



18 ottobre 2023

05

Le insolvenze aziendali si stanno normalizzando ad alta velocità

07

Una crescita più bassa e prolungata metterà sotto pressione le imprese fragili e aggraverà le criticità settoriali

10

I fattori di resilienza stanno rapidamente scomparendo

12

Prospettive regionali

Allianz Research

Prospettive globali sulle insolvenze 2023-25: un'accelerazione dietro l'altra

Autori: Maxime Lemerle, Ana Boata, Ano Kuhanathan

Executive summary



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



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



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

La maggior parte dei Paesi sta assistendo a un aumento a due cifre delle insolvenze aziendali, mentre la liquidità in eccesso si riduce, lasciando le imprese più vulnerabili tra l'incudine e il martello nel 2023. Sebbene l'eccesso di liquidità sia rimasto elevato nella prima metà del 2023 (3,4 trilioni di euro nell'Eurozona e 2,5 trilioni di dollari negli Stati Uniti), è ancora molto concentrato tra le grandi imprese e in settori specifici (tecnologia, beni di consumo discrezionali). Allo stesso tempo, la liquidità sta diminuendo più rapidamente dell'attività economica. In questo contesto, 11 Paesi stanno già registrando un aumento di oltre il 30% delle insolvenze aziendali: gli Stati Uniti e il Canada nelle Americhe; i Paesi Bassi, la Svezia e la Francia in Europa occidentale; la Polonia e l'Ungheria in Europa orientale e il Giappone, l'Australia, la Nuova Zelanda e la Corea del Sud in Asia. Oltre ai settori dell'ospitalità, dei trasporti e del commercio all'ingrosso/dettaglio, altri settori stanno recuperando rapidamente, in particolare l'edilizia, dove i lavori arretrati sono stati quasi completati, soprattutto nel segmento residenziale.

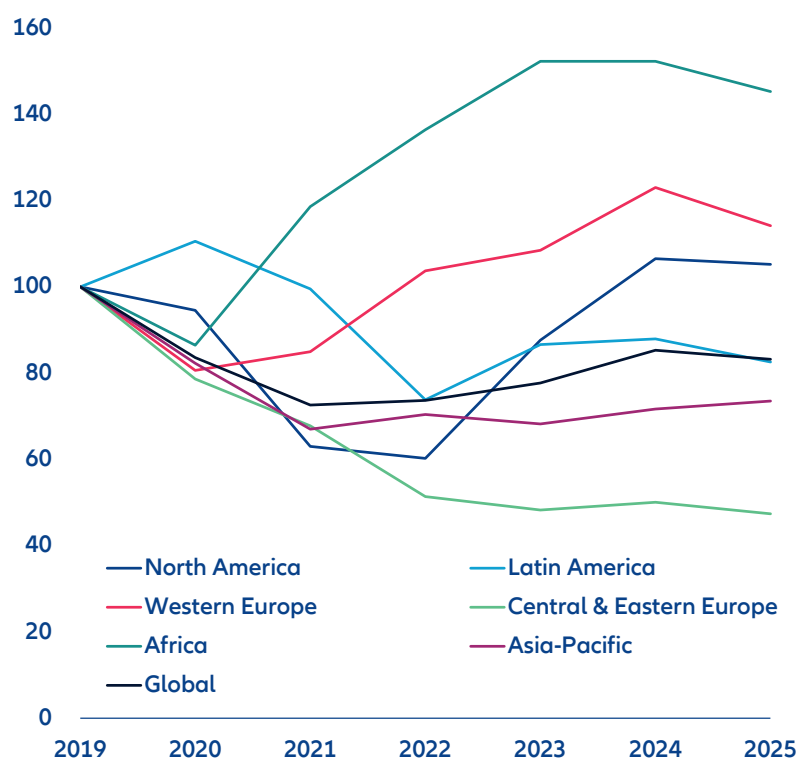
La continua compressione della redditività metterà a dura prova la liquidità e la solvibilità delle imprese, mentre i finanziamenti resteranno più costosi e meno accessibili. La recessione dei ricavi aziendali si sta facendo sentire, a causa del minore potere di determinazione dei prezzi e dell'indebolimento della domanda globale. Di conseguenza, la posizione di liquidità delle imprese sta peggiorando rapidamente e le prospettive non miglioreranno prima del 2025. Allo stesso tempo, ci aspettiamo anche il persistere di costi operativi elevati, con un minimo sollievo dai prezzi dell'energia e una ripresa prolungata del costo del lavoro che subentra alla decelerazione dei costi dei fattori produttivi. Inoltre, l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine sta deteriorando il profilo di solvibilità di diversi settori, tra cui quelli immobiliari e dei beni durevoli, nonché quelli esposti a un fabbisogno di capitale circolante strutturalmente elevato (macchinari e mezzi di trasporto, prodotti farmaceutici, elettronica, edilizia). Anche i termini di pagamento potrebbero rappresentare un freno crescente nei prossimi trimestri: I Days Outstanding (DSO) globali superano già i 60 giorni nel 47% delle aziende. Un giorno in più di ritardo nei pagamenti equivale a 100 miliardi di dollari negli Stati Uniti, 90 miliardi di dollari nell'UE e 140 miliardi di dollari in Cina.

Nonostante l'incombente deterioramento dei termini di pagamento, nei prossimi due anni non prevediamo cambiamenti significativi nei quadri normativi in materia di insolvenza che possano contribuire a contrastare l'aumento delle insolvenze aziendali. In diverse grandi economie, come Regno Unito, Francia, Italia, Corea del Sud, Giappone, Singapore, Hong Kong e Cina, sono già state parzialmente attuate modifiche ai quadri normativi in materia di insolvenza per limitare l'aumento delle insolvenze aziendali (ad esempio, "identificazione precoce" delle difficoltà di indebitamento; "ristrutturazione precoce", ad esempio tramite procedure extragiudiziali). Allo stato attuale,

non sono previste ulteriori discussioni sul rafforzamento di queste misure nei prossimi anni, poiché l'attenzione si concentra maggiormente sull'aumento delle entrate fiscali attraverso misure quali, ad esempio, la fatturazione elettronica. La contrazione del credito bancario e la minore redditività spingono i termini di pagamento tra imprese verso l'alto, aumentando così il ruolo della banca invisibile. Questo è un aspetto critico per le imprese fragili, in particolare per le PMI. Secondo le nostre stime, il 15% delle PMI nel Regno Unito, il 14% in Francia, il 9% in Italia e il 7% in Germania sono a rischio di insolvenza nei prossimi quattro anni a causa della debolezza dei fondamentali.

Prevediamo un'accelerazione a due riprese delle insolvenze aziendali globali (+6% nel 2023 e +10% nel 2024). Tre Paesi su cinque raggiungeranno i livelli di insolvenza aziendale pre-pandemia entro la fine del 2024, compresi grandi mercati come gli Stati Uniti e la Germania. Gli Stati Uniti (+22%), l'Italia (+24%) e i Paesi Bassi (+28%) sono destinati a registrare gli incrementi maggiori nel 2024. I dati di crescita dovrebbero raddoppiare per stabilizzare i numeri delle insolvenze su entrambe le sponde dell'Atlantico, cosa che non avverrà prima del 2025 (si prevede un calo del -2% delle insolvenze aziendali globali).

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



Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

Figura 2: Indicatore livello insolvenze

Cumulative change over 2023 and 2024	Strongly increasing (+30% and more)		Brazil Estonia Italy Japan	Netherlands US	Ireland Poland South Korea
	Noticeably increasing (+15% to +30%)	Chile Turkey	Lithuania	Australia France Germany Luxembourg New Zealand Norway Portugal	Canada Finland Hungary UK Sweden
	Increasing (0% to +15%)	India Latvia	Colombia Czechia Slovakia	Austria Belgium Bulgaria Switzerland Romania	Denmark Morocco Spain
	Decreasing	China Russia Singapore	South Africa	Taiwan	Hong-Kong
		Very low level (more than -20%)	Low level (-20% to -5%)	High level (-5% to +20%)	Very high level (+20% and more)
2024 expected level compared to 2019					

Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

Le insolvenze aziendali si stanno normalizzando ad alta velocità

Nella maggior parte dei Paesi si registra una forte accelerazione delle insolvenze aziendali nel 2023. In base ai dati disponibili a metà ottobre, il numero di insolvenze dell'anno in corso mostra una tendenza all'aumento in tre Paesi su quattro. La maggior parte di essi sta registrando un aumento a due cifre: 11 Paesi che rappresentano il 40% del PIL mondiale hanno registrato un'impennata di oltre il 30% delle insolvenze (Stati Uniti e Canada nelle Americhe; Paesi Bassi, Svezia e Francia in Europa occidentale; Polonia e Ungheria in Europa orientale e Giappone, Australia, Nuova Zelanda e Corea del Sud in Asia). Il nostro indice globale di insolvenza riflette questo slancio, con un ulteriore aumento previsto nel T3 2023 che segnerebbe il sesto trimestre consecutivo di crescita positiva in termini annuali. Prevediamo che il Global Insolvency Index¹ faccia un balzo tra il +15% e il +20% su base annua, dopo un trend di +18% nel T2, +15% nel T1 e +10% nel T4 2022. Questa tendenza al rialzo era prevista² a causa della combinazione di diversi fattori, tra cui il processo di normalizzazione post Covid-19, l'indebolimento della domanda globale e la prolungata pressione sulla redditività dovuta all'aumento dei costi dei fattori produttivi e dei finanziamenti, con un impatto soprattutto sulle PMI.

Le poche eccezioni si trovano soprattutto nei mercati emergenti. Cina, India, Russia, Turchia e Sudafrica, così come alcuni Paesi dell'Europa centrale (Bulgaria, Cechia, Lettonia, Romania) e dell'Asia (Singapore, Taiwan) stanno registrando un calo delle insolvenze di varia entità (in media, la diminuzione è rimasta stabile a -13% annuo nella prima metà di quest'anno). Nel complesso, rappresentano una quota considerevole del PIL globale (24%) e quindi del nostro indicatore principale (29%), anche escludendo il caso particolare della Spagna, dove gli scioperi dei lavoratori dei tribunali - ora terminati - hanno creato un arretrato che sta temporaneamente riducendo il numero di casi. A questo proposito, escludendo la Spagna, l'aumento delle insolvenze in Europa occidentale avrebbe raggiunto il +22% annuo nella prima metà del 2023, invece del +19% del nostro indice regionale.

Nel complesso, l'aumento medio delle insolvenze aziendali ha raggiunto il +42% annuo nella prima metà del 2023, dal +32% della seconda metà del 2022, con una notevole accelerazione nel secondo trimestre (al 47% dal +38% annuo del primo trimestre).

Figura 3: Insolvenze aziendali - Dati 2023 disponibili a metà ottobre, in Paesi selezionati di America/Europa occidentale (a sinistra) e Europa centrale e orientale/Asia/Africa (a destra)

Country	Latest point	y/y change in %				Vs 2019 in %		Country	Latest point	y/y change in %				Vs 2019 in %	
		1 month	3 months	6 months	12 months	3 months	6 months			1 month	3 months	6 months	12 months	3 months	6 months
U.S.	2023 Q2	-	37%	35%	23%	-21%	-24%	Russia	09-23	-1%	-4%	-21%	-32%	-36%	-40%
Canada	08-23	30%	27%	33%	33%	29%	18%	Poland	08-23	63%	77%	94%	92%	407%	390%
Brazil	08-23	53%	34%	25%	11%	-24%	-18%	Romania	08-23	-27%	-21%	-10%	-4%	-13%	0%
Chile	08-23	38%	46%	25%	7%	-19%	-26%	Czechia	2023 Q2	-	-6%	-8%	-15%	1%	1%
Colombia	2023 Q1	-	-4%	12%	5%	2%	63%	Hungary	09-23	113%	156%	275%	249%	325%	361%
Germany	07-23	37%	30%	23%	21%	-2%	-7%	Slovakia	06-23	2%	8%	3%	-3%	-9%	-17%
United Kingdom	09-23	15%	10%	13%	17%	37%	42%	Bulgaria	09-23	12%	-5%	-4%	-7%	7%	7%
France	08-23	29%	29%	34%	41%	11%	8%	Lithuania	2023 Q2	-	3%	2%	7%	-39%	-30%
Italy	08-23	27%	13%	7%	-5%	-27%	-27%	Latvia	09-23	-39%	-29%	-21%	-11%	-52%	-51%
Spain	08-23	-65%	-29%	-21%	3%	5%	9%	Estonia	09-23	33%	56%	70%	35%	25%	26%
Netherlands	09-23	70%	75%	72%	59%	-12%	-14%	China	09-23	-20%	-16%	-13%	-14%	-41%	-39%
Switzerland	09-23	20%	9%	4%	14%	16%	17%	Japan	09-23	20%	41%	38%	30%	3%	2%
Sweden	08-23	39%	49%	36%	33%	28%	14%	India	2023 Q2	-	-35%	-15%	3%	-21%	-15%
Belgium	08-23	33%	13%	8%	16%	-2%	-6%	South Korea	08-23	58%	62%	60%	37%	94%	68%
Ireland	2023 Q2	-	38%	30%	25%	59%	6%	Australia	08-23	38%	31%	37%	45%	13%	9%
Norway	08-23	25%	15%	20%	21%	-13%	-13%	Taiwan	08-23	-35%	-39%	-32%	-18%	-27%	-22%
Austria	2023 Q3	-	8%	3%	7%	5%	1%	Singapore	08-23	-35%	-37%	-21%	-25%	-58%	-37%
Denmark	08-23	-16%	5%	8%	25%	25%	17%	Hong Kong	08-23	-14%	-15%	30%	16%	34%	49%
Finland	08-23	25%	25%	18%	22%	21%	18%	New Zealand	08-23	8%	26%	34%	39%	23%	10%
Portugal	08-23	27%	17%	14%	6%	-11%	-12%	South Africa	08-23	-10%	-12%	-14%	-7%	-21%	-23%
Luxembourg	06-23	39%	26%	12%	5%	5%	-8%								

Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

1 Copre 44 Paesi che rappresentano l'85% del PIL mondiale 2022, vedi appendice statistica.

2 [Energy crisis, interest rates shock and untampered recession could trigger a wave of bankruptcies \(allianz.com\)](https://www.allianz.com/energy-crisis-interest-rates-shock-and-untampered-recession-could-trigger-a-wave-of-bankruptcies)

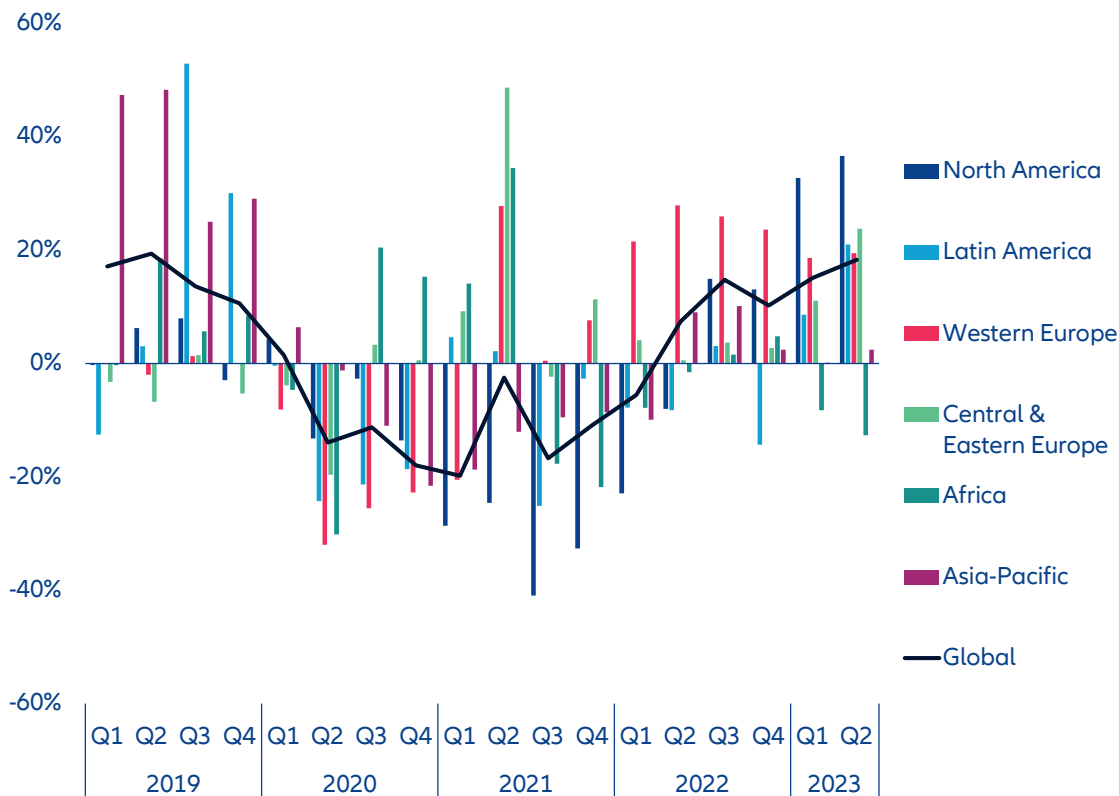
La maggior parte dei mercati avanzati è già destinata a chiudere il 2023 con le insolvenze tornate ai livelli pre-pandemici. Alla fine del 2023, la normalizzazione delle insolvenze aziendali sarà completa nella maggior parte delle economie avanzate, in particolare in Europa occidentale, ma anche in Canada e in Asia (Giappone, Corea del Sud). Le due eccezioni degne di nota sono gli Stati Uniti e la Germania, che però dovrebbero seguire nel 2024.

In prospettiva, si profila un'accelerazione a catena.

Prevediamo un'ulteriore accelerazione delle insolvenze globali nel 2024 (+10% a/a dal +6% del 2023), rispetto al +4% previsto in precedenza, prima di stabilizzarsi con un miglioramento limitato nel 2025 (-2%). In entrambi gli anni, il risultato globale deriverebbe da una dinamica ad ampio raggio. Nel 2024, la maggioranza dei Paesi

(quattro su cinque) contribuirebbe alla tendenza al rialzo, con un aumento del +9% annuo in media semplice per i Paesi interessati. Gli Stati Uniti (+22%), l'Italia (+24%) e i Paesi Bassi (+28%) sono destinati a registrare gli aumenti maggiori. L'aumento globale porterebbe tre Paesi su cinque a superare il numero di insolvenze pre-pandemia nel 2024, rispetto a poco meno della metà nel 2023. Nel 2025, la maggioranza dei Paesi (di nuovo quattro su cinque) vedrebbe una quasi-stabilizzazione o una diminuzione del numero di insolvenze, con un calo del -7% annuo in media semplice per i Paesi interessati e le diminuzioni maggiori nelle piccole economie dell'Europa occidentale (Irlanda, Paesi nordici), oltre ad alcuni casi specifici (Spagna, Ungheria, Corea del Sud, Turchia).

Figura 4: Indice di insolvenza globale e regionale, variazione trimestrale, a/a in %



Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

Una crescita più bassa e prolungata metterà sotto pressione le imprese fragili e aggraverà le criticità settoriali

La crescita del PIL dovrebbe raddoppiare nel 2024 per stabilizzare le insolvenze aziendali. Il nostro Global Economic Outlook aggiornato prevede una domanda più debole e prolungata e costi di finanziamento elevati, che aumenteranno i rischi aziendali e le aspettative di aumento delle insolvenze aziendali. È improbabile che il livello totale di attività raggiunga il minimo necessario per stabilizzare almeno il numero di insolvenze. Prevediamo che nel 2024-25 la crescita continuerà a essere inferiore al trend, dopo il minimo raggiunto a cavallo dell'anno, con gli Stati Uniti che registreranno la crescita del PIL più lenta dal 2009 (+1,1% nel 2024), l'Eurozona che registrerà un altro anno modesto (+0,9%) e i mercati emergenti, tra cui la Cina (+4,7%), che rallenteranno al di sotto dei livelli pre-pandemici. Sulla base delle sensibilità di lungo periodo, l'Eurozona e gli Stati Uniti avrebbero bisogno di +0,7pp e +0,9pp di crescita aggiuntiva del PIL in media nel 2024-2025 per stabilizzare il numero di insolvenze, con gli Stati Uniti che aumenterebbero significativamente il divario del PIL rispetto al 2023 e l'Eurozona che lo ridurrebbe gradualmente.

Per le imprese, il rallentamento della domanda unito a un minore potere di determinazione dei prezzi aumenterà il rischio di una compressione della redditività. La decelerazione della domanda implicherà probabilmente una maggiore concorrenza, che si tradurrà in un minore potere di determinazione dei prezzi e, in ultima analisi, in una decelerazione o in un calo della crescita dei ricavi.

Allo stesso tempo, ci aspettiamo anche il persistere di costi operativi elevati, con un minimo sollievo dai prezzi dell'energia e una prolungata ripresa del costo del lavoro che subentra alla decelerazione dei costi dei fattori produttivi. Diversi settori - e aziende - sono maggiormente esposti a queste sfide. In primo luogo, quelli che dipendono in misura maggiore dalle attività commerciali con gli Stati Uniti e la Cina, a causa della forte decelerazione prevista nello slancio del PIL, e in misura minore con l'Europa. In secondo luogo, i settori della produzione e della vendita al dettaglio di beni e servizi non essenziali che si basano sulla spesa discrezionale, come alberghi, ristoranti, turismo e altre attività ricreative. In terzo luogo, i settori più esposti alla ripresa dei salari, ossia quelli ad alta intensità di

lavoro come l'edilizia, il trasporto su strada, gli alberghi, i ristoranti, l'assistenza sanitaria e altri servizi alle persone e alle imprese, naturalmente meno colpiti dall'automazione e dalla tecnologia. La stagione degli utili del 2° trimestre 2023 ha già mostrato che anche le aziende quotate in borsa, nonostante siano più grandi e spesso beneficiano di un maggiore potere di determinazione dei prezzi, hanno iniziato a risentire del calo della domanda e dei costi di produzione ancora elevati. In media, i ricavi globali sono scesi del -1,9% a/a nel 2° trimestre, con tutte le regioni che hanno registrato una contrazione per la prima volta dal 2° trimestre 2020. Gli utili per azione (EPS) globali sono scesi del -1,1% a/a, con cali più marcati in Europa e una maggiore resistenza in Asia.

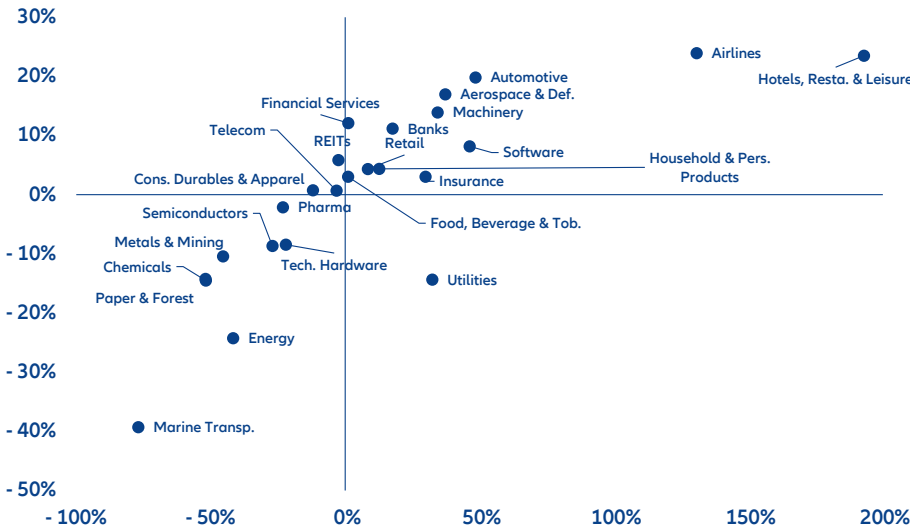
Figura 5: Livello di stabilizzazione del PIL delle insolvenze rispetto alle previsioni del PIL 2024-2025, Stati Uniti e Paesi europei selezionati



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

Fonte: Allianz Research

Figura 6: Stagione degli utili del secondo trimestre 2023, settori globali, crescita dei ricavi (asse y) e degli EPS (asse x), imprese quotate in borsa

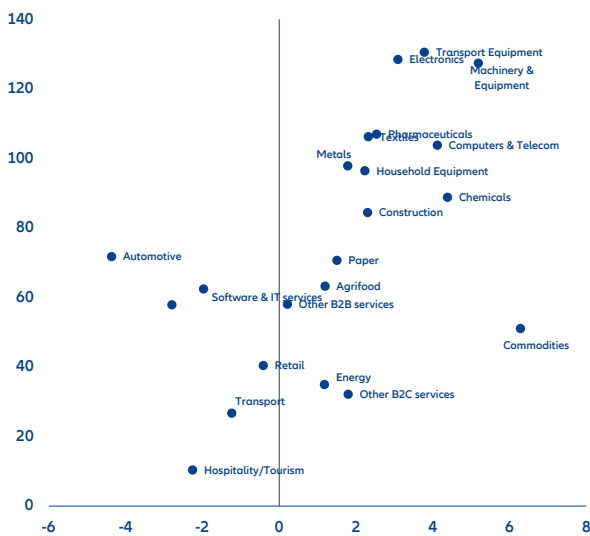


Fonte: Allianz Research

Allo stesso tempo, i finanziamenti sono destinati a rimanere più costosi e meno disponibili. I tassi d’interesse più alti per lungo tempo eroderanno le capacità di servizio del debito, mentre la limitata disponibilità di finanziamenti metterà a rischio i settori più esposti. Tra questi vi sono quelli che dipendono fortemente da mutui e prestiti dal lato della domanda, come gli immobili e i beni durevoli, nonché quelli che subiranno l’impatto indiretto del deprezzamento della valuta estera rispetto al dollaro, tra cui la maggior parte dei mercati emergenti, gli importatori di materie prime e i grandi importatori statunitensi. I settori da tenere d’occhio sono quelli con maggiori esigenze di finanziamento³ a causa di (i) aumento dei costi operativi, (ii) eccesso di scorte nella prima metà dell’anno a causa di vendite più deboli del previsto, (iii) fabbisogno di capitale circolante strutturalmente più

elevato (ad esempio, macchinari e mezzi di trasporto, prodotti farmaceutici, elettronica e costruzioni) o (iv) cambiamenti strutturali nelle scorte derivanti dai recenti sviluppi geopolitici e dagli shock della catena di approvvigionamento che hanno spinto le aziende ad adattare la loro strategia di gestione delle scorte (near/friend shoring). Quasi tre settori su quattro hanno registrato ancora un WCR più alto all’inizio del terzo trimestre rispetto all’anno scorso, con un WCR globale che ha raggiunto il livello record di 86 giorni, oltre +2 giorni al di sopra del livello pre-pandemia. Sono a rischio anche le imprese i cui modelli di business si basano fortemente sul finanziamento del debito, in particolare i settori a basso rating e ad alta leva finanziaria, e quelle che dovranno estinguere il proprio debito entro il 2025.

Figura 7: WCR per settori globali, livello Q2 2023 (asse y) e variazione y/y, in numero di giorni di fatturato (imprese quotate)



Fonte: Allianz Research

I settori dell’ospitalità, dei trasporti e del commercio all’ingrosso/al dettaglio sono in prima linea, mentre l’edilizia è destinata a recuperare terreno. I dati europei illustrano perfettamente la disparità di situazione e di slancio da un settore all’altro nei vari Paesi. Se consideriamo gli otto principali settori economici del nostro campione di 23 Paesi, vediamo che il 60% di essi (cioè 108 su 184 settori) ha registrato un aumento delle insolvenze nel 2° trimestre 2023 rispetto al 68% dei due trimestri precedenti. I Paesi con il maggior numero di settori già al di sopra dei livelli pre-pandemici di insolvenze aziendali (media 2017-2019) si trovano principalmente in Europa occidentale, in particolare Regno Unito, Svezia, Spagna, Belgio e Francia. I servizi di alloggio e ristorazione, insieme ai trasporti, stanno guidando la ripresa, con un forte recupero rispetto ai livelli pre-pandemici in diversi Paesi europei, in particolare Spagna, Svezia, Regno Unito e Paesi Bassi per i servizi di alloggio e ristorazione, e aggiungendo il Belgio alla lista se si includono i trasporti. Segue il commercio,

3 https://www.allianz.com/en/economic_research/publications/specials_fmo/china-economy.html

che combina vendita all'ingrosso e al dettaglio, con un notevole aumento nel 1° semestre in Europa occidentale, in particolare nei Paesi Bassi, in Francia, nel Regno Unito e in Germania. In prospettiva, è probabile che l'edilizia aumenti il numero di fallimenti di imprese a livello nazionale a causa della flessione ciclica (i lavori arretrati sono stati quasi completati, soprattutto nel segmento residenziale) e per motivi demografici delle imprese (un numero elevato di aziende combinato con un'alta percentuale di PMI). Storicamente, l'edilizia ha dato più spesso il maggior contributo al numero di insolvenze nazionali, con circa il 20% del numero totale di casi negli ultimi 10 anni (17% in Germania, 19% nel Regno Unito, 20% in Italia e 22% in Francia), davanti al commercio (rispettivamente 17%, 14%, 24% e 21%) e ai servizi di alloggio/alimentari (rispettivamente 10%, 12%, 7% e 12%).

le leggi sull'insolvenza. Ma nonostante questi pesanti interventi, stimiamo che una quota consistente di PMI rimanga a rischio di insolvenza nei prossimi quattro anni a causa della debolezza dei fondamentali. La nostra ricerca precedente ha identificato i tre principali indicatori in grado di prevedere le difficoltà aziendali quattro anni prima di un fallimento (redditività, capitalizzazione e copertura degli interessi). Su questa base, valutiamo i bilanci di oltre 500.000 PMI nelle quattro maggiori economie europee. Scopriamo che il 15% delle PMI nel Regno Unito, il 14% in Francia, il 9% in Italia e il 7% in Germania sono ancora a rischio. Sebbene si tratti di un leggero miglioramento rispetto ai dati del 2021 (rispettivamente 19%, 15%, 11% e 8%), ciò suggerisce che i massicci aiuti governativi hanno solo alleviato le difficoltà delle imprese più fragili. In futuro,

Figura 8: Europa: insolvenze aziendali per settore, 1° semestre 2023, variazione % a/a e confronto con il 1° semestre

	Industry	Construction	Trade	Transport & storage	Accommod. & food service activities	Information & communic.	Finance, insurance, real estate, B2B activities	Education, human health & social work activities	ALL SECTORS
Belgium	14	14	0	4	20	-12	6	2	8
Bulgaria	-29	30	-15	-28	-29	-3	-16	-44	-15
Denmark	-2	0	-15	-24	4	-41	-37	-44	-23
France	44	38	38	26	58	53	36	38	40
Germany	21	15	28	2	32	59	16	25	20
Hungary	221	338	411	265	401	522	389	421	366
Italy	9	-12	-4	-10	-4	12	-2	16	-2
Latvia	-23	-4	3	-67	0	-17	-10	167	-8
Lithuania	16	-19	18	-24	16	-7	2	41	3
Luxembourg	-33	104	6	29	35	-30	31	-35	25
Netherlands	100	32	61	82	200	61	43	27	59
Norway	35	20	49	6	70	16	14	31	30
Poland	70	-20	32	-43	133	-30	58	220	30
Portugal	15	54	7	-7	-11	-18	32	41	16
Romania	-1	-4	0	3	-21	-3	-16	-11	-5
Spain	38	11	58	87	70	4	42	46	46
Sweden	23	33	38	27	40	15	25	36	32
UK	18	5	29	18	48	-5	4	15	16

(*) numeri non destagionalizzati; le cifre sottolineate indicano un livello più alto rispetto alla media 2017-2019 (tranne che per l'Ungheria a causa di dati mancanti)
 Fonti: Destatis, ONS, SCB, Eurostat, Allianz Research

Il forte sostegno pubblico non ha ridotto in modo significativo il numero di PMI a rischio. L'anno scorso, i governi europei hanno speso circa 600 miliardi di euro per proteggere le PMI dai costi crescenti della crisi energetica e dall'aumento dei tassi d'interesse, riducendo le tasse, limitando o sovvenzionando i prezzi, distribuendo sovvenzioni o riattivando i prestiti garantiti - la Germania ha persino alleggerito temporaneamente

dato che i tassi di interesse rimangono elevati e il sostegno pubblico si è ridotto nel 2023 e dovrebbe continuare a diminuire, queste stime dovrebbero aumentare sensibilmente.

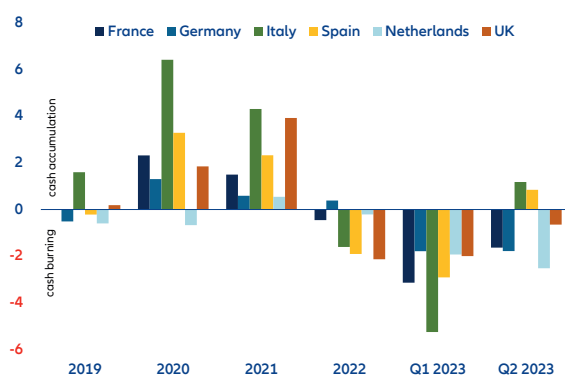
I fattori di resilienza stanno rapidamente scomparendo

Le riserve di liquidità si stanno esaurendo. Le riserve di liquidità detenute dalle imprese non finanziarie (SNF) rimangono elevate in termini assoluti, con 3,4 miliardi di euro nell'Eurozona a luglio e 2,5 miliardi di dollari negli Stati Uniti a giugno, nonché rispetto ai livelli pre-pandemia (rispettivamente +32% e +43% rispetto a gennaio 2020). Tuttavia, continuano a essere altamente concentrate tra le aziende più grandi e all'interno di settori specifici (tech, consumer discretionary). Allo stesso tempo, le posizioni nette di liquidità si stanno riducendo più rapidamente dell'attività economica, come suggerisce il nostro indice di combustione della liquidità⁴, che ha confermato l'inversione di tendenza negativa del 2022 sia nel primo che nel secondo trimestre per diversi Paesi europei, suggerendo un impoverimento di cassa ancora maggiore per le imprese più piccole.

La resistenza delle grandi imprese si sta indebolendo, il che potrebbe portare a un effetto domino, incrementando le insolvenze delle imprese più piccole, a causa delle loro lunghe liste di fornitori. La minore stabilità delle grandi imprese sta aggiungendo una pressione potenzialmente fatale sulle aziende già in

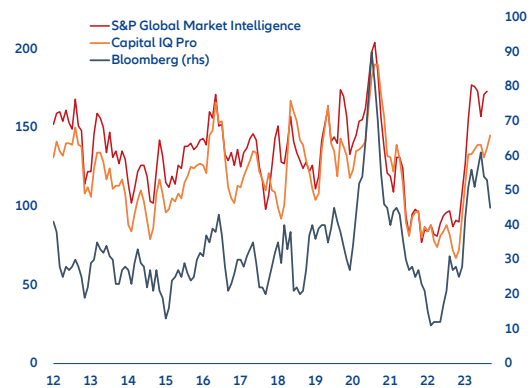
difficoltà a causa dell'eccessivo indebitamento o dei cambiamenti delle condizioni di mercato, in particolare dei drastici cambiamenti strutturali creati o intensificati dalla recente successione di shock. Nel secondo trimestre del 2023 si è registrato un altro numero elevato di insolvenze gravi (87), superiore al livello medio pre-pandemia (85) per il terzo trimestre consecutivo. Gli Stati Uniti e l'Europa occidentale hanno registrato i casi maggiori (in termini di dimensioni del fatturato), rappresentando la metà del conteggio globale nel 1° trimestre (78 casi su 176), davanti all'Asia-Pacifico (45), che ha visto una serie di casi nel settore delle costruzioni e dei metalli in Cina. In Francia, le insolvenze delle imprese con un fatturato superiore a 5 milioni di euro (+73% negli ultimi 12 mesi a partire da agosto 2023) stanno superando di gran lunga lo slancio nazionale di tutte le altre imprese (+41%). Negli Stati Uniti, il mese di settembre si è già rivelato fatale per un altro numero considerevole di grandi imprese, se si calcola il monitoraggio giornaliero di Bloomberg e Capital IQ: il primo registra 14 depositi di fallimenti a settembre e 162 casi dall'inizio dell'anno, ovvero il secondo numero più alto per l'inizio di un anno dal 2010; analogamente, il secondo ha registrato 62 casi a settembre e 516 da inizio anno.

Figura 9: Indice di consumo di contante, Paesi europei selezionati



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

Figura 10: Insolvenze di grandi imprese negli Stati Uniti, 3m rolling, in numero



Fonti: Bloomberg, Capital IQ, Allianz Research

⁴ Indice di combustione della liquidità: differenza di tempo tra la variazione dell'attività (utilizzando il PIL nominale come proxy) e la variazione della posizione netta di liquidità (quest'ultima misurata dalla differenza tra i depositi delle SNF e i nuovi prestiti delle SNF (fino a 1 milione di euro)). Una cifra negativa indica un periodo di combustione della liquidità, mentre una cifra positiva indica un periodo di accumulo di liquidità.

BOX: Ritardo nell'implementazione dei nuovi quadri normativi per l'insolvenza

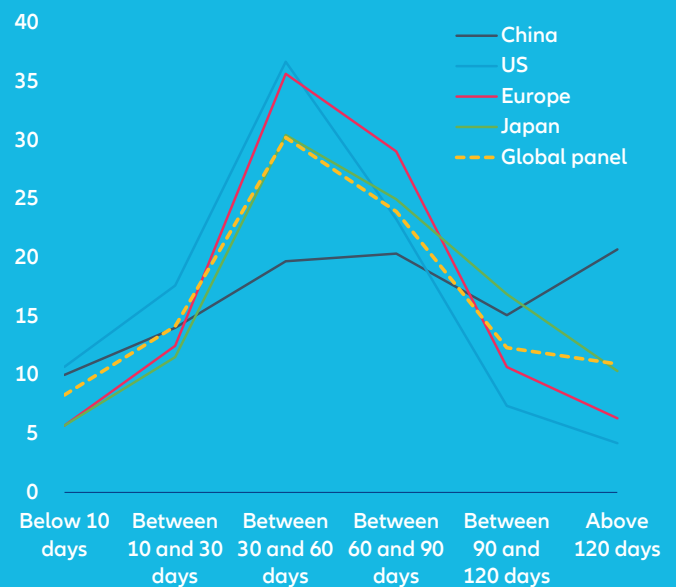
Non prevediamo un rafforzamento significativo dei quadri normativi in materia di insolvenza entro il 2025.

L'epidemia di Covid-19 ha spinto molti Paesi a introdurre vari aggiustamenti nei regimi di insolvenza, comprese le moratorie, per contenere drasticamente le insolvenze⁵, anche se ci sono state alcune eccezioni per accelerare i processi. Tuttavia, la maggior parte di queste politiche era temporanea e da allora è stata gradualmente eliminata. Le discrepanze nei regimi di insolvenza persistono, ma secondo la nostra indagine interna⁶, non ci sono cambiamenti significativi che potrebbero essere attuati nei prossimi due anni, in particolare per quanto riguarda tre dei principi elencati dall'Eurogruppo nel 2016 che potrebbero ridurre il numero di insolvenze: (i) l'"identificazione precoce" della sofferenza debitoria (attraverso, ad esempio, un'ampia diffusione e l'utilizzo di strumenti di allerta precoce), (ii) la "ristrutturazione precoce" (attraverso, ad esempio, procedure extragiudiziali o con un coinvolgimento limitato dei tribunali) e (iii) la disponibilità di diversi tipi di procedure di insolvenza (per coprire meglio la diversità delle situazioni in modo semplice e accessibile). Allo stato attuale, non ci sono discussioni avanzate per un rafforzamento importante nei Paesi che hanno già implementato nuove misure per aumentare l'efficienza della loro legislazione sull'insolvenza nell'ultimo decennio, come Regno Unito, Francia, Italia, Corea del Sud, Giappone, Singapore, Hong Kong e Cina. In altri Paesi non è previsto alcun piano di attuazione entro il 2025.

Tuttavia, le iniziative relative ai comportamenti di pagamento sono numerose, anche se non ci aspettiamo che vengano attuate con forza per evitare un effetto controproducente sulle imprese. Di conseguenza, non creeranno le premesse per un calo massiccio delle insolvenze nel breve periodo, ma diventeranno piuttosto un fattore strutturale di riduzione delle stesse nel medio-lungo periodo. In Europa, le iniziative sui comportamenti di pagamento sono numerose e più avanzate, ma soprattutto in fase iniziale. L'Osservatorio europeo dei pagamenti nelle transazioni commerciali contribuirà a migliorare il monitoraggio e il benchmarking dei pagamenti in Europa, affrontando l'asimmetria e l'incoerenza delle informazioni, ma è ancora in fase di costruzione. L'iniziativa sui ritardi di pagamento sta guadagnando terreno come parte di un ampio pacchetto di misure per le PMI (pacchetto SME Relief). L'obiettivo principale è rafforzare i pagamenti delle transazioni commerciali per promuovere la liquidità delle PMI e ridurre l'effetto domino, dato che, secondo la Commissione, un fallimento su quattro è dovuto a fatture non pagate in tempo. Tuttavia, saranno discussi diversi risultati, come il completamento/adequamento dell'attuale

meccanismo sanzionatorio (cioè interessi e recupero dei costi) o la revisione al ribasso del termine massimo di pagamento non derogabile, che attualmente è di 60 giorni in base a una direttiva UE del 2011. Non ci aspettiamo che un'applicazione massiccia di una norma fortemente rinnovata limiti il rischio di risultati controproducenti nel breve termine, ossia che incoraggi le imprese a rifornirsi di più di beni da Paesi extraeuropei (con termini di pagamento più lunghi) e che sia fatale per le imprese già fragili. In effetti, i Days Sales Outstanding sono superiori a 60 giorni nel 46% delle imprese quotate in Europa (47% a livello globale); dato il contesto globale, è probabile che i termini di pagamento peggiorino nel 2024. Complessivamente, un giorno di ritardo nei pagamenti equivale a 90 miliardi di dollari nell'UE (100 miliardi di dollari negli USA e 140 miliardi di dollari in Cina). Per quanto riguarda i pagamenti, vale la pena ricordare che la fatturazione elettronica mira anche a ridurre i problemi di liquidità dei fornitori, e quindi il rischio di un effetto domino, migliorando significativamente l'efficienza e l'accuratezza della fatturazione, riducendo la possibilità di errori che possono portare a ritardi o controversie nei pagamenti e accelerando i processi. A livello globale, la fatturazione elettronica è in vigore in un numero crescente di Paesi, ma finora è obbligatoria solo in un numero limitato di Paesi e non è previsto che lo diventi nella maggior parte di essi entro il 2025. Il primo passo è spesso la fatturazione B2G (business to government), prima di un'implementazione nazionale per la fatturazione B2B (business to business). Tuttavia, non ci aspettiamo che la fatturazione elettronica elimini gli incidenti di pagamento dovuti in particolare alla solvibilità dell'acquirente o ad attività fraudolente.

Figura 11: Dispersione del DSO, per paese/regione, in % delle imprese, Q2 2023 finanziario (imprese quotate)



Fonti: Eikon/Refinitiv, Allianz Research

5 Esempi principali: Sospensione della presentazione dell'istanza di insolvenza a determinate condizioni, proroga dei termini delle procedure di insolvenza, moratorie per impedire determinate azioni dei creditori, innalzamento della soglia di debiti non pagati per avviare le procedure di fallimento e le domande di liquidazione (fonte: Documento di discussione UE 182, febbraio 2023).

6 Sondaggio di settembre 2023 tra gli esperti locali delle business unit di Allianz Trade nei Paesi che fanno parte del nostro Global Insolvency Index - vedi appendice statistica.

Prospettive regionali

In **Europa occidentale**, il nostro modello di cambiamento del regime di insolvenza indica che l'aumento delle insolvenze aziendali dovrebbe superare il +10% nei primi quattro mercati (Germania, Francia, Regno Unito e Italia). A livello regionale, prevediamo un'ulteriore accelerazione nel 2024 (+13% dal +5% del 2023), per il quarto anno consecutivo, che ha già spinto la regione al di sopra del livello pre-pandemico di insolvenze aziendali nel 2022 (del +4%). Il Portogallo (+19%), l'Italia (+24%) e i Paesi Bassi (+28%) dovrebbero registrare gli aumenti maggiori, oltre al recupero della Spagna. La maggior parte dei Paesi registrerebbe un ulteriore aumento rispetto al 2023, anche se più contenuto. Ma questo porterà ad alcuni numeri a due cifre degni di nota: Paesi Bassi (+59% a/a nel 2023), Francia (+36%), Irlanda (+28%), Svezia e Finlandia (+25%) e Germania (+22%). Il 2025 dovrebbe vedere una diminuzione ampia ma moderata delle insolvenze nei vari Paesi (-7% per l'indice regionale), ma ciò significa che la maggior parte di essi continuerà a registrare più insolvenze rispetto al 2019 (8% in media).

In **Germania**, le insolvenze delle imprese hanno già registrato un'accelerazione nel 2023 rispetto al livello (molto) basso registrato negli anni passati. Nel primo semestre, i dati ufficiali hanno mostrato un aumento del +20% a/a, con il commercio (+296 casi a/a nel primo semestre, +475 negli ultimi 12 mesi), l'ospitalità (+194 e +231, rispettivamente) e l'edilizia (+193 e +357 rispettivamente), in particolare il sottosettore dello sviluppo di progetti, che guida il trend al rialzo. I dati alternativi puntano nella stessa direzione per il terzo trimestre (con un aumento da inizio anno del +25% e del +31% sulla base dei dati dell'Università Humboldt di Berlino e dell'IWH, rispettivamente) e ci aspettiamo una continuazione della tendenza al rialzo in il breve termine. L'attività economica debole nel lungo periodo e le sfide strutturali in un contesto di condizioni di finanziamento più restrittive dovrebbero mantenere le insolvenze delle imprese al di sopra del livello raggiunto nel 2019, a circa 19.400 casi nel 2024 (+9% a/a ovvero +1.600 casi) e 19.100 nel 2025 (-2%).

In **Francia**, il trend al rialzo delle insolvenze aziendali ha perso solo moderatamente slancio nel corso dell'anno e si appresta a concludersi con una notevole impennata (+36% a/a) per il secondo anno consecutivo (+49% nel 2022), con un notevole ritorno delle insolvenze delle grandi imprese. Il processo di normalizzazione, atteso dai livelli anomali registrati nel 2020-2021, continua ad estendersi a tutti i settori, con un forte recupero in quelli precedentemente massicciamente sostenuti da misure statali, come l'ospitalità, l'industria e il commercio. La maggior parte dei settori sembra ora sulla buona strada per superare i livelli pre-pandemia entro il 2024, compresa l'edilizia, in sincronia con la recessione ciclica degli investimenti residenziali. La riaccelerazione dell'economia a partire dalla seconda metà del 2024 sarà troppo moderata e troppo tardiva per consentire un notevole miglioramento del numero annuo di insolvenze in un momento in cui le condizioni di finanziamento rimarranno rigide. Prevediamo che le insolvenze delle imprese rimarranno stabili nel 2024 a 57.000 casi, prima di diminuire nel 2025 (-4.000 casi ovvero -7% a/a), anche se le insolvenze saranno comunque superiori del 3% rispetto al livello del 2019.

Nel **Regno Unito**, prevediamo che le insolvenze delle imprese rimarranno circa il 30% al di sopra dei livelli pre-pandemia entro il 2025, con nuovi numeri elevati sia nel 2024 (29.850 casi, ovvero +5%) che nel 2025 (28.400 casi, ovvero -5%). Finora, l'ospitalità, il commercio e il settore manifatturiero sono i principali contributori all'aumento del 2023 – che dovrebbe raggiungere il +16%, ovvero +3.900 casi – ma tutti i settori hanno già superato in modo significativo i livelli del 2019. Le imprese nazionali sono state rese fragili dal susseguirsi di shock e sfide che hanno dovuto gestire negli ultimi anni (problemi legati alla Brexit, shock Covid-19, precedente inasprimento monetario, inflazione rapida e vischiosa). Ci aspettiamo che rimangano tali nel 2024-25, dato che le prospettive economiche e finanziarie miglioreranno solo moderatamente entro il 2025 e le imprese sono esposte al muro del rimborso del debito.

Dopo essersi distinta per un numero basso e prolungato di insolvenze fino al 2022, l'**Italia** corre ora il rischio di una notevole accelerazione delle insolvenze delle imprese entro il 2025. Il processo di normalizzazione è iniziato più tardi, all'inizio del 2023, ed è progredito in modo disomogeneo tra i settori fino al terzo trimestre del 2023, con i fallimenti sono in forte aumento nel settore manifatturiero e nella maggior parte dei servizi, ma ancora stabili nel commercio al dettaglio e nell'ospitalità e in calo nei trasporti/stoccaggio e nell'edilizia. Tuttavia, l'attività edilizia è destinata a rallentare notevolmente dopo essere stata gonfiata dal regime del credito d'imposta superbonus. Nel complesso, l'accelerazione dell'inversione di tendenza registrata nel corso dell'anno dovrebbe portare l'Italia a chiudere il 2023 con 8.250 casi (ovvero +1.090 casi o +15% a/a). Ci aspettiamo che la prolungata debolezza dell'economia fino al primo semestre del 2024 si diffonda in tutti i settori, mentre le aziende si troveranno a fronteggiare costi più elevati, tassi di interesse più elevati e una minore disponibilità di finanziamenti. In questo contesto, le insolvenze delle imprese dovrebbero continuare a recuperare terreno nel 2024 (+24% ovvero +1.950 casi) e rimanere stabili nel 2025 (10.200 casi). L'Italia non colmerebbe il divario con il numero di insolvenze del 2019, ma il contesto giuridico è cambiato dopo il *Codice della crisi e dell'insolvenza*.

Nel **Benelux**, il processo di normalizzazione è iniziato prima in **Belgio** (+49% nel 2022) che nei **Paesi Bassi** (+18%), ma entrambi i Paesi sono sulla buona strada per un altro aumento delle insolvenze nel 2023 (+9% e +59%, rispettivamente) e nel 2024 (+4% e +28%, rispettivamente) – con i Paesi Bassi che vedranno un aumento più sostanziale, data la loro maggiore esposizione al ciclo economico (internazionale). Le prolungate prospettive economiche e finanziarie più deboli previste per il 2024 si concretizzeranno in ulteriori insolvenze nella maggior parte dei settori, mentre le attività di alloggio/alimentazione e trasporto/stoccaggio sono già tornate ai livelli pre-pandemia nel primo semestre del 2023 in entrambi i Paesi. Ci aspettiamo che il Belgio non colmi completamente il divario con il livello del 2019 – il secondo numero più alto da una prospettiva storica – ma torni alla media del 2010-19, con 10.500 casi nel 2024 e 10.000 nel 2025. Nei Paesi Bassi, la ripresa delle insolvenze d'impresa (+1.250 casi nel 2023 e +950 nel 2024) significherà un ritorno sopra i livelli del 2017-2019 ma non l'onda

registrata sulla scia della grande crisi finanziaria (7.900 casi in media annua nel periodo 2009-14).

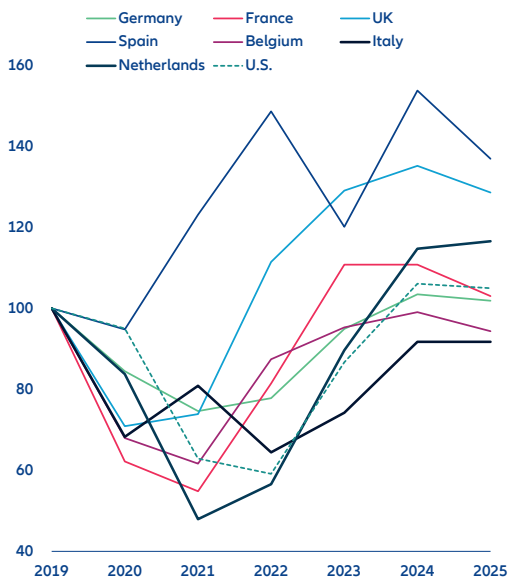
L'**Europa centrale e orientale**, così come l'**Africa**, continuano a sperimentare dinamiche diverse da paese a paese. Invece di una tendenza regionale, identifichiamo tre cluster principali. In primo luogo, due grandi Paesi con un livello di insolvenza basso e prolungato: il Sudafrica (-3% nel 2023 e 0% nel 2024), dove la resilienza macroeconomica va a vantaggio delle imprese, e la Russia (-32% nel 2023), dove si profila un difficile recupero, ma dipenderà da quanto tempo il governo sarà disposto e in grado di sostenere le imprese. Il secondo gruppo comprende i Paesi con insolvenze che mostrano una tendenza moderata al rialzo, che comprende quelli a un livello piuttosto basso in una prospettiva storica (Repubblica Ceca, Lettonia e Slovacchia) e quelli ad un livello elevato (Bulgaria, Romania). Il terzo gruppo riguarda i Paesi che stanno registrando un massiccio aumento, incluso il Marocco, dove le imprese sono alle prese con problemi di ritardo nei pagamenti, in particolare le PMI; Ungheria, dove i dati ufficiali sono rafforzati dai procedimenti relativi alle imprese con fatturato nullo/limitato e società dormienti, e Polonia.

Nel 2023, la **Polonia** registrerà un numero record di insolvenze aziendali per il quarto anno consecutivo, con circa 4.400 casi (ovvero +68% a/a). Questo è il risultato dei cambiamenti nel quadro dell'insolvenza che rendono le procedure di ristrutturazione più facili e veloci, così come della recessione economica che spinge sempre più PMI al fallimento in un contesto di aumento dei prezzi dei fattori di produzione, del costo del lavoro e della concorrenza con le aziende più grandi. Il graduale ritorno della crescita economica dovrebbe abbassare leggermente il numero delle insolvenze, con alcune incertezze legate ai cambiamenti legislativi (3.800 casi nel 2024 e 3.500 casi nel 2025).

In **Asia**, ci aspettiamo che la maggior parte dei Paesi assista a un moderato aumento delle insolvenze nel 2024 a causa del contesto regionale e globale più debole, prima di stabilizzarsi leggermente nel 2025. A livello regionale, ciò si tradurrebbe in un aumento del +5% su base annua. nel 2024, dal -3% nel 2023, seguito da un +3% nel 2025, con la Cina che gioca meccanicamente un ruolo chiave in questo quadro poiché rappresenta il 57% nel nostro indice regionale.

La **Cina** ha finora dimostrato di riuscire a mantenere basso il numero di insolvenze, con circa 6.500 casi attesi per il 2023, ovvero il 45% in meno rispetto ai livelli del 2019, ma si tratta comunque di un livello elevato rispetto alle prospettive pre-pandemiche (4.700 casi in media annua oltre il 2000-18). Considerata la lentezza delle prospettive di crescita, dovuta all'indebolimento della domanda globale e alle prolungate preoccupazioni sull'attività edilizia, sugli investimenti reali e sui problemi di finanziamento, prevediamo un'ulteriore ripresa delle insolvenze, anche se moderata (+5% e +6% nel 2024 e 2025, rispettivamente). A **Hong Kong**, ci aspettiamo che la graduale normalizzazione dell'economia dopo la riapertura del confine cinese e la revoca delle restrizioni Covid-19 supportino finalmente una stabilizzazione delle insolvenze delle imprese dopo tre anni di aumenti (+28% nel 2021, +1% nel 2022 e +6% nel 2023). Il numero di casi rimarrebbe intorno a 320 nel 2024, ma scenderebbe leggermente al di sotto dei 300 casi annuali entro il 2025, cioè vicino alla media del 2010-2020. Tuttavia, nel 2024, la maggior parte degli altri Paesi della regione dovrebbe continuare a far fronte ai vari impatti negativi derivanti dall'indebolimento del contesto regionale e globale, in particolare la Corea del Sud (+41% previsto per il 2023 e +2% nel 2024), il Giappone (+35% e +7% rispettivamente), Australia (+29% e +5%) e Nuova Zelanda (+21% e +8%).

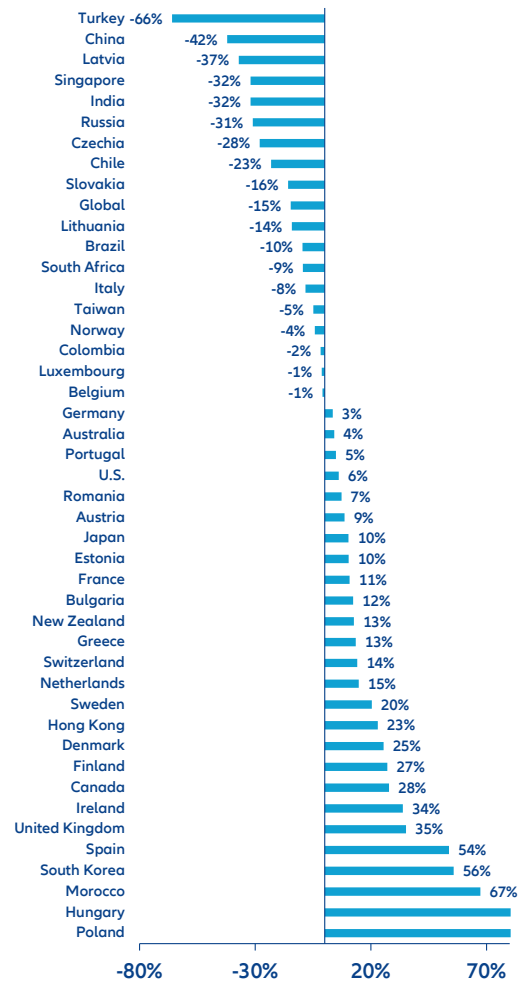
Figura 12: Numero previsto di insolvenze nel periodo 2023-2025, economie avanzate selezionate, base 100: anno 2019



Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

Negli **Stati Uniti**, l'inversione di tendenza al rialzo rispetto al minimo storico (meno di 13.500 casi nel 2022), eredità della forte ripresa post-Covid unita al massiccio sostegno del Paycheck Protection Program (PPP), è iniziata nel 2023, con grandi aziende a segnare. Ci aspettiamo che la combinazione di condizioni creditizie più restrittive per un periodo più lungo e il forte rallentamento economico portino a un altro aumento significativo nel 2024 (del +22% a/a dal +47% del 2023). Le PMI, che spesso hanno riserve di liquidità più ridotte, margini più ridotti e meno possibilità di raccogliere capitali, dovrebbero contribuire in modo più significativo. Da febbraio 2020 hanno accesso al Capitolo V che consente una ristrutturazione più semplice (meno costosa e meno restrittiva) rispetto al processo standard del Capitolo 11. La ripresa complessiva delle insolvenze aziendali negli Stati Uniti dovrebbe rimanere contenuta nel 2025, con una quasi stabilizzazione intorno a 23.900 casi, leggermente al di sopra dei livelli pre-pandemia (5%).

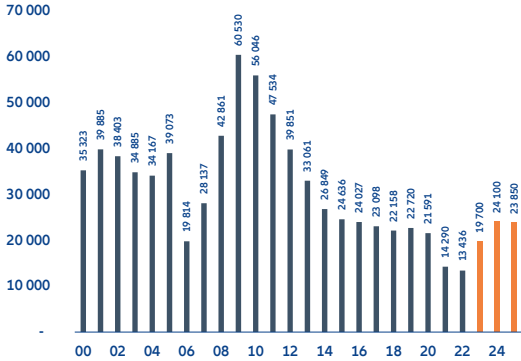
Figura 13: Numero previsto di insolvenze per il 2024, rispetto al 2019, in %



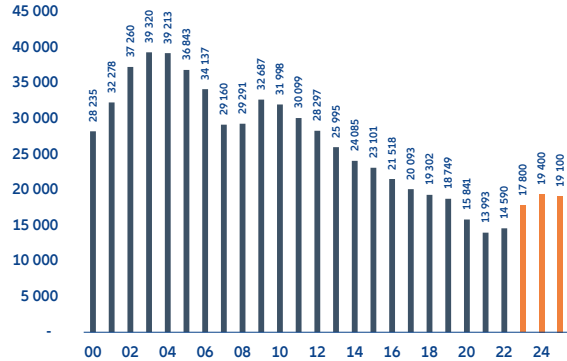
Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

Figura 14: Insolvenze previste per il periodo 2023-25 in alcune economie avanzate

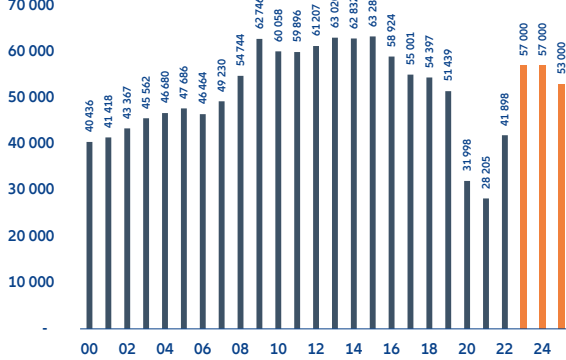
Stati Uniti



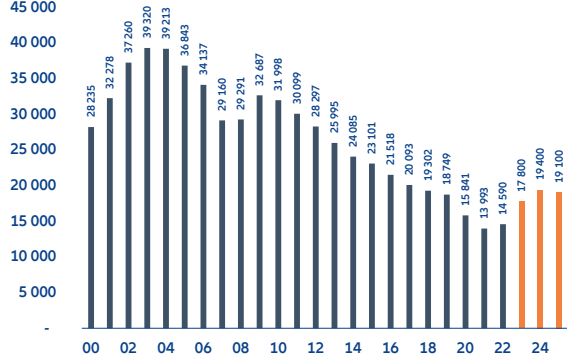
Germania



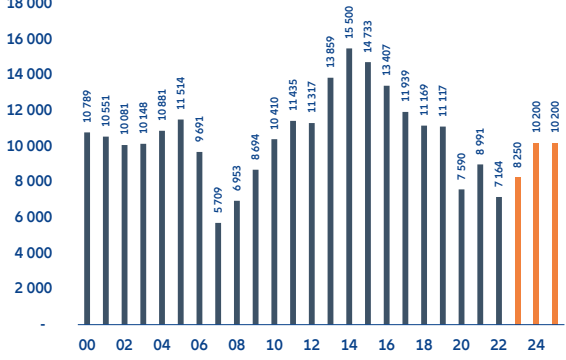
Francia



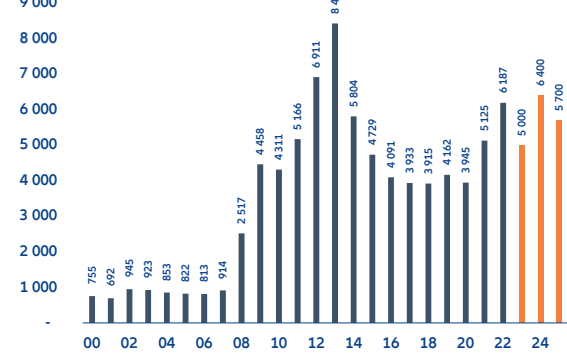
Regno Unito



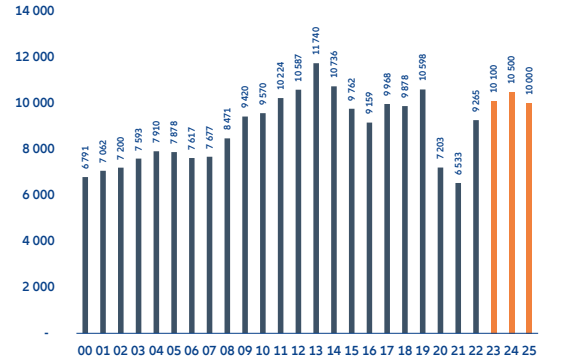
Italia



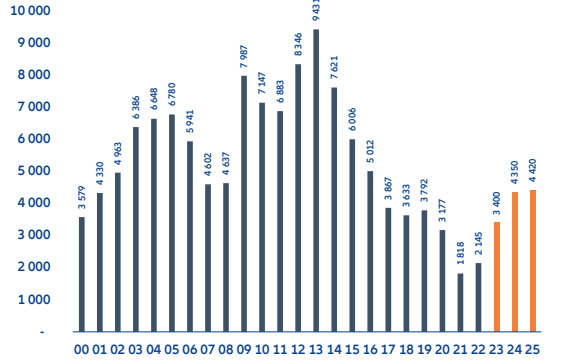
Spagna



Belgio



Paesi Bassi



Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

Appendice statistica

	% of Global Index	Business insolvencies level						Business insolvencies growth						Comparison with 2019 level			
		2020	2021	2022	2023f	2024f	2025f	2020	2021	2022	2023f	2024f	2025f	2022	2023f	2024f	2025f
GLOBAL INDEX *	100	116	100	102	107	118	115	-16%	-13%	1%	6%	10%	-2%	-26%	-22%	-15%	-17%
North America Index *	30	58	39	37	54	66	65	-5%	-33%	-4%	46%	21%	-1%	-40%	-12%	7%	5%
U.S.	28	21 591	14 290	13 436	19 700	24 100	23 850	-5%	-34%	-6%	47%	22%	-1%	-41%	-13%	6%	5%
Canada	2	2 108	1 942	2 621	3 330	3 510	3 340	-23%	-8%	35%	27%	5%	-5%	-5%	21%	28%	22%
Latin America Index *	3	235	212	157	184	187	176	11%	-10%	-26%	17%	2%	-6%	-26%	-13%	-12%	-17%
Brazil	2	2 078	1 962	1 857	2 350	2 610	2 770	-28%	-6%	-5%	27%	11%	6%	-36%	-19%	-10%	-4%
Colombia	0	1 885	1 506	1 088	1 310	1 310	1 170	11%	-20%	-28%	20%	0%	-11%	-36%	-23%	-23%	-31%
Chile	0	1 292	1 193	1 219	1 280	1 250	1 180	2%	-8%	2%	5%	-2%	-6%	-4%	1%	-2%	-7%
Europe Index *	29	145	142	147	148	165	153	-20%	-2%	4%	0%	11%	-7%	-19%	-19%	-10%	-16%
EU27+UK+Norway Index *	25	112	119	144	157	173	161	-18%	6%	20%	9%	10%	-7%	5%	14%	26%	17%
EU27 Index *	20	122	131	156	168	187	173	-17%	8%	18%	8%	11%	-8%	5%	14%	27%	17%
Euro zone Index *	17	121	129	155	157	184	171	-20%	7%	20%	2%	17%	-7%	3%	5%	23%	14%
Western Europe Index *	24	111	117	142	149	169	157	-19%	5%	22%	5%	13%	-7%	4%	8%	23%	14%
Germany	5	15 841	13 993	14 590	17 800	19 400	19 100	-16%	-12%	4%	22%	9%	-2%	-22%	-5%	3%	2%
United Kingdom	4	15 657	16 312	24 614	28 500	29 850	28 400	-29%	4%	51%	16%	5%	-5%	11%	29%	35%	29%
France	4	31 998	28 205	41 898	57 000	57 000	53 000	-38%	-12%	49%	36%	0%	-7%	-19%	11%	11%	3%
Italy	3	7 590	8 991	7 164	8 250	10 200	10 200	-32%	18%	-20%	15%	24%	0%	-36%	-26%	-8%	-8%
Spain	2	3 945	5 125	6 187	5 000	6 400	5 700	-5%	30%	21%	-19%	28%	-11%	49%	20%	54%	37%
Netherlands	1	3 177	1 818	2 145	3 400	4 350	4 420	-16%	-43%	18%	59%	28%	2%	-43%	-10%	15%	17%
Switzerland	1	4 887	5 127	6 788	7 300	6 850	6 150	-19%	5%	32%	8%	-6%	-10%	13%	22%	14%	2%
Sweden	1	7 585	6 792	7 189	9 000	9 200	8 100	-1%	-10%	6%	25%	2%	-12%	-6%	18%	20%	6%
Belgium	1	7 203	6 533	9 265	10 100	10 500	10 000	-32%	-9%	42%	9%	4%	-5%	-13%	-5%	-1%	-6%
Ireland	1	575	401	530	680	760	650	1%	-30%	32%	28%	12%	-14%	-7%	20%	34%	14%
Norway	1	4 101	3 325	3 713	4 500	4 800	4 600	-18%	-19%	12%	21%	7%	-4%	-26%	-10%	-4%	-8%
Austria	1	3 034	3 034	4 775	5 250	5 450	5 350	-40%	0%	57%	10%	4%	-2%	-5%	5%	9%	7%
Denmark	0	2 221	2 175	2 834	3 200	3 250	2 900	-14%	-2%	30%	13%	2%	-11%	9%	24%	25%	12%
Finland	0	2 471	2 804	2 993	3 730	3 800	3 410	-17%	13%	7%	25%	2%	-10%	0%	25%	27%	14%
Portugal	0	2 502	2 195	1 928	2 250	2 685	2 954	-2%	-12%	-12%	17%	19%	10%	-25%	-12%	5%	15%
Greece	0	57	53	61	68	71	71	-10%	-7%	15%	12%	5%	0%	-3%	8%	13%	13%
Luxembourg	0	1 174	1 160	1 024	1 180	1 220	1 160	-5%	-1%	-12%	15%	3%	-5%	-17%	-5%	-1%	-6%
Central & Eastern Europe Index *	5	347	299	227	213	221	209	-21%	-14%	-24%	-6%	4%	-5%	-49%	-52%	-50%	-53%
Russia	2	9 930	10 317	9 055	7 280	8 550	11 000	-20%	4%	-12%	-20%	17%	29%	-27%	-41%	-31%	-11%
Turkey	1	2 860	2 299	1 573	1 107	1 306	1 175	-25%	-20%	-32%	-30%	18%	-10%	-59%	-71%	-66%	-69%
Poland	1	1 293	2 187	2 625	4 400	3 800	3 500	32%	69%	20%	68%	-14%	-8%	169%	350%	289%	258%
Romania	0	5 694	6 144	6 649	6 800	7 000	6 750	-13%	8%	8%	2%	3%	-4%	2%	4%	7%	3%
Czechia	0	8 060	7 148	5 882	5 880	6 250	6 000	-7%	-11%	-18%	0%	6%	-4%	-32%	-32%	-28%	-31%
Hungary	0	4 316	5 119	8 450	21 000	11 000	7 000	-18%	19%	65%	149%	-48%	-36%	61%	299%	109%	33%
Slovakia	0	1 889	1 692	1 812	1 946	2 060	2 020	-23%	-10%	7%	7%	6%	-2%	-26%	-20%	-16%	-17%
Bulgaria	0	531	545	548	550	565	575	6%	3%	1%	0%	3%	2%	9%	9%	12%	14%
Lithuania	0	787	738	1 150	1 300	1 380	1 280	-51%	-6%	56%	13%	6%	-7%	-28%	-19%	-14%	-20%
Latvia	0	374	241	308	310	350	350	-33%	-36%	28%	1%	13%	0%	-45%	-44%	-37%	-37%
Estonia	0	145	105	97	140	160	135	0%	-28%	-8%	44%	14%	-16%	-33%	-3%	10%	-7%
Africa Index *	1	141	193	222	248	248	236	-14%	37%	15%	12%	0%	-5%	36%	52%	52%	45%
South Africa	1	2 035	1 932	1 907	1 850	1 850	1 800	0%	-5%	-1%	-3%	0%	-3%	-7%	-9%	-9%	-12%
Morocco	0	6 620	10 552	12 397	14 200	14 200	13 500	-22%	59%	17%	15%	0%	-5%	46%	67%	67%	59%
Asia-Pacific Index *	37	125	102	107	104	109	112	-18%	-19%	5%	-3%	5%	3%	-30%	-32%	-28%	-26%
China	21	11 997	8 689	7 528	6 500	6 840	7 250	1%	-28%	-13%	-14%	5%	6%	-36%	-45%	-42%	-39%
Japan	6	7 773	6 030	6 428	8 680	9 250	9 000	-7%	-22%	7%	35%	7%	-3%	-23%	4%	10%	7%
India	4	736	812	1 237	1 250	1 310	1 350	-62%	10%	52%	1%	5%	3%	-36%	-35%	-32%	-30%
South Korea	2	1 069	955	1 004	1 420	1 450	1 200	15%	-11%	5%	41%	2%	-17%	8%	53%	56%	29%
Australia	2	3 582	3 406	4 940	6 380	6 670	6 400	-44%	-5%	45%	29%	5%	-4%	-23%	0%	4%	0%
Taiwan	1	200	204	211	180	195	190	-2%	2%	3%	-15%	8%	-3%	3%	-12%	-5%	-7%
Singapore	0	200	191	215	185	195	190	-30%	-5%	13%	-14%	5%	-3%	-25%	-36%	-32%	-34%
Hong Kong	0	234	299	303	320	300	290	-4%	28%	1%	6%	-6%	-3%	24%	31%	23%	19%
New Zealand	0	1 580	1 476	1 645	1 990	2 150	2 230	-17%	-7%	11%	21%	8%	4%	-14%	4%	13%	17%

(*) Index 100: 2000

Fonti: fonti nazionali, Allianz Research