionale delle insolvenze se si combinano i casi di pura costruzione e di attività immobiliari in Germania, Francia, Regno Unito e Italia.

## Residenziale: inciampando ma ancora in piedi

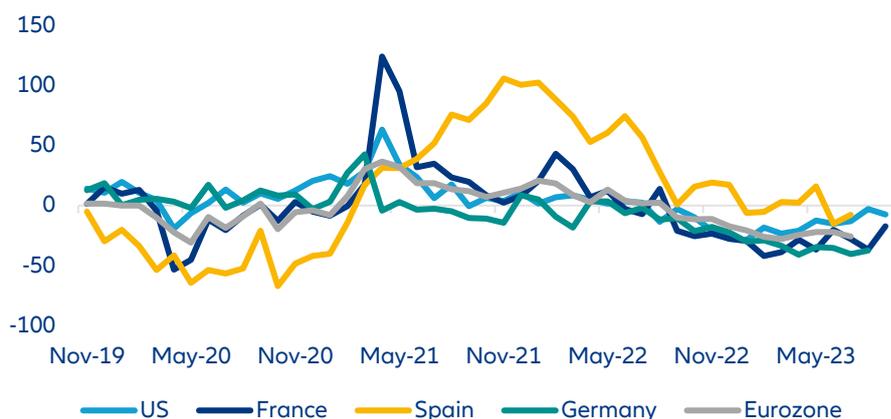
Con l'aumento dei tassi di interesse che fanno lievitare i costi dei mutui, i prezzi delle case si sono consolidati e le licenze edilizie sono diminuite nella maggior parte delle principali economie. Dal terzo trimestre del 2022, il mercato immobiliare globale ha subito un significativo rallentamento (Figura 1), con un calo dei prezzi delle case fino al -10% in Germania nel secondo trimestre del 2023 (rispetto al -2% dell'intera Eurozona). Negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Francia e in Italia i prezzi delle case continuano a crescere, ma a un ritmo più lento. In questo contesto, anche i nuovi permessi di costruzione di edifici residenziali hanno registrato un forte calo (Figura 2), in particolare in Germania (-38% a/a ad agosto 2023), mentre resistono ancora in Spagna e negli Stati Uniti (-8% e -7%, rispettivamente).

Figura 1: Prezzi delle case (a/a%)



Fonti: Refinitiv, OECD, Allianz Research

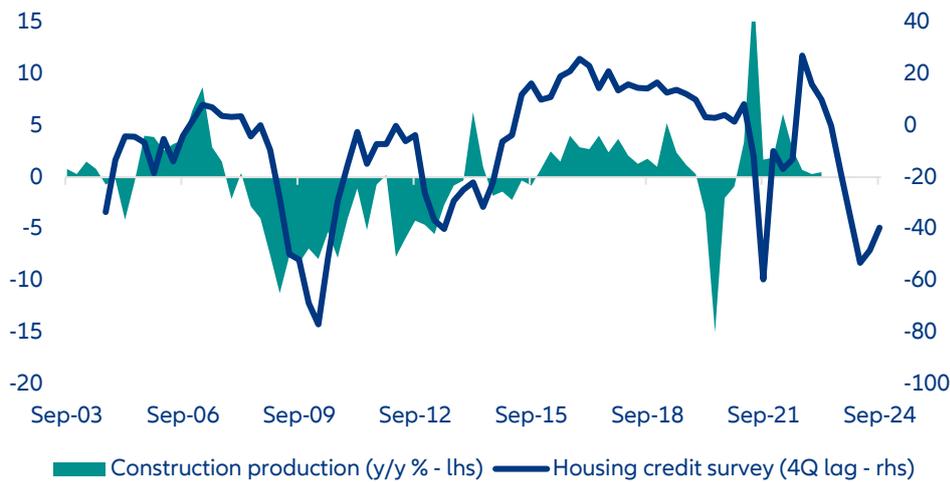
Figura 2: Permessi di costruzione di edifici residenziali (a/a%)



Fonti: Refinitiv, ECB, Allianz Research

**Nell'Eurozona, l'edilizia residenziale dovrebbe iniziare a rallentare a causa delle scarse prospettive di credito.** Sebbene i permessi di costruzione possano essere considerati un indicatore anticipatore, l'indagine sul credito tende ad anticipare meglio l'effettiva produzione edilizia dell'Eurozona. Se il passato è un indicatore rilevante di ciò che ci aspetta, i dati più recenti sembrano indicare un rallentamento paragonabile a quello registrato nel 2008-2009 (Figura 3): Nell'agosto 2023, l'indagine sul credito edilizio ha registrato un valore di -53; nel settembre 2008, il valore era di -52 e 12 mesi dopo la produzione edilizia è scesa del -8%. Tuttavia, questa volta non ci aspettiamo un calo così pronunciato come quello del 2020.

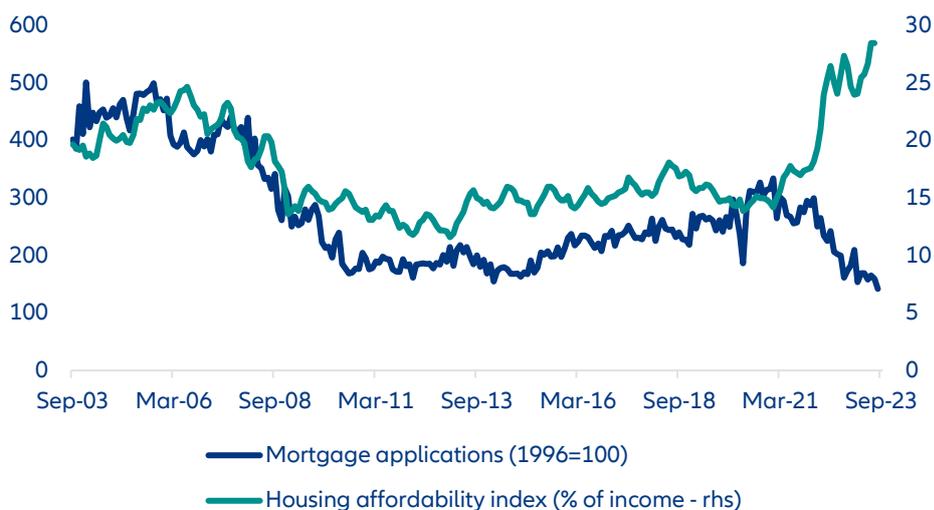
Figura 3: Sondaggio su costruzioni e credito nell'Eurozona



Fonti: Refinitiv, ECB, Allianz Research

**L'aumento dei tassi d'interesse colpisce anche negli Stati Uniti.** I tassi di interesse si attestano attualmente vicino all'8% per i mutui trentennali, facendo impennare i rimborsi mensili e riducendo di fatto il potere d'acquisto dei potenziali acquirenti di case. Ciò ha dissuasato molti dall'entrare nel mercato immobiliare, provocando una flessione delle richieste di mutui (Figura 4).

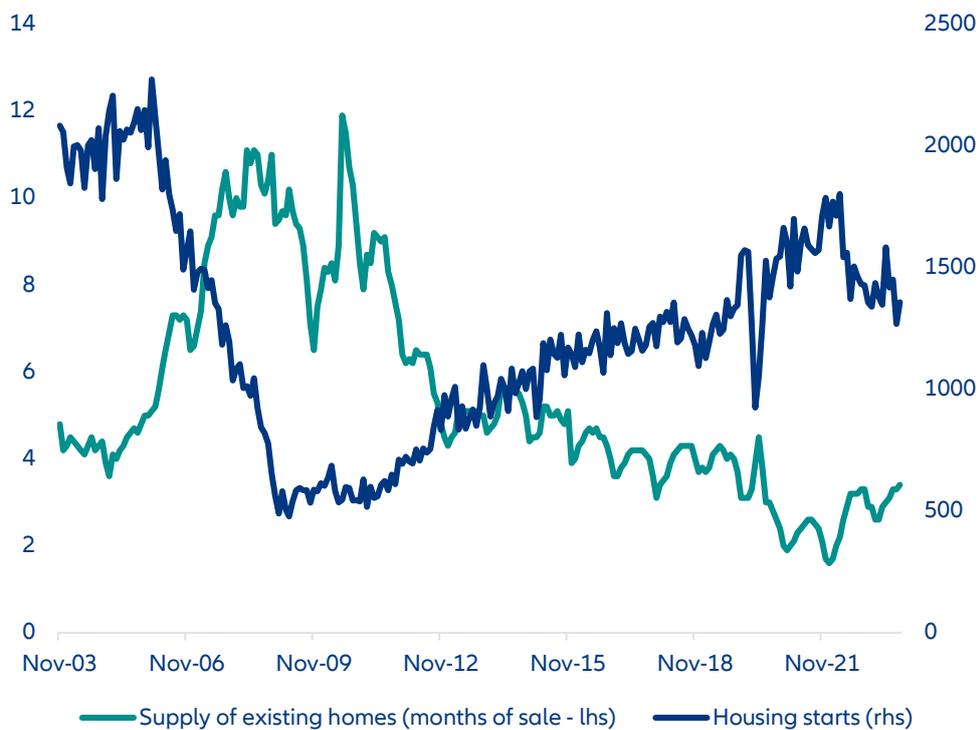
Figura 4: Richieste di mutui e accessibilità economica negli USA



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Ma l'offerta limitata di case esistenti è ancora un volano per l'edilizia.** Gli effetti a catena dell'aumento dei tassi stanno avendo anche effetti più sorprendenti: i proprietari di case esistenti sono reticenti a rifinanziare a tassi più alti e/o a vendere le loro case, poiché hanno bloccato i tassi molto bassi e gli attuali prezzi degli immobili non incentivano le vendite. Di conseguenza, l'offerta di case esistenti sul mercato sta diminuendo. Allo stesso tempo, c'è ancora domanda di case, anche se alcuni nuovi acquirenti sono in attesa di condizioni ipotecarie più favorevoli. Di conseguenza, gli avviamenti di abitazioni stanno diminuendo, ma rimangono comunque a livelli elevati (Figura 5).

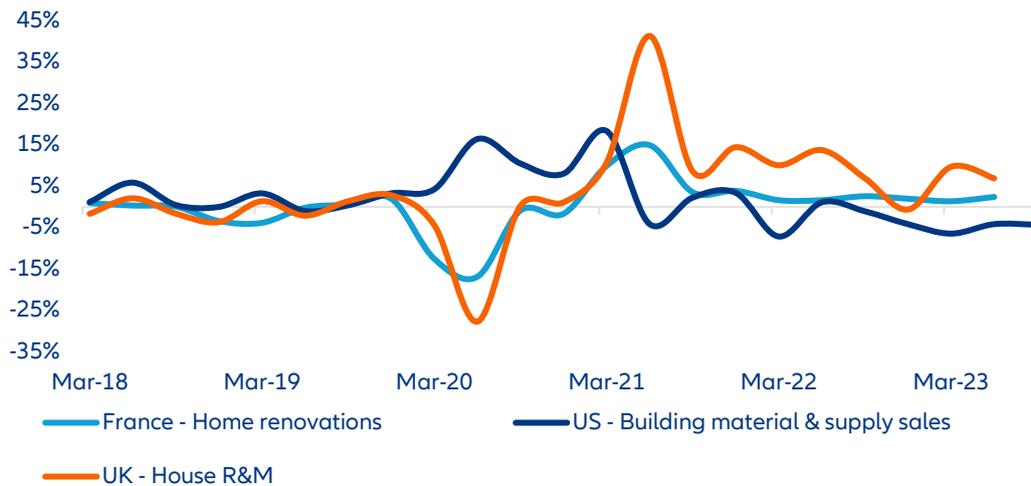
Figura 5: Offerta di case esistenti e inizio dell'edilizia abitativa negli Stati Uniti



Fonti: Refinitiv, IMF, Allianz Research

**L'attività di ristrutturazione è più resistente in Europa.** L'entusiasmo per le ristrutturazioni e i rinnovi, retaggio delle chiusure di Covid-19, sta scemando nell'attuale contesto. L'impennata dei costi dei materiali, determinata dalle interruzioni della catena di approvvigionamento e dalle pressioni inflazionistiche, non ha risparmiato il settore delle costruzioni. Negli Stati Uniti, il costo del legname ha subito notevoli fluttuazioni, mentre i prezzi di metalli, vernici e altri materiali essenziali sono aumentati costantemente. Il consolidamento dei prezzi delle case e l'aumento dei tassi d'interesse hanno inoltre ridotto l'attrattiva di opzioni di finanziamento come i mutui per l'acquisto di abitazioni e le linee di credito, che erano metodi popolari per finanziare le migliorie domestiche. A questi venti contrari si aggiunge un'atmosfera generale di incertezza sul mercato immobiliare, con i consumatori che danno la priorità al risparmio piuttosto che alla spesa per le migliorie della casa. Al contrario, il segmento europeo delle ristrutturazioni è rimasto piuttosto resistente (Figura 6). Questo è molto probabilmente il risultato della crisi energetica, che in Europa è stata molto più acuta che negli Stati Uniti, e che ha spinto ad aumentare gli sforzi per rendere le case più efficienti dal punto di vista energetico. Anche le politiche climatiche stanno giocando un ruolo importante: La Francia, ad esempio, richiede ai proprietari di case con affitti a bassa efficienza di migliorarli, anche se questo regolamento può essere ritardato..

Figura 6: Indicatori di ristrutturazione (a/a%)



Fonti: Refinitiv, CERC, Allianz Research

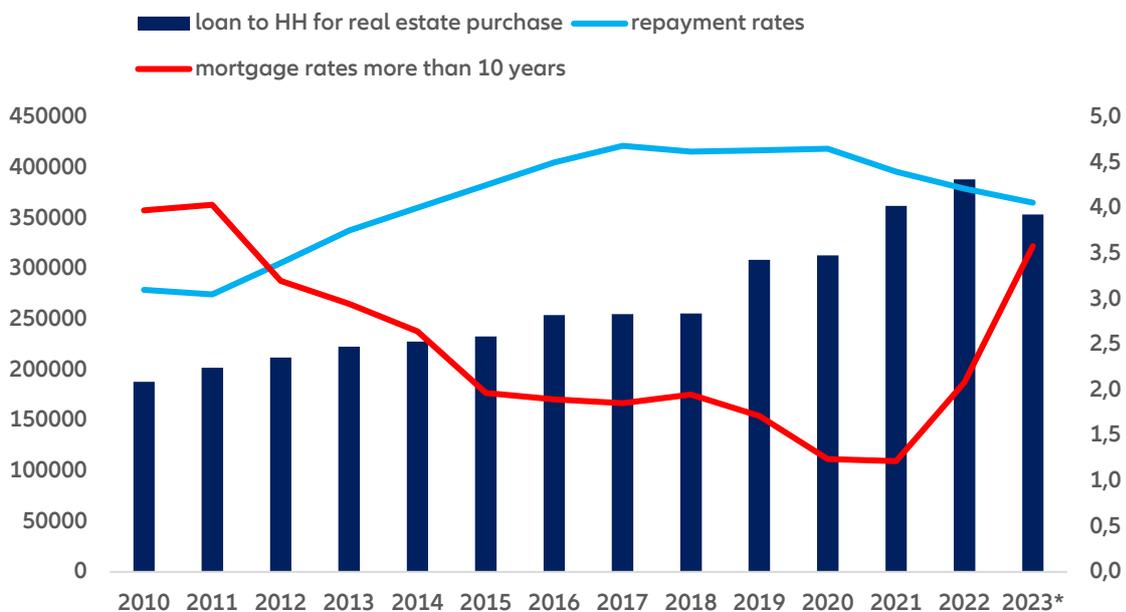
**Nonostante le sfide economiche, ci aspettiamo che il segmento residenziale rimanga resistente nei prossimi trimestri.** Anche se la domanda sta rallentando, la tensione dell'offerta nella maggior parte dei mercati manterrà il settore resistente. Inoltre, il fatto che la maggior parte delle economie abbia evitato la recessione e che la disoccupazione sia rimasta contenuta dovrebbe sostenere il settore ciclico. Soprattutto, ci aspettiamo che i tassi di interesse diminuiscano nella seconda metà del 2024. Per ora, i prezzi delle case non sono diminuiti abbastanza da compensare la perdita di potere d'acquisto dei potenziali acquirenti: al secondo trimestre del 2023, i prezzi delle case dovevano ancora diminuire di circa il 16% in Francia, il 17% in Italia e un altro -5% in Germania, che sembra essere il mercato più vicino a toccare il fondo. Tuttavia, per la maggior parte dei mercati, un colpo di coda dovrebbe arrivare dalla riduzione dei tassi di interesse nella seconda metà del 2024.

### **Riquadro 1: Il settore dell'edilizia residenziale tedesca è in ripresa, ma i prezzi degli immobili e i tassi di interesse pesano sulle decisioni di acquisto**

**Il settore edilizio tedesco è ai minimi termini, mentre gli inquilini faticano a far fronte all'impennata dei costi degli alloggi.** La stretta finanziaria riduce la richiesta di prestiti e i prezzi elevati delle costruzioni hanno portato a un calo dei progetti edilizi. I permessi di costruzione sono diminuiti del -38% e i costi di costruzione in costante aumento hanno ulteriormente indebolito il settore edile tedesco. Nei primi otto mesi del 2023, il fatturato reale dell'industria delle costruzioni è diminuito del -4,0% in termini reali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, mentre è aumentato del +5,4% in termini nominali a causa dell'aumento dei prezzi delle costruzioni. La pressione sul settore delle costruzioni non aiuta la Germania a far fronte alla carenza di offerta: Nel 2023, al mercato mancheranno 700.000 appartamenti. Con l'aumento dei tassi di interesse, la costruzione di abitazioni è diventata ancora più costosa, mentre l'aumento dell'inflazione ha messo sotto pressione lo stock di abitazioni esistenti. Gli affitti sono saliti a livelli record in tutta la Germania e cresce la preoccupazione per l'incombente carenza di alloggi, soprattutto di quelli più economici..

**Ma i prezzi degli immobili sono calati drasticamente.** Dopo un calo record del -9,9% a/a nel 2° trimestre 2023, i prezzi degli immobili tedeschi sembrano essersi stabilizzati, ma sono ai minimi storici. Un leggero aumento nei dati di settembre indica che il mercato potrebbe essere arrivato al punto di svolta. Sebbene l'accensione dei mutui da parte delle famiglie tedesche per l'acquisto di immobili sia aumentata tra il 2010 e il 2022, i tassi di rimborso sono rallentati dal 2020 e i tassi medi dei mutui nelle varie città sono aumentati bruscamente con l'inasprimento monetario (grafico 7).

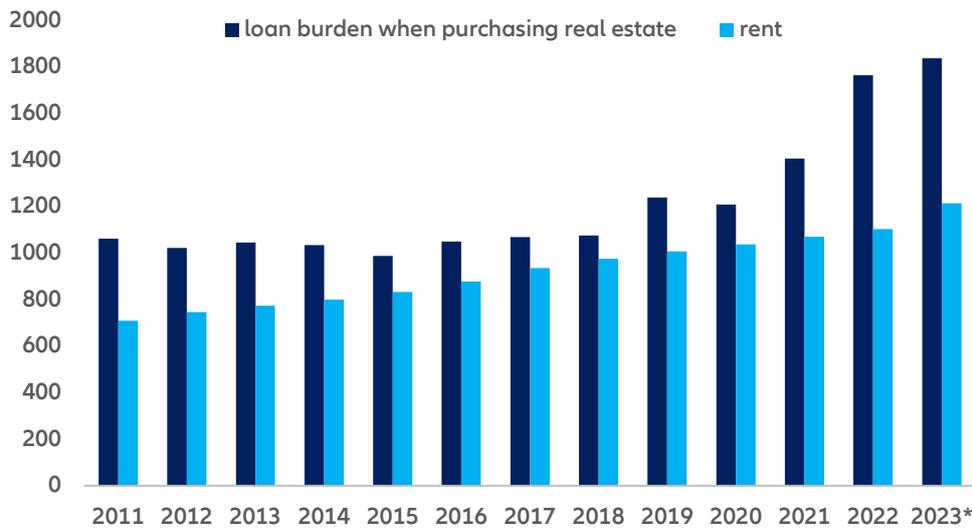
Figura 7: Prestiti medi per immobili, tassi di rimborso e tassi ipotecari delle famiglie in Germania, 2010-2023 in EUR e in %



Fonti: Interhyp, Refinitiv Datastream, Allianz Research Nota: il 2023\* è una previsione che ipotizza un calo dei prezzi degli immobili del -9,9%, che si ripercuote sull'accensione.

**Normalizzare la situazione affitto-acquisto non è facile.** Calcoliamo l'onere medio mensile del prestito di una famiglia privata per l'acquisto di un immobile rispetto agli affitti medi mensili delle famiglie private in Germania tra il 2011 e il 2023 (Figura 8). Scopriamo che l'acquisto di immobili è in media ancora molto più costoso dell'affitto in Germania. Anche se gli affitti dovessero aumentare fino al massimo legale del 20% sulla base dei livelli del 2023, la differenza tra l'onere medio mensile del mutuo e l'affitto medio mensile ammonterebbe ancora a 381 euro. La situazione potrebbe ribaltarsi se allo stesso tempo i prezzi delle case scendessero del -20% rispetto al 2022 - quindi di un altro -10% rispetto ai livelli attuali - o se invece i tassi dei mutui scendessero all'1,78% in aggiunta all'aumento degli affitti.

Figura 8: Onere medio mensile del mutuo rispetto all'affitto delle famiglie in Germania, 2011-2023 in EUR



Fonti: Destatis, Europace, Interhyp, Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: il 2023\* è una previsione che ipotizza un calo dei prezzi degli immobili del -9,9%, che si ripercuote sull'accensione media dei mutui. Gli affitti sono calcolati in base alla dimensione media dell'appartamento tedesco per il prezzo al metro quadro. L'onere mensile medio del mutuo è calcolato considerando la dimensione media del mutuo, una durata di 25 anni e i tassi ipotecari medi per i mutui di durata superiore a 10 anni per calcolare il tasso composto più il tasso di rimborso mensile.

## Non residenziale: Gli Stati Uniti puntano al cielo

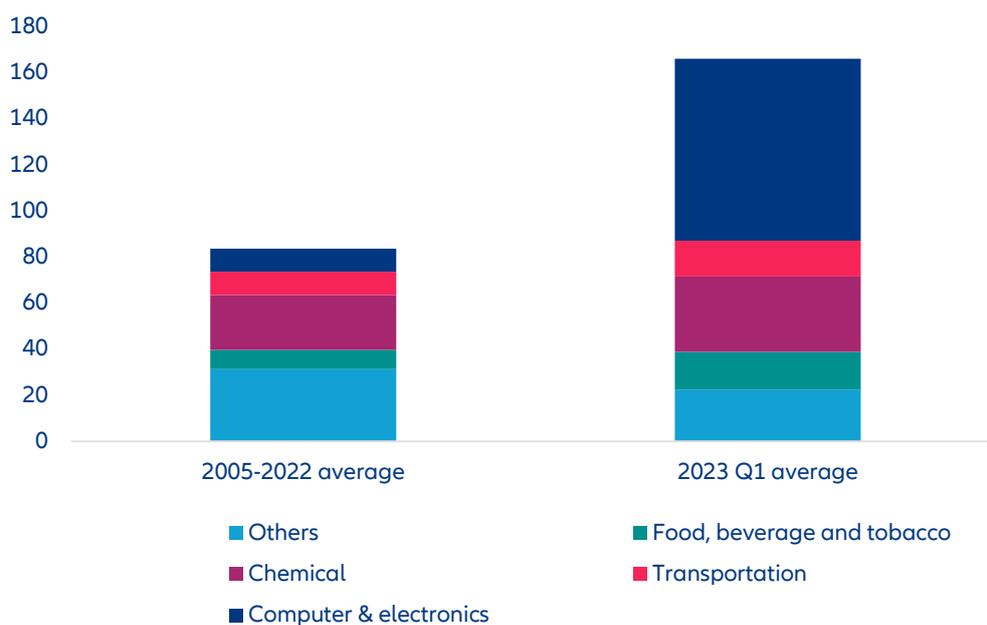
**Un boom guidato dalla politica negli Stati Uniti.** Gli Stati Uniti hanno registrato un aumento significativo della spesa per l'edilizia non residenziale (Figura 9). L'edilizia manifatturiera è cresciuta molto rapidamente negli ultimi due anni, con un aumento della spesa del +62% a/a nel settembre 2023. In particolare, la produzione di computer, elettronica e materiali elettrici è quasi quadruplicata dall'inizio del 2022 (Figura 10). Questo boom è stato principalmente guidato da politiche forti come l'*Inflation Reduction Act (IRA)* e il *CHIPS Act*, che forniscono finanziamenti e incentivi fiscali per progetti di infrastrutture, energia pulita, batterie, veicoli elettrici e impianti legati ai semiconduttori. Ad esempio, contiamo 18 nuovi impianti che inizieranno tra il 2021 e il 2023 e oltre 50 progetti di semiconduttori annunciati dopo l'approvazione della legge CHIPS. Anche la spesa pubblica è aumentata notevolmente.

Figura 9: Spesa per l'edilizia non residenziale negli Stati Uniti (a/a%)



Fonti: BLS, Allianz Research

Figura 10: Ripartizione della spesa per l'edilizia manifatturiera



Fonti: BLS, Allianz Research

**In Europa, invece, l'edilizia non residenziale resiste ma è in fase di rallentamento.** L'Europa ha registrato una crescita molto più moderata nell'edilizia non residenziale (Figura 11), a causa di fattori quali l'incertezza economica alimentata dalle fluttuazioni delle politiche dell'UE, la crisi energetica in corso, l'impatto della Brexit per il Regno Unito e i potenziali effetti di isteresi di Covid-19. Gli investimenti in settori come quello degli immobili commerciali e degli uffici sono stati piuttosto contenuti, poiché le imprese sono caute nell'impegnarsi in spese di capitale a lungo termine in un contesto di incertezza economica. Inoltre, le normative potenzialmente costose in materia di sostenibilità ambientale potrebbero aver raffreddato alcuni progetti.

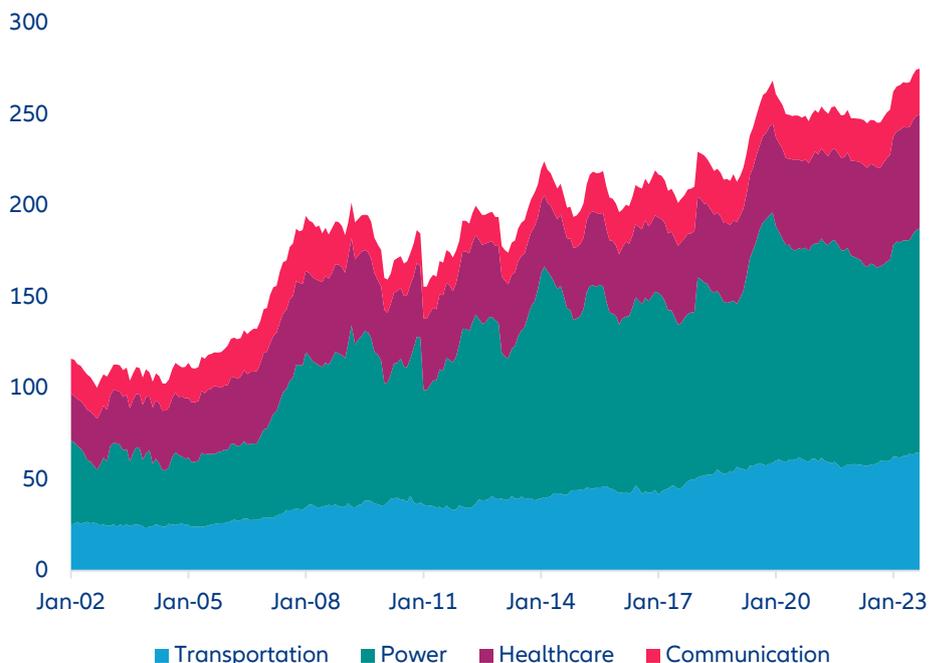
Figura 11: Indicatori del segmento non residenziale in paesi europei selezionati



Fonti: Eurostat, ONS, Allianz Research

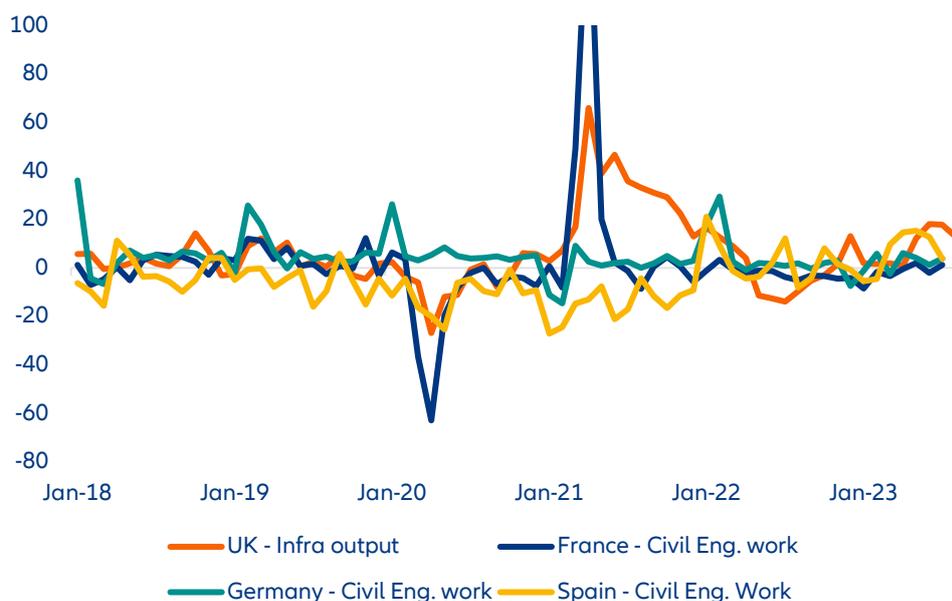
**L'Europa continentale è in ritardo anche nell'ingegneria civile e nelle infrastrutture..** Anche negli Stati Uniti l'Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA) si è tradotto in un aumento della spesa per strade, ponti e sistemi idrici, con oltre 50 miliardi di dollari stanziati per le infrastrutture idriche e 110 miliardi di dollari per strade e ponti in cinque anni (Figura 12). Dall'altra parte dell'Atlantico, i lavori di infrastruttura e ingegneria civile sono stati molto più contenuti, ad eccezione del Regno Unito, dove la produzione di infrastrutture è cresciuta del +13% annuo nell'agosto 2023. L'ingegneria civile è cresciuta di quasi il +4% sia in Germania che in Spagna e di un misero +1,3% in Francia nel luglio 2023 (Figura 13).

Figura 12: Spesa infrastrutturale selezionata negli Stati Uniti (miliardi di dollari)



Fonti Refinitiv, Allianz Research

Figura 13: Produzione di infrastrutture in paesi europei selezionati (a/a%)

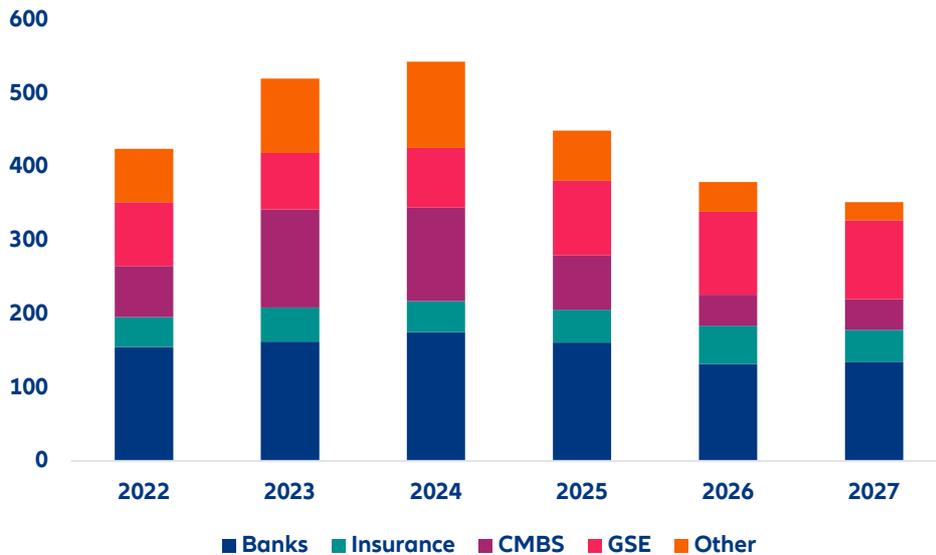


Fonti: ONS, Eurostat, Allianz Research

## RIQUADRO 2: Immobili commerciali in acque torbide

**Il settore immobiliare commerciale (CRE) sta subendo una flessione significativa a causa dell'aumento dei tassi di interesse e della crescita del lavoro a distanza.** L'aumento dei tassi di interesse ha reso gli immobili meno attraenti rispetto ai titoli di Stato privi di rischio e ha portato a un calo significativo del valore degli asset. Questa situazione è stata esacerbata dai tassi record di posti vacanti negli edifici per uffici. Il calo dei prezzi degli immobili è stato particolarmente accentuato dal fatto che i redditi da locazione fissi, che sembravano interessanti in un mondo a tassi zero, non possono adeguarsi rapidamente alla domanda di rendimenti più elevati. Un fattore aggravante è che molti immobili sono stati acquistati con ingenti debiti. Il calo dei prezzi ha reso difficile il rifinanziamento da parte delle imprese immobiliari, in quanto il rapporto prestito/valore è peggiorato, portando potenzialmente alla vendita degli asset in un mercato depresso. Negli Stati Uniti, il settore deve affrontare la sfida di rifinanziare ben 1,5 miliardi di dollari di prestiti in scadenza entro la fine del 2025 (Figura 14).

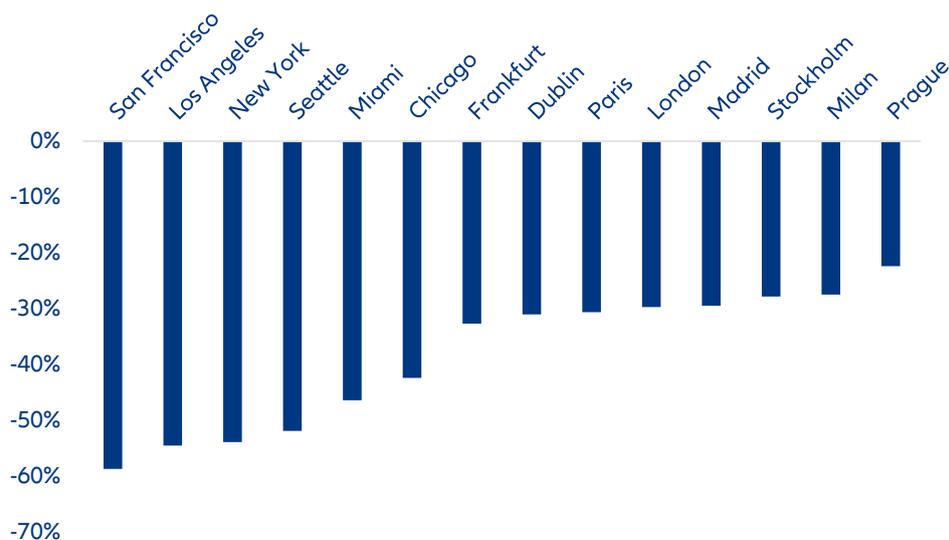
Figura 14: Profilo delle scadenze del debito CRE statunitense (miliardi di dollari)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Non c'è un aspetto positivo per il segmento dell'ufficio.** Mentre alcuni immobili, come i centri commerciali o il retail, sono stati in qualche modo protetti da precedenti svalutazioni dovute all'ascesa dell'e-commerce, il segmento degli uffici è stato duramente colpito. In Europa, i prezzi degli immobili a uso ufficio sono stati più colpiti a causa dei rendimenti inizialmente più bassi, mentre negli Stati Uniti si è assistito a una correzione più consistente delle valutazioni a causa di un maggiore stock di edifici nuovi e sfitti (Figura 15). Il mercato è ora diviso tra gli edifici di alto valore, con certificazione verde, e quelli che richiedono costosi aggiornamenti, con le banche che esitano sempre più a finanziare tali ristrutturazioni a causa delle loro stesse finanze in difficoltà.

Figura 15: Variazione dei prezzi degli uffici tra il 3° trimestre 2023 e il 2° trimestre 2022



Fonti: Green Street, Allianz Research

## Redditività: Traino dai prezzi più bassi dei fattori produttivi, ma restano pressioni salariali e problemi di liquidità

Il consolidamento dei prezzi dei fattori di produzione fornisce un vantaggio in termini di redditività. L'industria delle costruzioni sta vivendo un'apprezzabile flessione nella crescita dei prezzi dei fattori produttivi, in particolare per quanto riguarda i prodotti in cemento e calcestruzzo, fondamentali per i progetti edilizi e infrastrutturali. Ma questa tendenza si nota anche per l'argilla, il vetro e altri prodotti morbidi in tutto il mondo. Il rallentamento è il risultato del consolidamento dei prezzi dell'energia, di catene di approvvigionamento più fluide e della stabilizzazione della domanda. Tuttavia, gli indici dei prezzi alla produzione suggeriscono che i prezzi complessivi continuano a salire, anche se a un ritmo più moderato: i prezzi hanno continuato a crescere del +17,2% annuo nell'Eurozona ad agosto 2023, e del +10,8% negli Stati Uniti e del +3,5% nel Regno Unito a settembre 2023 (Figura 16).

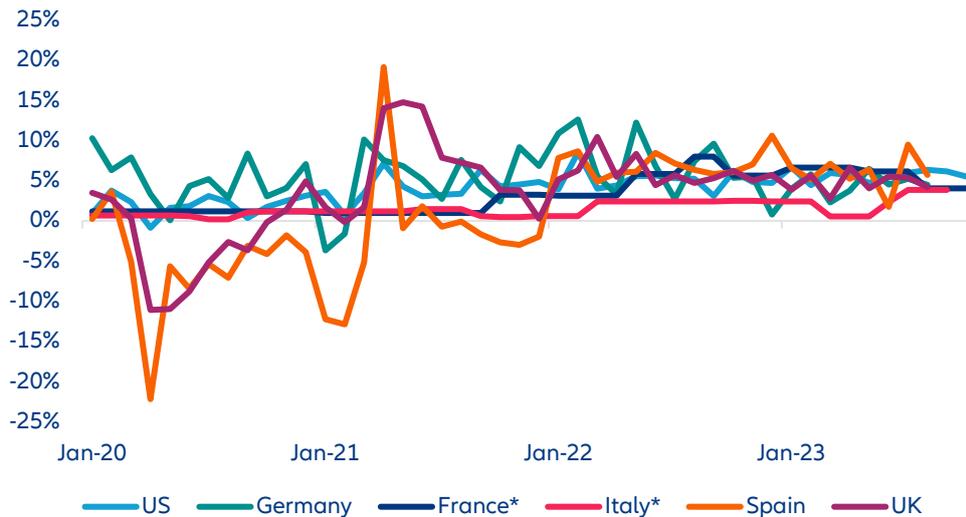
Figura 16: Prezzi alla produzione del cemento (a/a%)



Fonti: Refinitiv, FMI, Allianz Research

**Tuttavia, le persistenti pressioni salariali continuano.** Il settore delle costruzioni sta attualmente affrontando un significativo aumento del costo del lavoro che sta mettendo sotto pressione la redditività. Due sono i fattori alla base di questa tendenza: la carenza di manodopera e il contesto inflazionistico, che ha fatto lievitare i salari. In Francia e in Italia, i salari regolamentati che si applicano alla maggior parte dei lavoratori del settore edile sono aumentati del +4% annuo a partire da settembre/agosto 2023, mentre negli Stati Uniti sono aumentati del +6% (Figura 17). Questi costi crescenti non sono facilmente assorbiti dalle imprese, con conseguente aumento dei costi complessivi dei progetti e, in alcuni casi, ritardi negli stessi. Con una domanda fiacca in molti segmenti e regioni, l'aumento dei costi potrebbe finire per comprimere la redditività.

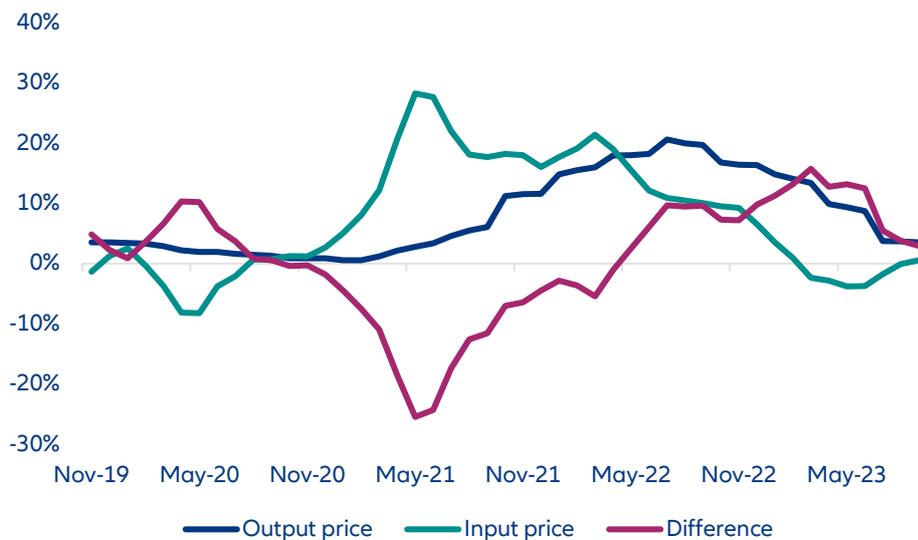
Figura 17: Salari nell'edilizia (a/a%)



\* Francia e Italia sono regolamentate con salari minimi  
 Fonti: Refinitiv, Allianz Research

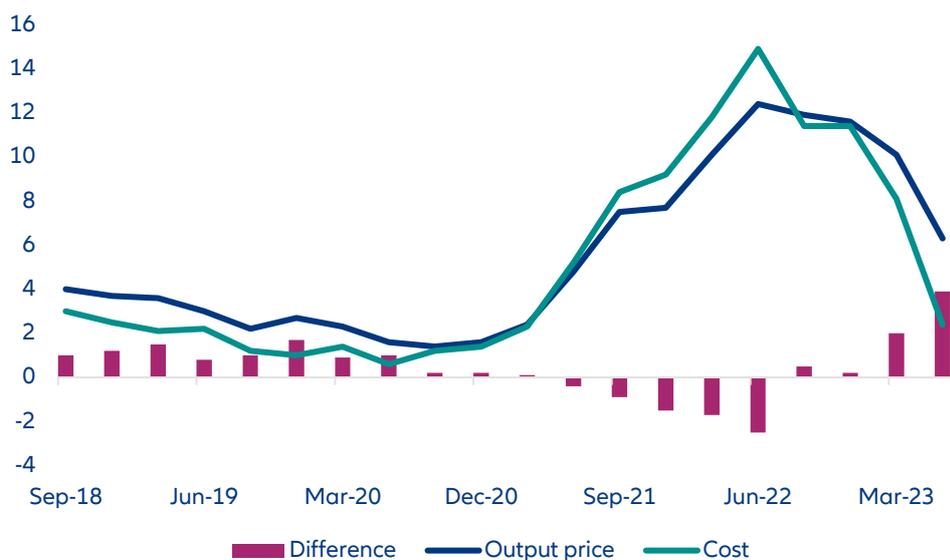
**La redditività è ancora solida negli Stati Uniti e in ripresa in Europa.** Nonostante i fattori abbiano giocato in direzioni opposte, la redditività complessiva è migliorata in Europa, dove i prezzi alla produzione sono cresciuti di 4 punti percentuali in più rispetto ai prezzi degli input (Figura 19). Negli Stati Uniti, la differenza tra la crescita dei prezzi alla produzione e quella dei prezzi degli input è stata a favore delle imprese di costruzione dal maggio 2022. Tuttavia, notiamo che tale differenza sta diminuendo (Figura 18), lasciando intendere un potenziale rallentamento della crescita della redditività. Tuttavia, la redditività rimane solida negli Stati Uniti. In entrambe le regioni, ci aspettiamo che i prezzi degli input continuino a consolidarsi e che i prezzi di produzione continuino a crescere moderatamente. Nel complesso, le prospettive di redditività sembrano piuttosto solide per il futuro.

Figura 18: Prezzi di produzione delle costruzioni e prezzi degli input negli Stati Uniti (a/a%)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 19: Prezzi di produzione delle costruzioni e prezzi dei fattori produttivi nell'UE (a/a%)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**La copertura degli interessi dovrebbe continuare a deteriorarsi ulteriormente, dato che i tassi d'interesse rimangono elevati.** Con l'aumento degli interessi passivi, la copertura degli interessi delle imprese di costruzione si è deteriorata in molti Paesi. Ciò è particolarmente preoccupante nei Paesi in cui la leva finanziaria è già elevata. In Canada, Svezia, Norvegia e Stati Uniti, ad esempio, il gearing netto (ovvero il rapporto tra debito totale e capitale proprio) era superiore al 75% nel 2022 e la copertura degli interessi è diminuita (Figura 20). All'estremo opposto, vediamo una certa riduzione della leva finanziaria in Paesi come il Regno Unito, la Finlandia o il Sudafrica. In futuro, ci aspettiamo che la copertura degli interessi rimanga sotto pressione.

Figura 20: Metriche di leva e liquidità delle imprese del settore delle costruzioni 2021-2022

Country	Net Gearing	Change in net gearing	OCF Coefficient	Change in OCF coefficient	Interest coverage	Change in interest coverage
Canada	90%	23.5	10.4	1.0	3	0
Sweden	85%	10.8	7.5	-0.7	3	-1
Norway	76%	8.9	4.0	-0.3	3	-1
France	66%	13.7	5.7	1.3	6	1
US	76%	2.6	6.4	0.5	4	0
Spain	43%	5.8	5.6	0.5	3	0
Hong Kong	29%	10.9	2.0	1.5	4	0
Germany	56%	3.4	4.3	-0.6	5	-1
China	41%	2.7	2.3	0.7	4	-2
Switzerland	74%	2.9	9.3	-0.8	8	-3
Belgium	60%	1.4	6.1	-1.4	6	-4
Italy	30%	10.3	2.7	1.2	5	1
Brazil	31%	3.1	0.0	-0.2	2	-1

Taiwan	55%	11.8	0.1	-0.6	9	-6
Australia	31%	1.9	0.6	-1.2	1	-5
Poland	13%	7.2	0.9	0.5	6	-3
Denmark	50%	-11.3	8.6	4.9	11	2
Saudi Arabia	21%	1.1	2.0	1.3	15	-6
Singapore	53%	-2.1	3.8	-1.1	4	0
South Korea	35%	8.9	0.6	-0.7	6	-3
Netherlands	31%	-4.0	1.6	-2.2	5	-9
Finland	67%	18.2	0.6	-2.3	8	4
Greece	49%	-19.5	5.5	-2.7	3	2
UK	27%	2.0	3.0	0.6	10	5
India	15%	-1.2	1.6	0.4	5	3
Turkey	5%	2.5	0.4	0.2	5	2
South Africa	57%	-2.1	1.1	-7.0	6	4
Japan	-5%	-10.3	1.2	-0.6	38	6

*Net gearing (livello 2022 + variazione 2022/2021), coefficiente di cashflow operativo (livello 2022 + variazione 2022/2021), copertura degli interessi passivi (livello 2022 + variazione 2022/2021). Dati mediani per i settori con più di 5 società quotate.*

*Fonti: Refinitiv, Allianz Research*

**Le PMI sono particolarmente a rischio in quanto la liquidità rimane un problema, ponendo le basi per un aumento delle insolvenze.** Il settore delle costruzioni è composto principalmente da PMI che spesso lavorano come subappaltatori per grandi imprese. Di conseguenza, hanno un potere di determinazione dei prezzi inferiore, una maggiore esposizione al ciclo economico e un ciclo di conversione della liquidità più lungo (cioè devono pagare la maggior parte dei fattori produttivi e la forza lavoro mesi prima di essere pagati dai clienti). Di conseguenza, le PMI sono state piuttosto esposte all'aumento dei costi dei fattori produttivi e ai problemi di finanziamento, in un contesto di aumento dei tassi di interesse e di inasprimento delle condizioni finanziarie. In effetti, il quadro aggregato in termini di attività e redditività nasconde una significativa dispersione: Alcuni grandi operatori ne hanno beneficiato, ma un gran numero di entità più piccole sta affrontando numerose sfide. L'edilizia è uno dei settori più deboli all'interno del quadro di valutazione del rischio di Allianz Trade, con nove Paesi su 10 classificati come "sensibili" o "alti" (le principali eccezioni sono gli Stati Uniti e i Paesi asiatici come India, Filippine, Taiwan, Vietnam e Hong Kong). In Europa occidentale, il settore continua a registrare un numero elevato di insolvenze aziendali, contribuendo a oltre il 20% del conteggio nazionale se si combinano i casi relativi alle attività edilizie e immobiliari pure in Germania, Francia, Regno Unito e Italia (Figura 21).

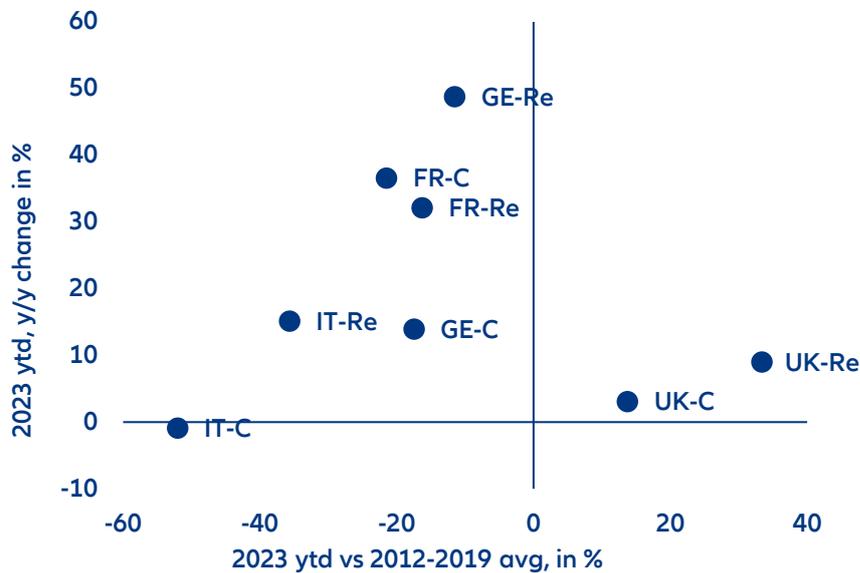
Figura 21: Quota dell'edilizia nei fallimenti (% del totale)



Fonti: DeStatis, INSEE, CCCM, ONS, Allianz Research

**Il segmento immobiliare guida la ripresa delle insolvenze.** La tendenza è in rialzo in quasi tutti i Paesi europei, favorita da una ripresa del settore immobiliare che spesso supera l'aumento delle costruzioni (Figura 22). In questa fase, la Francia si distingue per il maggior incremento in termini annuali (+36% a 9.398 casi nei primi nove mesi), davanti alla Germania (+19% a 2.167 casi nei primi sette mesi) e all'Italia (+3% a 1.195 casi nei primi nove mesi). La ripresa sta perdendo slancio nel Regno Unito (+4% su base annua a 4.172 casi nei primi nove mesi), ma quest'ultimo ha già superato sensibilmente il livello pre-pandemico di insolvenze aziendali dopo due anni consecutivi di rimbalzo (+13% nel 2021 e +53% nel 2022).

Figura 22: Dinamica dell'insolvenza 2023 rispetto alla media storica (a/a%)



Fonti: DeStatis, INSEE, CCCM, ONS, Allianz Research

**In futuro, le insolvenze nel settore dovrebbero continuare a crescere al ritmo attuale.** Poiché i tassi dovrebbero rimanere vicini ai livelli attuali e l'attività economica dovrebbe rallentare, soprattutto in Europa, prevediamo che l'edilizia contribuirà a circa il 20% dei fallimenti. Ciò significherebbe il fallimento di oltre 11.000 imprese edili in Francia, quasi 4.000 in Germania, quasi 6.000 nel Regno Unito e 2.000 in Italia.