

Allianz Research | 22 Ottobre 2024

Romperci o posare mattoni? In che modo i responsabili politici daranno forma alla ripresa delle costruzioni

In sintesi

- 1. Nonostante i forti venti contrari, il segmento dell'edilizia residenziale è resiliente e i tassi d'interesse più bassi potrebbero rilanciare i prezzi e l'attività nel 2025.** L'avvio di abitazioni e i permessi di costruzione residenziale sono diminuiti nella maggior parte dei paesi nel 2024. Tuttavia, i prezzi degli immobili hanno probabilmente toccato il fondo dopo la significativa correzione nella maggior parte dei mercati. Prevediamo che i prezzi aumenteranno del +1% in Francia, Italia e Spagna nel 2025, mentre dovrebbero crescere del +2% in Germania e nei Paesi Bassi. In linea con questa tendenza, l'accessibilità economica è migliorata nella maggior parte dei paesi con l'aumento dei salari. In Europa, la Germania rimane il mercato più debole, con i permessi di costruzione in calo del -22% a/a a partire dal 2° trimestre 2024 e la correzione più marcata dei prezzi. Negli Stati Uniti, le nuove costruzioni di case sono diminuite del -8% a/a nella prima metà dell'anno, ma i prezzi sono leggermente aumentati. Il mercato delle ristrutturazioni è riuscito a crescere grazie alla solida domanda di miglioramenti dell'efficienza energetica. Tuttavia, in futuro, il segmento dovrebbe rallentare poiché è stato sostenuto da sussidi e programmi governativi che saranno ridimensionati nel 2025. Il calo dei tassi d'interesse potrebbe rappresentare un fattore favorevole nel 2025: stimiamo che un calo di 1 punto percentuale dei tassi ipotecari aumenti i permessi di costruzione residenziali di +3 punti percentuali nel prossimo trimestre in Italia, +5 punti percentuali in Francia, +6 punti percentuali in Spagna, +8 punti percentuali in Germania e addirittura +19 punti percentuali negli Stati Uniti. Inoltre, la trasmissione dei tassi di riferimento più bassi ai mutui ipotecari è piuttosto rapida, una questione di mesi nella maggior parte dei paesi. Ma alcuni hanno persino visto i tassi iniziare a diminuire anche prima dei tagli dei tassi della banca centrale, poiché le banche tentano di attrarre e bloccare i clienti in anticipo. Durante l'intero ciclo di allentamento, che lascerebbe i tassi più bassi di 2 punti percentuali entro l'autunno del 2025, ciò significherebbe un impulso significativo all'edilizia residenziale.
- 2. Ma il segmento non residenziale sta affrontando cambiamenti strutturali.** Nella prima metà del 2024, l'edilizia per uffici ha registrato diminuzioni a due cifre negli Stati Uniti, in Francia e in Germania, mentre i trasporti, la logistica e i data center hanno registrato forti aumenti e gli hotel si sono ripresi, soprattutto nell'Europa meridionale. Nel complesso, l'edilizia non residenziale è stata lenta. Questi sviluppi riflettono la continua preferenza per i modelli di lavoro ibridi, la ristrutturazione delle catene di approvvigionamento in mezzo alle tensioni geopolitiche e il boom dei viaggi. In questo contesto, gli investimenti nel settore immobiliare commerciale (CRE) stanno ancora rallentando, ma vediamo segnali di stabilizzazione in futuro, soprattutto perché la domanda di prestiti CRE è in ripresa e dovrebbe continuare a farlo con il calo dei tassi. Nel complesso, il segmento non residenziale ha seguito tendenze come l'ascesa del lavoro a distanza, dell'e-commerce e dell'intelligenza artificiale, ma ci sono segnali di inversione di tendenza che potrebbero rivelarsi costosi a lungo termine.

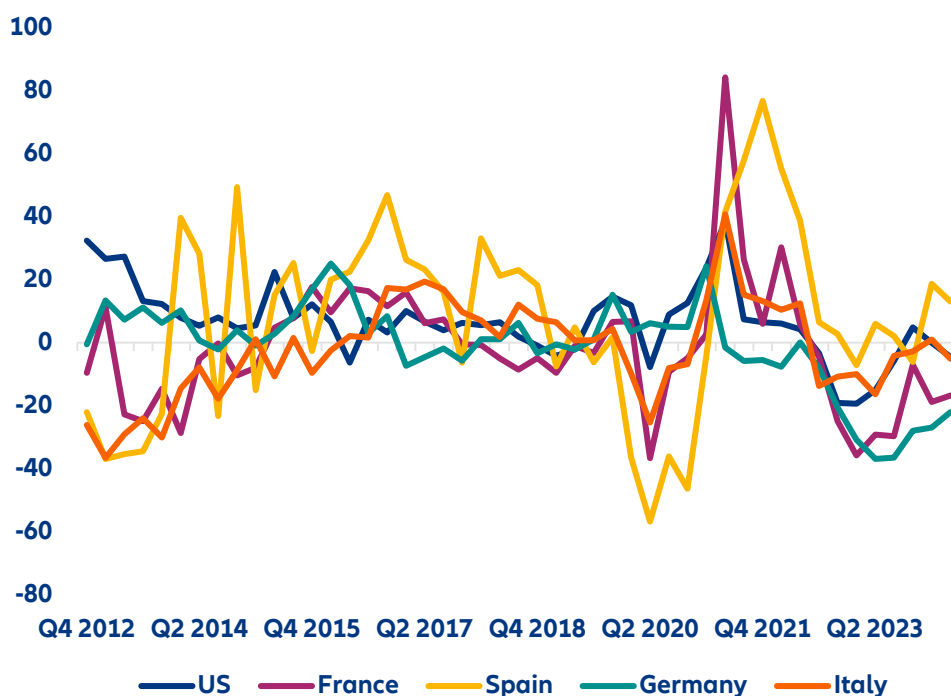
3. **Le infrastrutture dovrebbero riprendersi, ma stanno affrontando una stretta fiscale.** Gli Stati Uniti sono stati all'avanguardia in termini di progetti e investimenti infrastrutturali, con la Bipartisan Infrastructure Law (BIL) e l'Inflation Reduction Act (IRA) che hanno dato un enorme impulso al segmento. In Europa, la produzione di ingegneria civile e infrastrutture è stata resiliente soprattutto grazie ai fondi Next Generation EU. Tuttavia, i dati recenti mostrano un calo della produzione e l'imminente austerità fiscale in molti paesi non farà che rafforzare questa tendenza, anche se un contesto di tassi più favorevole dovrebbe aiutare il settore a riprendersi. La raccolta fondi nel 3° trimestre 2024 è stata superiore del 28% rispetto al 2023 e i progetti energetici (non rinnovabili) hanno rappresentato oltre un terzo della raccolta fondi fino al 3° trimestre 2024, evidenziando la narrativa della corsa al potere. Anche i rendimenti degli asset infrastrutturali stanno migliorando progressivamente, il che dovrebbe sostenere la domanda e sostenere ulteriormente il settore.
4. **Il settore edile cinese sta ancora affrontando un rallentamento significativo a causa della persistente crisi immobiliare, senza che si intraveda un forte rimbalzo.** Nel 2024 l'avvio di progetti di costruzione e gli investimenti totali sono diminuiti di circa il -40% a/a. La recessione immobiliare iniziata nel 2021, provocata dal rapido accumulo di debito, dagli investimenti eccessivi e dall'inasprimento normativo, ha causato un forte calo delle nuove abitazioni, delle vendite e dei prezzi. Stimiamo che il sostegno pubblico nel 2024 ammonterà a quasi il 4% del PIL, poiché le autorità mirano a spezzare il circolo vizioso tra il settore immobiliare e le finanze delle amministrazioni locali. Anche se avranno successo, dubitiamo che il settore immobiliare tornerà al suo antico splendore nel lungo periodo, dato il deterioramento demografico, il minore spazio per un'ulteriore urbanizzazione e la riduzione dell'indebitamento. Al contrario, gli investimenti nelle infrastrutture, in particolare nelle energie rinnovabili e nell'elettricità, hanno fornito una certa stabilità all'edilizia nel suo complesso, con una crescita del +7,9% nell'agosto 2024. Gli investimenti nell'energia elettrica hanno raggiunto la cifra record di 1,6 trilioni di RMB nel 2023 nell'ambito della strategia della Cina per passare a uno sviluppo sostenibile e di alta qualità.
5. **In definitiva, i tassi di interesse più bassi sono un sollievo, ma non un propellente per le aziende del settore edile globale.** Il rallentamento dei prezzi degli input, dal cemento al legname, sta avvantaggiando le aziende che erano state schiacciate dall'inflazione negli ultimi due anni. Tuttavia, la continua carenza di manodopera sta mettendo sotto pressione la redditività e aumentando i costi opportunità. Negli Stati Uniti, i salari delle costruzioni sono aumentati del +3% a/a nel 2° trimestre 2024; in Germania e in Italia, che registrano la maggiore carenza di manodopera in Europa, i salari sono cresciuti rispettivamente del +5% e del +3%. Tassi di interesse più bassi miglioreranno la copertura degli interessi e l'accesso al credito, ma è improbabile che compensino la tendenza all'aumento delle insolvenze nel settore che rappresenta il 20-25% dei fallimenti aziendali. Le insolvenze sono aumentate del +20% a/a in Germania, del +31% a/a in Francia, del +35% in Italia e Svezia e del +21% in Belgio, con un numero prolungato di casi gravi a livello globale, in particolare in Europa occidentale e in Asia.

Residenziale: fattori favorevoli derivanti da tassi d'interesse più bassi e migliore accessibilità

Nel 2024 la produzione delle costruzioni è rimasta resiliente nonostante i forti venti contrari. Le nuove costruzioni sono diminuite negli Stati Uniti, in particolare nel 1° e 2° trimestre 2024, a causa dei tassi ipotecari persistentemente elevati all'inizio dell'anno. I nuovi progetti sono diminuiti di quasi il -8% rispetto al 2023. Tuttavia, il mercato delle ristrutturazioni ha registrato un aumento, con una spesa per il miglioramento della casa in aumento del +5% nello stesso periodo, trainata dalla domanda dei consumatori di case più efficienti dal punto di vista energetico. Con l'inizio della moderazione dell'inflazione e l'allentamento dei tassi d'interesse nel 2° trimestre, i nuovi progetti hanno iniziato a riprendersi in previsione di un miglioramento del contesto. Le due maggiori economie dell'Eurozona hanno visto un andamento simile. In Francia, le nuove costruzioni sono diminuite del -10% a/a nel 2° trimestre 2024, mentre la Germania ha registrato una contrazione più marcata, pari a circa il -12%. Entrambi i paesi hanno registrato un modesto aumento delle ristrutturazioni, a causa di preoccupazioni per la sostenibilità e della necessità di aggiornare il patrimonio abitativo più vecchio per soddisfare standard di efficienza energetica sempre più rigorosi.

Allo stesso modo, il mercato delle costruzioni in Italia ha subito un rallentamento a causa dell'eliminazione graduale del "Superbonus". Al contrario, il mercato dell'edilizia residenziale in Spagna è rimasto più solido. I continui investimenti del governo spagnolo in progetti abitativi hanno contribuito a tamponare parte del rallentamento, anche se anche i progetti di ristrutturazione sono in aumento, poiché i proprietari di case hanno cercato di trarre vantaggio dai sussidi per l'efficienza energetica sostenuti dal governo. Nel Regno Unito, le nuove costruzioni sono diminuite di quasi il -30% a/a nel 1° trimestre 2024. Tuttavia, le attività di ristrutturazione hanno acquisito slancio, sostenute dalle iniziative in corso per migliorare il patrimonio abitativo. Ciò includeva un aumento della domanda di retrofit di case più vecchie con un isolamento moderno e sistemi di riscaldamento ad alta efficienza energetica. I permessi di costruzione residenziali hanno toccato il fondo nel 2° trimestre 2023 e si stanno progressivamente riprendendo nella maggior parte dei paesi (si veda la Figura 1).

Figura 1: Permessi di costruzione residenziali (a/a%)

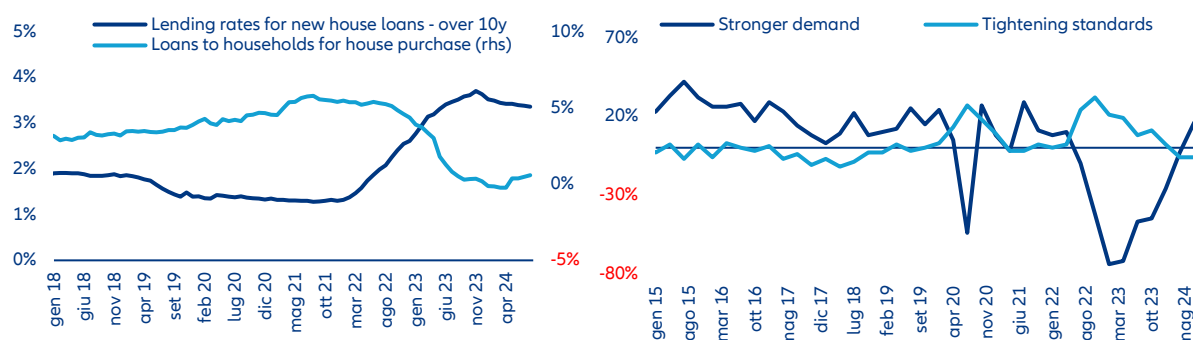


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Trade

Il peggio è probabilmente alle spalle per i prezzi degli immobili residenziali, poiché prevediamo che il settore toccherà il fondo nel 2025, trainato da un interessante mix di fattori economici e politici. Dopo due anni turbolenti caratterizzati da tassi di interesse record, riduzione dei volumi delle transazioni e correzioni dei prezzi delle abitazioni, l'ultima indagine sul credito bancario della BCE segnala una graduale ripresa della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni e un allentamento dei criteri di credito in tutta Europa con l'avanzare del ciclo di allentamento. Con i tassi di interesse in calo, il tasso dei mutui ipotecari a 10 anni nell'Eurozona è sceso costantemente dal picco del 3,7% del novembre 2023 (Figura 2). Questa tendenza al ribasso, insieme agli standard di credito più rilassati segnalati dalle banche, ha creato un contesto di finanziamento più favorevole. Di conseguenza, la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è aumentata per la prima volta dall'inizio del 2022, con un forte rimbalzo nel 3° trimestre 2024 (+39%), il più alto dal 2° trimestre 2025 (Figura 3), in particolare in Francia (+67% a/a), Italia (+45% a/a) e Germania (+44% a/a). Segnali positivi dal lato della domanda stanno diventando evidenti anche negli Stati Uniti. Dopo aver registrato un calo costante della domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni dalla fine del 2021, il mercato è sulla buona strada per tornare a una crescita positiva (Figura 3). Questo cambiamento è in gran parte determinato da un graduale allentamento dei criteri di credito e dal calo dei tassi di interesse. Le banche segnalano un netto allentamento delle condizioni di prestito, che fornisce il sostegno necessario ai potenziali acquirenti e stimola la domanda di nuovi mutui. Questa ripresa della domanda

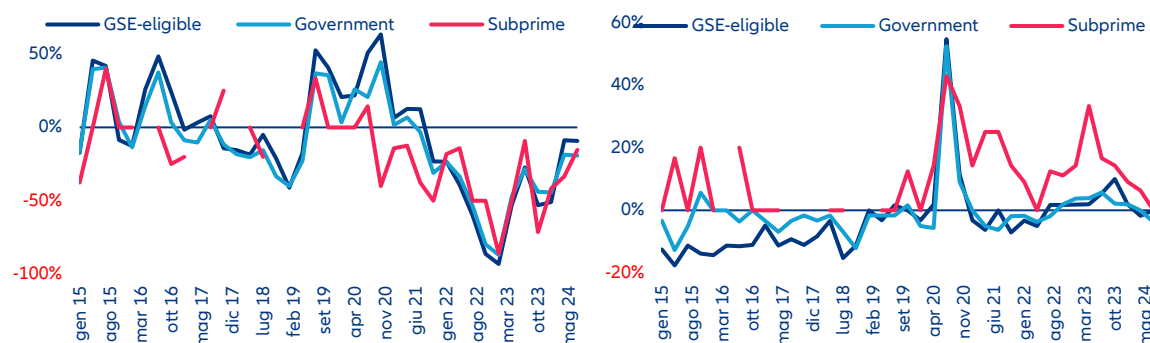
di prestiti dovrebbe acquisire ulteriore slancio nel 4° trimestre del 2024, sostenuta dall'aumento della fiducia dei consumatori e dal continuo calo dei tassi.

Figura 2: Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (a sinistra) e Indagine sul credito bancario della BCE (a destra)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

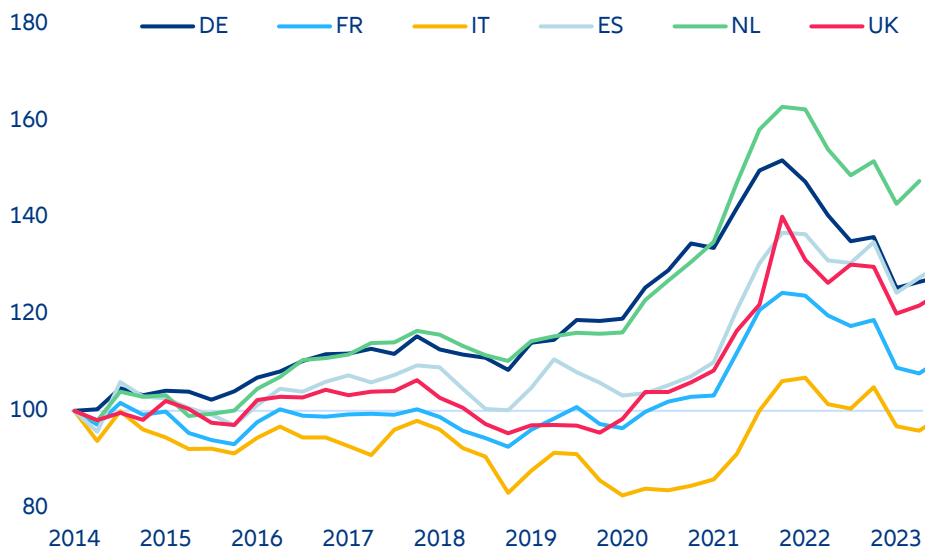
Figura 3: Percentuale netta di banche statunitensi che segnalano un aumento della domanda di credito (a sinistra) e un inasprimento degli standard di credito (a destra) secondo il Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices



Fonti: Consiglio dei Governatori del Federal Reserve System, Allianz Research

Il miglioramento dell'accessibilità degli alloggi fornirà un ulteriore sostegno alla ripresa della domanda. Le correzioni dei prezzi delle abitazioni nei principali paesi europei, combinate con il calo dell'inflazione e il ritorno alla crescita dei salari reali, hanno portato a un netto miglioramento dell'accessibilità economica (Figura 4). Questo miglioramento sta stimolando una rinnovata domanda di nuove ipoteche e una ripresa dell'attività di investimento. I volumi degli investimenti immobiliari in Europa sono cresciuti del +16% a/a nel 2° trimestre 2024, determinando un aumento del +10% a/a dei volumi di investimento nel 1° trimestre 2024. Sebbene ancora al di sotto della media a lungo termine, l'aumento dei volumi delle transazioni suggerisce un miglioramento del sentiment sul mercato degli investimenti. Paesi come la Danimarca, i Paesi Bassi e, più recentemente, la Germania sono già tornati in territorio di variazione positiva dei prezzi (Figura 4), con altre nazioni come la Svezia che dovrebbero seguire l'esempio poiché sono previsti ulteriori tagli dei tassi e un aumento dei salari reali per tutto il 2024.

Figura 4: Indice di accessibilità abitativa per alcuni paesi europei



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: l'accessibilità economica è calcolata in funzione del reddito, utilizzando gli indicatori OCSE del rapporto prezzo/reddito delle abitazioni. Si riferisce alla convenienza dell'acquisto di una casa al momento dell'acquisto, ipotizzando un LTV (loan-to-value) del 75%, tassi ipotecari fissi e durata del mutuo a 20 anni.

Con il ritorno della crescita economica nella regione, la stabilizzazione della domanda di abitazioni e l'allentamento della politica monetaria che riduce i costi di finanziamento, i valori reali degli immobili dovrebbero aumentare. Prevediamo che la ripresa della Francia richiederà più tempo, con i prezzi che dovrebbero toccare il fondo solo alla fine del 2024, con un calo del -4,5% per l'anno. Seguirà una modesta crescita dei prezzi, rispettivamente di circa il +1% e il +2% nel 2025 e nel 2026. I mercati dell'Europa meridionale, tra cui Italia e Spagna, che hanno mostrato maggiore resilienza, faranno probabilmente fatica a mantenere lo slancio, con aumenti dei prezzi nominali di circa il +1% nel 2025 e del +1,5% nel 2026. Al contrario, la Germania e i Paesi Bassi, avendo già registrato aggiustamenti significativi, dovrebbero registrare un'inversione di tendenza più rapida, con i prezzi già previsti in crescita di oltre il +2% annuo nel 2025 e nel 2026. Si prevede che il Regno Unito sarà il mercato in più rapida crescita nei prossimi anni, con una crescita dei prezzi nominali superiore al +2,5% nello stesso periodo, riflettendo una ripresa più robusta.

I tassi d'interesse più bassi dovrebbero sostenere la ripresa dell'edilizia residenziale, ma solo nel 2025. Con l'allentamento delle politiche monetarie da parte delle banche centrali negli Stati Uniti, nell'Eurozona e nel Regno Unito, i costi di finanziamento e i tassi ipotecari sono in calo dalla seconda metà dell'anno. Ciò dovrebbe continuare ad avere un impatto positivo sul sentiment e sulla domanda degli acquirenti di case. Tuttavia, si prevede che tutti gli effetti del calo dei tassi di interesse sui mercati immobiliari si concretizzeranno solo nel 2025. La nostra analisi storica rivela che un calo di 1 punto percentuale dei tassi ipotecari aumenta i permessi di costruzione residenziali nel prossimo trimestre di +3 punti percentuali in Italia, +5 punti percentuali in Francia, +6 punti percentuali in Spagna, +8 punti percentuali in Germania e addirittura +19 punti percentuali negli Stati Uniti. Inoltre, la trasmissione dei tassi di riferimento più bassi ai mutui ipotecari è piuttosto rapida, una questione di mesi nella maggior parte dei paesi. Ci sono anche alcuni tassi in cui i tassi hanno iniziato a diminuire anche prima dei tagli dei tassi della banca centrale, poiché le banche hanno tentato di attirare e bloccare i clienti in anticipo.

È probabile che il sostegno del governo venga ridimensionato, danneggiando in particolare la ristrutturazione. Diversi programmi governativi che sostenevano i mercati immobiliari sono stati ritirati o ridotti, il che avrà implicazioni sia per le nuove costruzioni che per le attività di ristrutturazione. Nel Regno Unito, ad esempio, si

prevede che le modifiche all'imposta di bollo nell'aprile 2025 scoraggeranno gli acquirenti, in quanto si applicheranno alle proprietà superiori a 125 mila sterline (rispetto alle 250 mila sterline attuali) o a 300 mila sterline per gli acquirenti per la prima volta (rispetto alle 425 mila sterline di oggi), il che potrebbe essere un duro colpo per la domanda in un mercato già fiacco. In Francia, i sussidi per la ristrutturazione (ad esempio *Ma Prime Renov*) vengono ridotti a causa della rifocalizzazione del budget da parte del governo, il che potrebbe rallentare il ritmo degli aggiornamenti degli immobili più vecchi e danneggiare il segmento delle ristrutturazioni. In Italia si è concluso nel 2023 il "Superbonus", che incentivava le ristrutturazioni energeticamente efficienti con importanti sgravi fiscali. Si prevede che ciò porterà a un forte calo dei progetti di ristrutturazione nel 2024 e oltre, in particolare tra i proprietari di case a reddito medio. Tuttavia, si prevede che il mercato spagnolo delle ristrutturazioni continuerà a essere sostenuto dai sussidi verdi dell'UE fino al 2025.

Figura 5: Indicatori di ristrutturazione (a/a)%

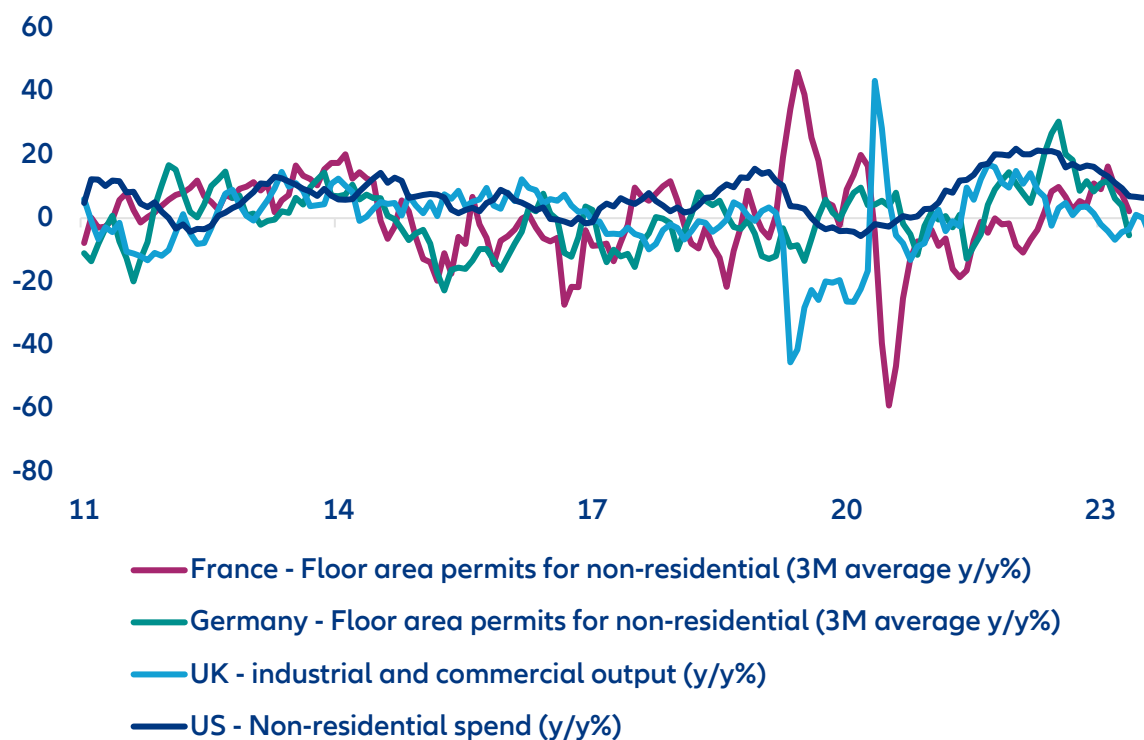


Fonti: Refinitiv, CERC, Allianz Research

Non residenziale: si può riconoscere un cambiamento strutturale quando se ne vede uno?

Il 2024 è stato un miscuglio per l'edilizia non residenziale. La costruzione di nuovi uffici è diminuita negli Stati Uniti (-19% a/a a partire dal 2° trimestre 2024), riflettendo il passaggio post-Covid a modelli di lavoro a distanza, con la maggior parte delle aziende che ha rivalutato le proprie esigenze di spazi per uffici, portando a un eccesso di offerta in molti mercati. L'edilizia al dettaglio è rimasta per lo più stabile negli Stati Uniti, mentre i segmenti industriale e logistico hanno beneficiato della forte domanda legata all'e-commerce e al nearshoring, in quanto le aziende hanno ristrutturato le catene di approvvigionamento in un contesto di rischi geopolitici. L'aumento del +4% a/a delle nuove costruzioni nel segmento riflette questa tendenza. I data center hanno registrato un aumento significativo (+15% a/a), grazie soprattutto alla spinta derivante dall'adozione dell'intelligenza artificiale. La costruzione di hotel è rimasta stabile, con la maggior parte delle attività concentrate sulla ristrutturazione dei centri urbani per soddisfare le esigenze in evoluzione dei viaggiatori d'affari e di piacere. In Francia e Germania, l'edilizia per uffici ha registrato un forte calo (circa -10% a/a per entrambe). L'edilizia al dettaglio ha mostrato resilienza, mentre i segmenti logistico e industriale sono stati i migliori in tutta Europa. In Spagna, ad esempio, l'impennata dell'e-commerce e la spinta verso la produzione nearshore hanno incrementato i nuovi progetti logistici del +6% a/a. Il segmento alberghiero ha registrato una robusta attività di ristrutturazione in Italia e Spagna, dove la ripresa del turismo post-pandemia ha stimolato gli investimenti nell'aggiornamento delle infrastrutture esistenti. Come negli Stati Uniti, la costruzione di data center in tutta Europa è cresciuta notevolmente. Nel Regno Unito, l'attività di costruzione di uffici è rimasta lenta, con il centro di Londra che ha registrato un calo del -26% dei volumi di investimento rispetto al 2023. Il settore retail ha mostrato resilienza e l'edilizia industriale e logistica è rimasta robusta, trainata dalla continua domanda di e-commerce, con un aumento dell'adozione della logistica del +18% a/a nella prima metà dell'anno. Il settore alberghiero nel Regno Unito è rimasto stabile, concentrandosi maggiormente sulle ristrutturazioni, poiché i mercati urbani hanno beneficiato della ripresa del turismo. Anche i data center nel Regno Unito hanno registrato lo stesso forte slancio degli altri paesi del nostro panel.

Figura 6 - Indicatori non residenziali



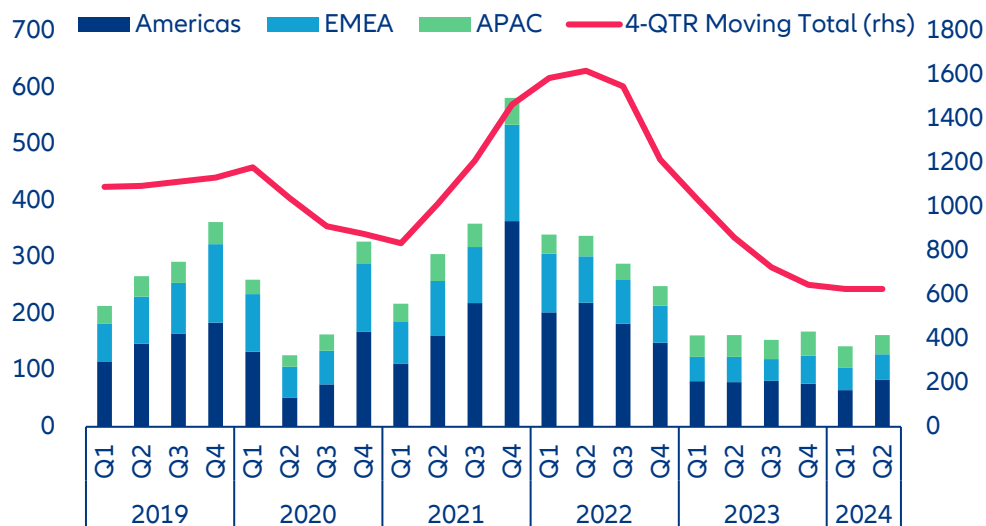
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Gli uffici vacanti rimangono elevati. L'eccesso di offerta di spazi per uffici negli Stati Uniti ha spinto i tassi di sfritto a quasi il 20% nel 2° trimestre del 2024. Questo tasso piuttosto elevato rivela la lenta ripresa della domanda, poiché

le aziende sono ancora impegnate in ambienti di lavoro ibridi. Non sorprende che i prezzi degli uffici siano leggermente diminuiti. In Europa, i tassi di affitto degli uffici in Francia e Germania si aggirano intorno all'8-9%, con un divario crescente tra le posizioni principali e gli asset secondari. Il retail è rimasto sostanzialmente stabile. In Europa, gli spazi commerciali di prima qualità hanno registrato bassi tassi di affitto (3%) e gli affitti sono rimasti stabili. Tuttavia, gli immobili al dettaglio secondari, in particolare quelli non essenziali e di moda, hanno dovuto affrontare tassi di affitto più elevati e affitti in calo. Negli Stati Uniti, il retail non essenziale ha dovuto affrontare sfide maggiori, con tassi di affitto che si avvicinano al 10%, soffrendo ancora gli effetti della pandemia e la crescita dell'e-commerce. I settori industriale e logistico hanno continuato a beneficiare di una domanda elevata, con tassi di affitto intorno al 6% negli Stati Uniti e al 4% in Europa. Questo basso tasso di affitti, trainato dalla forte domanda da parte dell'e-commerce, dei fornitori di servizi logistici e dalla tendenza al nearshoring, ha portato a un aumento degli affitti del +6% in mercati chiave come Londra, Parigi e le principali città degli Stati Uniti. Nel frattempo, gli hub logistici vicino ai porti e ai principali corridoi di trasporto hanno registrato una domanda particolarmente forte e gli hotel hanno registrato una forte ripresa dei tassi di occupazione, in particolare in Italia e Spagna, dove gli hotel cittadini hanno raggiunto tassi di occupazione di circa il 70%, alimentati dalla domanda repressa di viaggi internazionali.

Gli investimenti immobiliari commerciali globali sono rimasti modesti nella prima metà del 2024, ma il ritmo del calo è rallentato rispetto al 2023, segnalando i primi segnali di stabilizzazione. Le transazioni globali hanno continuato a diminuire del -17% nel 1° trimestre, seguito da un calo più moderato del -1% nel 2° trimestre (Figura 7) quando i costi di finanziamento hanno iniziato a diminuire e i prezzi hanno iniziato a stabilizzarsi e a riprendersi. Sebbene l'attività rimanga contenuta, il divario tra le aspettative di prezzo degli acquirenti e dei venditori si sta riducendo, il che potrebbe sostenere una ripresa dei volumi di investimento. Il settore abitativo ha guidato la ripresa del volume delle operazioni, trainato da una crescita sostenuta degli affitti e della domanda di alloggi. In Europa, il settore alberghiero è stato un punto luminoso, sostenuto da un forte rimbalzo della domanda turistica. Tuttavia, il settore industriale, che negli ultimi anni aveva registrato una forte performance, sta ora assistendo a un certo indebolimento della domanda con la stabilizzazione delle catene di approvvigionamento e la diminuzione dell'urgenza di spazi logistici. Nel frattempo, il settore degli uffici continua a rappresentare un freno significativo per il mercato complessivo, ancora alle prese con i cambiamenti strutturali causati dall'ascesa di modelli di lavoro remoti e ibridi. È probabile che la prolungata incertezza nel segmento persista, con le aziende che continuano a rivalutare le loro esigenze di spazio a lungo termine. Nonostante il contesto difficile degli ultimi due anni, con il miglioramento delle dinamiche dei prezzi e la stabilizzazione delle prospettive economiche più ampie, ci aspettiamo che il mercato immobiliare commerciale si riprenda gradualmente fino al 2025, anche se il ritmo della ripresa varierà tra i diversi settori.

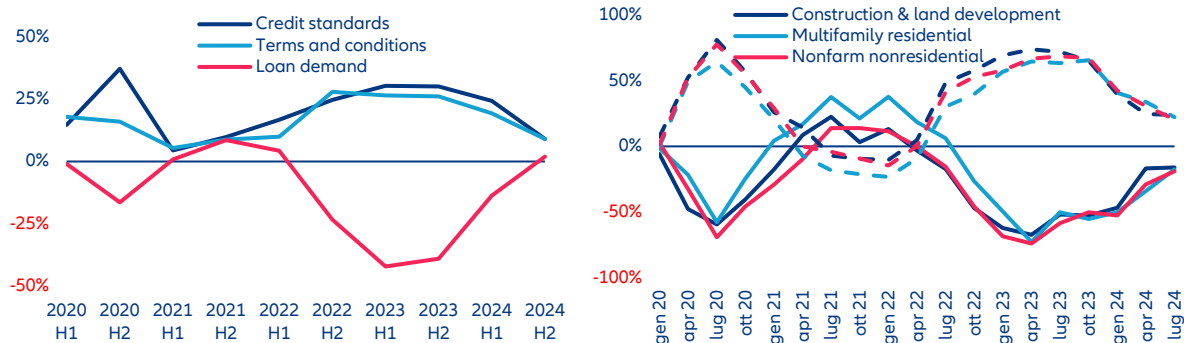
Figura 7: Volume globale degli investimenti immobiliari commerciali per regione (miliardi di dollari)



Fonti: MSCI Real Asset, Allianz research

Le indagini sul credito bancario indicano un allentamento degli standard creditizi e un rafforzamento della domanda di prestiti per immobili non residenziali su entrambe le sponde dell'Atlantico, suggerendo un'ulteriore ripresa dell'attività di investimento con il miglioramento delle condizioni di finanziamento. Nell'Eurozona, l'inasprimento netto dei criteri di credito segnalato dalle banche è diminuito in modo significativo, passando dal 30% nel primo semestre del 2023 ad appena il 9% nel secondo semestre del 2024 (Figura 8). Questo allentamento delle condizioni di prestito ha contribuito ad alimentare una ripresa della domanda di prestiti, con la crescita della domanda netta che è tornata in territorio positivo dopo due anni di forti cali. Nel 3° e 4° trimestre 2024, il 2% in più di banche ha segnalato un aumento della domanda rispetto a una diminuzione dei prestiti immobiliari commerciali in Europa, segnalando una rinnovata fiducia nel settore. Una tendenza simile si può osservare negli Stati Uniti, dove sebbene la domanda netta di prestiti immobiliari commerciali sia ancora in calo, il ritmo di declino è rallentato in modo significativo. Gli standard di concessione dei prestiti negli Stati Uniti sono in calo dalla metà del 2023, quando circa il 70% in più di banche ha segnalato un inasprimento rispetto all'allentamento (Figura 8). Entro il secondo semestre del 2024, questa cifra è scesa a meno di un quarto, segnalando condizioni più favorevoli per i mutuatari e sostenendo un'ulteriore ripresa della domanda. Sebbene parte dell'attuale domanda di prestiti sia determinata dalle esigenze di rifinanziamento, poiché i grandi investimenti effettuati nel 2021 stanno per scadere, il miglioramento delle condizioni di credito dovrebbe anche sostenere nuove attività di investimento nel settore.

Figura 8: Percentuale netta di banche che segnalano un inasprimento degli standard di credito e un aumento della domanda di prestiti per gli immobili non residenziali nell'Eurozona (a sinistra) e negli Stati Uniti (a destra)



Fonti: BCE, Consiglio dei governatori del Federal Reserve System, Allianz Research

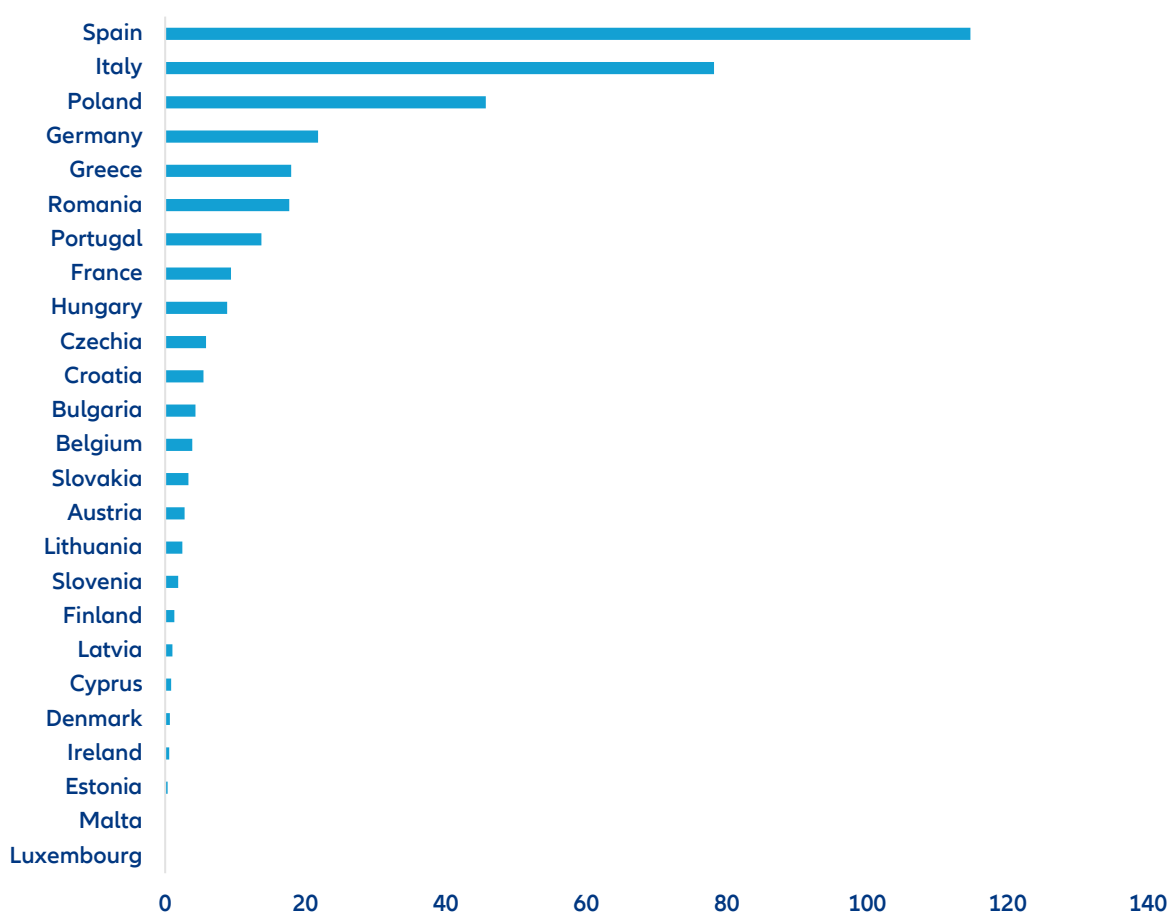
Note: Le linee tratteggiate nel grafico a destra si riferiscono agli standard di credito e le linee continue si riferiscono alla domanda di prestito.

I cambiamenti strutturali hanno guidato il segmento. Dopo la pandemia e l'ascesa del lavoro a distanza, il segmento degli uffici ha subito un duro colpo ed è improbabile che si riprenda completamente nei prossimi due anni. Tuttavia, sempre più aziende stanno riconsiderando i vantaggi del lavoro a distanza e stanno facendo marcia indietro. Se questa tendenza dovesse continuare o amplificarsi ulteriormente, il segmento degli uffici potrebbe essere pronto per una ripresa. La vendita al dettaglio è un altro segmento che è stato pesantemente colpito dalla pandemia e dal forte aumento dell'e-commerce. Tuttavia, alcuni segmenti come la vendita al dettaglio esperienziale e il grocery rimangono piuttosto indenni dalla digitalizzazione delle abitudini di acquisto, poiché gli acquirenti vengono ancora nei negozi per un'esperienza "unica" o per vedere e toccare i prodotti. Si prevede che i settori industriale e logistico prospereranno nei prossimi anni, sostenuti dalle tendenze dell'e-commerce, ma anche dalla riorganizzazione del commercio globale (ad esempio nearshoring, friendshoring, ecc.) e dalla diversificazione della catena di approvvigionamento. Anche in questo caso, è ancora da confermare se questo trend durerà o potrà essere invertito nel medio-lungo periodo. Infine, prevediamo che i data center continueranno a crescere fortemente, trainati dalla rapida adozione dell'intelligenza artificiale e del cloud computing e dall'ascesa del 5G.

Maree crescenti, cinghia stretta: la ripresa delle infrastrutture in un contesto di stretta fiscale

Gli Stati Uniti stanno ancora cavalcando il boom delle infrastrutture, mentre l'Europa è in ritardo. Il settore delle infrastrutture negli Stati Uniti ha registrato una crescita sostanziale nel 2024, trainata principalmente dalla Bipartisan Infrastructure Law (BIL) e dall'Inflation Reduction Act (IRA). I principali progetti nel settore dei trasporti, come la riparazione di autostrade e ponti, hanno ricevuto oltre 110 miliardi di dollari di finanziamenti nell'ambito del BIL. L'IRA ha continuato ad alimentare gli investimenti nelle infrastrutture per l'energia pulita, con espansioni significative nelle reti elettriche e nelle energie rinnovabili. Anche l'infrastruttura digitale è cresciuta, con 65 miliardi di dollari stanziati per migliorare l'accesso alla banda larga nelle aree rurali e remote. Tuttavia, dobbiamo notare che le infrastrutture sanitarie e scolastiche hanno visto una crescita molto più lenta nonostante alcuni sforzi di modernizzazione in vari stati, in particolare per gli ospedali e le scuole più vecchie. In Europa, la spesa è rimasta resiliente soprattutto grazie al fondo per la ripresa Next Generation EU dell'UE, ma non ha ricevuto lo stesso impulso degli Stati Uniti. Nel Regno Unito, il 2024 ha visto un moderato calo della produzione di infrastrutture, nonostante alcuni progetti faro come il progetto ferroviario ad alta velocità 2 (HS2), che continua a progredire nonostante i numerosi ostacoli. In Europa, paesi come la Spagna o la Polonia hanno utilizzato solo quasi il 20% degli importi assegnati, mentre il Portogallo o la Romania hanno ancora oltre il 60% del loro bilancio da spendere. L'Italia, il principale beneficiario, ha ricevuto finora circa la metà dell'importo stanziato e ha ancora circa 90 miliardi di euro da ricevere/spendere (cfr. figura 9). Con oltre il 40% del fondo per la ripresa e la resilienza destinato a progetti green, questo sarà un gradito impulso per il segmento.

Figura 9: Fondi NGEU assegnati che devono ancora essere pagati (miliardi di EUR)

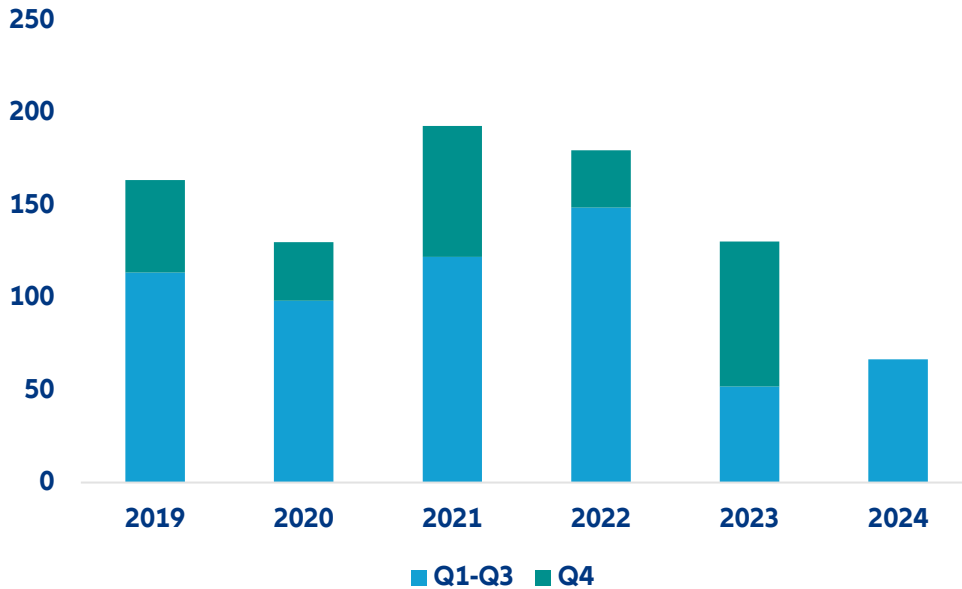


Fonti: Commissione europea, Allianz Research

La raccolta fondi rimane difficile, ma i rendimenti stanno migliorando. La raccolta fondi per le infrastrutture nel 2024 si sta riprendendo un po' dal calo significativo registrato nel 2023. Nei primi tre trimestri, nel 2024 la raccolta

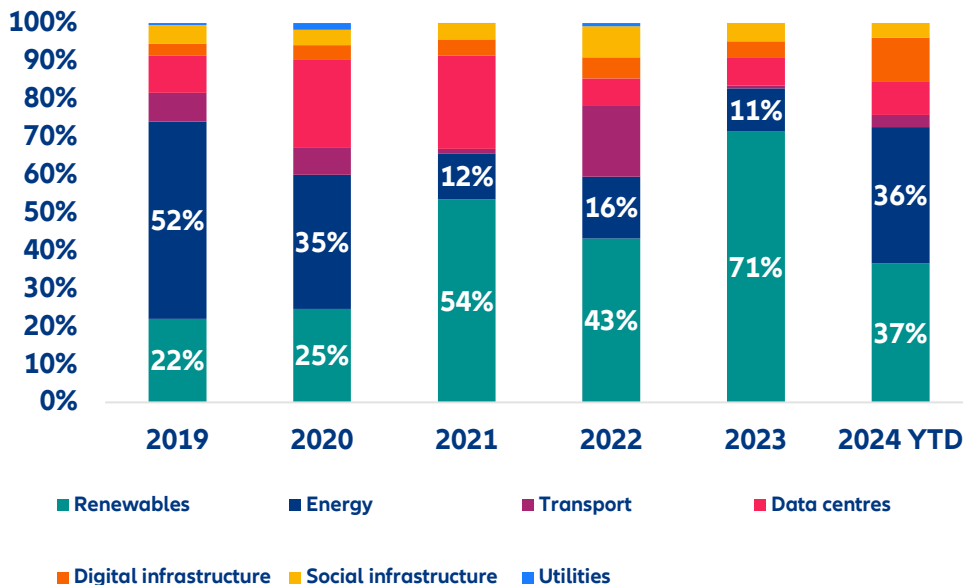
fondi è stata superiore del 28% rispetto al 2023 (cfr. figura 10). Negli Stati Uniti, gli asset infrastrutturali hanno continuato a essere interessanti per gli investitori, con le infrastrutture energetiche e di trasporto in testa al volume delle operazioni. Gli asset energetici, in generale, sono stati importanti nella raccolta di fondi anche al di là di quelli legati alla decarbonizzazione e alle energie rinnovabili (si veda la Figura 11). Mentre l'Europa continua a fare i conti con una crisi energetica e molti segmenti del settore delle energie rinnovabili hanno dovuto affrontare grandi sfide negli ultimi due anni, questo non è una sorpresa.

Figura 10: Raccolta di fondi per le infrastrutture (miliardi di dollari)



Fonti: Investitore in infrastrutture, Allianz Research

Figura 11 - Ripartizione della raccolta fondi per le infrastrutture (% del totale)



Fonti: Infrastructure Investor, Allianz Research

Tuttavia, i rendimenti delle infrastrutture globali sono stati appesantiti dagli alti tassi di interesse. In particolare, le infrastrutture quotate sono state colpite da una combinazione di tassi più elevati e sentiment negativo a seguito

delle turbolenze nelle energie rinnovabili e in particolare nell'eolico. Nel contesto della crisi energetica in corso, i progetti energetici hanno sovraperformato i settori infrastrutturali tradizionali. Gli asset infrastrutturali non quotati hanno registrato rendimenti migliori, con solide performance degli asset dei trasporti e dei servizi pubblici. Il calo dei prezzi dell'energia e l'inflazione hanno anche fatto sì che gli asset nel settore dell'energia e quelli con prezzi contratti legati all'IPC abbiano visto normalizzarsi i rendimenti.

Figura 12: Rendimenti delle infrastrutture quotate e non quotate rispetto ad altri asset al 2° trimestre 2024(%)



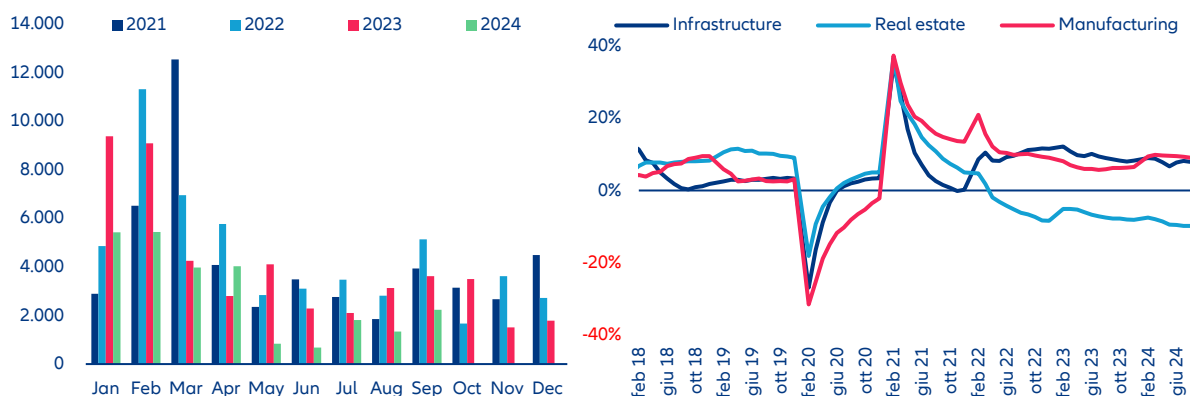
Fonti: EDHECinfra, LSEG Datastream, Allianz Research

Si prevede che il ciclo di allentamento monetario aumenterà significativamente la domanda di progetti infrastrutturali, ma l'austerità fiscale sarà un freno. I settori ad alta intensità di capitale, come i trasporti e l'energia, beneficeranno di tassi d'interesse più bassi. Gli investimenti infrastrutturali su larga scala dovrebbero riprendersi, poiché l'economia globale ha ancora un disperato bisogno di energia, e in particolare di energia pulita. Inoltre, poiché la geopolitica diventa più complessa e porta alla frammentazione della catena di approvvigionamento, anche i progetti relativi ai trasporti dovrebbero aumentare nei prossimi anni. Anche l'espansione delle reti di ricarica per veicoli elettrici (EV) e i progetti di modernizzazione della rete diventeranno più interessanti grazie a migliori condizioni di finanziamento. Infine, lo sviluppo dell'IA sta aumentando la domanda di alimentazione ma anche di infrastrutture digitali/di comunicazione. Tuttavia, l'ottimismo generale potrebbe essere mitigato dall'austerità fiscale in molte parti del mondo. Infatti, al di là dei finanziamenti già votati e garantiti, non ci aspettiamo una spinta per i progetti infrastrutturali nel 2025.

Cina: il settore immobiliare crolla ma le infrastrutture energetiche vanno avanti

Construction activities in China have slowed significantly in 2024, weighed down by a deepening downturn in the real estate sector. In the first three quarters of 2024, a total of 47,490 construction projects were initiated, marking a sharp -36.8% y/y decline (Figure 13). Correspondingly, the total investment in these projects dropped to RMB40.8trn, compared to RMB75.2trn in the same period in 2023. One of the major drivers of this slowdown has been the persist property crisis, which has placed severe strain on real estate investment. By August 2024, real estate investment had contracted by -9.8% (Figure 13), deepening the sector's decline as property developers grapple with tighter credit conditions, sluggish demand and unfinished projects. However, infrastructure investment has provided some stability to the overall construction landscape. Infrastructure spending grew by +7.9% in August as the government continued to push for public works projects, including transportation, energy and urban infrastructure, as part of its efforts to stabilize the economy. While infrastructure investment growth has helped offset some of the decline in real estate, it has not been enough to fully compensate for the downturn in the broader construction sector.

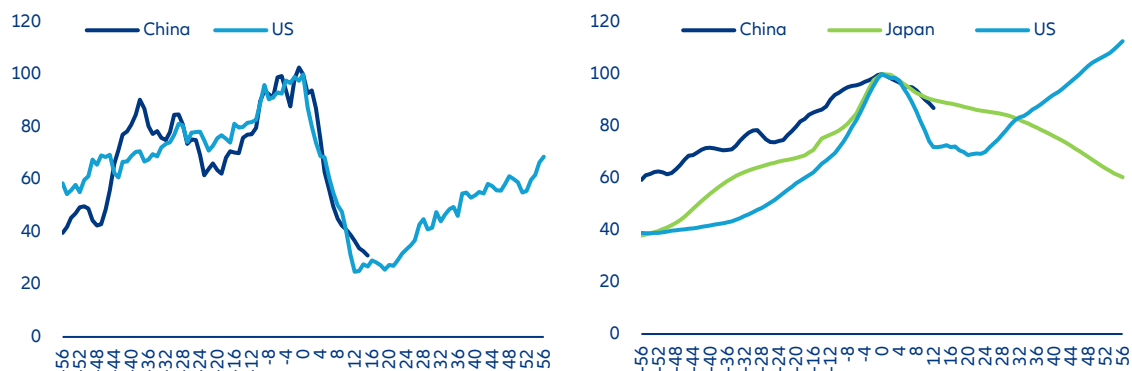
Figura 13: Investimenti totali in progetti di costruzione a partire dal mese (miliardi di RMB, a sinistra) e crescita cumulativa degli investimenti in immobilizzazioni (a/a, a destra) in Cina



Fonti: Mysteel, Statistiche nazionali, Allianz research

La crisi del settore immobiliare cinese non è ancora finita. La crisi immobiliare in corso in Cina è stata accelerata da una combinazione di rapido accumulo di debito, investimenti eccessivi e inasprimento normativo. Tra il 2010 e il 2019 il credito alle famiglie (per lo più mutui) è passato dal 26% del PIL al 56%. Mentre tra il 2016 e il 2019 le autorità si erano concentrate sulla riduzione dell'indebitamento dell'economia, la pandemia ha portato a nuovi stimoli incentrati sul settore immobiliare. Il credito delle società non finanziarie è salito dal 90% del PIL nel 2008 al 155% nel primo trimestre 2016, prima di scendere al 128% nel quarto trimestre 2019 e rimbalzare al 140% due trimestri dopo. In reazione, sono state introdotte linee guida normative per aiutare a contenere il debito degli sviluppatori immobiliari (le "tre linee rosse") e limitare i finanziamenti bancari al settore immobiliare (le "due linee rosse"). Tali condizioni hanno fatto precipitare le crisi di liquidità e le insolvenze tra gli sviluppatori più indebitati (compresi quelli molto grandi), bloccando i progetti di costruzione, scuotendo la fiducia delle famiglie e causando un calo dei prezzi delle case. A partire dal 3° trimestre 2024, le nuove costruzioni sono del -69% al di sotto del picco del 4° trimestre 2020, le vendite di abitazioni sono del -56% al di sotto del picco e i prezzi delle abitazioni sono del -13% al di sotto del picco (raggiunto nel 3° trimestre 2021) – si veda la Figura 14. Nonostante le specificità individuali, le crisi passate in altri paesi suggeriscono che la correzione non è ancora finita: negli Stati Uniti, il calo dal picco al minimo durante la Grande Crisi Finanziaria ha raggiunto il -75% per l'avvio di nuove abitazioni, il -77% per le vendite di abitazioni e il -31% per i prezzi delle abitazioni. Mentre le prime due misure suggerirebbero che la Cina non è troppo lontana dal punto più basso, la correzione dei prezzi delle case sembra essere stata molto più lieve. Ciò è probabilmente dovuto a diversi motivi: (i) la misura della Cina si concentra sulle vendite di nuove case piuttosto che sulle vendite ripetute, (ii) l'indicatore nazionale dei prezzi delle case non è abbastanza rappresentativo e maschera una grande divergenza tra le città e (iii) le autorità hanno messo in atto una serie di misure per cercare di contenere il calo dei prezzi.

Figura 14: Avvio di nuove abitazioni, picco = 100 – 4° trimestre 2020 per la Cina e 1° trimestre 2006 per gli Stati Uniti (a sinistra) e prezzi nominali degli immobili, picco = 3° trimestre 2021 per la Cina, 1° trimestre 2006 per gli Stati Uniti e 1° trimestre 1991 per il Giappone (a destra)



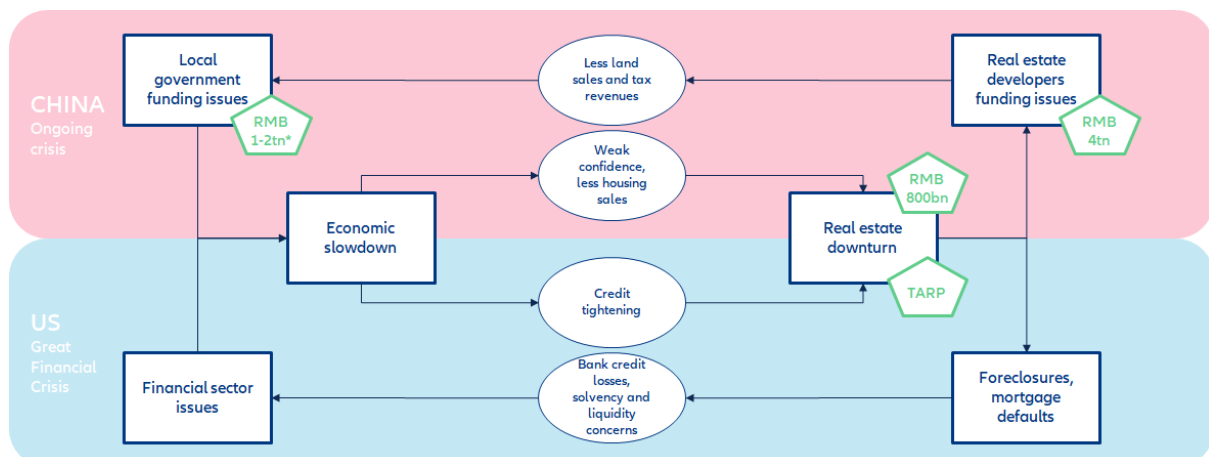
Fonti: Statistiche nazionali, LSEG, Datastream, Allianz research

Il sostegno dei governi mira a raccogliere i cocci, ma non può evitare un aggiustamento strutturale pluriennale.

Con circa il 70-80% della ricchezza delle famiglie cinesi nel settore immobiliare, stabilizzare i prezzi delle case è della massima importanza per i responsabili politici. In effetti, il calo dei prezzi delle case tenderebbe a indebolire la fiducia del settore privato, portando a una riduzione della spesa e della vendita di abitazioni. Questo, a sua volta, si aggiunge alle tensioni di finanziamento degli sviluppatori immobiliari, portando a una riduzione delle vendite di terreni e delle entrate fiscali per i governi locali, e i problemi di finanza pubblica creano meno spazio per la spesa fiscale e il sostegno all'economia nel suo complesso. Quest'anno le autorità cinesi hanno raddoppiato gli sforzi per interrompere questo circolo vizioso (si veda la Figura 15). Sono stati stanziati 500 miliardi di RMB di prestiti supplementari per alloggi a prezzi accessibili ed è stata creata una linea di prestito di 300 miliardi di RMB per finanziare l'acquisto di appartamenti invenduti da parte di imprese statali¹. Inoltre, i governi locali sono ora autorizzati a utilizzare i fondi derivati dall'emissione di obbligazioni speciali per acquistare terreni inutilizzati e proprietà invendute dagli sviluppatori. I finanziamenti per i progetti abitativi "white list" saliranno a 4 trilioni di RMB entro la fine dell'anno (da 2,23 trilioni di RMB a metà ottobre e 1,4 trilioni di RMB a metà agosto). Tutte queste misure ammontano a quasi il 4% del PIL quest'anno. Ciò si confronta con circa il 5% del PIL in due anni nell'ambito del Troubled Asset Relief Program degli Stati Uniti nel 2008-2010, che è stata una risposta del governo durante la Grande Crisi Finanziaria incentrata sulla ricapitalizzazione delle banche, l'acquisto di attività in difficoltà e il rifinanziamento dei mutui ipotecari (si veda la Figura 15). Anche se le autorità cinesi riusciranno a spezzare il circolo vizioso immobiliare in corso, dubitiamo che il settore tornerà al suo antico splendore nel lungo periodo, dato il deterioramento demografico, il minor spazio per un'ulteriore urbanizzazione e la riduzione dell'indebitamento. L'economia cinese ha intrapreso una ristrutturazione pluriennale del suo modello di crescita.

¹ Stimiamo che l'assorbimento delle scorte di abitazioni in eccesso potrebbe costare circa 4 trilioni di RMB (vedi [qui](#) per maggiori dettagli).

Figura 15: Cicli catastrofici del settore immobiliare in Cina e negli Stati Uniti e tentativi del governo di interromperli



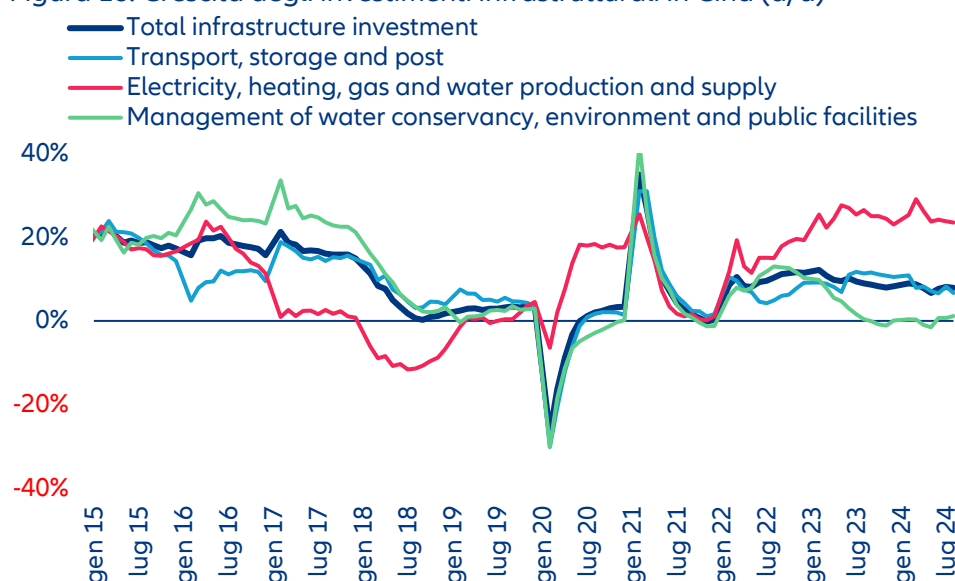
* Previsto. Non prendiamo in considerazione il potenziale programma pluriennale di conversione del debito delle amministrazioni locali che potrebbe anche essere annunciato.

Nota: TARP = Troubled Asset Relief Program, pari a 700 miliardi di dollari (successivamente ridotto a 475 miliardi di dollari). Si è trattato di una risposta del governo per ricapitalizzare le banche e le istituzioni finanziarie sistemiche, acquistare attività in difficoltà, modificare e rifinanziare i mutui.

Fonti: Fonti nazionali, ricerca Allianz

Nel settore delle infrastrutture, gli investimenti nella produzione e fornitura di elettricità, riscaldamento, gas e acqua hanno chiaramente superato altre categorie, in quanto il governo punta allo sviluppo delle energie rinnovabili come parte della sua più ampia strategia per trasformare il modello economico in uno incentrato sullo sviluppo di alta qualità. Gli investimenti mensili in questa categoria sono cresciuti costantemente sopra il +20% a/a dal 2023 (Figura 16). In particolare, gli investimenti nell'energia elettrica da soli hanno raggiunto 1,6 trilioni di RMB nel 2023, segnando un massimo storico con un aumento del +24,7% a/a. Questa impennata fa parte del più ampio sforzo della Cina per espandere la propria infrastruttura energetica, sostenere progetti di energia rinnovabile e aggiornare la rete obsoleta per soddisfare la crescente domanda di energia pulita. Sebbene il ritmo di crescita si sia leggermente moderato nel 2024, il sottosettore rimane sulla buona strada per stabilire un altro record di investimenti. Si prevede che la continua attenzione del governo sull'espansione della capacità di energia rinnovabile, come l'energia eolica, solare e idroelettrica, insieme alla necessità di una rete energetica più resiliente ed efficiente, guiderà una crescita sostenuta degli investimenti e della domanda di costruzioni.

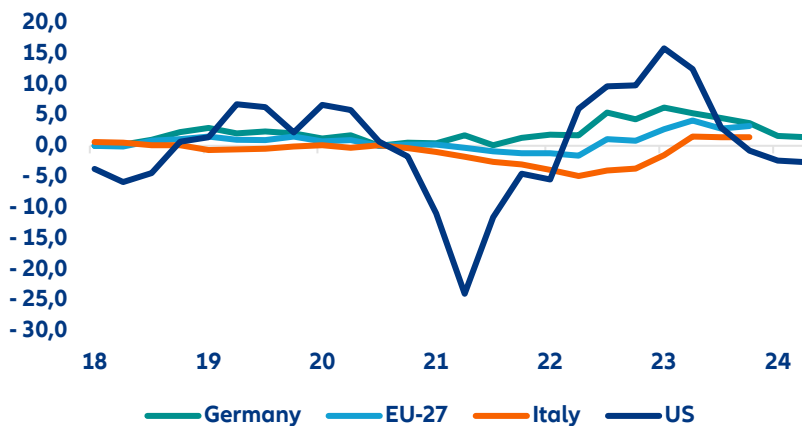
Figura 16: Crescita degli investimenti infrastrutturali in Cina (a/a)



I tassi più bassi sono un sollievo, ma non un booster per le aziende del settore edile

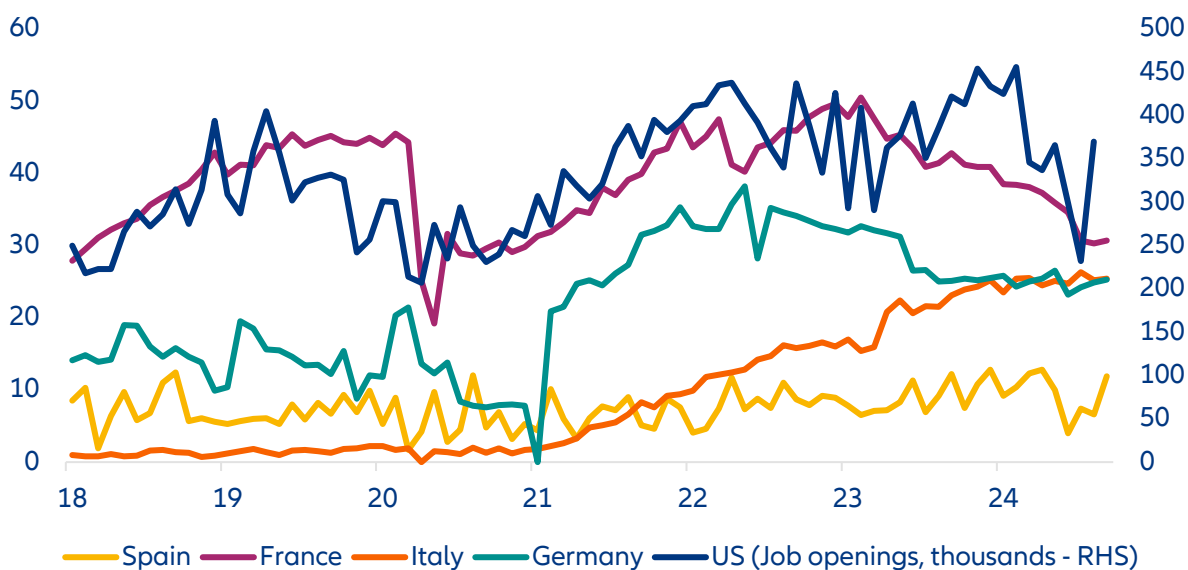
La redditività nel settore delle costruzioni è in lieve ripresa dal 2023, con i costi delle materie prime e dei materiali da costruzione che hanno mostrato aumenti moderati dopo i picchi post-pandemia. I fattori produttivi chiave come acciaio, cemento e legname hanno visto i loro prezzi diminuire. Ad esempio, i prezzi del cemento misurati dai prezzi alla produzione sono cresciuti del +1% a/a nel Regno Unito nel 1° trimestre 2024, del +2,3% nell'Eurozona e del +6,6% negli Stati Uniti, ben lontani dagli aumenti a due cifre registrati nel 2022-2023. Questo rallentamento dei costi sta avvantaggiando le imprese che erano state schiacciate dall'inflazione negli ultimi due anni (si veda la Figura 17). Tuttavia, la continua carenza di manodopera rimane una sfida significativa, soprattutto in paesi come Stati Uniti, Germania, Italia e Regno Unito, facendo aumentare i salari delle costruzioni. Ad esempio, i salari delle costruzioni negli Stati Uniti sono aumentati del +3% a/a nel 2° trimestre 2024, pesando sulle imprese più piccole che hanno più difficoltà a competere per la manodopera qualificata. In Europa, la carenza di manodopera è stata esacerbata dalle sfide demografiche e dalla minore mobilità del lavoro, che ha mantenuto alti i salari di molte imprese edili. Le aziende in Italia e Germania segnalano le maggiori difficoltà ad assumere, mentre le pressioni sembrano allentarsi in Francia (cfr. figura 18).

Figura 17: Differenza tra la crescita del prezzo alla produzione a/a e la crescita del prezzo degli input (pp)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 18: Le imprese europee segnalano la manodopera come un ostacolo alla produzione (%) e le opportunità di lavoro nel settore edile negli Stati Uniti



Fonti: Commissione europea, BLS, Allianz Research

La copertura degli interessi dovrebbe migliorare con il calo dei tassi d'interesse... Poiché gli alti tassi di interesse hanno gonfiato le spese per interessi, la copertura degli interessi delle imprese di costruzione si è deteriorata nella maggior parte dei paesi. L'Italia è stata una delle eccezioni degne di nota che hanno visto migliorare la copertura degli interessi, ma ciò deriva dall'effetto eccezionale del "Superbonus" piuttosto che da una specifica strategia di gestione del debito tra le imprese italiane. La copertura si è deteriorata nei paesi in cui la leva finanziaria era già elevata, come Francia, Svezia, Danimarca e Stati Uniti, che nel 2023 mostrano un gearing netto (ossia il rapporto tra debito totale e capitale proprio) superiore all'80% (cfr. figura 19). All'estremità opposta dello spettro, paesi come Germania, Italia e Norvegia hanno visto un certo depotenziamento.

Figura 19: Metriche di leva finanziaria e liquidità delle imprese di costruzione 2022-2023

	Net gearing	Net gearing change	OCF	Cambio OCF	Copertura degli interessi	Modifica della copertura degli interessi
Francia	91%	27.5	9.2	4.7	3.9	-2.3
Canada	90%	16.1	11.7	4.5	2.7	0.2
Svezia	90%	7.6	6.9	0.1	2.4	-1.0
Svizzera	86%	1.9	13.2	4.0	5.1	-3.2
Danimarca	84%	34.6	6.6	2.3	2.7	-9.2
US	80%	5.9	6.3	0.4	3.8	-0.4
Paesi Bassi	70%	28.9	4.1	2.0	4.5	-1.7
Belgio	67%	0.0	6.5	0.0	3.4	-2.3
Globale	48%	12.7	3.5	1.4	3.9	-0.9
Australia	44%	20.1	0.0	-1.2	2.1	-2.0
Norvegia	43%	-32.4	3.0	-4.6	2.5	-0.2
Finlandia	39%	-27.5	5.9	5.3	3.5	-4.4
Singapore	38%	-13.0	3.9	1.1	3.1	0.2
Brasile	37%	7.6	0.1	0.8	2.4	0.7
Spagna	34%	-6.5	5.2	-0.1	3.0	-0.1

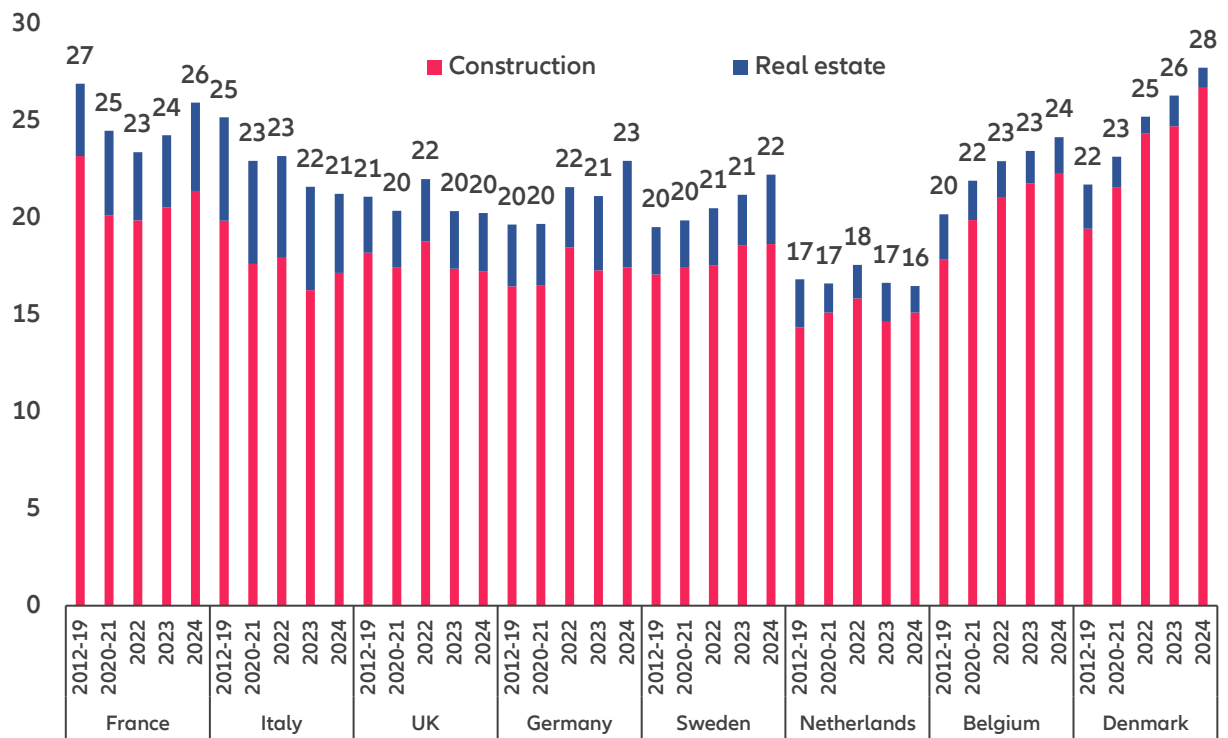
Hong Kong	34%	18.2	12.0	11.3	2.7	-0.5
Regno Unito	31%	6.0	3.5	1.1	6.4	1.8
Corea	29%	-6.5	1.3	0.1	3.4	-2.4
Arabia Saudita	22%	-1.3	2.7	0.6	9.8	-3.4
Germania	22%	-36.3	4.2	-0.1	4.3	-0.4
Italia	19%	-18.3	0.9	-1.7	11.1	3.9
Giappone	6%	-0.6	2.1	0.9	25.3	1.6
Polonia	1%	-11.4	0.5	0.0	9.1	4.4
Turchia	-1%	-6.6	0.3	0.2	1.6	-3.0

*Gearing netto (livello 2023 + variazione 2023/2022), coefficiente di flusso di cassa operativo (livello 2023 + variazione 2023/2022), copertura degli interessi passivi (livello 2023 + variazione 2023/2022). Dati mediani per i settori con 5+ società quotate.
Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research*

... insieme alle posizioni di liquidità. Le PMI, in particolare, hanno lottato con l'aumento dei costi del servizio del debito a causa del rallentamento delle pipeline di progetti, quindi la riduzione dei costi di finanziamento dovrebbe alleviare parte della pressione sulle metriche di leva finanziaria. Tuttavia, questa ripresa sarà graduale, poiché stimiamo che ci vorranno un paio di mesi prima che i tassi più bassi vengano trasferiti alle imprese, e molte imprese più piccole probabilmente continueranno ad avere difficoltà nell'accesso al credito. La sfida continua per le imprese sarà quella di gestire i rimborsi del debito in un contesto in cui gli arretrati di progetto si stanno riducendo e i finanziamenti pubblici per progetti su larga scala sono ridotti a causa dell'austerità fiscale.

Le insolvenze continuano ad aumentare nel settore delle costruzioni. I fallimenti aziendali sono in aumento in molte economie e si prevede che questa tendenza continuerà fino al 2024 e raggiungerà il picco nel 2025. Il settore delle costruzioni non ha fatto eccezione, in quanto è composto principalmente da PMI e tende a rappresentare il 20-25% delle insolvenze totali (figura 20) nella maggior parte dei paesi. I dati più recenti mostrano un aumento del +20% a/a in Germania, del +31% a/a in Francia, del +35% in Italia e Svezia, del +21% in Belgio e del +4% nei Paesi Bassi, mentre sono rimasti sostanzialmente stabili nel Regno Unito e sono diminuiti del -11% in Danimarca. Tuttavia, le grandi aziende non sono immuni. I fallimenti di aziende con un fatturato superiore a 50 milioni di euro rimangono significativi, con oltre 30 casi a livello globale nella prima metà dell'anno, principalmente in Europa occidentale e Asia. L'edilizia è il terzo settore più colpito in caso di fallimenti importanti, dopo il commercio e i servizi. Guardando al futuro, qualsiasi ritardo nel finanziamento del progetto o nella realizzazione dei ricavi potrebbe spingere ancora più aziende altamente indebitate verso l'insolvenza.

Grafico 20: Quota di costruzioni nelle insolvenze (% del totale)



Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono derivare da, a titolo esemplificativo e non esaustivo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurati, anche da catastrofi naturali, e dall'andamento delle spese per perdite, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nell'attività bancaria, l'entità delle insolvenze creditizie, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio EUR/USD, (ix) modifiche alle leggi e ai regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori competitivi generali, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili, o più pronunciati, a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, ad eccezione di eventuali informazioni che devono essere divulgate per legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.