

Allianz Research

# Vulnerabilità del settore all'aumento dei costi di finanziamento

Cosa guardare: Decelerazione dell'inflazione nell'Eurozona, stretta quantitativa della BCE nell'Eurozona meridionale, sostenibilità del debito pubblico nei mercati emergenti..

2 Giugno 2023

Ludovic Subran  
Chief Economist

[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Ana Boata  
Head of Economic Research  
[ana.boata@allianz-trade.com](mailto:ana.boata@allianz-trade.com)

Jordi Basco Carrera  
Lead Investment Strategist  
[jordi.basco\\_carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco_carrera@allianz.com)

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

Roberta Fortes  
Senior Economist  
[roberta.fortes@allianz-trade.com](mailto:roberta.fortes@allianz-trade.com)

Jasmin Gröschl  
Senior Economist  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

Maria Latorre  
B2B Sector Advisor  
[maria.latorre@allianz-trade.com](mailto:maria.latorre@allianz-trade.com)

Maxime Lemerle  
Lead Analyst for Insolvency  
Research  
[maxime.lemerle@allianz-trade.com](mailto:maxime.lemerle@allianz-trade.com)

Maddalena Martini  
Senior Economist  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

Luca Moneta  
Senior Economist  
[luca.moneta@allianz-trade.com](mailto:luca.moneta@allianz-trade.com)

Manfred Stamer  
Senior Economist  
[manfred.stamer@allianz-trade.com](mailto:manfred.stamer@allianz-trade.com)

## Cosa osservare

- Eurozona - L'inflazione si raffredda, ma la decelerazione dell'inflazione di fondo procede a piccoli passi
- - Europa meridionale - Il mondo dopo il Quantitative Easing
- - Sostenibilità del debito pubblico nei mercati emergenti - I programmi dell'FMI faranno la differenza?

## In evidenza - Vulnerabilità del settore all'aumento dei costi di finanziamento

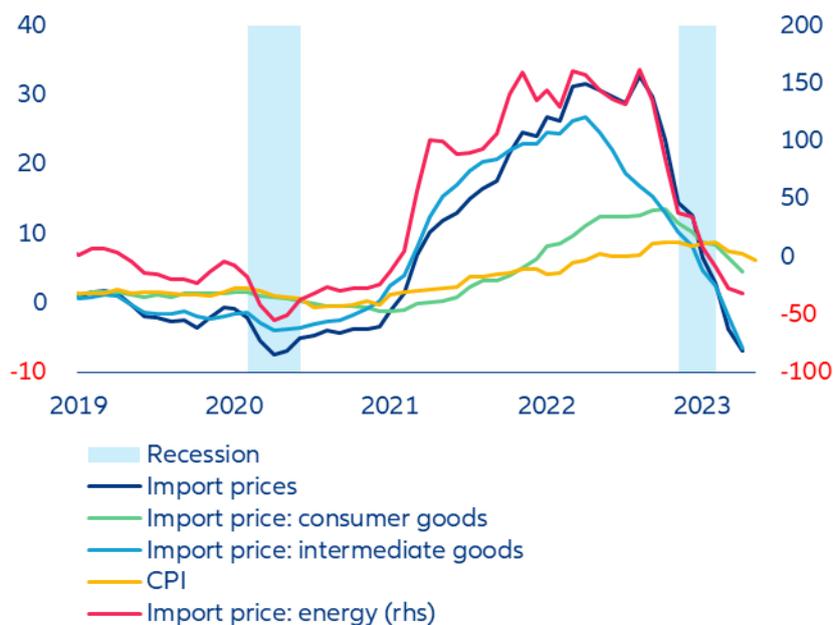
- - **Con un rapporto debito/EBITDA di 3,8x in media, le imprese statunitensi sono più indebitate di quelle europee (3,3x). Tuttavia, l'Europa ha una percentuale maggiore di debito totale con scadenza annuale (20% contro il 14% degli Stati Uniti).** Osservando il coefficiente del flusso di cassa operativo, il gearing netto e la copertura degli interessi, scopriamo che le imprese in Italia, Spagna, Belgio, Francia e Paesi Bassi sembrano più esposte a una stretta di liquidità.
- - **Non c'è pace per chi fa ricorso alla leva finanziaria, in particolare per chi ha un elevato rimborso del debito nel breve periodo.** Le aziende delle economie avanzate sembrano essere più sicure di quelle dei mercati emergenti per quanto riguarda il livello di indebitamento (gearing netto inferiore al 2,3% per la metà delle aziende delle economie avanzate contro il 4,9% dei mercati emergenti) e la capacità di far fronte agli impegni finanziari.
- - **Cinque settori si distinguono come i più esposti alle tensioni finanziarie: trasporti, edilizia, ospitalità, materie prime e automotive.** L'edilizia e il commercio al dettaglio sono in cima alla lista dei settori sotto osservazione sia in Nord America che in Europa occidentale. Il settore automobilistico, nonostante sia il più esposto al debito con scadenza entro un anno, ha un rapporto corrente medio di 1,2 volte. In Asia-Pacifico e in Europa centrale/orientale, i metalli, l'energia e, in misura minore, l'ospitalità e il commercio al dettaglio sono più preoccupanti.
- - **Le cose potrebbero peggiorare perché la compressione degli utili dovrebbe diventare più visibile in autunno, quando ci aspettiamo la piena trasmissione dei tassi di interesse.** Nel complesso, calcoliamo che l'equivalente dell'intero aumento dei costi di finanziamento dal 2022 sia superiore a -7pp del valore

aggiunto lordo in Spagna, oltre -6pp in Italia e Francia, -4,5pp in Germania e quasi -4pp negli Stati Uniti (ceteris paribus). Il commercio al dettaglio è il settore più colpito in termini di redditività, in quanto presenta i margini operativi più bassi (7,5% per i beni discrezionali e 4,2% per i beni di prima necessità, contro una media complessiva del 15,9%). L'inflazione ostinata e l'intensificarsi della guerra dei prezzi tra i rivenditori dovrebbero esacerbare ulteriormente il deterioramento già osservato nel 2022.

## Inflazione dell'Eurozona: piccoli passi nella decelerazione dell'inflazione core

**L'inflazione si sta raffreddando nelle maggiori economie dell'Eurozona.** Gli ultimi dati mostrano che la pressione inflazionistica si sta allentando nell'Eurozona, soprattutto nel settore energetico e alimentare. L'inflazione complessiva tedesca a maggio è scesa per il terzo mese consecutivo al 6,3% a/a (-1,3pp rispetto ad aprile), con i prezzi dell'energia in calo di -4,2pp al 2,6% a/a. L'inflazione alimentare, pur rimanendo molto alta (14,9% a/a), è diminuita di -2,3 punti percentuali rispetto ad aprile. Nel frattempo, l'IPC nazionale della Francia è risultato molto più basso del previsto, con un +5,1% a/a. Mentre l'inflazione energetica era prevista in calo (a +2% a/a), i prezzi core hanno sorpreso al ribasso, aumentando di +0,3% m/m in termini sequenziali destagionalizzati, dopo una media di +0,8% al mese nei tre mesi precedenti. In Italia, la tendenza al ribasso è ripresa a maggio, con la misura principale scesa al 7,6% (dall'8,2% di aprile). Incoraggiante è il fatto che l'inflazione di fondo abbia registrato il secondo calo marginale consecutivo (al 6,1% a/a dal 6,2%). Infine, anche in Spagna l'inflazione ha ripreso la sua tendenza al ribasso, con un calo dell'inflazione complessiva dal 4,1% di aprile al 3,2% di maggio, al di sotto delle aspettative del mercato (3,4%). L'inflazione core (che esclude i prezzi più volatili di cibo ed energia) è diminuita per il terzo mese consecutivo, scendendo al 6,1% dal 6,6% di aprile.

Figura 1: Inflazione CPI tedesca e prezzi all'importazione (a/a, %)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

### Ma l'Italia e la Spagna potrebbero essere bloccate da un'inflazione dei servizi vischiosa più a lungo.

Nonostante i risparmi delle famiglie siano scesi al di sotto dei livelli pre-pandemici in Italia, i consumi privati rimangono abbastanza resistenti (+0,5% nel 1° trimestre), il che complicherà la missione della BCE di contenere l'inflazione. Di conseguenza, ci aspettiamo che i prezzi dei servizi diminuiscano a un ritmo più graduale rispetto a quelli dei beni. Allo stesso modo, l'inflazione nel settore dei servizi rimane elevata in Spagna (oltre il 4%) e c'è poco spazio per un raffreddamento dei prezzi nel breve e medio termine a causa della forte ripresa del turismo, oltre ai prossimi aumenti salariali (stimiamo un aumento dei salari del +4,6% nel 2023 e del +4,1% nel 2024).

**L'inflazione energetica continuerà ad essere negativa fino alla fine dell'anno, anche se gli effetti base saranno più bassi.** Prevediamo che i prezzi del petrolio rimarranno rispettivamente -18% e -15% rispetto ai livelli del 2022, rispetto al -20% attuale. Questo, unito al calo dei prezzi delle importazioni, dovrebbe

spingere l'inflazione CPI tedesca a scendere a circa il 4% entro la fine del 2023 (rispetto alla nostra precedente previsione di poco inferiore al 5%). Allo stesso modo, in Francia, le aspettative di prezzo derivanti dalle ultime indagini congiunturali e i prezzi dell'energia molto più bassi indicano che l'inflazione scenderà a circa +4% entro l'autunno (rispetto alle nostre precedenti previsioni di oltre +5%). In Spagna, l'inflazione dovrebbe scendere a circa +3,5% in media nel 2023 e a circa +3% entro la fine dell'anno. In Italia, ci aspettiamo che l'inflazione si attesti in media al +5,9% nel 2023, ma che scenda al di sotto del +4% entro la fine dell'anno.

Figura 2: Inflazione CPI francese e aspettative sui prezzi di vendita delle imprese (media commercio al dettaglio, servizi, industria)



Fonti: Refinitiv Datastream, indagine ESI della Commissione Europea, Allianz Research

## Europa meridionale - Il mondo dopo il Quantitative Easing

**Mentre la BCE stacca la spina agli acquisti di debito pubblico, gli investitori internazionali prendono il suo posto in Spagna ma non in Italia.** Dall'inizio della pandemia del Covid 19, la BCE ha svolto un ruolo importante di finanziamento per l'Italia e la Spagna, fungendo da fonte di domanda permanente per le rispettive obbligazioni a medio e lungo termine. Da un punto di vista netto, la BCE ha acquistato in media 10 miliardi di euro di obbligazioni italiane e circa 6 miliardi di euro di titoli di Stato spagnoli su base mensile. Ora, con il ritiro della BCE dal *quantitative easing*, gli investitori internazionali stanno prendendo il suo posto, accumulandosi soprattutto nella parte media e lunga della curva sovrana spagnola, assorbendo l'eccesso di liquidità post-BCE. Ma continuano ad astenersi dall'assumere posizioni lunghe sul debito sovrano italiano. È interessante notare che, nel caso dell'Italia, è il settore privato nazionale a tenere sotto controllo gli spread, accumulando quantità record di esposizione al debito sovrano italiano (Figure 3 e 4).

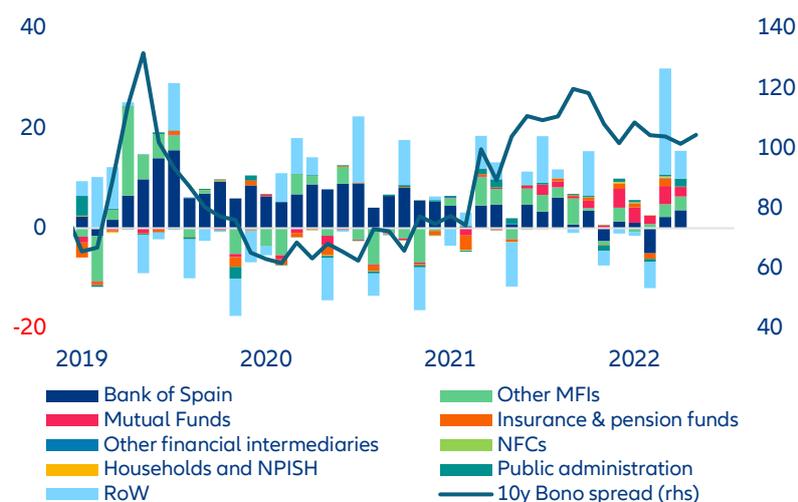
Figura 3: Variazioni mensili del debito pubblico italiano per proprietà (in miliardi di euro)



Fonti: Banca d'Italia, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Nota - IFM: Istituzione finanziaria monetaria

Figura 4: Variazioni mensili del debito pubblico spagnolo per proprietà (in miliardi di euro)



Fonti: Banco de España, Refinitiv Datastream, Allianz Research

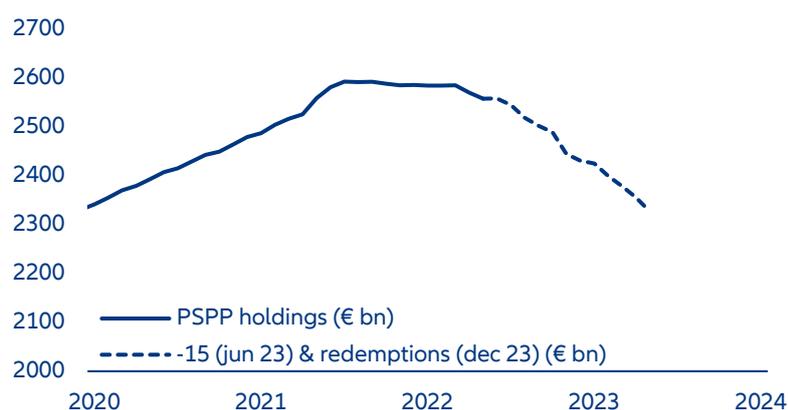
Nota - RoW: Rest of the World / NFC: Non-Financial Corporate

**L'offerta rimanente di titoli di stato italiani e spagnoli sarà ancora consistente nel 2023.** Ad oggi, considerando i rispettivi piani di bilancio per il 2023 e l'emissione da inizio anno, il governo italiano dovrà ancora emettere circa 210 miliardi di euro di obbligazioni entro la fine dell'anno, mentre la Spagna dovrà emettere circa 125 miliardi di euro in termini lordi. Ma al ritmo attuale da inizio anno (30 miliardi di euro per l'Italia fino a febbraio e 37 miliardi di euro per la Spagna fino a marzo), l'appetito per le obbligazioni italiane e spagnole sembra superare l'emissione pianificata per il 2023, come dimostrato anche dall'offerta relativamente alta e stabile per coprire i rapporti.

**Non prevediamo grandi ondate di ampliamento per i mercati sovrani italiani o spagnoli nel 2023-2024, ma l'immediato futuro rimane pieno di incertezza.** Si prevede che le disponibilità di debito sovrano della BCE subiranno una contrazione passiva da 2,56 trilioni di euro oggi a 2,33 trilioni di euro nell'aprile 2024 (Figura 5). Tuttavia, la maggior parte di questo è già stata scontata e gli investitori credono ancora nella protezione put permanente della BCE (sotto forma, ad esempio, del Transmission Protection Instrument (TPI)). Ciononostante, prevediamo che la volatilità intrinseca nella parte lunga di entrambe le curve sarà strutturalmente più elevata in futuro poiché una fonte non trascurabile di domanda permanente continuerà a scomparire.

Nel caso dell'Italia, la recente incertezza politica strutturale unita ai crescenti rischi di recessione può portare a una volatilità a breve termine negli spread a lungo termine, spingendo lo spread del BTP a 10 anni sopra i 200 punti base per un breve periodo di tempo, indipendentemente dal percorso di liquidazione della BCE. Una storia simile può essere raccontata per la Spagna poiché la convocazione di nuove elezioni per questa estate potrebbe portare a periodi di elevata volatilità del mercato che potrebbero spaventare gli investitori internazionali, portando a periodi di ampliamento degli spread. In questo contesto, continuiamo ad aspettarci che il BTP a 10 anni finisca il 2023 a 190 punti base (contro i 190 punti base attuali), e il bono spagnolo a 10 anni che finisca il 2023 a 100 punti base (contro i 106 punti base attuali).

Figura 5: BCE – Programma di acquisti del settore pubblico (Mld EUR)



Fonti: BCE, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Nota: escludiamo il PEPP in quanto non vi è alcun scioglimento attivo del programma fino alla fine del 2024

## Sostenibilità del debito pubblico nei mercati emergenti: i programmi del FMI risolveranno il problema?

Nella nostra classifica aggiornata del Public Debt Sustainability Risk Score (PDSRS), troviamo pesi massimi come Brasile, Colombia, Egitto e Sudafrica tra i primi 30 mercati emergenti e in via di sviluppo con il debito pubblico meno sostenibile. Ma il diavolo è nei dettagli. Si prevede che questi paesi registreranno ampi disavanzi di bilancio nel 2023-2024, dovranno affrontare pagamenti di interessi relativamente elevati e una crescita economica moderata o addirittura negativa in condizioni di inasprimento monetario. Tuttavia, Brasile, Colombia e Sudafrica dovrebbero essere in grado di evitare il default nei prossimi due anni poiché la maggior parte del loro debito è interno e godono di strutture di scadenza del debito gestibili. Inoltre, possono sfruttare una base di prestatori piuttosto diversificata e riserve di valuta estera (FX) relativamente elevate in modo che la liquidità non dovrebbe essere un problema nel prossimo futuro. Al contrario, le metriche del debito egiziano sono diventate motivo di crescente preoccupazione poiché lo stock di debito totale (attualmente circa il 91% del PIL) è aumentato in modo significativo dopo il Covid-19 e il deficit di bilancio è previsto al -7% del PIL nel 2023. Inoltre, la spesa per interessi del Paese rappresenta ben il 53% delle entrate (il terzo rapporto più alto nel nostro campione Paese), con un tasso di interesse effettivo che raggiunge il 14% e il differenziale più alto se confrontiamo il tasso di interesse sul debito pubblico e la crescita del PIL nominale nel 2023 -2024 (+26pps). Inoltre, il fabbisogno lordo di finanziamento estero dell'Egitto è quasi il doppio delle sue riserve valutarie ufficiali, riflettendo problemi di liquidità in aggiunta alle difficoltà del debito.

Figura 6: punteggio di rischio di sostenibilità del debito pubblico (PDSRS)

Rank	Country (from high risk to low risk)	Public Debt Sustainability Risk Score (0 = high risk; 100 = low risk)	Rank	Country (from high risk to low risk)	Public Debt Sustainability Risk Score (0 = high risk; 100 = low risk)	Rank	Country (from high risk to low risk)	Public Debt Sustainability Risk Score (0 = high risk; 100 = low risk)
1	Sri Lanka	5.6	11	Zambia	10.0	21	Tunisia	30.4
2	Ghana	8.8	12	Laos	15.7	22	El Salvador	32.7
3	Argentina	10.0	13	Malawi	15.8	23	Rwanda	35.9
4	Belarus	10.0	14	Kenya	16.5	24	Costa Rica	36.0
5	Lebanon	10.0	15	Uganda	19.7	25	Colombia	38.3
6	Mozambique	10.0	16	Egypt	21.4	26	Brazil	38.7
7	Russia	10.0	17	Bahrain	22.7	27	Bangladesh	39.3
8	Suriname	10.0	18	Pakistan	23.1	28	Senegal	40.2
9	Ukraine	10.0	19	Jordan	23.9	29	Mauritius	40.5
10	Venezuela	10.0	20	South Africa	30.1	30	Angola	41.3

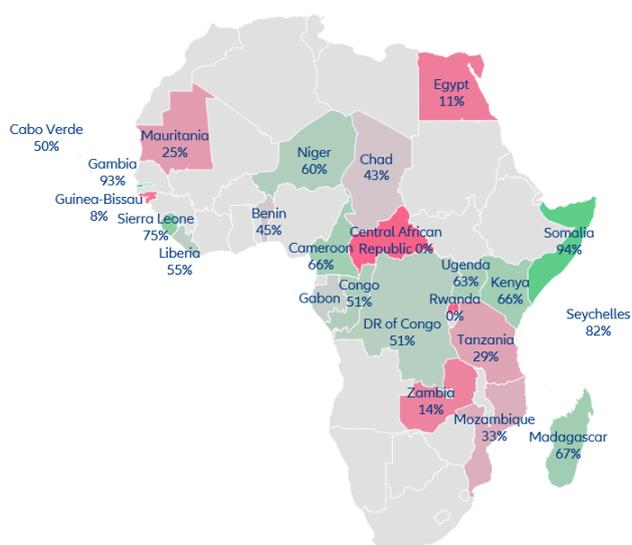
Note: The PDSRS is on a scale from 0 to 100, with 0 denoting the highest risk and 100 the lowest risk. See the Appendix for the full list of 96 assessed EMDEs and details on the methodology.

The first 11 EMDEs, noted in red, are either already in a formal restructuring process or in total or selective default.

Fonti: Varie, Allianz Research.

**L'Africa rimane il continente con i debiti ovrani più stressati, il che spiega in parte perché i progetti di investimento legati alla transizione energetica e tecnologica incentrati nell'area rimangano in uno stato di costante stop-and-go.** Molte nazioni, oltre a Ghana, Mozambico, Zambia ed Egitto, stanno ancora affrontando problemi di liquidità (Malawi, Kenya, Uganda, Tunisia, Rwanda, Senegal, Mauritius e Angola, in ordine di confronto nella classificazione). Mentre i negoziati con il Fondo in Nord Africa sono in fase di stallo, con la positiva eccezione del Marocco, nelle ultime settimane sono emersi spiragli di speranza per diversi Paesi dell'Africa sub-sahariana, grazie all'accelerazione degli accordi con il FMI. Il Ghana ha visto la prima tranche di finanziamenti dopo il default selettivo nel dicembre 2022. Il Kenya ha ottenuto l'accesso a circa 1 miliardo di dollari di finanziamenti aggiuntivi del FMI per attingere alle esigenze di liquidità e guarda con meno preoccupazione al giugno 2024, quando gli eurobond da 2 miliardi di dollari che il governo ha cercato a lungo di rifinanziare raggiungeranno la maturità. Infine, anche la Costa d'Avorio ha ricevuto sostegno per limitare l'esposizione debitoria nel bel mezzo di un grande ciclo economico che dovrebbe culminare con la Coppa d'Africa all'inizio del 2024 e la messa in servizio dei siti di produzione mineraria.

Figura 7: Finanziamento prelevato in % dell'importo concordato sugli attuali programmi del FMI



Nota: ad aprile il Marocco ha concordato una linea di credito flessibile di 5 miliardi di USD, che non è mostrata nel grafico poiché l'importo è disponibile senza condizioni.

Fonti: FMI, Allianz Research

**El Salvador e Costa Rica sono ulteriori paesi latinoamericani nella lista di controllo della sostenibilità del debito.** Entrambi hanno una preoccupante traiettoria del debito, obblighi di interesse relativamente elevati e basse riserve valutarie. Tuttavia, non hanno alcun debito nei confronti della Cina e il debito pubblico in scadenza a breve termine non è una preoccupazione immediata. Altrove nella regione, il Suriname è andato in default nel 2020 ma la sua ristrutturazione del debito è ancora incompleta, anche perché il debito nei confronti della Cina ha posto ostacoli.

**Pakistan, Laos e Bangladesh sono i Paesi asiatici più a rischio di seguire le orme dello Sri Lanka, che è andato in default nel 2022.** Il Pakistan in particolare è sull'orlo del default sovrano, con ingenti pagamenti di interessi (stimati al 57% delle entrate nel 2023 -2024, il secondo più alto dopo lo Sri Lanka nel nostro campione di paesi) e riserve valutarie molto basse. Tuttavia, l'instabilità politica e lo stallo politico hanno sospeso il sostegno finanziario del FMI e degli stati del GCC ormai da diversi mesi. Lo stock di debito estero del Laos e gli imminenti pagamenti di interessi sono molto elevati, con l'86% del debito pubblico denominato in FX e la Cina che è il più grande singolo creditore. Lo stock di debito del Bangladesh è moderato, ma il 75% è denominato in valuta estera e il pagamento degli interessi rappresenta il 20% delle entrate fiscali.

**Nell'Europa emergente, Russia, Ucraina e Bielorussia sono fallite nell'ultimo anno, ma non ci sono altri paesi seriamente a rischio di fallimento nei prossimi due anni.** Le tre inadempienze sono il risultato della guerra della Russia in Ucraina, con sanzioni occidentali che colpiscono Russia e Bielorussia (che supporta logisticamente la Russia).

**In Medio Oriente restano sotto i riflettori Libano, Bahrain e Giordania.** Il Libano è in default dal 2020. Il Bahrein ha già esaurito le riserve di politica fiscale nel 2017, ma da allora è stato tenuto a galla, grazie al sostegno finanziario dell'Arabia Saudita e degli Emirati Arabi Uniti, che prevediamo continui. La traiettoria del debito pubblico della Giordania si è deteriorata per più di un decennio, sebbene il sostegno finanziario del FMI e dei paesi del Golfo dovrebbe aiutarla a evitare un default del debito nei primi due anni di matrimonio del principe ereditario della Giordania con una principessa saudita.

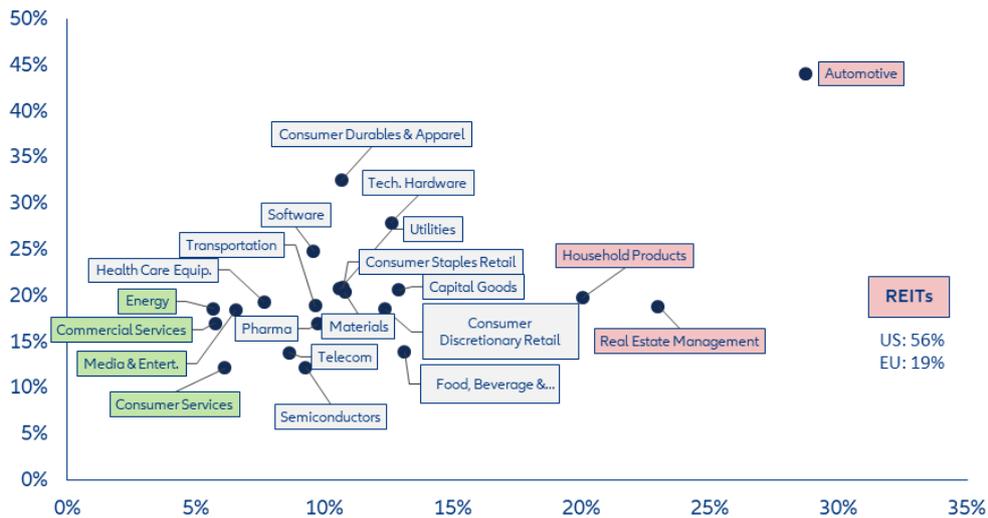
**Quando si tratta di correggere gli squilibri macroeconomici non esiste una ricetta valida per tutti, i risultati delle politiche possono durare più a lungo dei problemi che dovrebbero risolvere.** Le sfide che i pesi massimi stanno affrontando, ad esempio, hanno più a che fare con una crescita duratura e inclusiva che con il debito pubblico in sé. Tuttavia, il successo dei programmi di sostegno dell'FMI nel riuscire a indirizzare le risorse dove sono più necessarie, e il ruolo più attivo che i prestatori nel loro insieme hanno nel contesto attuale saranno variabili chiave per migliorare la sostenibilità fiscale dei paesi più vulnerabili. Tuttavia, la mancanza di volontà di riforma può eventualmente impedire la firma di un accordo con il Fondo (esempi: Libano e Tunisia) o portare fuori strada un programma di sostegno esistente (esempio: Pakistan). In tali casi un default sovrano appare in ultima analisi inevitabile.

## **In primo piano – Vulnerabilità del settore all'aumento dei costi di finanziamento**

**Non ci sarà riposo per i soggetti con leva finanziaria, in particolare per quelli con elevati rimborsi del debito nel breve periodo, in particolare nel settore immobiliare, degli elettrodomestici e dell'automotive.** In un contesto di aumento dei tassi di interesse e rallentamento dell'attività economica, la domanda di credito è crollata al livello più basso dal 2008. I nuovi prestiti sono diminuiti di oltre il -30% 3M/3M negli Stati Uniti e del -9% in Spagna e del -6% in Francia. A fronte di utili più deboli, entrambi gli sviluppi (ovvero condizioni di finanziamento più restrittive e diminuzione della disponibilità di credito) stanno aumentando la vulnerabilità delle imprese più esposte, vale a dire quelle che stanno già lottando per onorare il proprio debito o detenere più debito. La situazione è particolarmente difficile per chi ha una quota maggiore di debito a tasso variabile o con scadenza a brevissimo termine.

L'automotive è il settore più esposto alle scadenze del debito a breve termine (Figura 8), con il 29% e il 44% del debito totale in scadenza entro i prossimi 12 mesi rispettivamente negli Stati Uniti e in Europa. Tuttavia, la maggior parte del debito del settore proviene dalle divisioni dei servizi finanziari. In effetti, i bilanci consolidati dei produttori di apparecchiature originali sono abbastanza liquidi poiché gli attuali rapporti sono in media di circa 1,2 volte in entrambe le aree geografiche. Inoltre, se confrontato con altri settori, l'automotive è ben posizionato in termini di copertura degli interessi, con un rapporto EBITDA/Interessi di 4,9 volte negli Stati Uniti e di 8,6 volte in Europa (rispetto alla media mondiale di 6,9 volte per questo settore).

Figura 8: Percentuale del debito totale con scadenza entro un anno, Stati Uniti (asse x) vs Europa (asse y)



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

**Le aziende in Italia, Spagna, Belgio, Francia e Paesi Bassi sembrano le più esposte a una stretta di liquidità.** Esaminiamo i fondamentali di un panel di 21.000 aziende nelle economie avanzate (AE) e nei mercati emergenti<sup>1</sup> (EMs), affrontando la questione dell'indebitamento attraverso l'esame del net gearing (NG)<sup>2</sup>, il tema del funding cost analizzando l'indice di copertura degli interessi (IC) e la capacità di far fronte agli impegni di indebitamento verificando il coefficiente di cash flow operativo (OCF)<sup>3</sup>. A livello aggregato, sulla base dei dati finanziari del 2022 delle società non finanziarie, le economie avanzate sembrano essere più sicure dei mercati emergenti per quanto riguarda il rispettivo livello mediano di indebitamento (indebitamento netto inferiore al 2,3% per metà delle imprese in AE contro il 4,9% nei ME). Questo vale anche per la capacità mediana di far fronte agli impegni finanziari (coefficiente di flusso di cassa operativo a 0,6 anni e 1,2 anni rispettivamente per la metà delle imprese), ma il divario è minore in termini di copertura degli interessi passivi.

Le economie avanzate si distinguono per una maggiore dispersione in termini di net gearing mentre è più bilanciata tra copertura degli interessi e flusso di cassa operativo. Questo è il risultato dell'elevato numero di imprese con un significativo accumulo di liquidità. Di fatto, in tutti i paesi ad eccezione di Italia, Spagna

<sup>1</sup> Panel di 21.000 imprese localizzate nelle economie avanzate (55%), in particolare in Europa Occidentale (14%), Stati Uniti (13%) e Giappone (12%), e nei mercati emergenti (45%), in particolare in Cina (22%), e operante in tutti i settori esclusi finanza/assicurazioni: edilizia (12%), computer e telecomunicazioni (10%), software e servizi IT (9%), servizi B2B (8%), macchinari e attrezzature (7%), chimica (7%), farmaceutica (6%), metalli (6%), energia (5%), agroalimentare (5%), elettronica (4%), automotive (4%), retail (3%), elettrodomestici (3%), trasporti (3%), tessili (2%), servizi B2C (2%), hotel/ristoranti/turismo (2%), carta (1%) e mezzi di trasporto (1%).

<sup>2</sup> Net gearing = (indebitamento finanziario a lungo termine + indebitamento finanziario a breve termine - disponibilità liquide e mezzi equivalenti) / patrimonio netto totale; In %; minore è, migliore è la copertura complessiva degli impegni netti di indebitamento.

<sup>3</sup> Coefficiente di flusso di cassa operativo = (debiti finanziari a lungo termine + debiti finanziari a breve termine) / flusso di cassa operativo, in anni; più vicino a 0, migliore è la capacità di coprire gli impegni di debito.

e Portogallo, almeno il 25% delle imprese ha un accumulo di liquidità superiore ai debiti finanziari, spingendo il net gearing (rapporto) in territorio negativo. A livello globale, è così per il 45% del nostro campione (ovvero 9.400 imprese), con Cina (47%), Stati Uniti (48%) e Giappone (54%) in testa. Sono molto avanti rispetto ai paesi europei, dove il dato è inferiore al 40% (Regno Unito 38%, Germania 37% e Francia 34%) e talvolta anche meno (sotto il 25% per Spagna, Italia e Belgio). Tuttavia, all'estremo opposto dello spettro, vale la pena notare che il 25% delle imprese registra un rapporto di indebitamento netto superiore al 58% a livello globale, con una soglia di indebitamento netto significativamente più elevata per Stati Uniti (73%), Germania (70%), Francia (77%), Italia (92%) e Spagna (119%).

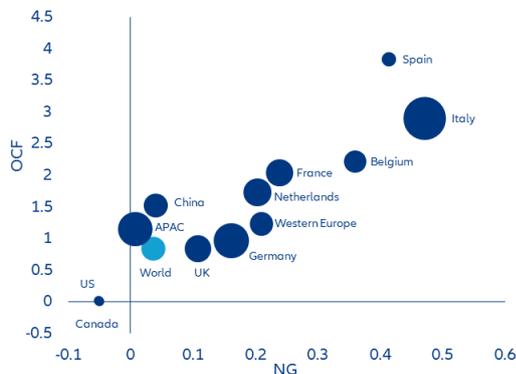
Figura 9: copertura degli interessi, indebitamento netto e coefficiente di flusso di cassa operativo, dispersione delle imprese non finanziarie per quartile, dati finanziari 2022



Fonti: Refinitiv Eikon (al 28 maggio 2023), Allianz Research

Per le emissioni di copertura interessi e di coefficiente di cash flow operativo, la dispersione appare (molto) più contenuta che per il net gearing e mostra uno spread limitato tra economie avanzate e mercati emergenti. Le economie avanzate messe insieme sembrano leggermente più esposte in termini di tasso di copertura degli interessi, con un rapporto inferiore sia per le imprese peggiori che per quelle con le migliori performance (rispettivamente 0,1 anni e 34,7 anni per il primo quartile e il quarto quartile) dovuto in particolare al profilo di distribuzione più debole per Stati Uniti, Canada, Australia, Svezia, Norvegia, Spagna, Belgio e Paesi Bassi. Allo stesso tempo, le economie avanzate combinate appaiono leggermente meno esposte in termini di coefficiente di flusso di cassa operativo, con un coefficiente inferiore sia per le imprese con le migliori performance che per quelle con le peggiori (-0,1 anni e 4,1 anni rispettivamente per il primo e il quarto quartile), con quasi lo stesso elenco di paesi che questa volta contribuiscono a un profilo più forte (Stati Uniti, Canada, Australia, Paesi nordici) – ma con Spagna, Italia, Belgio e, in misura minore, Francia e Paesi Bassi che pesano sui risultati.

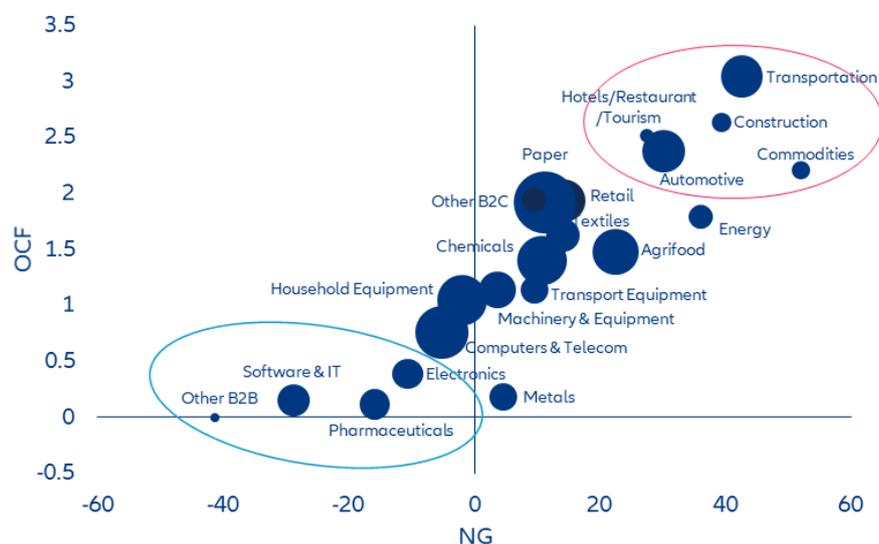
Figura 10: copertura degli interessi (bolla), indebitamento netto (NG, asse x) e coefficiente del flusso di cassa operativo (OFC, asse y), per regione/paese, cifra mediana, dati finanziari 2022



Fonti: Refinitiv Eikon (al 28 maggio 2023), Allianz Research

**A livello aggregato e sulla base dei dati finanziari del 2022, cinque settori si distinguono come i più esposti allo stress finanziario, dati i loro livelli mediani di indebitamento e la capacità mediana di far fronte agli impegni finanziari: trasporti, costruzioni, ospitalità (alberghi, ristoranti, turismo), materie prime e automobilistico.** Nel settore dei trasporti, la metà delle imprese registra un rapporto di indebitamento netto superiore al 43% e un coefficiente di cash flow operativo superiore a tre anni. Per le costruzioni, questo è rispettivamente del 39% e di tre anni. Questi cinque settori stanno anche registrando i livelli più alti nei rapporti di indebitamento netti e nei coefficienti di flusso di cassa operativo per le aziende con le prestazioni peggiori. Tuttavia, la differenza del rapporto interessi/copertura sta mitigando il rischio a scapito di costruzioni, ricettività e commodities, e in termini relativi a 'beneficio' di trasporti e automotive – questi due ultimi registrando una più forte distribuzione di imprese con una maggiore rapporto interessi-copertura. Viceversa, i settori più sicuri sono quello farmaceutico, software/servizi informatici e, più significativamente, i servizi B2B se si considera il net gearing e il coefficiente di flusso di cassa operativo. Tuttavia, è opportuno sottolineare che quest'ultimo registra anche la più debole distribuzione delle imprese per la copertura degli interessi.

Figura 11: Settori globali, indebitamento netto (asse X), coefficiente OCF (asse Y) e capacità di copertura degli interessi (bolla)



Fonti: Refinitiv Eikon (al 28 maggio 2023), Allianz Research

**L'edilizia e la vendita al dettaglio sono in cima alla lista di controllo sia in Nord America che in Europa occidentale.** Osservando sia l'ultimo livello che la tendenza dei tre indicatori selezionati<sup>4</sup> nei settori per paese, troviamo che l'edilizia è in testa alla lista, con il maggior numero di settori nella nostra top 50 dei più sensibili (in Canada, Francia, Stati Uniti, Svezia, Spagna (tutti nella top 25), seguita da Norvegia, Italia, Germania, Svizzera, Belgio, Danimarca, Paesi Bassi, Regno Unito e Finlandia). Segue il commercio al dettaglio, con Francia, Canada e Germania nella top 25, ma ci sono ancora altri sette paesi nella top 50 (Svezia, Italia, Regno Unito, Finlandia, Stati Uniti e Svizzera). Gli operatori automobilistici rimangono più esposti in Europa, in particolare in Svezia, Francia e, in misura minore, Germania e Stati Uniti, rispetto all'Asia. Tuttavia, c'è un certo margine di manovra per le società europee poiché prevediamo ordini arretrati di sette-otto mesi di produzione in Europa; le immatricolazioni di auto in Europa rimangono -30% al di sotto dei livelli pre-pandemia. Sul versante agroalimentare, le aziende in Norvegia, Francia, Danimarca, Paesi Bassi e Canada sono le più fragili. Al contrario, i settori legati all'informatica (in particolare l'elettronica), i prodotti farmaceutici e le apparecchiature domestiche sono tra i meno fragili in diversi paesi. Eppure

<sup>4</sup> I settori sono classificati in base alla sensibilità decrescente in base alla loro classificazione media per i sei indicatori: indebitamento netto (livello 2022 + variazione 2022/2021), coefficiente di flusso di cassa operativo (livello 2022 + variazione 2022/2021), copertura degli interessi passivi (livello 2022 + modifica 2022/2021). Dati mediani per i settori con più di 5 aziende quotate. Esclusi i settori con 1+ indicatore mancante.

registriamo alcune eccezioni chiave per i primi, in particolare computer/telecomunicazioni in Spagna, software/servizi IT in Svizzera, elettronica in Germania – tutti e tre nella nostra classifica dei 25 più sensibili. Il contesto globale meno favorevole, come evidenziato dalle minori vendite di semiconduttori, dalla breve ripresa dei computer e dallo stallo del mercato degli smartphone, sta esacerbando la concorrenza.

**I metalli, l'energia e, in misura minore, l'ospitalità e la vendita al dettaglio, sono più preoccupanti nell'Asia-Pacifico e nell'Europa centro-orientale.** Per i metalli, la preoccupazione è ampia tra i paesi chiave dell'Asia, con Giappone, Corea, Cina, Taiwan e Singapore tutti classificati nei primi 50 settori più sensibili del campione regionale. Per quanto riguarda l'energia, le società fragili si trovano principalmente in India e Hong Kong, davanti a Cina e Corea del Sud. Alberghi/ristoranti/aziende turistiche sono una preoccupazione maggiore per Hong Kong e Singapore, ma la Corea del Sud e il Giappone sono tutt'altro che immuni e appaiono nella nostra top 25 dei più sensibili. Oltre al commercio al dettaglio (Hong Kong, India e Taiwan in particolare), il tessile in Polonia, così come l'edilizia in Cina e Hong Kong, richiederanno un attento monitoraggio. All'estremo opposto dello spettro, i prodotti farmaceutici e software/servizi informatici appartengono ai settori meno fragili in diversi paesi.

Figura 12: Nord America ed Europa occidentale: i primi 25 più sensibili (a sinistra) e meno (a destra).

North America and Western Europe: Top 25 most sensitive							North America and Western Europe: Top 25 least sensitive						
Sector - Country	Net Gearing	Change in net gearing	OCF Coefficient	Change in OCF coefficient	Interest coverage	Change in interest coverage	Sector - Country	Net Gearing	Change in net gearing	OCF Coefficient	Change in OCF coefficient	Interest coverage	Change in interest coverage
Computers & Telecom - Spain	147%	45	5	9	3	-1	Chemicals - Canada	-19%	9	0	0	4	4
Other B2C - Sweden	172%	97	6	2	4	-1	Software & IT services - Finland	-6%	-6	1	0	22	-7
Construction - Canada	90%	23	10	1	3	0	Software & IT services - Netherlands	4%	17	1	0	16	13
Metals - Italy	65%	16	4	2	4	-6	Electronics - Switzerland	6%	25	0	0	174	146
Commodities - France	136%	91	5	2	11	0	Computers & Telecom - Norway	-15%	15	0	0	8	7
Software & IT services - Switzerland	62%	35	4	2	13	-5	Computers & Telecom - France	5%	10	2	-1	16	4
Agrifood - Norway	63%	25	3	2	4	0	Electronics - France	-11%	0	-2	-2	0	-1
Electronics - Germany	41%	22	3	3	11	-13	Software & IT services - Norway	-12%	4	1	1	14	10
Agrifood - France	87%	37	6	1	14	-1	Pharmaceuticals - Denmark	10%	-5	2	1	34	8
Other B2C - Canada	51%	34	3	3	3	3	Machinery & Equipment - Germany	13%	5	0	-1	12	4
Agrifood - Denmark	68%	35	3	1	17	-7	Pharmaceuticals - Canada	-17%	-3	-1	0	-4	4
Pharmaceuticals - Italy	35%	29	4	2	19	-17	Machinery & Equipment - Switzerland	-11%	1	1	0	19	2
Commodities - US	82%	15	4	1	5	1	Agrifood - Germany	22%	-4	1	0	20	1
Construction - France	66%	14	6	1	6	1	Household Equipment - Germany	-10%	-3	0	0	6	2
Metals - Switzerland	15%	12	2	2	0	-11	Energy - Sweden	-37%	-9	0	0	4	2
Retail - France	51%	13	4	1	9	-10	Transport - Denmark	41%	-24	1	-1	21	4
Retail - Canada	61%	40	3	2	6	3	Other B2B - Germany	-37%	-14	0	0	8	0
Automotive - Sweden	45%	20	3	2	14	-2	Energy - Switzerland	7%	12	2	-5	32	22
Automotive - France	95%	32	4	1	13	1	Electronics - Finland	-13%	-1	1	1	36	8
Construction - US	76%	3	6	0	4	0	Household Equipment - Switzerland	11%	15	-1	-3	32	1
Household Equipment - UK	50%	48	4	3	13	2	Metals - Finland	20%	-9	1	-2	18	3
Retail - Germany	22%	28	2	1	7	-4	Energy - France	31%	-15	1	-1	23	6
Construction - Sweden	85%	11	7	-1	3	-1	Electronics - UK	-10%	9	0	0	140	117
Household Equipment - Italy	24%	28	4	2	52	-7	Pharmaceuticals - Germany	-5%	-2	0	-1	14	14
Construction - Spain	43%	6	6	0	3	0	Computers & Telecom - Switzerland	-20%	-3	1	0	32	6

Fonti: Refinitiv Eikon (al 28 maggio 2023), Allianz Research

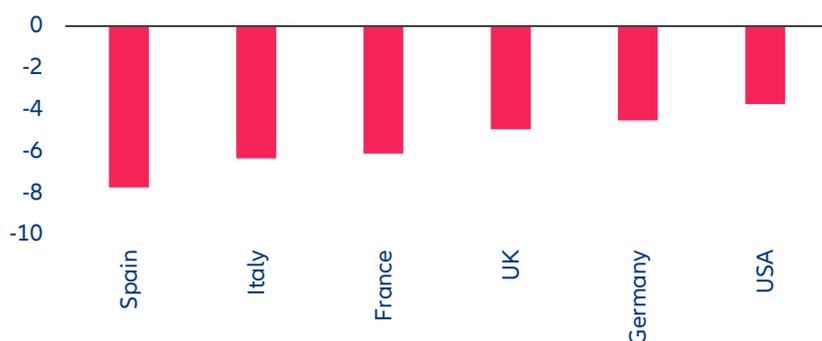
Figura 13: Asia-Pacifico ed Europa centro-orientale: i primi 25 più sensibili (a sinistra) e meno (a destra)

APAC and Central/Eastern Europe: Top 25 most sensitive							APAC and Central/Eastern Europe: Top 25 least sensitive						
Sector - Country	Net Gearing	Change in net gearing	OCF Coefficient	Change in OCF coefficient	Interest coverage	Change in interest coverage	Sector - Country	Net Gearing	Change in net gearing	OCF Coefficient	Change in OCF coefficient	Interest coverage	Change in interest coverage
Retail - Hong Kong	44%	47	2.3	0.9	3	-5	Transport - India	1%	-16	1.9	0.1	21	18
Energy - India	43%	9	3.0	0.4	4	-2	Chemicals - Hong Kong	-2%	1	0.6	-0.1	12	10
Textiles - Poland	45%	-2	3.3	1.4	6	-9	Other B2C - Japan	5%	-11	2.9	-0.3	27	8
Hotels/restaurant/tourism - Hong Kong	28%	5	2.9	0.8	1	0	Textiles - Turkey	30%	-4	0.0	-0.9	8	2
Construction - Hong Kong	29%	11	2.0	1.5	4	0	Software & IT services - Hong Kong	-39%	-1	0.1	0.0	6	1
Hotels/restaurant/tourism - Singapore	42%	4	6.6	5.1	4	2	Other B2C - Taiwan	-13%	8	1.1	-1.9	15	6
Construction - China	41%	3	2.3	0.7	4	-2	Chemicals - India	5%	-10	0.9	0.0	14	11
Energy - Hong Kong	57%	13	4.2	0.4	5	2	Chemicals - Poland	16%	-5	0.8	-0.6	14	12
Retail - India	93%	67	0.3	-0.1	-98	-100	Paper - Singapore	-8%	-1	0.7	0.4	53	53
Agrifood - Poland	54%	9	2.9	-0.1	7	-12	Retail - Turkey	-8%	-33	0.9	-0.5	6	4
Electronics - Hong Kong	0%	3	1.8	2.6	0	-4	Machinery & Equipment - Singapore	3%	-12	0.4	-0.7	10	0
Transport Equipment - Korea	50%	12	1.2	1.5	3	1	Commodities - Japan	-21%	-22	2.1	0.4	94	50
Machinery & Equipment - Turkey	32%	7	1.7	1.1	8	-3	Other B2B - Japan	-53%	2	0.6	0.3	129	38
Commodities - China	63%	7	2.8	-0.1	4	-1	Machinery & Equipment - India	-16%	-16	0.3	-0.2	7	1
Textiles - Hong Kong	3%	14	1.6	1.4	6	-3	Software & IT services - Japan	-58%	5	0.4	0.2	190	34
Transport - Poland	59%	17	3.4	0.0	8	0	Household Equipment - Singapore	-18%	-3	-0.6	-2.5	8	-1
Hotels/restaurant/tourism - Korea	29%	-63	12.5	12.3	0	0	Retail - Poland	4%	-20	0.5	-0.7	16	1
Automotive - Turkey	27%	-1	1.4	0.5	5	-7	Software & IT services - Turkey	-26%	5	0.0	-0.1	43	5
Hotels/restaurant/tourism - Japan	32%	2	2.6	1.8	4	14	Paper - India	17%	-16	0.6	-2.6	14	11
Retail - Taiwan	53%	13	2.7	0.4	25	-1	Pharmaceuticals - Japan	-23%	0	0.6	0.0	135	8
Chemicals - Singapore	52%	57	0.6	0.0	0	0	Construction - Japan	-5%	-10	1.2	-0.6	38	6
Metals - Japan	9%	3	2.8	0.8	24	-16	Other B2B - India	-6%	-4	0.2	0.1	57	54
Commodities - Korea	11%	8	1.3	0.5	3	-1	Pharmaceuticals - India	-5%	-7	0.5	-0.5	33	15
Metals - Korea	24%	-3	1.5	1.5	7	-6	Retail - Singapore	-39%	-28	-0.5	-1.0	6	2
Transport - Hong Kong	24%	2	2.1	0.4	8	-3	Software & IT services - India	-35%	-21	0.4	0.2	50	28

Fonti: Refinitiv Eikon (al 28 maggio 2023), Allianz Research

**La compressione dei profitti dovrebbe diventare più visibile in autunno, quando prevediamo di vedere la piena trasmissione dell'aumento dei tassi di interesse.** Nel mezzo di uno dei più rapidi cicli di inasprimento della politica monetaria della storia, le tensioni di liquidità sono sempre più visibili mentre le condizioni del credito peggiorano rapidamente sia negli Stati Uniti che in Europa. I tassi di interesse sui prestiti bancari sono aumentati più rapidamente negli Stati Uniti (da un minimo del 3,25% all'8% nell'aprile 2023) rispetto all'Eurozona: +200 punti base in Francia al 3,5%, +230 punti base al 4,2% in Germania, +250 punti base al 4,2 % in Italia e +260 punti base al 4,6% in Spagna, a marzo 2023. L'aumento dei tassi di interesse sta aggiungendo pressione alla redditività. Calcoliamo che l'equivalente del pieno aumento dei costi di finanziamento dal 2022 sia superiore a -7 punti percentuali del valore aggiunto lordo in Spagna, più di -6 punti percentuali in Italia e Francia, -4,5 punti percentuali in Germania e vicino a -4 punti percentuali negli Stati Uniti (ceteris paribus).

Figura 14: Impatto sui margini dell'aumento dei tassi di interesse, pp del margine operativo lordo

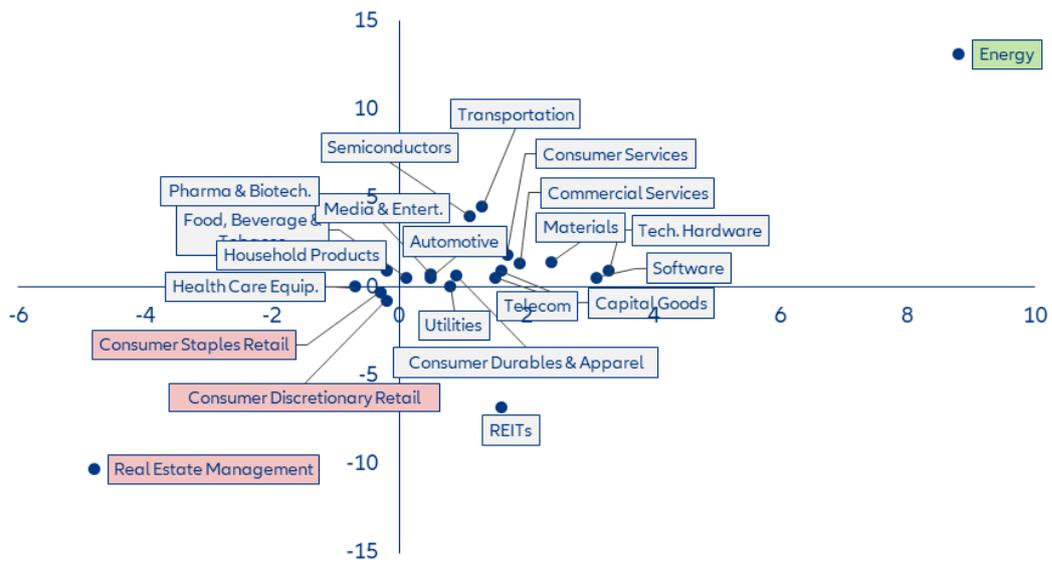


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

**La vendita al dettaglio è stata storicamente il settore meno redditizio e le condizioni di mercato lo manterranno tale.** Il settore della vendita al dettaglio è stato il meno redditizio di tutti i settori, con un tasso di margine operativo medio storico su 10 anni del 4,2% per la vendita al dettaglio di base e del 7,5% per la vendita al dettaglio discrezionale (rispetto alla media globale di tutti i settori del 15,9%). E non c'è alcun segno di miglioramento: da un lato, i modelli di consumo sono cambiati, con i consumatori che preferiscono spendere in esperienze invece che in cose. D'altro canto, il recente calo del potere d'acquisto dei consumatori ha innescato una forte concorrenza sui prezzi tra i rivenditori, che a sua volta ha portato a un ulteriore deterioramento dei margini del settore. La figura 15 mostra che, oltre all'immobiliare, il commercio al dettaglio di prima necessità e discrezionale sono i settori che hanno subito il maggior deterioramento della redditività negli ultimi anni. L'Europa, in particolare, registrerà il più alto deterioramento del margine sul retail discrezionale poiché il suo margine operativo medio dovrebbe scendere al 5,2% nel 2023 rispetto a un tasso di margine storico di 6,0%.

Figura 15: Miglioramento<sup>5</sup> (o deterioramento) dei margini operativi per settore, Stati Uniti (asse x) vs Europa (asse y)

<sup>5</sup> Un miglioramento è una differenza positiva tra il tasso di margine operativo atteso di ciascun settore (a 12 mesi in avanti) e il tasso di margine operativo storico (media dei 10 anni precedenti)



Fonti: Bloomberg (al 31 maggio 2023), Allianz Research

# Appendice

## Punteggio di rischio di sostenibilità del debito pubblico (PDSRS)

Rank	Country (from high risk to low risk)	Public Debt Sustainability Risk Score (0 = high risk; 100 = low risk)	Total Public Debt (% of GDP) max(2022-2023)	Debt Shock (due to Covid-19 and war in Ukraine; increase in public debt-to-GDP ratio) 2019 -> 2023	Foreign Exchange-denominated Public Debt (% of total public debt) 2022	External Debt Owed To China (% of GDP) Latest	Maturing Sovereign Bonds (% of GDP) 2023-2024	Fiscal Balance (% of GDP) 2022-2023	Interest Payments (% of fiscal revenues) avg(2023-2024)	Effective Interest Rate (interest payments in % of public debt at the end of previous year) avg(2023-2024)	Interest Rate - Growth Differential (%) avg(2023-2024)	Gross External Financing Requirement (% of FX reserves) 2023H2-2024H1
1	Sri Lanka	5.6	130.5	47.4	36.3	9.7	11.4	-9.9	112.0	12.5	7.7	1019.9
2	Ghana	8.8	90.7	25.1	55.0	6.4	5.8	-8.9	46.6	11.6	14.9	156.9
3	Argentina	10.0	80.6	-9.6	66.8	0.0	2.6	-4.3	8.3	6.2	5.7	217.7
4	Belarus	10.0	43.1	2.1	79.0	11.1	0.7	-3.9	4.7	4.3	2.8	461.9
5	Lebanon	10.0	171.9	-0.6	40.6	-	23.5	-2.2	39.4	4.4	2.9	227.3
6	Mozambique	10.0	102.6	3.5	74.9	14.3	-	-3.8	11.2	4.1	-7.2	391.5
7	Russia	10.0	21.7	8.0	18.3	0.0	0.8	-2.7	1.1	1.6	3.7	43.1
8	Suriname	10.0	132.2	-85.2	77.2	13.6	-	-3.7	13.6	4.0	0.2	23.0
9	Ukraine	10.0	84.8	34.3	80.2	-	4.4	-18.3	12.1	8.6	7.6	118.8
10	Venezuela	10.0	250.0	17.2	0.0	42.0	2.5	-6.5	4.3	0.3	5.3	7369.1
11	Zambia	10.0	0.0	-99.7	72.5	27.1	9.6	-9.3	31.4	8.9	4.9	57.6
12	Laos	15.7	108.9	46.9	86.3	27.3	0.4	-5.0	24.5	3.3	7.8	238.5
13	Malawi	15.8	74.5	29.2	50.3	-	9.9	-7.5	41.6	12.2	18.8	371.4
14	Kenya	16.5	69.4	8.5	61.2	6.7	4.4	-6.1	26.6	7.9	5.5	173.5
15	Uganda	19.7	52.2	13.7	73.0	7.4	2.5	-5.1	19.7	6.8	1.8	251.0
16	Egypt	21.4	91.0	10.9	26.1	1.1	7.2	-6.8	53.2	14.2	25.9	193.3
17	Bahrain	22.7	122.0	20.4	62.5	-	5.4	-4.0	28.5	4.6	1.6	1199.4
18	Pakistan	23.1	77.8	-6.4	34.7	8.9	5.4	-6.3	57.3	12.1	9.0	1062.8
19	Jordan	23.9	94.0	16.0	46.8	-	8.5	-6.2	17.6	5.5	-0.7	179.1
20	South Africa	30.1	72.5	16.3	31.3	0.5	3.4	-5.5	19.4	7.8	6.6	109.1
21	Tunisia	30.4	89.2	20.2	65.5	-	5.8	-6.0	11.1	4.3	-0.9	241.0
22	El Salvador	32.7	88.7	17.4	60.1	-	-	-5.7	15.1	5.2	-0.1	232.0
23	Rwanda	35.9	68.6	18.7	97.3	3.2	1.8	-6.0	9.0	3.7	0.1	158.4
24	Costa Rica	36.0	66.8	9.1	43.0	-	8.4	-3.6	31.9	8.2	-1.3	127.2
25	Colombia	38.3	62.7	8.2	40.8	-	5.5	-4.7	13.0	7.0	6.5	90.9
26	Brazil	38.7	92.8	5.2	6.2	-	7.1	-6.7	19.7	8.6	1.4	78.9
27	Bangladesh	39.3	37.5	5.5	75.2	1.2	1.1	-5.3	19.8	4.9	3.5	120.0
28	Senegal	40.2	77.3	10.7	69.0	6.1	2.1	-5.3	10.1	3.3	-9.6	140.3
29	Mauritius	40.5	90.9	5.4	80.3	0.2	8.7	-6.0	9.2	3.0	-7.1	186.7
30	Angola	41.3	56.6	-61.1	91.8	23.4	1.0	1.9	22.1	8.0	6.8	86.8
31	Côte d'Ivoire	41.6	56.0	16.8	66.2	4.8	1.9	-4.7	15.8	4.6	-4.4	99.8
32	Niger	42.3	57.1	17.2	63.7	13.9	2.3	-5.6	6.8	2.7	-9.0	108.4
33	Bolivia	42.7	87.5	28.4	47.5	5.8	-	-8.2	8.1	2.8	-3.3	320.1
34	Benin	46.3	55.6	14.4	63.3	2.9	2.1	-4.9	11.5	3.5	-5.4	110.7
35	Dominican Republic	47.7	61.0	5.7	73.6	-	5.7	-3.1	21.6	6.0	-1.4	66.4
36	Papua New Guinea	48.8	49.9	9.1	55.2	-	0.4	-4.9	14.5	5.3	2.6	-357.9
37	Mali	48.9	55.9	15.1	50.2	0.8	2.4	-4.9	7.5	3.1	-5.0	1345.0
38	Gabon	49.6	54.0	-7.3	57.4	5.4	6.5	2.1	16.0	4.8	7.2	48.0
39	Romania	50.0	47.3	11.4	49.1	-	3.8	-5.9	6.2	4.4	-7.4	159.5
40	Panama	51.3	57.5	13.1	100.0	-	1.9	-2.5	10.9	4.2	-2.6	718.5
41	Nigeria	51.9	38.6	9.4	34.0	0.5	1.4	-6.0	27.5	7.2	-0.5	28.4
42	Montenegro	52.2	71.8	-7.0	100.0	16.1	-	-4.6	4.8	2.9	-8.5	136.9
43	Guinea-Bissau	52.3	82.0	16.3	51.7	-	4.1	-4.2	13.0	3.0	-6.0	34.6
44	Myanmar	52.7	63.7	24.9	38.0	-	1.2	-7.5	19.1	4.9	-4.1	33.9
45	India	53.1	83.6	6.1	5.6	-	2.8	-9.3	28.0	7.2	-2.3	55.8
46	Türkiye	53.2	32.3	-0.3	55.2	0.7	2.0	-3.0	9.0	10.7	1.0	389.8
47	Morocco	53.2	70.3	9.9	24.7	-	6.9	-5.2	8.6	3.6	0.3	55.5
48	Burkina Faso	53.8	59.6	16.8	61.2	-	1.2	-5.7	9.0	3.5	-4.0	78.1
49	Hungary	54.2	73.3	2.3	26.9	-	6.9	-5.2	7.1	4.6	-5.4	133.6
50	Moldova	55.4	39.0	10.2	87.1	-	3.5	-4.5	4.5	4.7	-3.8	114.2
51	Trinidad and Tobago	56.9	64.2	17.7	29.4	-	2.8	-2.1	10.0	5.1	2.3	17.3
52	Mexico	58.4	57.3	4.0	19.0	-	5.8	-3.4	18.3	8.4	-2.5	65.6
53	Paraguay	58.6	39.0	12.8	90.9	-	2.1	-3.0	7.5	4.0	-0.7	81.6
54	Malaysia	59.2	61.8	3.2	27.1	0.3	4.6	-4.1	15.0	4.0	-4.7	108.6
55	Indonesia	59.3	40.6	9.7	30.0	-	1.5	-3.4	14.9	6.0	-1.0	85.4
56	Philippines	59.4	59.9	22.9	26.6	0.1	4.4	-5.0	9.2	3.8	-4.7	43.1
57	Ecuador	60.1	60.8	9.2	87.5	9.9	-	0.3	4.5	2.7	-1.5	81.9
58	Madagascar	60.1	53.8	12.5	83.9	1.8	-	-5.7	6.5	2.0	-4.1	76.5
59	Cameroon	61.0	46.8	2.1	75.0	11.7	-	-1.1	7.1	2.7	-7.0	155.6
60	Ethiopia	61.6	46.4	-14.3	41.3	10.5	1.1	-3.0	7.3	2.2	-21.6	482.3
61	Armenia	61.9	49.7	-0.4	75.6	-	-	-2.4	12.3	6.8	-7.0	126.5
62	North Macedonia	61.9	53.2	12.8	100.0	-	-	-4.4	5.1	3.3	-6.8	79.1
63	Kyrgyzstan	62.6	54.8	3.2	96.0	25.7	0.2	-2.2	3.1	2.3	-5.5	120.8
64	Algeria	62.7	70.3	24.3	1.2	-	2.5	-11.8	5.2	3.1	-0.8	7.0
65	Tanzania	62.7	39.5	-0.9	30.7	4.4	1.0	-3.2	12.0	5.1	-5.5	177.6
66	Cambodia	63.0	37.2	9.0	100.0	24.7	-	-4.5	1.4	0.9	-6.5	63.5
67	Guinea	63.1	39.0	-1.3	62.0	8.8	-	-2.4	5.6	2.7	-8.8	197.3
68	Nepal	63.7	50.5	17.4	62.5	-	-	-4.4	5.7	3.1	-4.2	32.8
69	Oman	64.0	51.9	-9.4	74.5	-	1.7	3.3	6.9	5.3	7.2	63.6
70	Thailand	64.3	57.2	13.7	11.5	0.0	10.6	-3.9	7.8	2.7	-4.5	48.1
71	Croatia	65.3	68.4	-6.8	44.3	-	6.9	-0.9	4.2	3.1	-5.1	563.8
72	Poland	66.6	49.1	1.4	32.2	-	7.1	-4.0	4.2	3.9	-3.9	92.7
73	Congo Rep	67.0	82.0	-11.0	44.9	35.0	-	7.7	9.1	2.9	-1.7	28.3
74	Uzbekistan	68.2	36.0	7.4	84.7	7.2	0.9	-3.6	-0.5	-0.4	-13.9	67.0
75	China	68.2	75.0	17.8	1.0	-	2.5	-7.0	4.5	1.6	-5.9	54.0
76	Albania	68.3	67.8	0.4	49.3	-	-	-3.4	10.0	4.3	-1.9	66.7
77	Uruguay	69.9	62.2	-2.0	62.3	-	5.5	-2.1	5.0	2.3	-3.7	84.3
78	Kazakhstan	70.1	23.5	2.3	31.4	-	4.0	-1.3	5.6	5.1	-2.2	312.2
79	Honduras	70.4	45.6	2.2	71.8	-	1.1	-5.0	3.7	2.1	-1.6	41.6
80	Georgia	71.0	41.0	0.6	84.7	-	-	-2.7	5.8	4.1	-6.2	116.8

(continua alla pagina seguente)

Rank	Country (from high risk to low risk)	Public Debt Sustainability Risk Score (0 = high risk; 100 = low risk)	Total Public Debt (% of GDP)	Debt Shock (due to Covid- 19 and war in Ukraine; increase in public debt-to- GDP ratio)	Foreign Exchange- denominated Public Debt (% of total public debt)	External Debt Owed To China (% of GDP)	Maturing Sovereign Bonds (% of GDP)	Fiscal Balance (% of GDP)	Interest Payments (% of fiscal revenues)	Effective Interest Rate (interest pay- ments in % of public debt at the end of previous year)	Interest Rate - Growth Differential (%)	Gross External Financing Requirement (% of FX reserves)
			max(2022-2023)	2019 -> 2023	2022	Latest	2023-2024	2022-2023	avg(2023-2024)	avg(2023-2024)	avg(2023-2024)	2023H2-2024H1
81	Peru	<b>72.6</b>	36.9	9.8	50.7	-	1.2	-2.3	6.5	4.5	-2.9	29.2
82	Chile	<b>73.3</b>	38.4	10.2	43.0	-	3.0	-0.1	1.2	0.9	-11.1	136.7
83	Guatemala	<b>74.0</b>	31.9	5.4	44.6	-	0.4	-2.0	12.6	5.8	-3.1	9.3
84	Tajikistan	<b>75.8</b>	35.4	-8.1	100.0	14.3	-	-1.9	2.4	2.2	-14.6	54.0
85	Serbia	<b>76.6</b>	53.5	-2.2	68.4	2.6	1.7	-1.6	3.9	3.5	-3.1	53.4
86	Congo DR	<b>77.1</b>	14.7	-4.2	70.4	1.2	-	-3.2	2.0	3.1	-7.6	83.2
87	Chad	<b>77.8</b>	44.7	-14.0	58.1	1.6	-	6.6	4.9	2.5	-0.3	59.0
88	Azerbaijan	<b>78.5</b>	23.0	5.3	74.0	-	1.4	8.5	1.7	2.6	-0.8	-115.9
89	Qatar	<b>78.5</b>	45.1	-18.7	10.3	-	4.5	10.5	3.5	3.1	3.0	-44.4
90	Nicaragua	<b>78.8</b>	47.2	5.5	100.0	-	-	-1.7	4.0	2.6	-5.4	61.8
91	Bulgaria	<b>78.9</b>	23.0	3.0	68.6	-	1.7	-2.9	0.9	1.7	-7.4	68.9
92	Vietnam	<b>79.3</b>	38.6	-4.0	37.0	-	0.7	-4.4	5.8	3.3	-7.5	45.4
93	Bosnia and Herzegovina	<b>80.0</b>	29.6	-3.0	74.8	6.6	-	1.0	2.0	3.0	-5.4	36.4
94	Saudi Arabia	<b>80.4</b>	26.4	1.5	42.5	-	0.6	1.8	1.7	2.1	3.2	4.0
95	UAE	<b>86.8</b>	29.0	-1.7	3.3	-	4.2	6.7	1.8	2.0	0.8	43.0
96	Kuwait	<b>93.3</b>	6.8	-5.3	25.0	-	3.6	10.5	-22.9	-412.0	-406.8	11.0

*Metodologia: Per il calcolo del PDSRS, ciascuno degli indicatori è stato riscalfato da 0 a 100, con 0 che indica il rischio più elevato e 100 il più basso (non visibile nelle colonne 4-13, che mostrano i valori effettivi). Successivamente è stato calcolato il PDSRS come media degli indicatori, quindi anch'esso compreso tra 0 e 100. Si noti che il PDSRS, come qualsiasi indicatore di punteggio, non è esaustivo e che la sostenibilità del debito pubblico può essere influenzata anche da altri fattori, ad esempio da decisioni politiche e tendenze politiche.*

*I primi 11 EMDE, segnati in rosso, sono già in un processo formale di ristrutturazione o in default totale o selettivo.*

*Fonti: varie, Allianz Research.*

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette al disclaimer fornito 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 implicito in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono derivare, senza limitazioni, (i) da cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nell'attività principale e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) dall'andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi di credito ), (iii) la frequenza e la gravità dei sinistri assicurati, anche da catastrofi naturali, e l'andamento delle spese per sinistri, (iv) i livelli e le tendenze di mortalità e morbilità,

(v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio delle valute, incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e nei 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 AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare alcuna informazione o dichiarazione previsionale contenuta nel presente documento, fatta salva qualsiasi informazione obbligatoria per legge.

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