

Allianz Research | 18 Marzo 2025

Il campo di battaglia delle multinazionali: le insolvenze globali in tempi di economia di guerra

Anna Boata, Ano Kuhanathan, Maxime Lemerle

In sintesi:

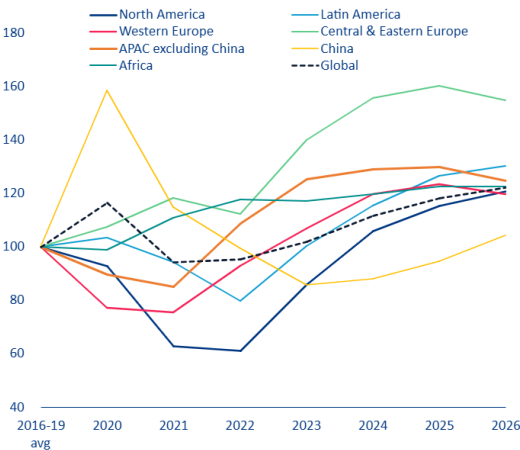
- **Dopo un'impennata del +10% nel 2024, il nostro indice Global Insolvency è destinato a salire del +6% nel 2025 e del +3% nel 2026, poiché il ritardo nell'allentamento dei tassi d'interesse e l'aumento delle incertezze tengono le aziende sotto pressione** Nel 2024 il numero di insolvenze aziendali è rimbalzato in quattro paesi su cinque. Gli Stati Uniti si sono distinti con un forte aumento (+22%) e anche l'Eurozona ha registrato una notevole accelerazione (+19%), in particolare in Francia (+17%), Germania (+23%) e Italia (+45%). Il Regno Unito ha registrato una riduzione del numero di casi (-5%) e la Cina ha registrato un'inversione di tendenza al rialzo del +3%. Nell'Europa occidentale, quasi la metà dei settori ha superato i livelli di insolvenza delle imprese pre-pandemia, con i maggiori aumenti nel 2024 registrati nei trasporti, nelle costruzioni e nei servizi B2B. In prospettiva, il ritardo nell'allentamento dei tassi d'interesse e l'aumento dell'incertezza lasceranno le aziende in modalità attendista, riducendo l'attività e minacciando le imprese già fragili. Si prevede che il Nord America e l'Asia guideranno l'aumento delle insolvenze aziendali (Stati Uniti: +11% a 25.580 casi nel 2025). Anche l'Europa occidentale dovrà affrontare un altro aumento nel 2025 (+3%) per il quarto anno consecutivo, prima di vedere un modesto miglioramento nel 2026 (-3%), una tendenza rispecchiata dall'Europa centrale e orientale. In Germania e in Italia, le insolvenze delle imprese continuerebbero ad aumentare nel 2025 (+10% e 17% rispettivamente, a 24.300 e 14.000 casi) e nel 2026 (+2% e +2%), ma lo stimolo fiscale annunciato in Germania potrebbe limitare queste prospettive. In Francia, le insolvenze raggiungeranno un nuovo massimo storico nel 2025 con 67.500 casi (+2%), prima di diminuire del -4% nel 2026. Nel Regno Unito, dove le insolvenze hanno raggiunto il massimo degli ultimi 10 anni nel 2023, il numero di insolvenze diminuirà nuovamente moderatamente nel 2025 (-3%), prima di un miglioramento più consistente nel 2026 (-7%).
- **L'aumento delle insolvenze metterà a rischio 2,3 milioni di posti di lavoro a livello globale nel 2025 (+120 mila rispetto al 2024), seguito da un aumento marginale nel 2026 (+20 mila)** Calcoliamo questo dato in base al numero medio di dipendenti per azienda, alla percentuale di aziende che entrano immediatamente in una fase di liquidazione (72% in media) e alla quota di persone licenziate in una fase di ristrutturazione (32% in media). L'Europa occidentale (1,1 milioni) guiderebbe questo conteggio globale, davanti al Nord America (~450 mila), con entrambe le regioni che hanno registrato un massimo di 10 anni, e seguita dall'Europa centrale e orientale (~370 mila) e dall'Asia (~320 mila), che hanno entrambe registrato un numero annuale in moderato aumento dal 2022. A livello globale, i principali settori a rischio sono l'edilizia, il retail e i servizi.
- **Se i tassi di interesse rimangono elevati più a lungo, la minore disponibilità di credito potrebbe portare a un numero ancora maggiore di insolvenze** L'accesso al credito consente alle imprese di rifinanziare le passività, colmare le carenze di entrate ed evitare fallimenti, in particolare durante le recessioni economiche. Anche se ci aspettiamo un calo dei tassi d'interesse sia in

Europa che negli Stati Uniti, i rischi inflazionistici, soprattutto negli Stati Uniti, potrebbero rallentare il ritmo dei tagli dei tassi. Se i costi di finanziamento aumentano e rendono il credito meno accessibile, ciò potrebbe portare a un rallentamento della crescita del credito, a un inasprimento delle condizioni finanziarie e a un aumento dei rischi di insolvenza per le imprese altamente indebitate. Le nostre stime suggeriscono che una diminuzione dell'1% del credito aumenterà le insolvenze di circa il +3% negli Stati Uniti, del +0,4% in Germania, del +1% nel Regno Unito e del 2% in Francia nei prossimi tre mesi.

- **Una vera e propria guerra commerciale potrebbe anche far aumentare le insolvenze globali di circa il +8% nel 2025 e nel 2026** Le nostre prospettive di insolvenza potrebbero peggiorare se l'economia europea dovesse registrare risultati più deboli del previsto, con una maggiore mancanza di slancio, o se la resilienza dell'APAC fosse più debole e maggiori venti contrari dalla Cina, nonché se le prospettive per gli Stati Uniti peggiorassero ulteriormente. Anche la geopolitica potrebbe essere un importante fattore di turbolenza, con i conflitti in corso in Russia-Ucraina e in Medio Oriente, le tensioni nel Mar Cinese Meridionale e le incertezze politiche a Taiwan. L'incertezza commerciale e i potenziali dazi hanno già contribuito ad aumentare le nostre previsioni globali di +1,4 punti percentuali sia per il 2025 che per il 2026. Tuttavia, una vera e propria guerra commerciale porterebbe a un ulteriore aumento di +2,1 punti percentuali e +4,8 punti percentuali a +7,8 e +8,3 punti percentuali a livello globale nel 2025 e nel 2026. Per il periodo 2025-2026, ciò significherebbe +6.800 casi in più negli Stati Uniti e +9.100 in Europa occidentale.
- **L'Europa potrebbe beneficiare dell'aumento della spesa per la difesa, anche se l'impatto positivo potrebbe essere limitato a un piccolo numero di settori** L'impennata della spesa europea per la difesa rappresenta sia un'opportunità che una sfida. Se i fondi fossero diretti verso la produzione interna, lo sviluppo tecnologico e l'espansione della catena di approvvigionamento, i benefici economici potrebbero essere sostanziali. Tuttavia, i limiti di capacità nelle industrie europee della difesa fanno sì che una parte significativa della spesa stia attualmente fluendo verso fornitori esteri, limitando in una certa misura l'effetto moltiplicatore fiscale immediato. Storicamente, gli investimenti sostenuti nella difesa hanno guidato la crescita industriale, come si è visto in Francia e in Germania durante la Guerra Fredda. Oggi, l'aumento degli appalti interni potrebbe rivitalizzare l'industria aerospaziale, i macchinari pesanti, i metalli e l'elettronica. Anche i settori dei metalli e dei prodotti chimici vedranno una maggiore domanda di acciaio, alluminio e compositi, mentre le aziende tecnologiche avanzate nei settori dell'avionica, dei semiconduttori e della sicurezza informatica potrebbero anche trarre vantaggio dalla spesa tecnologica e di ricerca e sviluppo legata alla difesa. La costruzione beneficerebbe di progetti infrastrutturali come l'espansione delle basi, l'aggiornamento degli aeroporti e la modernizzazione dei porti navali, mentre i servizi di trasporto e logistica potrebbero vedere guadagni moderati a causa dell'aumento della mobilità militare e delle attività di dispiegamento. Al contrario, i settori orientati ai consumi subiranno un impatto diretto minimo, mentre la sanità potrebbe trovarsi di fronte a compromessi di bilancio se la spesa per la difesa dovesse portare a una riallocazione fiscale. Nel complesso, l'impulso positivo della domanda nei settori sopra menzionati e le sue ricadute potrebbero ridurre le insolvenze di -0,4 punti percentuali e -1,0 punti percentuali in Europa, risparmiando circa 3 700 imprese, a condizione che la domanda interna per altri settori regga e che i governi adottino una buona disciplina di pagamento.
- **Nel frattempo, i cambiamenti normativi potrebbero anche influenzare le tendenze a lungo termine dell'insolvenza in Europa** Con una mossa insolitamente audace, la Commissione europea ha annunciato un nuovo 28° regime giuridico, che esisterà accanto ai sistemi giuridici nazionali dei 27 Stati membri dell'UE. L'idea alla base di questo concetto è quella di creare un quadro giuridico facoltativo in base al quale le imprese e i cittadini di tutta l'UE possano scegliere di operare, semplificando le transazioni transfrontaliere e riducendo la frammentazione giuridica. È probabile che la proposta si concentri sulla proposta di un'identità digitale unica riconosciuta in tutti gli Stati membri dell'UE e di un quadro giuridico armonizzato per il diritto societario, l'insolvenza, il diritto del lavoro e possibilmente la tassazione. Anche se ciò non avrà

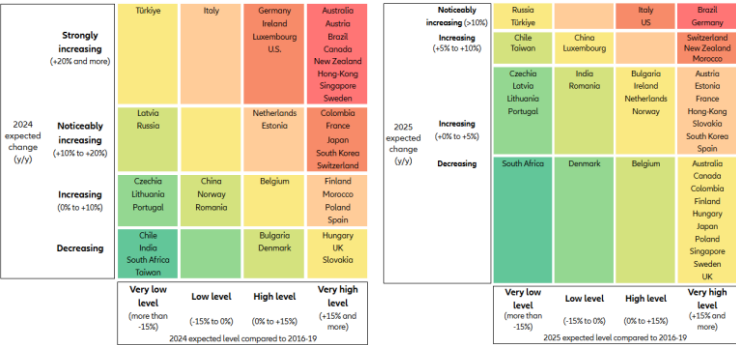
un forte impatto sulle insolvenze a breve termine, un 28° regime dovrebbe intensificare la concorrenza nel mercato interno a lungo termine e aumentare strutturalmente le insolvenze nelle regioni meno competitive. Inoltre, nella prossima comunicazione della Commissione sul completamento dell'Unione del risparmio e degli investimenti dovrebbero essere annunciati cambiamenti di vasta portata nel quadro normativo in materia di insolvenze che potrebbero portare a un aumento delle insolvenze nelle giurisdizioni meno rigorose, che saranno costrette a conformarsi alle nuove norme dell'UE. Nel frattempo, a Bruxelles si continua a discutere di limitare i termini di pagamento a 30 giorni. Un movimento su questo fronte potrebbe accentuare le insolvenze in una regione già fragile attraverso un aumento del divario di liquidità.

Grafico 01 - Indici di insolvenza globali e regionali, livello annuo, base 100: media 2016-2019



Fonte: Allianz Research

Figura 02: Mappa termica dell'insolvenza 2024 (a sinistra) e 2025 (a destra)

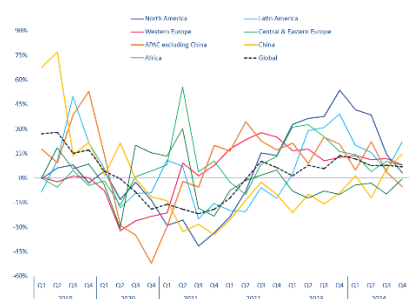


Fonte: Allianz Research

Nel 2024 le insolvenze aziendali sono aumentate a due cifre in un Paese su due

Come previsto¹, il 2024 ha registrato un altro aumento rapido e generalizzato delle insolvenze aziendali. Nel 2024 il numero di insolvenze aziendali è rimbalzato in quattro Paesi su cinque, con la maggior parte che ha registrato un aumento a due cifre per l'intero anno. È interessante notare che il trend rialzista è rimasto sulla buona strada in ogni trimestre, con un aumento ancora evidente nel 4° trimestre (+7% a/a) nonostante l'effetto base dell'anno precedente (+14% a/a). Nel complesso, il nostro indice globale di insolvenza è aumentato del +10% a/a per l'intero anno 2024, rispetto al +7% del 2023, chiudendo l'anno del 12% al di sopra della media 2016-2019 (ma del 12% al di sotto del livello durante la Grande Crisi Finanziaria). Questo risultato è vicino alle nostre precedenti aspettative (+1 punto percentuale rispetto a dicembre e -1 punto percentuale rispetto a settembre), in quanto la dinamica di fine anno ha portato a un numero di casi superiore alle previsioni, in particolare in Turchia, Italia, Svizzera e Stati Uniti, che sono stati più o meno compensati da un numero di casi inferiore al previsto per India, Russia e Canada. A livello regionale, queste tendenze si sono tradotte in aumenti in tutte le regioni. Il Nord America (+23% a/a) e l'America Latina (+15%) hanno entrambi favorito il rimbalzo globale, con gli Stati Uniti che hanno registrato un forte aumento (+22%). In Asia (+3%), l'inversione di tendenza al rialzo in Cina (+3%) ha rafforzato l'aumento osservato nella maggior parte degli altri paesi asiatici, in particolare in Giappone (+15%) e in Australia (+41%). Parallelamente, l'Europa occidentale ha continuato a contribuire in modo determinante all'ascesa globale, nonostante un rimbalzo più lento (+12% a/a), il ritmo più debole è dovuto principalmente alla riduzione del numero di casi nel Regno Unito (-5%), mentre l'Eurozona ha registrato una notevole accelerazione (+19%), in particolare in Francia (+17%), Germania (+23%) e Italia (+45%). Più precisamente, quattro paesi su cinque, che insieme rappresentano il 75% del PIL globale, hanno registrato un aumento delle insolvenze aziendali nel 2024 (+20% a/a in media, dopo il +30% del 2023), con due terzi di essi che hanno registrato un aumento superiore al +10%. Gli aumenti maggiori si sono verificati a Singapore, Turchia, Italia, Australia e Nuova Zelanda, in termini relativi (+46% a/a, +45%, +45%, 41% e +40%, rispettivamente), e in Francia, Germania, Stati Uniti e Germania in termini assoluti (+9.401 casi, +4.186 e +4.178, rispettivamente). Le poche eccezioni sono state Cile, Ungheria, India, Taiwan, Danimarca, Slovacchia, Sud Africa, Bulgaria e Regno Unito. In questi paesi, la diminuzione delle insolvenze annuali delle imprese è variata dal -4% a/a (Bulgaria) al -37% a/a (Cile), con un calo medio del -16% a/a. Tuttavia, rappresentano una quota limitata del PIL globale (9%) e quindi del nostro indice globale di insolvenza (11%), contribuendo moderatamente a ridurre l'aumento annuo del nostro indicatore principale.

Grafico 03: Indici globali e regionali, trimestrali



Fonte: Allianz Research

Un aumento generalizzato in tutti i settori, con pochi che sfuggono alla tendenza (al rialzo) a livello nazionale. Pur non essendo una regola assoluta, la situazione a livello nazionale spesso determina la tendenza per la maggior parte dei settori, con differenze di intensità e tempistiche. Di conseguenza, nell'attuale fase di recupero, la maggior parte dei settori sta registrando un aumento delle insolvenze.

¹ Consulta il nostro precedente rapporto sulle insolvenze: [Global Insolvency Outlook: The flub and flow of the insolvency wave](#)

L'Europa è l'emblema di questa tendenza. Esaminando gli otto principali settori economici del nostro campione di 27 paesi, osserviamo un aumento generalizzato delle insolvenze in tutti i settori europei, con il 66% (ossia 143 su 216 settori) che ha registrato un aumento nell'intero anno 2024 rispetto al 2023 e più di 110 di essi ancora in aumento nell'ultimo trimestre del 2024. Nel complesso, l'ospitalità, il commercio, l'edilizia, i servizi B2C e l'industria hanno registrato un aumento nella metà dei paesi europei, mentre l'informazione e la comunicazione, il trasporto e lo stoccaggio e i servizi B2B hanno registrato un aumento nell'80% di essi. Il trasporto e lo stoccaggio si distinguono per un forte recupero rispetto ai livelli pre-pandemia (media 2016-2019) in diversi paesi (15), insieme all'edilizia (11) e all'alloggio (11). I paesi dell'Europa occidentale hanno registrato il maggior numero di settori già al di sopra dei livelli pre-pandemia di insolvenze delle imprese, in particolare Regno Unito, Francia, Spagna, Svezia, Belgio e Austria. Nelle Americhe, il Canada, ad esempio, ha visto anche i principali settori registrare aumenti a doppia cifra dei fallimenti di oltre il +30%, come l'immobiliare, i servizi B2B, il commercio all'ingrosso, il trasporto e lo stoccaggio, mentre i servizi hanno registrato aumenti a doppia cifra in Brasile. In Asia, è stato il caso del Giappone, dove diversi settori non finanziari hanno registrato aumenti compresi tra il +15% (manifatturiero, retail, informazione e comunicazione) e oltre il +25% (wholesale).

Figura 04: numero di insolvenze nell'anno fiscale 2024, variazione a/a in % e confronto con il livello medio 2016-19, paesi europei selezionati

	Industry	Construction	Trade	Transport & storage	Accommod. & food service activities	Information & communication	Finance, insurance, real estate, B2B activities	Education, human health & social work activities	ALL SECTORS
Belgium	4	17	12	12	-2	19	6	-2	8
Bulgaria	-3	-33	10	17	-46	-25	-29	-7	3
Czechia	12	11	1	41	-4	36	19	28	13
Denmark	-26	-15	-27	-13	-7	-23	-23	-12	-19
Germany	24	17	18	14	20	15	30	8	20
Spain	-1	13	10	20	12	56	17	3	12
France	8	25	14	31	10	16	24	9	17
Italy	17	31	20	18	20	19	10	2	19
Luxembourg	30	26	-3	-25	9	50	24	65	16
Netherlands	38	29	19	27	41	36	37	22	30
Austria	33	16	18	18	21	22	31	28	23
Portugal	22	-3	-4	1	3	76	6	11	7
Romania	3	19	0	13	22	8	15	6	9
Finland	10	-4	0	2	3	1	11	16	4
Sweden	16	18	9	16	23	23	35	26	21
Norway	2	6	6	5	-14	22	19	-20	4
UK	-2	-8	-9	-1	-6	8	0	-12	-5

(*) dati non destagionalizzati; le celle colorate indicano un livello più elevato rispetto alla media 2016-2019

Fonti: Destatis, ONS, SCB, Eurostat, Allianz Research

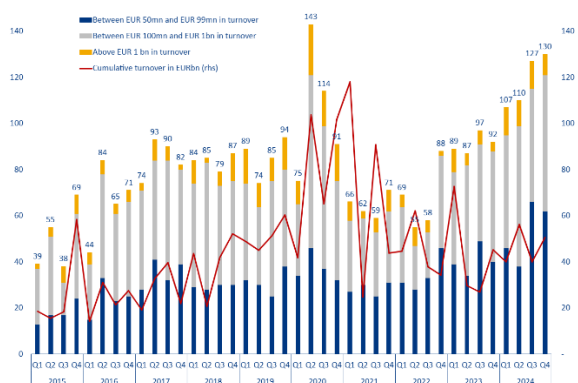
Le grandi imprese non sono state immuni, stabilendo un record di 10 anni nel numero di insolvenze gravi, guidate da casi nei servizi, nel commercio al dettaglio e nelle costruzioni. A livello globale, nel 2024 il numero di insolvenze di rilievo² ha continuato ad aumentare trimestre dopo trimestre, con il 4° trimestre che ha ampiamente superato il livello medio pre-pandemia e ha segnato il secondo totale trimestrale più alto dall'inizio del nostro monitoraggio nel 2015. Per l'intero anno, le principali insolvenze sono aumentate del +30% a/a, per un totale di 474 casi a livello globale. Si tratta di un nuovo record annuale dal 2015, con più di un caso ogni 19 ore. Nel frattempo, il fatturato combinato delle principali aziende insolventi ha raggiunto i 187 miliardi di euro dai 175 miliardi di euro del 2023 (+7% a/a), con un fatturato medio leggermente inferiore a 400 milioni di euro, rispetto ai 463 milioni di euro della media 2015-2019³, alimentando il rischio di effetti domino su fornitori e subappaltatori. L'Europa occidentale ha svolto un ruolo chiave in questo conteggio globale, con 305 dei 474 casi segnalati nel corso dell'anno (93 in Germania, 62 in Italia, 56 nel Regno Unito e 47 in Francia), seguita dal Nord America (139, per lo più negli Stati Uniti) e dall'Asia-Pacifico (70). In particolare, gli Stati Uniti sono rimasti in prima linea con il maggior numero di insolvenze importanti, con 11 delle prime 20 insolvenze dell'anno, davanti alla Cina

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

³ I dati del 2020-2021 sono stati rafforzati da alcuni casi significativi come HNA ed Evergrande in Cina. La media 2015-2023 si attesta a EUR585mn.

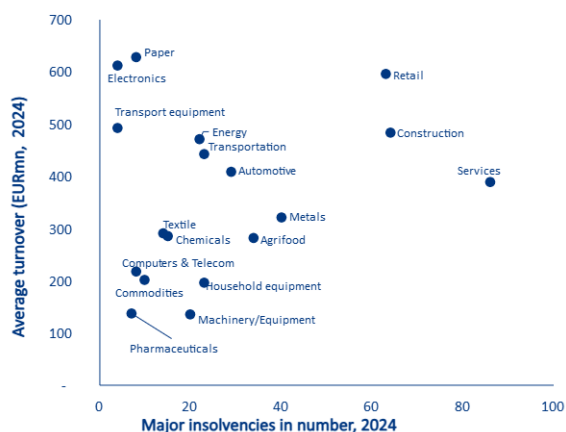
(4) e all'Europa occidentale (4). Soprattutto, i primi tre settori che hanno contribuito al conteggio globale sono stati quelli dell'Europa occidentale: servizi (54 casi), vendita al dettaglio (41) e costruzioni (40). L'Asia ha registrato un numero significativo di casi nelle costruzioni (19) e nei servizi (10), mentre gli Stati Uniti hanno continuato a registrare ingenti insolvenze nei servizi (19) e nel commercio al dettaglio (12). A livello globale, la carta si è distinta con la maggiore gravità in termini di fatturato (629 milioni di euro in media), seguita dall'elettronica (612 milioni di euro) e dal retail (596 milioni di euro).

Grafico 05: Principali insolvenze, numero trimestrale, per entità del fatturato



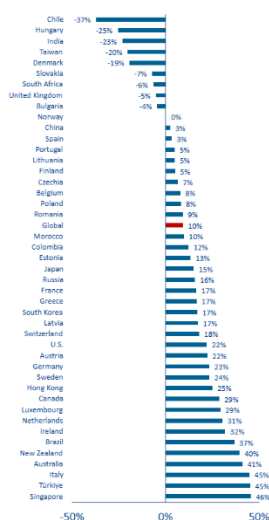
Fonte: Allianz Research

Figura 06 - Principali insolvenze per settore, numero di casi (asse x) e fatturato medio (asse y, EURmn), esercizio 2024



Fonte: Allianz Research

Figura 07: Insolvenze delle imprese nel 2024, variazioni annue in %

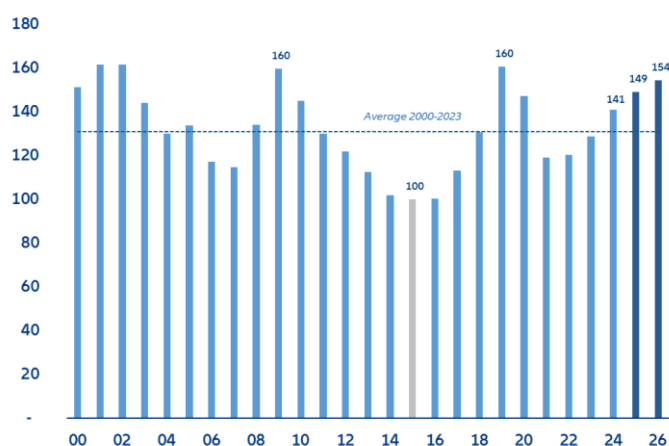


Fonte: Allianz Research

2025-2026: l'aumento delle insolvenze aziendali globali non è finito

Guardando al futuro, ci aspettiamo un aumento prolungato delle insolvenze aziendali a livello globale nel 2025 e nel 2026 (+6% e +3% rispettivamente), con conseguente aumento delle insolvenze per cinque anni consecutivi. Questo aumento globale delle insolvenze sarebbe trainato principalmente dal Nord America (+9% e +5%, rispettivamente), sostenuto dagli Stati Uniti (+11% e +6%) e dall'Asia (+5% e +6%), in particolare in Cina, dove le insolvenze delle imprese dovrebbero continuare ad aumentare rispetto ai bassi livelli raggiunti nel 2023. L'Europa occidentale dovrebbe registrare un altro aumento nel 2025 (+3%) per il quarto anno consecutivo, prima di vedere un modesto miglioramento nel 2026 (-3%), un trend rispecchiato dall'Europa centrale e orientale (rispettivamente -3% e -4%). Nel 2025 la dinamica rialzista rimarrebbe ampia. Due terzi dei paesi, che insieme rappresentano il 69% del PIL globale, registreranno ancora un aumento delle insolvenze aziendali nel 2025 (+7% a/a in media semplice per i paesi interessati, dopo il +20% nel 2024), con la metà di essi che registrerà un aumento inferiore al +10%. Gli incrementi maggiori si verificherebbero in Russia, Turchia, Italia, Brasile, Stati Uniti e Germania in termini relativi (+24% a/a, +20%, +17%, 13%, 11% e +10%, rispettivamente), mentre le diminuzioni rimarrebbero contenute, moderate (-5% in media) e per lo più concentrate nei Paesi che hanno già registrato livelli massimi nel 2024, come Canada, Paesi nordici, Regno Unito, Giappone e Australia. Le nostre previsioni per il 2026 indicano un trend ribassista più diffuso, anche se limitato (-7% a/a in media semplice). Prevediamo che la maggior parte dei paesi registrerà una diminuzione delle insolvenze aziendali e diversi paesi registreranno un numero stabile di insolvenze (Svizzera, Portogallo, Grecia, Lituania, Lettonia, Sudafrica e Marocco). Le eccezioni sarebbero limitate, con un numero di economie al rialzo doppio rispetto al 2026 (13) rispetto al 2025 (30). Tuttavia, la lista di controllo per i mercati a rischio di aumento delle insolvenze include in particolare Stati Uniti (+6% a/a), Cina (+10%), Germania (+2%), Russia (+16%), Italia (+2%) e Brasile (+5%). Questa lista di economie grandi e piccole rappresenta non solo una quota significativa del PIL globale (60%), e quindi del nostro indicatore principale (69%), ma anche una quota importante del PIL di ciascuna regione, portando l'Europa occidentale e l'Europa centrale e orientale ad essere le uniche due regioni a registrare un'inversione di tendenza al ribasso.

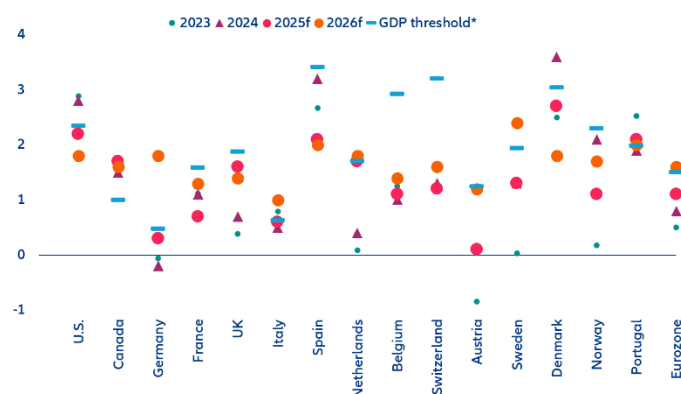
Grafico 08 - Indice globale delle insolvenze, livello annuo, base 100: 2015



Fonte: Allianz Research

La persistente mancanza di slancio economico, che sostiene la concorrenza sui prezzi e mette sotto pressione la redditività, sta alimentando il rischio di insolvenza per le imprese più fragili. In diversi paesi, è improbabile che il livello di attività previsto per i prossimi trimestri raggiunga il minimo storicamente richiesto per stabilizzare almeno il numero di insolvenze, con una crescita del PIL ancora modesta, in particolare negli Stati Uniti (+2,2% nel 2025), nell'Eurozona (+1,1%) e nei mercati emergenti, compresa la Cina (+4,6%). Sulla base delle sensibilità a lungo termine (si veda la Figura 09), gli Stati Uniti avrebbero bisogno di +0,1 punti percentuali e +0,5 punti percentuali di crescita aggiuntiva del PIL rispettivamente nel 2025 e nel 2026 per stabilizzare il numero di insolvenze. Per l'Eurozona sarebbe in media di +0,4 punti percentuali nel 2025, rispetto ai +0,7 punti percentuali del 2024, con la maggior parte dei paesi che riduce solo gradualmente il divario del PIL rispetto al 2024, ma Francia e Spagna continuano ad ampliare il divario. Questa mancanza di slancio economico probabilmente sosterrà la concorrenza e limiterà il potere di determinazione dei prezzi, indebolendo la crescita dei ricavi e indebolendo solo moderatamente la pressione sulla redditività, in altre parole, mantenendo le insolvenze a livelli elevati per diversi trimestri.

Figura 09: Livello del PIL che stabilizza le insolvenze rispetto alle previsioni del PIL 2025-26, Stati Uniti, Canada e paesi europei selezionati.

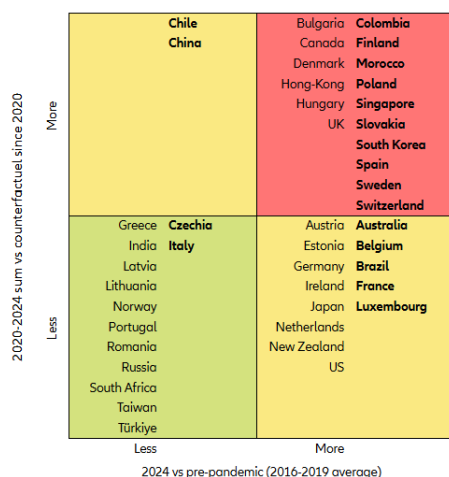


(*) Soglia del PIL: dinamica di crescita del PIL necessaria per stabilizzare il numero di insolvenze prima della pandemia

Fonte: Allianz Research

Anche la liquidazione dell'arretrato di insolvenze post-Covid rimane un fattore potenzialmente rialzista in diverse economie avanzate. Diversi dati suggeriscono che un maggior numero di paesi ha potenzialmente finito o si avvicina alla fine del recupero⁴ che ci si aspettava, oltre al numero di casi "tornati alla normalità". In primo luogo, quasi un paese su due ha registrato più insolvenze nel 2024 rispetto a quelle osservate durante la Grande Crisi Finanziaria (media 2008-2010), l'ultimo periodo di forti turbolenze economiche, in particolare Svizzera, Svezia, Lussemburgo, Belgio, Italia, Francia e Finlandia nell'Europa occidentale, anche se a livello globale il nostro indice di insolvenza ha chiuso il 2024 al di sotto del livello di GFC del 12%. In secondo luogo, il numero di paesi che registrano più insolvenze in termini annuali rispetto a prima della pandemia (media 2016-2019) si attesta ora a due su tre all'inizio del 2025, rispetto a un paese su due all'inizio del 2024. Per la metà di questi paesi, questo avanzo supera ampiamente il 10%, in particolare le economie avanzate dell'Europa occidentale, con la Svezia in testa (+62% in più rispetto alla media 2016-2019), seguita dalla Svizzera (+60%), dalla Finlandia (+39%), dal Regno Unito (+30%), dall'Austria (+30%) e, in misura minore, da molti altri, tra cui Francia, Spagna, Belgio e Germania, nonché dal Giappone (+20%), Australia (+56%), Canada (+73%) e Corea del Sud (+144%). A livello globale, il nostro indice principale si è attestato del 12% al di sopra della media 2016-2019 alla fine del 2024, rafforzando l'idea che diversi paesi potrebbero essere più vicini al loro picco. Tuttavia, un rapido confronto con i livelli del periodo 2016-2019 mostra che, tra il 2020 e il 2022, le misure di sostegno alle imprese hanno risparmiato l'equivalente di tre quarti delle insolvenze in paesi come Stati Uniti, Germania, Austria, Norvegia, Portogallo e Nuova Zelanda e l'equivalente di un anno di insolvenze solitamente segnalate in Australia, Paesi Bassi, Francia, Irlanda e Italia. In altre parole, ciò significa che solo la metà dei paesi ha più che compensato le insolvenze "mancanti" dell'intero periodo Covid-19 e le onde d'urto della guerra in Ucraina. Questo è il caso in particolare del Regno Unito, della Spagna, della Danimarca e del Canada, ma non ancora in particolare per gli Stati Uniti, la Germania, la Francia, l'Italia e molti altri paesi europei.

Figura 10: livello di insolvenze nel 2024 rispetto alla media pre-pandemia (asse delle ascisse), liquidazione post-covid dell'arretrato (asse delle ordinate) e livello di GFC (*)

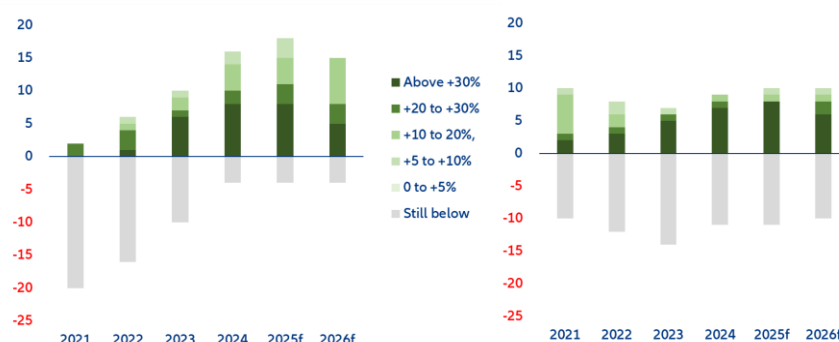


(*) I paesi in grassetto superano il livello di insolvenze della GFC nel 2024

Fonte: Allianz Research

⁴ Ricordiamo che la "normalizzazione" era ampiamente prevista per il 2023 e il 2024, poiché il numero di insolvenze osservate nel 2020 e nel 2022 è stato artificialmente ridotto dal massiccio sostegno statale offerto alle imprese, prima durante la crisi del Covid-19 e poi dopo le onde d'urto della guerra in Ucraina, in particolare sui prezzi dell'energia in Europa. Questo sostegno statale ha permesso alle imprese di evitare di dichiarare bancarotta, ma così facendo ha creato un arretrato di potenziali insolvenze future tra alcune delle imprese non redditizie che hanno beneficiato del sostegno, principalmente piccole e medie imprese (PMI).

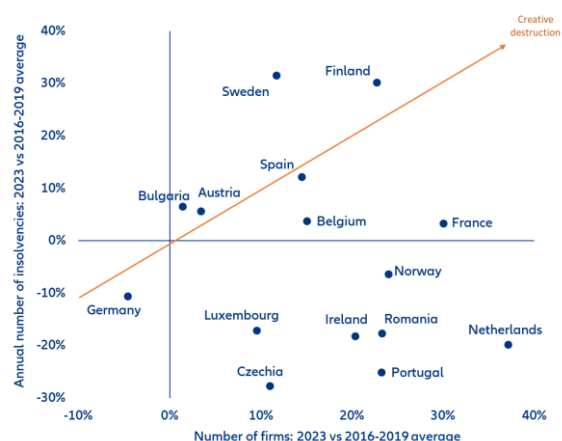
Figura 11: Divario con il livello medio 2016-2019 delle insolvenze delle imprese in %, per anno, per numero di economie avanzate (a sinistra) e numero di mercati emergenti (a destra)



Fonte: Allianz Research

Inoltre, il dinamismo della creazione di imprese ha anche aumentato meccanicamente il potenziale di un maggior numero di insolvenze. La creazione di imprese ha subito un'accelerazione dopo la pandemia nella maggior parte dei paesi, grazie a vari fattori come l'aumento del lavoro a distanza e dell'e-commerce (che alimenta i trasporti e le imprese guidate dalla tecnologia), la spinta verso la sostenibilità (a sostegno dei settori delle tecnologie verdi e dell'energia) e programmi nazionali specifici dedicati a rilanciare le startup e la creazione di PMI. In Europa, ad esempio, le immatricolazioni di nuove imprese hanno dimostrato di essere superiori del +9% nel periodo 2021-2024, rispetto al periodo 2016-2019, con l'Eurozona in una buona posizione (+11%) grazie in particolare a Francia (+49%), Paesi Bassi (+28%), Belgio (+17%), Portogallo (+13%) e Spagna (+12%). Quattro settori hanno chiaramente guidato la dinamica, vale a dire informazione/comunicazione (+28%), trasporti/magazzinaggio (+26%), immobiliare/servizi B2B (+16%) e istruzione/sanità/servizi sociali (+12%). La creazione dinamica di imprese stimolerà l'aumento "naturale" delle insolvenze delle imprese, in quanto i) le start-up e le imprese più giovani sono spesso a maggior rischio di affrontare difficoltà finanziarie e insolvenze rispetto alle loro controparti più consolidate, che possono resistere meglio a cicli economici deboli, e ii) un numero più elevato di imprese spesso porta a imprese più fragili quando il ciclo economico e finanziario si sta indebolendo. Vale a dire un rischio più elevato di "società zombie", e quindi di un'errata allocazione del capitale e di una riduzione della produttività complessiva. Più concretamente, ci sono quattro tipi di paesi in Europa: (i) quelli in cui lo stock di imprese si sta riducendo, come la Germania; ii) quelle in cui il parco imprese cresce molto più lentamente rispetto ai fallimenti delle imprese, come la Svezia e la Finlandia; iii) quelle in cui la dinamica dei fallimenti e l'evoluzione dello stock di imprese sono di intensità stretta, come la Spagna e l'Austria e iv) infine, quelle in cui lo stock di imprese cresce più rapidamente dei fallimenti aziendali, come i Paesi Bassi, il Portogallo e, in misura minore, la Francia e il Belgio. E' in queste ultime due categorie che il potenziale di fallimento è aumentato, a parità di altre condizioni.

Figura 12: Dinamica demografica delle imprese rispetto alla dinamica delle insolvenze delle imprese (*), alcuni paesi europei

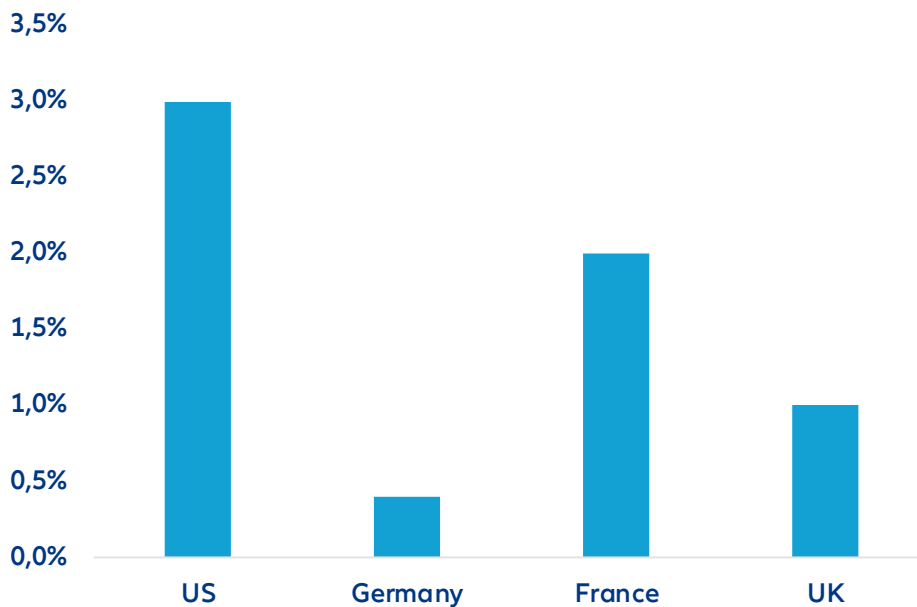


(*) Per l'industria, l'edilizia e i servizi di vendita (ad eccezione della pubblica amministrazione e della difesa, della previdenza sociale obbligatoria, delle attività delle organizzazioni associative)

Fonti: Eurostat, Allianz Research

Il mantenimento dei tassi di interesse elevati e la minore disponibilità di credito potrebbero peggiorare le prospettive. Quando il credito si restringe, le aziende devono affrontare costi di finanziamento più elevati, flussi di cassa ridotti e maggiori rischi di insolvenza. Ciò è particolarmente pericoloso per le piccole imprese e le società fortemente indebitate che si affidano al credito per la stabilità operativa. Di conseguenza, l'abbandono della politica monetaria ultra-accomodante negli ultimi anni ha contribuito al forte aumento delle insolvenze. Alla luce dell'attuale contesto dei tassi d'interesse e dei rischi inflazionistici, le banche centrali e i responsabili politici si trovano di fronte a difficili compromessi. Anche se ci aspettiamo che il ciclo di allentamento continui su entrambe le sponde dell'Atlantico, l'aumento dell'inflazione potrebbe rallentare il ritmo, mantenendo incerte le prospettive per l'offerta di credito e la solvibilità delle imprese. Se i costi di finanziamento aumentano e/o il credito diventa meno accessibile, ciò potrebbe portare a un rallentamento della crescita del credito, a un inasprimento delle condizioni finanziarie e a un aumento dei rischi di insolvenza per le imprese altamente indebitate. Le nostre stime suggeriscono che una diminuzione dell'1% del credito aumenta le insolvenze di circa il +3% negli Stati Uniti, del +0,4% in Germania, del +1% nel Regno Unito e del 2% in Francia dopo tre mesi (si veda la Figura 13).

Figura 13 - Impatto di una diminuzione dell'1% del credito sulle insolvenze (SPA)



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

E una guerra commerciale a tutti gli effetti potrebbe spingere le insolvenze globali oltre il +7% nel 2025 e nel 2026. Le nostre prospettive di insolvenza potrebbero peggiorare se l'economia europea dovesse registrare risultati più deboli del previsto, con una maggiore mancanza di slancio, o se la resilienza dell'APAC fosse più debole e maggiori venti contrari dalla Cina, nonché se le prospettive per gli Stati Uniti peggiorassero ulteriormente. Anche la geopolitica potrebbe essere un importante fattore di turbolenza, con i conflitti in corso in Russia-Ucraina e in Medio Oriente, le tensioni nel Mar Cinese Meridionale e le incertezze politiche su Taiwan. Sul fronte commerciale, gli attuali attriti sui dazi hanno già aumentato le nostre previsioni di +1,4 punti percentuali sia per il 2025 che per il 2026. Tuttavia, una vera e propria guerra commerciale, ossia con i dazi effettivi statunitensi superiori al 25%, rispetto al 9% di inizio marzo e al 2,5% prima della rielezione di Trump, aumenterebbe le nostre previsioni di ulteriori +2,1 punti percentuali e +4,8 punti percentuali, portandoli a +7,8 e +8,3 punti percentuali a livello globale rispettivamente nel 2025 e nel 2026⁵. Per il periodo 2025-2026, ciò significherebbe +6.800 casi in più negli Stati Uniti e +9.100 in Europa occidentale, con un contributo significativo da Francia (3.100), Germania (1.000), Italia (1.000), Regno Unito (900) e Paesi Bassi (700).

L'aumento della spesa per la difesa è un punto positivo per le aziende, anche se l'impatto positivo potrebbe essere limitato ad alcuni settori. Il tanto atteso aumento della spesa per la difesa europea rappresenta sia un'opportunità che una sfida. Da un lato, potrebbe rivitalizzare settori industriali chiave e migliorare le capacità tecnologiche. D'altro canto, i vincoli di capacità e le strozzature dell'offerta potrebbero spostare gran parte del guadagno economico all'estero, limitandone i benefici. Se i governi europei si impegnassero in piani di approvvigionamento a lungo termine e investimenti nella capacità produttiva interna, i benefici economici potrebbero espandersi in modo significativo. Gli investimenti in nuove linee di produzione, materiali avanzati e ricerca e sviluppo potrebbero stimolare l'innovazione e diffondersi nelle industrie civili. I settori più direttamente colpiti dall'aumento della spesa per la difesa sono l'aerospaziale, i macchinari pesanti, i metalli, l'elettronica e le costruzioni (si veda la Figura X). Al contrario, i settori orientati ai consumi come la vendita al dettaglio, l'agroalimentare e il tempo libero

⁵ Sulla base dell'impatto sulla crescita economica (PIL reale) e delle sensibilità storiche tra le dinamiche economiche e l'andamento delle insolvenze delle imprese.

vedranno un impatto diretto limitato dalla spesa per la difesa. Nel complesso, l'impulso positivo alla domanda in settori selezionati e i suoi effetti di ricaduta potrebbero ridurre le insolvenze di -0,4 punti percentuali e di -1,0 punti percentuali rispetto alle nostre previsioni di base per il 2025 e il 2026, risparmiando circa 3 700 imprese in Europa, a condizione che la domanda interna per altri settori regga e che i governi adottino una buona disciplina di pagamento.

Figura 15: Impatto settoriale dell'aumento della spesa per la difesa.

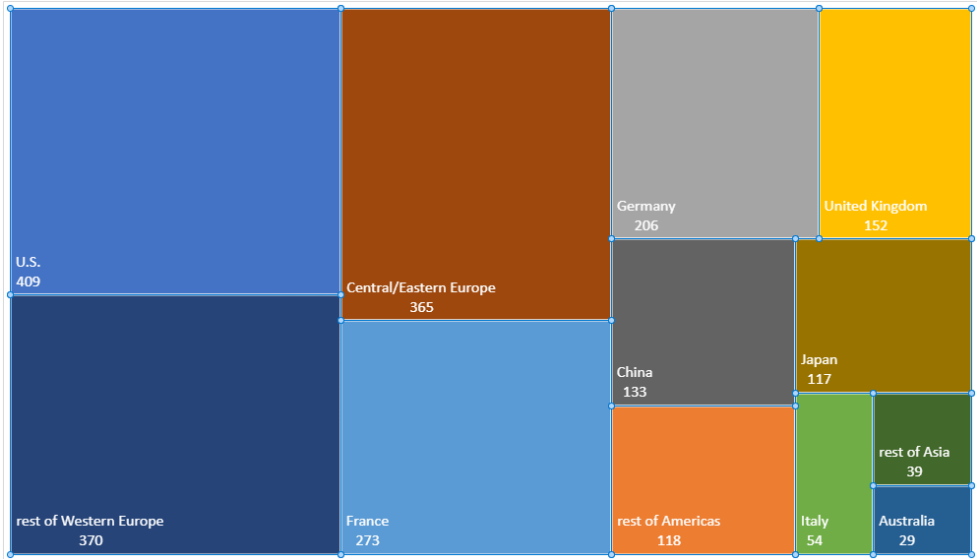
Settore	Impatto sulla domanda	Canale di trasmissione
Attrezzature per la difesa e il trasporto	Fortemente positivo	Gli ordini di approvvigionamento diretto per aerei militari, carri armati, navi, ecc., portano a una maggiore produzione. I grandi contratti per la difesa aumentano la produzione per i principali appaltatori (Airbus, Dassault, KMW, ecc.) e le loro catene di approvvigionamento. Stimola anche la ricerca e lo sviluppo nella produzione avanzata, con potenziali ricadute tecnologiche.
Metalli e prodotti chimici	Positivo	Aumenta la domanda intermedia di materie prime e componenti. I veicoli militari, le armi e le infrastrutture richiedono acciaio e metalli (per armature, telai, munizioni), potenziando l'estrazione mineraria, le acciaierie e la fabbricazione dei metalli. Le esigenze della difesa di materiali ad alte prestazioni stimolano l'innovazione nella metallurgia e nei propellenti chimici.
Elettronica e ICT	Positivo	Aumento dell'approvvigionamento di tecnologia e dei finanziamenti per la ricerca e lo sviluppo . Le armi moderne si basano sull'elettronica (radar, avionica, semiconduttori) e su sistemi informatici sicuri. I contratti di difesa per le aziende tecnologiche (ad es. sistemi radar, sicurezza informatica) generano entrate. La ricerca e lo sviluppo militare finanziati dal governo (ad esempio nell'intelligenza artificiale, nella crittografia, nell'avionica) creano innovazione che può essere trasferita al settore tecnologico civile.
Edilizia e infrastrutture	Positivo	Investimenti infrastrutturali per strutture di difesa. Espansione o aggiornamento di basi, caserme, porti, aeroporti e hub logistici per supportare un esercito più grande. Le imprese edili ottengono progetti di costruzione o ristrutturazione di infrastrutture militari (simili alla spesa per lavori pubblici, ma legati alla difesa). Include anche la costruzione di fortificazioni o infrastrutture informatiche (data center).
Servizi di Trasporto e Logistica	Positivo	Aumentano le spese operative per lo spostamento di truppe ed equipaggiamenti. Più esercitazioni e dispiegamenti militari significano un maggiore utilizzo dei servizi di trasporto (voli charter, ferroviari e autotrasporti per attrezzature, spedizioni). Le società di logistica possono ottenere contratti per la gestione della catena di approvvigionamento e la consegna di materiale per la difesa. I servizi di manutenzione per le nuove apparecchiature creano anche affari per i fornitori di servizi tecnici.
Beni di consumo e vendita al dettaglio	Neutrale	Scarso legame diretto con la spesa per la difesa. Nessuna spesa pubblica diretta in questo settore; Qualsiasi effetto è indiretto attraverso l'aumento dell'occupazione/reddito in altri settori. Gli aumenti salariali del settore della difesa potrebbero aumentare leggermente i consumi locali, ma la domanda complessiva dei consumatori sarebbe invariata rispetto allo scenario di base.
Sanità	Da neutro a leggermente negativo	Una potenziale riallocazione del budget potrebbe ridurre le entrate . Se gli aumenti della difesa sono finanziati dal debito o da entrate extra, questi settori rimangono neutrali. Ma se i fondi vengono dirottati, i servizi pubblici potrebbero trovarsi di fronte a vincoli di bilancio. Meno risorse per gli ospedali o la sicurezza sociale avrebbero un impatto negativo.
Altre industrie manifatturiere (beni strumentali non destinati alla difesa)	Da neutro a leggermente negativo	Spiazzamento della capacità . Settori come i macchinari, l'automotive (per uso civile) o le apparecchiature per le energie rinnovabili non vedono ordini diretti di difesa. Potrebbero trovarsi di fronte a mercati del lavoro e dei fattori di produzione più ristretti se i progetti della difesa assorbissero ingegneri e materiali (ad esempio acciaio, elettronica), aumentando potenzialmente i costi.

Immobiliare e costruzioni (progetti civili)	Da neutro a leggermente negativo	Effetti collaterali macroeconomici. Un aumento del deficit guidato dalla difesa potrebbe esercitare una pressione al rialzo sui tassi di interesse, aumentando i costi di finanziamento per lo sviluppo immobiliare e le costruzioni non militari. Se l'inflazione aumenta a causa della forte domanda di difesa in un'economia a pieno regime, le banche centrali potrebbero aumentare i tassi, raffreddando il mercato immobiliare. Tuttavia, questi effetti sono incerti e in assenza di surriscaldamento, l'impatto rimane neutro.
---	---	---

Fonte: Allianz Research

Nel 2025, l'aumento prolungato delle insolvenze delle imprese metterà a rischio 2,3 milioni di posti di lavoro a livello globale (+120 mila rispetto al 2024), seguiti da un aumento marginale nel 2026 (+20 mila). Calcoliamo questo dato in base al numero medio di dipendenti per azienda, alla percentuale di aziende che entrano immediatamente in una fase di liquidazione (72% in media) e alla quota di persone licenziate in una fase di ristrutturazione (32% in media). Europa occidentale (1.1 milione) guiderebbe questo conteggio globale davanti al Nord America (~450 mila), entrambi registrando un massimo di 10 anni, con i numeri più alti registrati in Francia (270 mila), Germania (210 mila), Svizzera (180 mila) e Regno Unito (152 mila). Seguiranno l'Europa centrale e orientale (~370k) – sostenuta dalla Russia (200k) – e l'Asia (~320k) – spinta da Giappone (120k) e Cina (130k) – entrambe con un numero annuo moderatamente crescente dal 2022 (+10% e +12%, rispettivamente, rispetto al +18% e +34% dell'Europa occidentale e del Nord America). A livello globale, i principali settori a rischio sono l'edilizia, il retail e i servizi.

Grafico 14 - Posti di lavoro a rischio a causa di insolvenze delle imprese nel 2025, in migliaia



Fonti: OCSE, SBS (Eurostat), ONS, Censimento degli Stati Uniti, StaCan, Allianz Research

Un panorama normativo in evoluzione in Europa

I cambiamenti normativi stanno accompagnando le tendenze dell'insolvenza in Europa. Sono in discussione diverse proposte volte a modificare il quadro normativo in materia di elaborazione dei pagamenti, fatturazione e insolvenze, che potrebbero cambiare radicalmente il modo in cui le imprese operano in Europa. Il diritto fallimentare, che è stato a lungo disciplinato dalla legislazione nazionale dell'UE, riflette tradizioni giuridiche e priorità economiche distinte in ciascuno Stato membro. Nonostante i numerosi tentativi di armonizzare le norme in materia di insolvenza in tutta l'UE, con il regolamento dell'UE sulle procedure di insolvenza (EIR) e la successiva direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva e sulla seconda opportunità nel 2019, le leggi in materia di insolvenza rimangono lontane dall'essere completamente armonizzate, soprattutto in aree critiche come i fattori scatenanti dell'insolvenza, la classificazione dei creditori e il trattamento dei creditori privilegiati.

Con una mossa insolitamente audace, la Commissione europea ha annunciato a febbraio che proporrà un 28° regime giuridico, che esisterà accanto ai sistemi giuridici nazionali dei 27 Stati membri dell'UE, piuttosto che sostituirli o armonizzarli. L'idea alla base di questo concetto è quella di creare un quadro giuridico facoltativo e uniforme in base al quale le imprese e i cittadini di tutta l'UE possano scegliere di operare, semplificando le transazioni transfrontaliere e riducendo la frammentazione giuridica. È probabile che la proposta si concentri sulla proposta di un'identità digitale unica riconosciuta in tutti gli Stati membri dell'UE e di un quadro giuridico armonizzato per il diritto societario, l'insolvenza, il diritto del lavoro e possibilmente la tassazione. A differenza dell'attuale status di società europea (SE), che è complesso e adatto alle grandi imprese, questo nuovo quadro sarebbe pensato su misura per le startup e le PMI, consentendo loro di scalare facilmente oltre confine senza bisogno di costituzioni nazionali separate. Permangono sfide e ostacoli politici, in quanto un quadro facoltativo richiede il consenso tra gli Stati dell'UE, il che può essere difficile data le diverse tradizioni giuridiche e gli interessi economici. Tuttavia, in caso di successo, questo potrebbe essere un passo importante nell'armonizzazione delle leggi in materia di insolvenza in Europa. Anche se ciò non avrà un forte impatto sulle insolvenze a breve termine, un 28° regime dovrebbe intensificare la concorrenza nel mercato interno a lungo termine e aumentare strutturalmente le insolvenze nelle regioni meno competitive. Inoltre, nella prossima comunicazione della Commissione sul completamento dell'Unione del risparmio e degli investimenti "L'Unione del risparmio e degli investimenti" prevista per il 19 marzo, dovrebbero essere annunciati cambiamenti di vasta portata nel quadro normativo in materia di insolvenza, che dovrebbero affrontare settori critici quali i fattori di insolvenza e la classificazione dei creditori. Ciò potrebbe anche portare a un aumento delle insolvenze in giurisdizioni meno rigorose, che saranno costrette a conformarsi alle nuove norme dell'UE.

I termini di pagamento rimangono un'importante fonte di finanziamento del capitale circolante per le imprese e sono stati al centro dei dibattiti politici a Bruxelles⁶⁷. Nel tentativo di ridurli, nel settembre 2023 la Commissione europea ha presentato una proposta sulla lotta ai ritardi di pagamento, che ha limitato i termini di pagamento da 60 a 30 giorni in tutta Europa e ha introdotto limiti e restrizioni rigorosi alla capacità delle imprese di negoziare i termini. Tuttavia, questa proposta è stata criticata da diversi settori per non aver mantenuto la libertà contrattuale e la flessibilità necessaria per le imprese di tutte le dimensioni per negoziare nel loro migliore interesse. È stato inoltre osservato che i diversi requisiti di capitale circolante, i cicli di produzione e le dinamiche di mercato potrebbero essere perturbati da tale modifica dei termini di pagamento e potenzialmente aumentare le insolvenze nei mercati che si basano su termini di pagamento più ampi per il finanziamento del capitale circolante. In effetti, le aziende abituate a lunghi termini di pagamento avrebbero bisogno di cercare un finanziamento del capitale circolante, il che comporterebbe un rischioso processo di adeguamento per ottenere un prestito di credito bancario. I legislatori europei (Commissione europea, Parlamento europeo e Consiglio europeo) non sono riusciti a raggiungere un accordo dopo che un gruppo di Stati membri guidati da Germania e Austria ha scritto alla Commissione europea e ha chiesto il ritiro della proposta di regolamento. Questi Stati membri hanno inoltre raccomandato alla Commissione di condurre una valutazione d'impatto più ampia,

⁶ Consulta il nostro precedente report: [Global Insolvency Outlook: The bbb and flow of the insolvency wave](#).

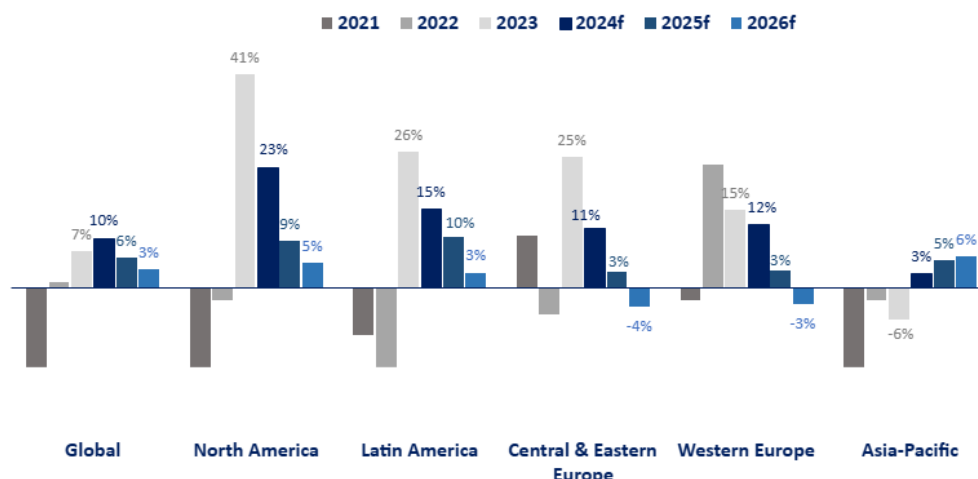
⁷ Vedi il nostro precedente rapporto: [Allianz | Il costo di pagami più tardi](#)

che "analizzi in modo approfondito tutte le questioni pertinenti e giustifichi tutte le scelte politiche effettuate in modo trasparente". I termini di pagamento rimangono un argomento molto dibattuto e ci si aspetta ulteriori lavori normativi in materia, con il chiaro rischio che la riduzione dei termini di pagamento attraverso la regolamentazione possa aumentare le insolvenze a breve termine.

La fatturazione elettronica inciderà anche sulle insolvenze. McKinsey stima che un'ampia adozione della fatturazione elettronica dovrebbe ridurre i termini di pagamento del 20%, riducendo al contempo del 30% i costi amministrativi derivanti dall'elaborazione delle fatture. La fatturazione elettronica (e-invoicing) si riferisce alla creazione, allo scambio e all'archiviazione digitale delle fatture per le transazioni commerciali. A differenza della semplice digitalizzazione (scansione delle fatture cartacee), la fatturazione elettronica richiede un formato standardizzato e l'invio attraverso un sistema centralizzato per garantire trasparenza ed efficienza nelle transazioni B2B. Spesso è anche un modo per i governi di imporre obblighi di comunicazione al fine di combattere le frodi in materia di IVA. L'UE continua a lavorare per armonizzare ulteriormente le pratiche di fatturazione elettronica in tutti gli Stati membri e i legislatori europei hanno appena approvato la proposta sull'IVA nell'era digitale (ViDA, proposta nel 2022) il 12 febbraio. Questa proposta rappresenta un punto di svolta per la fatturazione elettronica in tutta Europa, in quanto il testo introduce diversi requisiti fondamentali, tra cui il principale dei quali è uno sportello unico europeo per l'IVA (OSS) per la registrazione di un'impresa a partire da luglio 2028 e, a partire dal 1° gennaio 2030, una standardizzazione a livello dell'UE dei sistemi nazionali di fatturazione elettronica a partire da fatture elettroniche strutturate sarà il sistema predefinito per l'emissione delle fatture. La fatturazione elettronica diventerà obbligatoria per le transazioni intracomunitarie e gli Stati membri disporranno di una maggiore flessibilità per implementare un sistema nazionale di fatturazione elettronica. Nel complesso, si prevede che queste normative miglioreranno la trasparenza e l'efficienza delle transazioni commerciali, a vantaggio delle imprese sane e facendo luce su quelle in difficoltà.

Prospettive regionali

Grafico 15: Indici di insolvenza globali e regionali, variazione annua in %



Fonte: Allianz Research

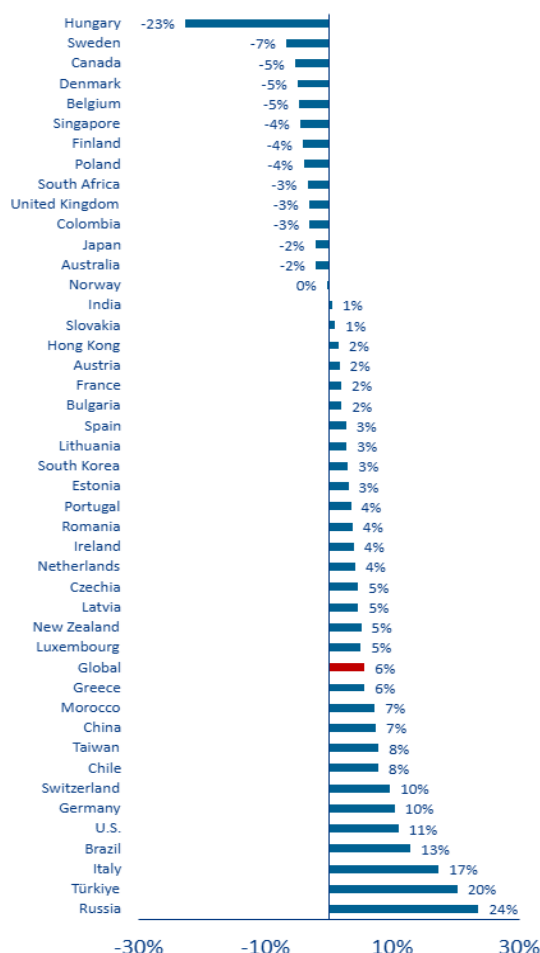
Il Nord America guiderà il rimbalzo globale delle insolvenze delle imprese nel 2025 e nel 2026, con gli Stati Uniti che prolungheranno il loro rimbalzo (+11% nel 2025 e +6% nel 2026, da +11% nel 2024) e il Canada che vedrà un moderato calo rispetto al principale trend rialzista registrato dal 2022 (rispettivamente -5% e -8%, dal +35% in media nel periodo 2022-2024).

Per quanto riguarda gli **Stati Uniti**, ci aspettiamo che il rallentamento dell'economia e gli effetti ritardati del forte inasprimento delle condizioni di finanziamento del 2022-2023 portino a un altro aumento significativo delle insolvenze delle imprese. Le imprese hanno gradualmente utilizzato le riserve accumulate dopo la forte ripresa post-Covid, in particolare le PMI. Ora devono affrontare nuove sfide, tra cui l'incertezza della politica commerciale, gli aumenti delle tariffe, i tagli alla spesa DOGE, i licenziamenti federali e le restrizioni all'immigrazione. Allo stesso tempo, non otterranno molto più sollievo dal ciclo dei tassi di riferimento prima del 2026 e dovranno ancora adattare i loro modelli di business per proteggere la quota di mercato in un mercato interno altamente competitivo. I tagli alle tasse e un mercato del lavoro solido limiterebbero solo il ribasso. Ciò significherebbe un ritorno a 27.100+ insolvenze entro il 2026, ovvero +18% in più rispetto alla media 2016-2019 (23.000), anche se si tratta ancora di un livello basso da un punto di vista storico (34.000 per la media 2000-2020, 41.000 per la media 1990-2020).

In **Canada**, le insolvenze aziendali hanno segnato un record di 15 anni a quasi 4.800 casi nel 2024, ovvero significativamente al di sopra (+73%) della media 2016-2019 (2.750 casi), con un'altra ampia serie di casi nel settore dell'ospitalità, della produzione e della vendita al dettaglio - che insieme rappresentano quattro insolvenze su 10 - e un'impressionante impennata nel trasporto e nello stoccaggio (+67%). Questo aumento complessivo arriva con la scadenza del sostegno finanziario del governo federale e provinciale fornito durante la pandemia, che si è aggiunto agli oneri per molte imprese, dall'aumento dei costi di produzione all'aumento dei costi di finanziamento in un contesto di indebolimento della domanda. Prevediamo un numero elevato di insolvenze nel 2025, in particolare a causa delle ulteriori tensioni commerciali con gli Stati Uniti. Tuttavia, l'anno potrebbe chiudersi al ribasso a causa del notevole effetto base creato dalla massiccia ondata di insolvenze registrata nel 1° trimestre 2024. La ripresa della domanda sosterrà una maggiore riduzione del numero di insolvenze aziendali nel 2026 a poco meno di 4.200 casi (-8%).

In **America Latina**, il **Brasile** ha registrato un aumento sostanziale delle insolvenze delle imprese nel 2024 (+37% a/a), prolungando il rimbalzo iniziato nel 2023 (+39%), e con tutti i settori che hanno contribuito al trend (+30% per i servizi, +40% per il commercio e +41% per il manifatturiero). L'aumento dell'inflazione e gli alti tassi di interesse hanno spinto un maggior numero di imprese in difficoltà finanziarie nonostante la forte espansione economica. In prospettiva, ci aspettiamo un indebolimento dell'attività e che la politica monetaria mantenga la pressione sui dati finanziari delle imprese. Le insolvenze aziendali dovrebbero continuare a raggiungere nuovi livelli di 20 anni nei prossimi trimestri, con oltre 4.000 e 4.200 casi rispettivamente nel 2025 e nel 2026.

Grafico 16: numero previsto di insolvenze per il 2025, variazioni annuali in %



Fonte: Allianz Research

L'Asia ha chiuso il 2024 con aumenti superiori alle attese nella maggior parte dei paesi e aumenti importanti, in particolare a **Singapore** (+46%), **Australia** (+41%), **Nuova Zelanda** (+40%), **Hong Kong** (+25%), **Corea del Sud** (+17%) e **Giappone** (+15%), dove l'aumento delle insolvenze è rimasto forte in termini assoluti, in particolare nelle costruzioni (+231 insolvenze a 1.924 casi), nel commercio all'ingrosso (+254 a 1.214) e (+389 a 3.329). L'India e Taiwan sono state eccezioni per il secondo anno consecutivo. Prevediamo che il 2025 porterà una moderata inversione di tendenza al ribasso in tre paesi che hanno toccato i massimi nel 2024, vale a dire Australia (massimo storico), Singapore (record di 24 anni) e Giappone (record di 11 anni). Altri paesi sono destinati a registrare un aumento più significativo (Taiwan, Nuova Zelanda) o minore (India, Corea, Hong Kong), dato l'indebolimento della domanda esterna e gli effetti ritardati di tassi di interesse elevati prolungati. In questo contesto, Hong Kong dovrebbe registrare il maggior numero di insolvenze aziendali dal 2010 nel 2025 (450 casi) e la Corea del Sud il più alto dal 2000 (2.000 casi). A livello regionale, ciò si tradurrebbe in un aumento del +5% a/a nel 2025 (+1% senza la

Cina), dal +3% del 2024 (+3% senza la Cina), seguito dal +6% nel 2026 (-4% senza la Cina), con **la Cina** che gioca un ruolo chiave dal punto di vista che rappresenta il 61% del nostro indice regionale. Ci aspettiamo che la Cina confermi nel 2025-2026 l'inversione di tendenza al rialzo iniziata nel 2024, con un rimbalzo del +3% a 7.150 casi, livello ancora basso rispetto ai livelli record del 2019-2020 (11.900 casi in media), ma vicino al numero pre-pandemia (7.430 in media per il 2017-2018). Nonostante l'ulteriore stimolo fiscale di 2,9 trilioni di RMB annunciato per il 2025, prevediamo che il rallentamento economico sosterrà un graduale aumento delle insolvenze delle imprese (+7% e +10% rispettivamente nel 2025 e nel 2026), avvicinandole a 8.000 casi entro il 2026. È importante sottolineare che è probabile che l'edilizia rimanga in stasi nel 2025 nonostante i primi segnali di un potenziale minimo della domanda immobiliare, mentre è probabile che le preoccupazioni si estendano alle aziende più orientate all'esportazione, poiché queste ultime continueranno ad affrontare i venti contrari del commercio globale a causa della posizione della Cina nelle catene di approvvigionamento globali.

L'Europa occidentale è rimasta un contributo chiave all'aumento globale delle insolvenze nel 2024, nonostante un rimbalzo più lento (+12% a/a), principalmente a causa della riduzione del numero di casi nel Regno Unito (-5%). L'Eurozona ha registrato una notevole accelerazione (+19%), in particolare in Francia (+17%), Germania (+23%) e Italia (+45%). Ci aspettiamo un altro moderato aumento a livello regionale, anche se più moderato (+3%), e per l'Eurozona (+6%) per il quarto anno consecutivo. Ciò spingerebbe la regione notevolmente al di sopra del numero di casi pre-pandemia (del +23% rispetto alla media del 2016-2019, dal +20% del 2024), ma lo stimolo fiscale annunciato in Germania ha il potenziale per limitare queste prospettive, mentre il cambiamento del quadro di insolvenza in Svizzera potrebbe aumentarlo. La maggior parte degli altri Paesi registrerebbe un aumento più contenuto rispetto al 2024, in particolare i mercati principali di Francia (+2%), Spagna (+3%) e Paesi Bassi (+4%). Ma cinque paesi si distinguerebbero con un'inversione di tendenza al ribasso (Regno Unito, Belgio, Svezia, Danimarca e Finlandia). Il 2026 dovrebbe vedere una diminuzione più ampia delle insolvenze in tutti i paesi, con Germania, Italia e Irlanda come eccezioni principali. Ciò significa che la maggior parte dei paesi registrerà ancora più insolvenze rispetto al 2016-19, in particolare la Svizzera (76% in più), la Svezia (35%), l'Austria (27%), la Germania (25%), la Francia (18%) e il Regno Unito (17%).

In **Germania**, la tendenza al rialzo delle insolvenze delle imprese è iniziata con un ritardo rispetto alla maggior parte dei paesi europei. Ma ha visto una notevole accelerazione nel 2024 (+22% dal +4% del 2023), con un'impennata generalizzata in tutti i settori. In termini relativi, gli incrementi maggiori sono stati registrati nell'informazione-comunicazione (+46%), nell'immobiliare (+52%) e nelle opere socio-sanitarie (+87%). Ma in termini assoluti i settori che si sono distinti sono stati l'edilizia (17% del totale) e il commercio (16%), seguiti dai servizi B2B, dall'ospitalità e dal manifatturiero, quest'ultimo con una serie di insolvenze di aziende grandi/note. In questa fase, prevediamo un aumento del +10% a 24.300 casi per il 2025 e un aumento prolungato nel 2026 (+2% a 24.900 casi), sulla base della probabile debole uscita dalla recessione tra le principali sfide strutturali (competitività, trasformazione verde) e le incertezze sui dazi commerciali che minacciano diversi settori chiave orientati all'esportazione. Nel nostro scenario di guerra commerciale completa, tuttavia, aumenteremmo le nostre previsioni di 1.000 casi per il 2025-2026, a parità di condizioni. D'altra parte, il nuovo pacchetto fiscale dell'Unione e dell'SPD potrebbe svolgere un ruolo decisivo: con un fondo infrastrutturale da 500 miliardi di euro e l'allentamento del freno all'indebitamento, il pacchetto offre l'opportunità di creare un margine di manovra finanziario e dare nuovo slancio all'economia tedesca, riducendo in ultima analisi le previsioni di insolvenza a seconda dell'entità del pacchetto che sarà approvato e dei tempi della sua attuazione.

In **Francia**, è probabile che le insolvenze delle imprese raggiungano un nuovo massimo storico. Nel 2024, nonostante un rallentamento del trend rialzista (a +17% dopo il +35% del 2023), l'anno si è chiuso con un totale di oltre 66.100 casi, ben al di sopra dei livelli pre-crisi (20% in più rispetto alla media 2016-2019) e di fatto record storico. Tutti i settori hanno contribuito a questo aumento, per lo più a un ritmo a due cifre, in particolare l'edilizia (+25%), il retail (+11%) e l'ospitalità (+10%), che insieme rappresentano la metà del conteggio totale. Questi dati dimostrano che sono in gioco diversi fattori importanti, dall'effetto di recupero/normalizzazione post-Covid al debole ciclo economico, nonché alle sfide settoriali specifiche, al

limitato allentamento delle condizioni di credito e ad alcune difficoltà nel rimborsare i prestiti garantiti dallo Stato, oltre all'elevato livello di creazione di imprese dopo la pandemia. La prolungata debolezza della crescita economica prevista per il 2025, con un limitato sollievo dalla politica monetaria, spinge la nostra previsione al rialzo a 67.500 casi (+2%), con un limitato miglioramento in vista per il 2026 (-4% a 64.900 casi).

Nel **Regno Unito**, le insolvenze aziendali hanno chiuso il 2024 con ulteriori prove di un'inversione di tendenza al ribasso. Il Paese ha registrato 26.708 casi, indicando un primo leggero calo (-5%) dopo tre forti aumenti annuali consecutivi che hanno spinto le insolvenze a un record di 10 anni nel 2023. Le aziende hanno dovuto affrontare una serie di shock e sfide, dalle questioni legate alla Brexit e lo shock del Covid-19 alla forte stretta monetaria, all'inflazione vischiosa e al debole slancio economico. È interessante notare che la maggior parte dei settori ha registrato questa inversione di tendenza più rapida del previsto, in particolare i maggiori contributori al conteggio globale, come l'edilizia (-8%), il commercio (-9%), l'ospitalità (-6%) e il manifatturiero (-3%), mentre sono rimaste eccezioni, in particolare i servizi pubblici, l'informazione e la comunicazione, la finanza e le assicurazioni e i servizi amministrativi. Poiché è improbabile che la dinamica di crescita del Regno Unito si riprenda in modo significativo prima del 2026, ci aspettiamo che le varie sfide sul fronte delle imprese, in particolare per quanto riguarda i costi, i salari e le minacce tariffarie, mantengano elevate le insolvenze nel 2025, con un calo contenuto (-3%), prima di un maggiore sollievo per le imprese nel 2026 (-7%), che si tradurrebbe in circa 25.900 e 24.000 casi nel 2025 e nel 2026. rispettivamente.

In **Italia**, il rimbalzo delle insolvenze delle imprese ha subito una significativa accelerazione nella seconda metà del 2024, determinando uno dei maggiori aumenti a livello globale per l'intero anno (al +45%, dal +9% del 2023). È interessante notare che questa accelerazione deriva da un'impennata generalizzata in tutti i settori, con la maggior parte di essi che ha registrato aumenti a due cifre. I maggiori contributori al totale sono stati le costruzioni (+62%), il manifatturiero (+58%), il commercio (+50%) e l'ospitalità (+39%), che si distingue come l'unico settore a superare in modo massiccio il numero di insolvenze registrate nel periodo 2012-2019. Prevediamo che questo recupero continuerà in Italia, dove le insolvenze delle imprese sono ancora al di sotto del numero pre-pandemia (-8% alla fine del 2024), a differenza della maggior parte dei paesi europei. La prolungata debolezza della crescita economica prevista per il 2025 e il 2026, accompagnata da un limitato sollievo aggiuntivo dalla politica monetaria, sta sostenendo una continua tendenza al rialzo in questo orizzonte temporale, spingendo le nostre aspettative a 14.000 casi per il 2025 (+17%) e a 14.300 per il 2026 (+2%).

Prevediamo che **la Spagna** rimarrà una delle poche eccezioni rispetto ai paesi regionali, con un numero prolungato di insolvenze "simili" per tutto il periodo 2024-2026. In precedenza, la Spagna registrava una tendenza opposta nel 2020 (con un piccolo calo), nel 2021 (un'impennata massiccia) e nel 2023 (un calo notevole). Nel 2024 la resilienza dell'economia, anche grazie a una stagione record per le attività turistiche, è stata fondamentale per mantenere un numero di insolvenze piuttosto stabile (+3% dal -27% del 2023, con 4.671 casi). Sebbene tutti i principali settori stiano già superando il numero medio di insolvenze del periodo 2016-2019, ci aspettiamo che la moderazione della dinamica economica sostenga un livello elevato prolungato di casi con variazioni moderate sia nel 2025 (+3% a 4.800 casi) che nel 2026 (-2% a 4.700 casi).

Per il **Portogallo**, le prospettive di fallimento sono abbastanza simili a quelle del suo vicino spagnolo, con una crescita più moderata dei casi nel 2025 (+4%) e nel 2026 (+0%) rispetto al 2024 (+5%), quando l'aumento dei fallimenti è stato quasi generale in tutti i "distretti" – in particolare Porto (+14%) – ma non in tutti i settori. Ad esempio, per i sei settori con il maggior numero di casi, si è registrato un aumento dei servizi (+7%), del tessile (+24%) e dell'agroalimentare (+4%), ma una diminuzione delle costruzioni (-9%), del commercio al dettaglio (-1%) e dei trasporti (-3%). Nel complesso, ci aspettiamo poco meno di 2.400 fallimenti nel 2025, il che corrisponderebbe comunque a un livello leggermente inferiore a quello osservato prima della pandemia.

Nel **Benelux**, il grande divario tra Paesi Bassi e Belgio non è finito. In **Belgio** il numero di insolvenze aziendali ha già raggiunto il record degli ultimi 10 anni nel 2024 con poco più di 11.000 casi (+8%), cioè vicino al record storico del 2013 (11.740), dopo un altro notevole impulso da parte dell'edilizia (+17%), del commercio (+12%) e dei trasporti/logistica (+12%) – ma anche segnali di stabilizzazione per il settore immobiliare, i servizi B2C e l'ospitalità. In prospettiva, ci aspettiamo che il graduale miglioramento della dinamica economica e delle condizioni di finanziamento rimanga troppo moderato nel 2025 per sostenere una significativa inversione di tendenza delle insolvenze delle imprese prima del 2026. Prevediamo un graduale ritorno alla media 2016-19 entro la fine del 2026, dopo i 10.560 casi nel 2025 e meno di 10.000 casi nel 2026. Nei **Paesi Bassi**, le insolvenze delle imprese rimangono ben al di sotto dei record passati del 2013 (-55%) e del 2009 (-45%). Tuttavia, nel 2024 si sono distinti nuovamente con un altro balzo sostanziale (+31%, dopo il +52% del 2023) spiegato da un avvio più tardivo del recupero post-Covid. Le insolvenze nei servizi professionali (+45%), nelle costruzioni (+29%), nell'ospitalità (+41%) e nel commercio all'ingrosso (+33%) hanno fatto salire il conteggio finale a 4.270 casi, un massimo di otto anni al 5% in più rispetto al livello pre-pandemia. Per il 2025, prevediamo che la ripresa della domanda interna sarà troppo moderata per tradursi in un minor numero di insolvenze prima del 2026 e che diverse aziende olandesi sono fortemente esposte al difficile contesto del commercio globale. Le insolvenze aziendali dovrebbero superare i 4.400 casi nel 2025 (+4%) prima di ridursi a 4.100 casi nel 2026 (-8%).

Nel 2024 l'Austria ha già registrato un numero record di insolvenze dal 2009, con quasi 6.600 casi derivanti da un notevole aumento (+22%) per il terzo anno consecutivo (+57% e +13% rispettivamente nel 2022 e nel 2023). Tutti i settori hanno registrato aumenti a doppia cifra, in particolare i servizi B2B/finanziari (+31%), le costruzioni (+16%), il commercio (+18%) e l'ospitalità (+21%). Prevediamo che la debole uscita dalla recessione, combinata con la debolezza dell'economia tedesca – il principale partner commerciale dell'Austria – e le prospettive delle condizioni di finanziamento consentiranno un'inversione di tendenza al ribasso delle insolvenze delle imprese nel 2025. L'Austria dovrebbe chiudere il 2025 con un altro massimo di circa 6.700 casi (+2%) prima di un calo limitato sotto i 6.500 casi nel 2026 (-4%).

La Svizzera sembra destinata a registrare un nuovo record di insolvenze aziendali nel 2025, nonostante gli 8.659 casi già registrati nel 2024 dopo il quarto anno consecutivo di aumenti (al +18% nel 2024 dal +8% nel 2023) - con l'edilizia, il commercio, i servizi B2B e l'ospitalità come principali contributori al conteggio globale (con il 22%, 18%, 18% e 11% del totale, rispettivamente). Il primo motivo si basa sui fondamentali economici e finanziari, a causa delle prospettive moderate di crescita economica e della prolungata forza del franco svizzero sulle imprese orientate all'esportazione. Un secondo motivo è il cambiamento del quadro normativo in materia di insolvenza in vigore dal 1° gennaio, in base al quale le fatture non pagate di diritto pubblico – come l'IVA, i contributi previdenziali, le tasse – sono ora perseguite attraverso la procedura fallimentare. In questa fase, prevediamo che l'aumento delle insolvenze raggiungerà almeno il +10% a 9.500 casi nel 2025, con un'alta probabilità di rivedere queste prospettive con maggiori approfondimenti sull'impatto di questo cambiamento.

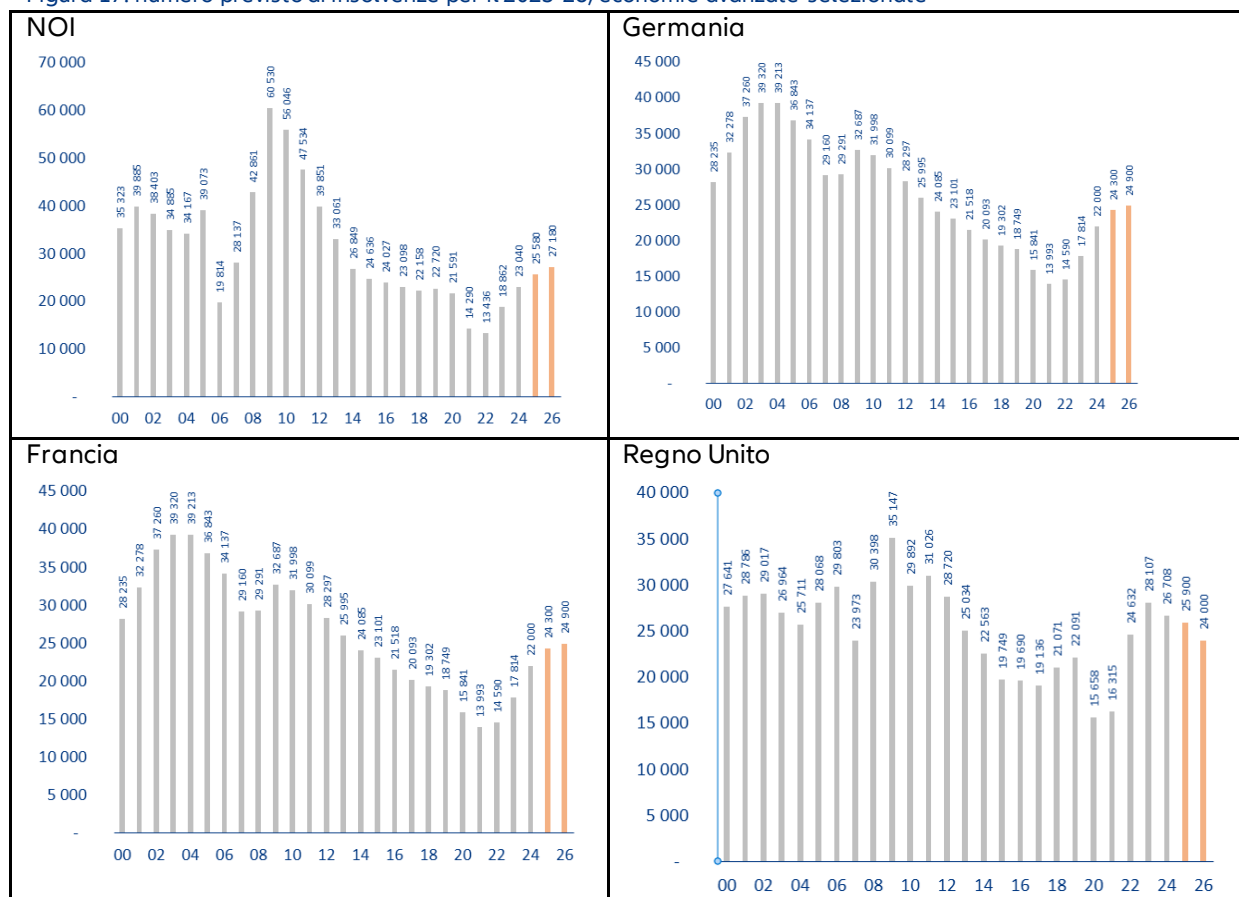
Nei **paesi nordici**, la Svezia e la Finlandia hanno registrato un aumento significativo dei casi di insolvenza nel 2024, raggiungendo livelli record da 27 anni. La Svezia ha registrato un aumento del +24%, mentre la Finlandia ha registrato un aumento del +5%, segnando anni consecutivi di insolvenze in aumento. Si prevede che entrambi i Paesi registreranno un calo moderato nel 2025, con i casi in Svezia in calo del -7% e in Finlandia del -4%, seguiti da un miglioramento più sostanziale nel 2026, con riduzioni rispettivamente del -11% e del -13%. Tuttavia, il numero annuale di casi rimarrà storicamente elevato, rispettivamente a 10.200 e 3.800 nel 2025 in Svezia e Finlandia. Al contrario, la Danimarca ha registrato un notevole calo dei casi di insolvenza nel 2024, con un calo del -19% rispetto al massimo dell'anno precedente. Prevediamo una continua e moderata diminuzione fino al 2025-2026 al di sotto dei 2.400 casi, escludendo le imprese non attive, per la Danimarca, allineandosi leggermente al di sopra dei livelli medi osservati negli anni 2000 e pre-pandemia.

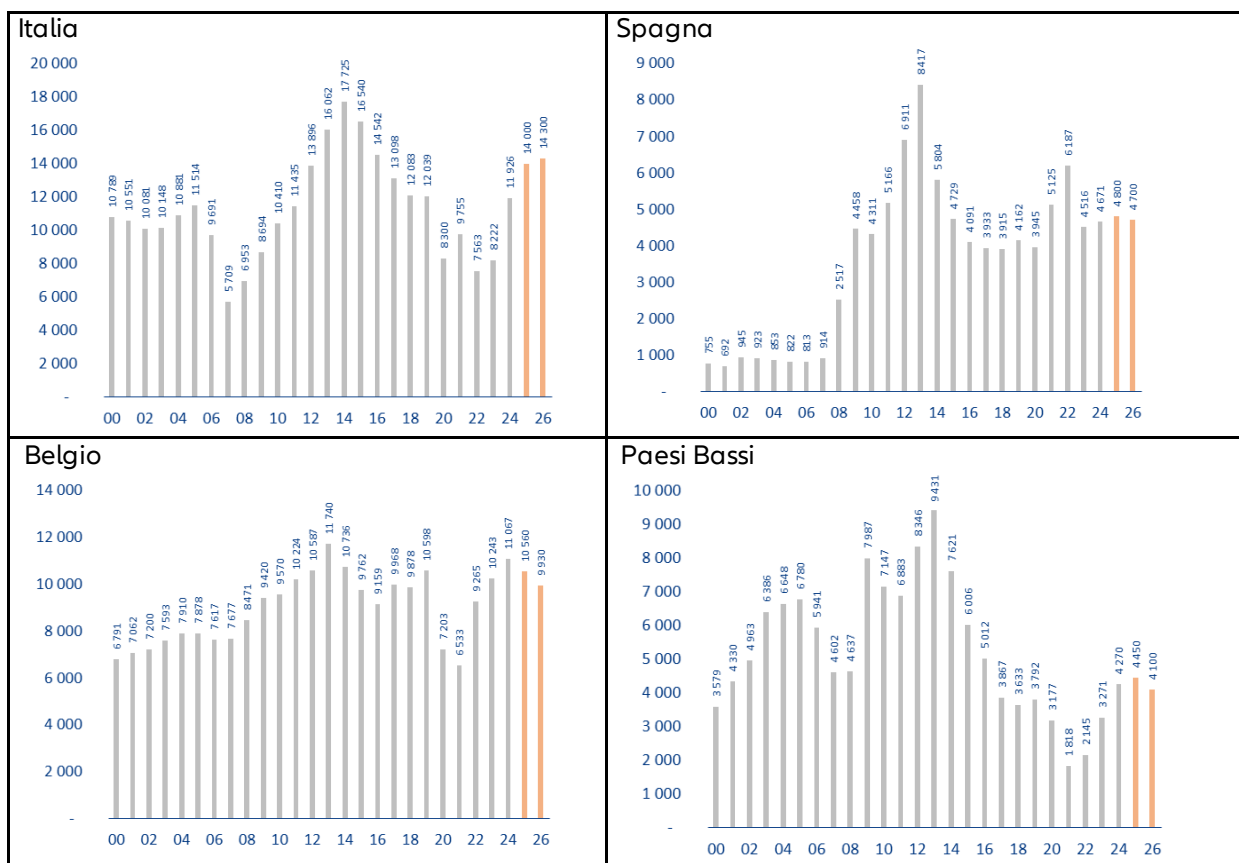
Il nostro indice regionale per **l'Europa centro-orientale** ha registrato un notevole aumento per il 2024 (+11%), confermando il trend registrato nel 2023 (+25%) che già spingeva le insolvenze ben al di sopra dei

livelli pre-pandemia. Per la maggior parte dei paesi, le insolvenze delle imprese sono in aumento, in particolare nei due grandi mercati della Turchia e della Russia. In **Turchia**, più di 1.350 imprese (+45%) sono fallite ufficialmente o hanno annunciato accordi concordatari in un contesto di elevati costi di finanziamento e rallentamento economico che ha visto aumentare le insolvenze ogni trimestre rispetto al minimo eccezionalmente basso del 2023. In **Russia**, come previsto, le insolvenze delle imprese sono rimbalzate con la riduzione della volontà (politica) e della capacità (finanziaria) del governo di sostenere le imprese. La combinazione di quest'ultimo e il difficile contesto di inflazione elevata e tassi di interesse più elevati hanno spinto le insolvenze delle imprese a sfiorare i casi di 8.600 casi (+16%). Eccezioni regionali al ribasso sono state solo la **Bulgaria** (-4% a 485 casi), la **Slovacchia** (-7% a 1.880 casi) – dove le insolvenze di persone fisiche stanno compensando l'aumento delle insolvenze aziendali – e l'**Ungheria** (-25%), con la graduale cessazione della spinta temporanea dalle procedure relative alle imprese con fatturato nullo/limitato e alle società dormienti. Prevediamo che tre paesi su quattro registreranno un continuo aumento delle insolvenze nel 2025, in particolare la Russia (+24%) e la Turchia (+20%), prima di una più ampia inversione di tendenza al ribasso nel 2026 che andrà a beneficio di tre paesi su quattro. Ciò spingerebbe l'indice regionale al ribasso per l'Europa centrale e orientale a -4% nel 2026, dal +3% nel 2025, un livello ancora elevato da una prospettiva storica.

In Africa, il **Marocco** continua a prevedere un alto livello di insolvenze aziendali. Sebbene nel breve termine possa verificarsi una riduzione dei casi "amministrativi", ossia quelli di imprese inattive che sfruttano i quadri giuridici per sciogliersi formalmente, è probabile che le imprese locali debbano affrontare sfide persistenti, in particolare problemi di ritardo nei pagamenti, evitando una tendenza al ribasso delle insolvenze prima del 2026. D'altra parte, prevediamo che la continua diminuzione delle insolvenze delle imprese sia stata la tendenza in **Sudafrica** dal 2020 ad attenuarsi entro il 2026, con gli effetti ritardati del forte inasprimento dei tassi di interesse dal 2022 e il moderato slancio economico – si noti che le insolvenze hanno raggiunto un minimo di 35 anni nel 2024.

Figura 17: numero previsto di insolvenze per il 2025-26, economie avanzate selezionate





Fonte: Allianz Research

Appendice statistica

	% of Global Index	Business insolvencies level				Business insolvencies growth				Comparison with 2016-2019 average			
		2023	2024	2025f	2026f	2023	2024	2025f	2026f	2023	2024	2025f	2026f
GLOBAL INDEX *	100	129	141	149	154	7%	10%	6%	3%	2%	12%	18%	22%
North America Index *	31,0	80	99	107	112	41%	23%	9%	5%	-14%	6%	15%	21%
U.S.	28,6	18 862	23 040	25 580	27 180	40%	22%	11%	6%	-18%	0%	11%	18%
Canada	2,5	3 702	4 771	4 520	4 160	41%	29%	-5%	-8%	35%	73%	64%	51%
Latin America Index *	3,0	149	172	189	194	26%	15%	10%	3%	0%	15%	27%	30%
Brazil	2,2	2 588	3 541	4 000	4 200	39%	37%	13%	5%	-7%	28%	44%	52%
Chile	0,4	1 148	723	780	810	6%	-37%	8%	4%	-6%	-41%	-36%	-34%
Colombia	0,4	1 411	1 587	1 540	1 400	16%	12%	-3%	-9%	37%	54%	50%	36%
Europe Index *	26,9	88	101	106	103	17%	15%	4%	-2%	10%	26%	32%	29%
EU27+UK+Norway Index *	22,6	113	125	126	120	24%	10%	1%	-5%	25%	38%	39%	32%
EU27 Index *	18,3	107	123	126	120	26%	15%	2%	-4%	23%	40%	43%	37%
Euro zone Index *	15,3	79	94	100	98	14%	19%	6%	-1%	-7%	11%	17%	16%
Western Europe Index *	21,4	96	108	111	108	15%	12%	3%	-3%	7%	20%	23%	20%
Germany	4,6	17 814	22 000	24 300	24 900	22%	23%	10%	2%	-11%	10%	22%	25%
United Kingdom	3,6	28 107	26 708	25 900	24 000	14%	-5%	-3%	-7%	37%	30%	26%	17%
France	3,2	56 760	66 161	67 500	64 900	35%	17%	2%	-4%	3%	20%	23%	18%
Italy	2,3	8 222	11 926	14 000	14 300	9%	45%	17%	2%	-36%	-8%	8%	11%
Spain	1,6	4 516	4 671	4 800	4 700	-27%	3%	3%	-2%	12%	16%	19%	17%
Netherlands	1,1	3 271	4 270	4 450	4 100	52%	31%	4%	-8%	-20%	5%	9%	1%
Switzerland	0,9	7 335	8 659	9 500	9 500	8%	18%	10%	0%	36%	60%	76%	76%
Sweden	0,7	8 842	10 924	10 200	9 100	30%	24%	-7%	-11%	32%	62%	52%	35%
Belgium	0,7	10 243	11 067	10 560	9 930	11%	8%	-5%	-6%	3%	12%	7%	0%
Ireland	0,6	663	875	910	920	25%	32%	4%	1%	-18%	8%	12%	14%
Norway	0,6	4 490	4 509	4 500	4 450	22%	0%	0%	-1%	-6%	-6%	-6%	-7%
Austria	0,5	5 380	6 587	6 700	6 450	13%	22%	2%	-4%	6%	30%	32%	27%
Denmark	0,4	3 078	2 491	2 370	2 300	9%	-19%	-5%	-3%	27%	3%	-2%	-5%
Finland	0,3	3 763	3 959	3 800	3 300	26%	5%	-4%	-13%	32%	39%	33%	16%
Portugal	0,3	2 191	2 299	2 380	2 380	14%	5%	4%	0%	-25%	-21%	-19%	-19%
Greece	0,3	30	35	37	37	30%	17%	6%	0%	-68%	-62%	-60%	-60%
Luxembourg	0,1	919	1 189	1 250	1 150	-9%	29%	5%	-8%	-17%	7%	13%	4%
Central & Eastern Europe Index *	5,5	153	171	176	170	25%	11%	3%	-4%	40%	56%	60%	55%
Russia	2,4	7 396	8 570	10 600	12 300	-18%	16%	24%	16%	-43%	-34%	-18%	-5%
Türkiye	1,0	932	1 355	1 630	1 700	-41%	45%	20%	4%	-55%	-35%	-22%	-18%
Poland	0,8	4 467	4 839	4 650	4 100	70%	8%	-4%	-12%	387%	427%	407%	347%
Romania	0,3	6 650	7 274	7 550	7 350	0%	9%	4%	-3%	-18%	-10%	-7%	-9%
Czechia	0,3	5 644	6 017	6 300	6 500	-4%	7%	5%	3%	-25%	-20%	-16%	-13%
Hungary	0,2	20 751	15 488	12 000	9 900	146%	-25%	-23%	-18%	225%	143%	88%	55%
Slovakia	0,1	2 023	1 880	1 900	1 850	12%	-7%	1%	-3%	40%	30%	32%	28%
Bulgaria	0,1	507	485	495	505	-7%	-4%	2%	2%	9%	5%	7%	9%
Lithuania	0,1	1 037	1 089	1 120	1 120	0%	5%	3%	0%	-56%	-54%	-52%	-52%
Latvia	0,0	252	296	310	310	-18%	17%	5%	0%	-59%	-52%	-50%	-50%
Estonia	0,0	141	160	165	160	41%	13%	3%	-3%	-1%	13%	16%	13%
Africa Index *	0,6	125	128	131	131	0%	2%	2%	0%	17%	20%	23%	23%
South Africa	0,5	1 657	1 551	1 500	1 500	-13%	-6%	-3%	0%	-14%	-19%	-22%	-22%
Morocco	0,2	14 245	15 658	16 800	16 800	15%	10%	7%	0%	77%	95%	109%	109%
Asia-Pacific Index *	38,5	181	186	196	208	-6%	3%	5%	6%	1%	4%	9%	15%
China	23,1	6 481	6 653	7 150	7 890	-14%	3%	7%	10%	-14%	-12%	-6%	4%
Japan	4,9	8 690	10 006	9 800	9 400	35%	15%	-2%	-4%	4%	20%	17%	12%
India	4,0	1 098	845	850	880	-11%	-23%	1%	4%	-4%	-26%	-26%	-23%
South Korea	2,0	1 657	1 940	2 000	1 800	65%	17%	3%	-10%	109%	144%	152%	127%
Australia	2,0	7 008	9 895	9 700	8 800	42%	41%	-2%	-9%	10%	56%	53%	39%
Taiwan	0,9	174	139	150	155	-18%	-20%	8%	3%	-18%	-35%	-30%	-27%
Singapore	0,5	201	293	280	270	-7%	46%	-4%	-4%	-5%	38%	32%	27%
Hong Kong	0,4	354	443	450	425	17%	25%	2%	-6%	26%	58%	61%	52%
New Zealand	0,3	1 974	2 758	2 900	2 700	20%	40%	5%	-7%	-6%	32%	39%	29%

(*) Indice 100:2015

(**) PIL 2023 a cambi correnti

(***) pesato al 2015 numero di imprese attive per paese (dati OCSE e fonti nazionali)

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