

Allianz Research

# È di nuovo “Whatever it takes”?

La risposta fiscale dell'Europa alla crisi energetica

14 Ottobre 2022



## EXECUTIVE SUMMARY

**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)

**Maxime Darmet**  
Senior Economist, US and  
France  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

**Andreas (Andy) Jobst**  
Head of Macroeconomic  
and Capital Markets  
Research  
[andreas.jobst@allianz.com](mailto:andreas.jobst@allianz.com)

**Ano Kuhanathan**  
Head of Corporate  
Research  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

**Katharina Utermöhl**  
Senior Economist, Europe  
[katharina.uterhoehl@allianz.com](mailto:katharina.uterhoehl@allianz.com)

- **Stimiamo che l'attuale sostegno fiscale (medio) ammonti a circa il 3% del PIL in Europa (più di 475 miliardi di euro, oltre ai 170 miliardi di euro pre-bellici).** Non sorprende che la risposta fiscale sia un po' più elevata nei Paesi con una maggiore industria ad alta intensità energetica e/o una maggiore dipendenza dal gas. Nella maggior parte dei Paesi, le misure complessive (ad esempio, tetti ai prezzi, riduzioni delle imposte sull'energia, iniezioni di liquidità e di capitale, prestiti garantiti dallo Stato e piani di licenziamento) ammontano a circa la metà dei pacchetti Covid-19. Poiché la crisi energetica - e di conseguenza l'inflazione che colpisce il settore privato - non ha ancora superato il picco, ci aspettiamo che i governi dell'UE aumentino ulteriormente la spesa. Tuttavia, i grandi balzi fiscali sono ormai alle spalle, poiché il margine di manovra è molto più limitato a causa dell'aumento dei tassi di interesse.
- **Il sostegno fiscale disponibile ridurrà l'impatto dell'aumento dei prezzi dell'energia sui redditi reali disponibili e attenuerà il colpo sulla domanda, ma può anche rallentare la riduzione dei tassi d'inflazione complessivi.** Stimiamo che le misure attuali riducano direttamente i tassi di inflazione abbassando i prezzi dell'energia soprattutto nel Regno Unito (-3,7pp nel 2023), seguito da oltre -2pp in Germania, Francia, Italia e Spagna. Così facendo, però, "liberano" in media l'1,7% del PIL della domanda interna, poiché il calo del reddito disponibile delle famiglie nel 2023 sarà più che dimezzato, passando da -4,3pp a -1,7pp in media (oltre 1.300 euro per famiglia). In base all'attuale tendenza della spesa pubblica reale (al di sopra dei livelli pre-pandemici in Spagna, Regno Unito e in misura minore in Germania, e di nuovo al livello pre-pandemico in Francia e Italia) e agli attuali piani fiscali, il contenimento del calo della domanda aggregata ritarderà la ripresa dell'inflazione. Tuttavia, un aumento del tasso di risparmio potrebbe attenuare gli effetti inflazionistici di queste misure fiscali. Prevediamo che nel 2023 l'inflazione dell'Eurozona e del Regno Unito si attesterà rispettivamente al 5,6% e al 7,5%, ancora molto al di sopra della media storica.
- **Le misure di sostegno fiscale dovrebbero contribuire a limitare il numero di imprese vulnerabili che diventano insolventi nei prossimi quattro anni.** Ai livelli attuali, i prezzi dell'energia annullerebbero virtualmente i profitti della maggior parte delle società non finanziarie, poiché il potere di determinazione dei prezzi sta diminuendo a causa del rallentamento della domanda. Se le imprese riescono a trasferire ai clienti un quarto degli aumenti dei prezzi dell'energia, possono sopportare un aumento dei prezzi inferiore al +50% e al +40% rispettivamente in Germania e in Francia. Data la natura dell'attuale crisi, i governi hanno scelto di ricorrere a misure più liquide per compensare l'aumento dei prezzi dell'energia indotto dalla guerra. In effetti, sia per ragioni politiche che economiche

(elevata leva finanziaria aziendale in un contesto di tassi di interesse in aumento), promuovere tale leva per affrontare la crisi potrebbe rivelarsi un errore politico. Così, anche le imprese più deboli possono sopravvivere: la quota di imprese fragili nel Regno Unito, in Francia e in Germania si è stabilizzata rispettivamente al 17% del totale, al 13% e al 6%, o quasi a 42.000 imprese nel Regno Unito, 28.400 in Germania e oltre 18.700 in Francia. Ciò significa che in media i governi "salveranno" più di 4.500 PMI. Tuttavia, poiché le misure compensano solo aumenti molto più forti dei costi, non forniranno alcun ulteriore impulso alla redditività aziendale.

- **La risposta politica ottimale alla crisi energetica sarebbe stata una rapida revisione strutturale del mercato europeo dell'energia.** Poiché si è perso tempo prezioso, l'UE e i governi nazionali devono ora ricorrere a opzioni di seconda scelta basate su un menu di scelte politiche della Commissione europea. Alcune considerazioni chiave sono: 1) Le misure di sostegno fiscale a livello nazionale non dovrebbero alimentare le divergenze dell'UE, anche distorcendo la concorrenza intraeuropea. 2) Nei casi in cui lo spazio fiscale è limitato, l'assunzione congiunta di prestiti potrebbe e dovrebbe consentire a tutti gli Stati membri dell'UE di formulare una risposta fiscale adeguata senza mettere a dura prova i bilanci nazionali. Il sostegno fiscale deve comunque essere temporaneo e mirato. 3) Una riduzione sostenuta della domanda di energia sarà inevitabile in quella che si configura come una crisi di approvvigionamento energetico più persistente. I paesi devono trovare un modo per ridurre il consumo di gas oltre i risparmi a breve termine (che attualmente si attestano solo al 10%). Mantenere la funzione di segnalazione dei prezzi basati sul mercato svolge un ruolo cruciale nell'auto-razionamento sostenibile, facilitando al contempo una riallocazione efficiente della domanda di energia.

#### **Misure attuali - fin qui tutto bene?**

**Negli ultimi mesi i governi hanno notevolmente aumentato la loro risposta alla crisi energetica per mitigare l'impatto sulle famiglie e sulle imprese vulnerabili.** Inizialmente, le misure di sostegno si sono concretizzate in trasferimenti statali limitati e basati sul fabbisogno (ad esempio, buoni energetici) e in una riduzione delle imposte (sull'energia) nella maggior parte dei Paesi, con l'eccezione della Francia e, successivamente, della Spagna, che hanno imposto tetti di prezzo generali rispettivamente per l'elettricità e il gas (Figura 1). La maggior parte dei governi ha raddoppiato il proprio sostegno dall'estate, mentre i prezzi dell'energia continuavano ad aumentare a causa dell'inasprimento delle sanzioni sulle esportazioni energetiche russe e della diminuzione delle forniture di gas attraverso il gasdotto North Stream 1 della Germania (Figura 2). Stimiamo che lo scudo fiscale medio sia pari a circa il 3% del PIL dell'Europa occidentale (più di 475 miliardi di euro rispetto ai 170 miliardi di euro precedenti al conflitto), che comprende sia le entrate che le misure sotto la linea, tra cui le garanzie sul debito pubblico e le linee di credito alle aziende energetiche. Poiché la crisi energetica - e di conseguenza l'inflazione che ha colpito il settore privato - non ha ancora superato il picco, ci aspettiamo che i governi dell'UE aumentino ulteriormente la spesa. Tuttavia, i grandi balzi fiscali sono ormai alle spalle, poiché il margine di manovra è molto più limitato a causa dell'aumento dei tassi di interesse.

**La misura nazionale più significativa finora è stato il massiccio "scudo" economico tedesco da 200 miliardi di euro per sostenere l'industria e le famiglie nel mezzo della crisi energetica.** Il 29 settembre il governo tedesco ha svelato i piani per uno "scudo protettivo" per il quale sono stati stanziati fino a 200 miliardi di euro (5,6% del PIL) per sovvenzionare soprattutto un

"importo di base" di elettricità e gas<sup>1</sup> e per ridurre l'IVA sul gas e sul teleriscaldamento al 7% fino alla primavera del 2024. Mentre il costo esatto dipenderà dalle specifiche che devono ancora essere decise nelle prossime settimane, il costo totale del sussidio al prezzo del gas ammonta a 96 miliardi di euro (2,7% del PIL). Inoltre, il governo ha deciso di abbandonare i controversi piani per una tassa sulle bollette del gas delle famiglie, che avrebbe dovuto iniziare a ottobre per finanziare in parte il salvataggio di alcune società di servizi pubblici poiché il governo è in procinto di nazionalizzare alcune delle utility più colpite. Questi costi dovranno ora essere interamente sostenuti dal governo.

**Il giorno dopo, i ministri dell'energia dell'UE hanno raggiunto un accordo politico sulle seguenti misure per attenuare i prezzi elevati dell'energia elettrica:**

- *Riduzione della domanda di elettricità.* Un obiettivo volontario del 10% del consumo lordo di elettricità e un obiettivo obbligatorio di riduzione del 5% del consumo di elettricità nelle ore di punta.
- *Massimale dei ricavi per le tecnologie inframarginali.* Un tetto massimo dei ricavi di mercato fissato a 180 euro/MWh per i produttori di energia elettrica da fonti rinnovabili, nucleare e lignite. La scelta delle misure è a discrezione degli Stati membri, così come la decisione di fissare un limite inferiore per alcune tecnologie. I ricavi raccolti saranno reindirizzati verso i clienti finali.
- *Contributo di solidarietà per il settore dei combustibili fossili.* Un prelievo temporaneo obbligatorio per le imprese attive nei settori del petrolio greggio, del gas naturale, del carbone e delle raffinerie fissato al 33% sugli utili imponibili nell'anno fiscale 2022 e / o 2023.
- *Misure di sostegno alle piccole e medie imprese (PMI).* Gli Stati membri possono fissare temporaneamente un prezzo per la fornitura di energia elettrica alle PMI al fine di alleviare la pressione esercitata dagli elevati costi dell'energia.

**Come previsto, non è stato raggiunto alcun accordo sulla questione di un massimale tariffario per le importazioni di gas, sebbene i ministri abbiano discusso ampiamente la questione.** Mentre almeno 15 Stati membri sono a favore della misura, ci sono ancora molte differenze tecniche negli approcci proposti. In particolare, se il limite coprirà tutte le importazioni di gas da gasdotto o solo quelle dalla Russia, e se dovrebbe essere imposto un limite fisso o flessibile. La preoccupazione principale è che un tetto ai prezzi possa tradursi in una minore fornitura di gas per l'Europa, aggravando la crisi energetica.

---

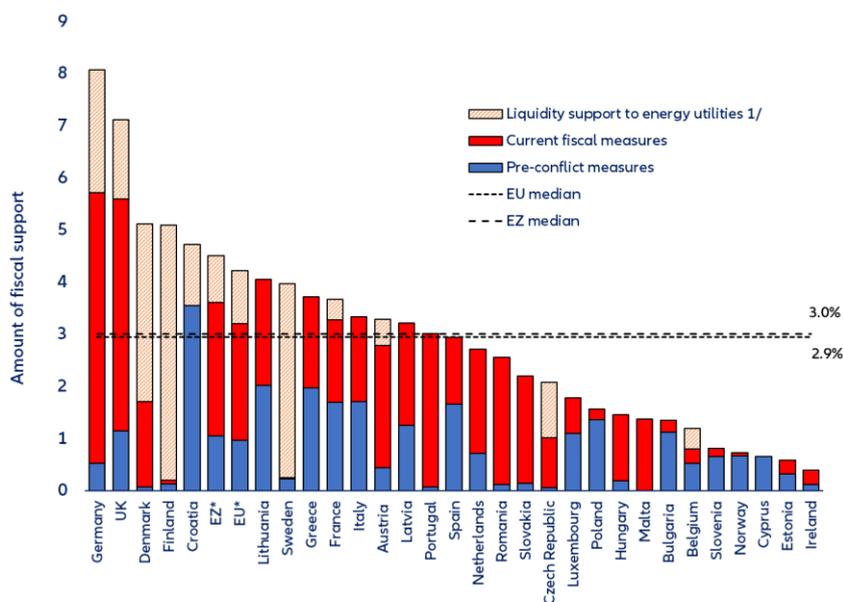
<sup>1</sup> Il rimborso totale una tantum a dicembre sarà seguito in primavera da uno schema di sovvenzioni più differenziato che riduce il prezzo del gas a 12 centesimi da marzo a fine aprile 2024 sull'80% dell'utilizzo. Per i grandi clienti industriali, un freno al prezzo di acquisto di 7 centesimi si applicherà a partire da gennaio 2023..

Figura 1 – Europa: matrice riassuntiva delle misure fiscali

Impact	What	How	Corporates							Households					
			EU	DE	FR	ES	IT	UK	EU	DE	FR	ES	IT	UK	
Revenue measures	Energy price cap/subsidy	Electricity price cap/subsidy	✓	✓	✓	o	o	✓	✓	✓	✓	o	o	✓	
	cap/subsidy	Gas price cap/subsidy	o	✓	✓	✓	o	✓	o	✓	✓	✓	o	✓	
	Windfall profits	Levy on windfall profits	✓	✓	✓	o	✓	✓	-	-	-	-	-	-	
	Transfers	Grants		-	✓	o	o	o	o	-	✓	✓	✓	✓	✓
		Fuel subsidy		-	✓	✓	✓	o	o	-	✓	✓	✓	o	o
	Taxes	(Energy) tax cuts		-	✓	✓	✓	✓	✓	-	✓	✓	✓	✓	✓
		Tax deferrals		-	o	o	o	o	o	-	o	o	o	o	o
Furlough	Easier access conditions		-	✓	o	o	o	o	-	✓	o	o	o	o	
Below-the-line measures	Loans	Debt guarantees and loans	o	✓	o	✓	✓	o	-	-	-	-	-	-	
	Equity injections	for energy utilities	-	✓	✓	o	o	o	-	-	-	-	-	-	
	Nationalization	of energy utilities	-	✓	✓	o	o	o	-	-	-	-	-	-	
Structural measures	Insolvencies	Temporary suspension of insolvency law	-	o	o	o	o	o	-	o	o	o	o	o	
	Debt moratoria		-	o	o	o	o	o	-	o	o	o	o	o	

Nota: ✓= annunciato/in atto, o=probabile annuncio x = improbabile che venga annunciato, - = non si applica. Fonti: Allianz Research.

Figura 2 – Europa: Entità delle misure fiscali per affrontare l'impatto della crisi energetica e del costo della vita (% del PIL)



Fonti: Autorità nazionali, Bruegel, Allianz Research. Nota: pre-conflitto = misure adottate prima della guerra in Ucraina; Le misure fiscali riguardano la spesa di bilancio, le misure al di sotto della linea e le passività potenziali (ad esempio, garanzie del debito pubblico) e comprendono sia i pagamenti di trasferimento relativi all'energia, i massimali tariffari e le riduzioni dei supplementi energetici, sia altre misure di sostegno destinate alle famiglie e alle imprese vulnerabili. Le misure sono adottate al valore lordo, assumendo la contabilità maturata (date le differenze tra paesi nei tempi e nell'attuazione delle misure). 1/ include garanzie sul debito del settore pubblico, linee di credito e acquisti/nazionalizzazioni di attività; \*/ Media ponderata per il PIL dei paesi membri; Le spese fiscali della Spagna assumono un sussidio energetico di 150 euro per 11,5 milioni di famiglie (a basso reddito).

**Sebbene il sostegno fiscale sia fondamentale per mitigare l'impatto dell'aumento dei prezzi dell'energia sul reddito disponibile reale, può anche ritardare il calo dell'inflazione di fondo, il che andrebbe contro l'orientamento monetario restrittivo.** Considerando l'impatto frenante dell'inflazione delle misure governative e la quota di prezzi regolamentati/non regolamentati, calcoliamo l'effettivo aumento dei prezzi dell'elettricità e del gas che i consumatori dovranno affrontare nelle principali economie europee. Troviamo aumenti dei prezzi del +45% in Francia, +42% in Germania, +39% in Spagna, +30% in Italia e +27% nel Regno Unito, contro aumenti di oltre +80% – o addirittura +100% nel caso del Regno Unito – senza aiuti statali. Pertanto, la riduzione dei tassi di inflazione è più elevata nel Regno Unito (-3,7 punti percentuali nel 2023), seguita da Germania, Francia, Italia e Spagna con oltre -2 punti percentuali, cfr. figura 3. Allo stesso tempo, queste misure ridurranno la perdita media da -4 punti percentuali del potere d'acquisto delle famiglie nel 2023 (l'equivalente di oltre 1300 EUR per famiglia) a -1,7 punti percentuali in media (cfr. grafico 4).

Figura 3 – Impatto delle misure di sostegno fiscale sull'inflazione

	Avg. expected increase in electricity/gas prices (2023)		Electricity & gas share in CPI inflation	Impact on CPI inflation		Estimated inflation reduction (pp)
	without public sector support	with public sector support*		without public sector support (pp)	with public sector support (pp)	
	(1)	(2)		(1) x (3)	(2) x (3)	
Germany	88%	42%	5.10%	4.5	2.1	2.3
France	90%	45%	5.10%	4.6	2.3	2.3
Italy	80%	30%	4.70%	3.8	1.4	2.4
Spain	80%	39%	5.60%	4.5	2.2	2.3
UK	100%	27%	5.00%	5	1.4	3.7

Fonti: fonti nazionali, Allianz Research. Nota: il previsto aumento dei prezzi dell'energia in Germania senza sostegno pubblico è stato calibrato su quelli in Francia in assenza di qualsiasi dichiarazione del governo; \*Esaminiamo i prezzi regolamentati e non regolamentati quando pertinente.

Figura 4 – Impatto delle misure di sostegno statale sul reddito disponibile delle famiglie

Loss in HH disposable income (pp)	2022	2023 pre-measures	2023 post-measures	Purchasing power saved by the government (pp)	EUR bn	% of GDP	EUR/household
Germany	-1.4	-3.7	-1.7	1.9	42.8	1.2%	1056
Spain	-1.7	-4.0	-2.0	2.1	16.3	1.3%	866
France	-0.5	-3.1	-1.6	1.6	25.2	1.0%	832
Italy	-1.9	-4.5	-1.7	2.8	34.0	1.9%	1304
UK	-2.1	-6.2	-1.7	4.5	78.8	3.0%	2676

Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

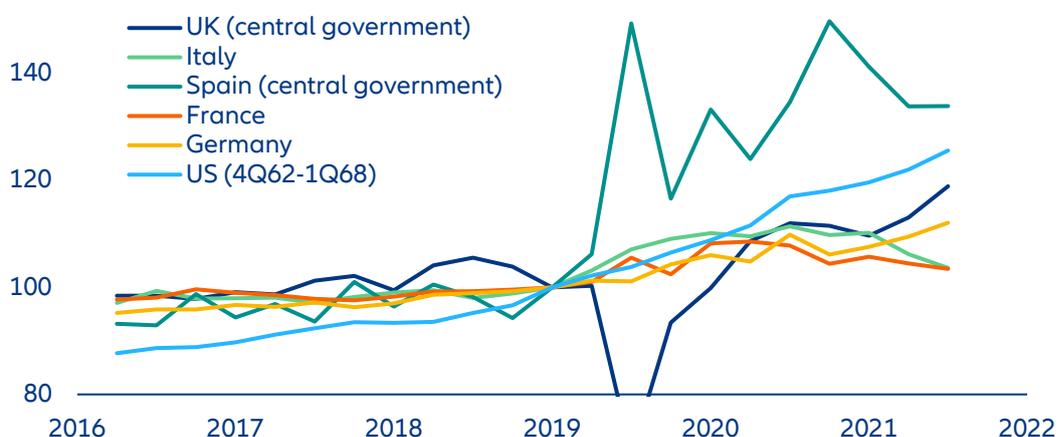
**Ma queste misure possono rendere i tassi di inflazione più vischiosi? Il Regno Unito e la Germania sono i più a rischio dati gli attuali piani di spesa fiscale.** L'effetto indotto dalla politica fiscale sull'inflazione sulla scia della pandemia è stato ampio nel 2021. Secondo un documento della Fed<sup>2</sup>, la politica espansiva dei governi dell'Eurozona ha fatto salire l'inflazione di quasi +2pp. Anche gli episodi storici evidenziano il ruolo chiave della politica fiscale espansiva nell'alimentare l'inflazione. Ad esempio, l'impennata della spesa pubblica reale degli Stati Uniti alla fine degli anni Sessanta (cfr. grafico 5) - per finanziare la guerra del Vietnam e

<sup>2</sup> La Fed - Politica fiscale e inflazione in eccesso durante la Covid-19: una visione trasversale dei paesi (federalreserve.gov)

le iniziative della "Grande Società" del governo Johnson - contribuì notevolmente alla successiva ripresa dell'inflazione negli anni '70. Una lezione importante di questo periodo è che se i grandi aumenti della spesa pubblica non vengono invertiti a tempo debito, è probabile che l'inflazione si consolidi e vada fuori controllo.

Nell'attuale contesto di inflazione già elevata, la grande quantità di spesa (e, in misura minore, i tagli fiscali) implementati da diversi governi europei ha alimentato le legittime preoccupazioni che la politica fiscale alimenterà ulteriormente le pressioni inflazionistiche. Ad esempio, mentre i limiti di prezzo riducono direttamente l'inflazione energetica (in media di -2,6 punti percentuali per i maggiori paesi europei, cfr. figura 3), limitano anche la quantità di distruzione della domanda aggregata (in media l'1,7% del PIL, cfr. figura 2), alimentando potenzialmente prezzi più elevati sui prodotti non energetici. In definitiva, l'inflazione complessiva sarà superiore a quella in assenza di misure fiscali.

Figura 5 - Spesa pubblica reale (base di cassa) (Europa: Q4 19 = 100, USA: Q3 65 = 100)



Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

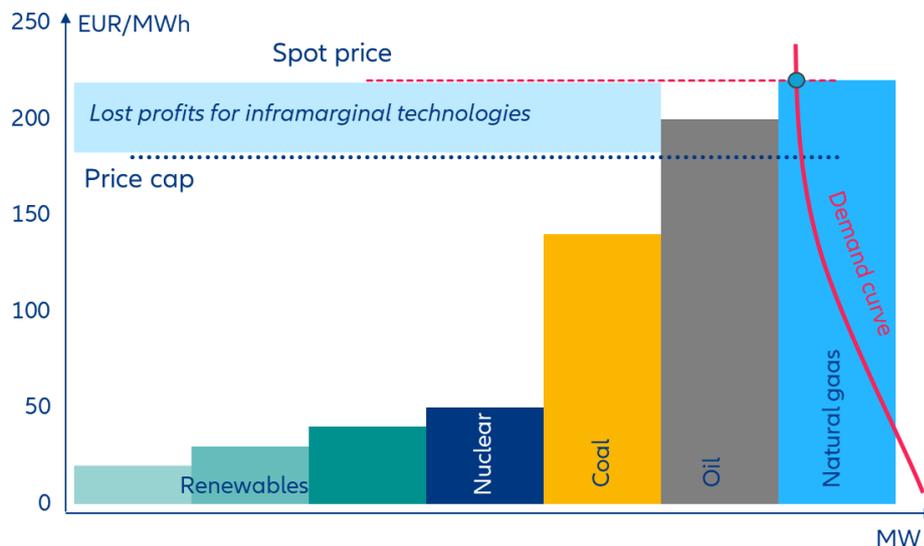
Gli ultimi dati sulla spesa pubblica reale mostrano che in alcuni paesi la politica fiscale è ancora molto accomodante. Fino al secondo trimestre 2022, la spesa pubblica reale (base di cassa) è infatti ben al di sopra della tendenza pre-pandemia in Spagna e, in misura minore, nel Regno Unito (cfr. nuovamente figura 5). Al contrario, in Francia e in Italia, la spesa reale è tornata alla sua tendenza pre-pandemia poiché i governi francese e italiano hanno annullato la maggior parte delle misure di sostegno alla pandemia. La Germania è un po' nel mezzo del gruppo.

Più preoccupanti, tuttavia, sono i piani fiscali per i prossimi mesi e anni. Gli annunci di bilancio molto consistenti della Germania rappresentano un rischio sostanziale di rialzo per le prospettive di inflazione, dato il suo peso economico eccessivo nell'Eurozona. Anche nel Regno Unito il governo intende allentare ulteriormente la politica fiscale su scala sostanziale. In Italia, la coalizione appena eletta ha presentato piani per allentare i cordoni della borsa durante il percorso elettorale. Tuttavia, in questo contesto, le reazioni negative dei mercati finanziari agli annunci di bilancio finanziati con un ampio debito - come è stato recentemente evidenziato nel Regno Unito - limitano la capacità dei governi di dare seguito alle loro ambiziose promesse. Inoltre, le famiglie potrebbero risparmiare parte dei trasferimenti fiscali che ricevono, attenuando così gli effetti inflazionistici della politica fiscale. In definitiva, la velocità con cui i governi europei scioglieranno questi ampi pacchetti di sostegno fiscale sarà cruciale da tenere d'occhio per le prospettive dell'inflazione e della stabilità finanziaria..

## Il tetto al prezzo del gas è ancora una misura dibattuta, improbabile una riforma del mercato energetico

Per proteggere i consumatori e redistribuire i ricavi in eccesso del settore energetico, l'UE ha recentemente concordato un tetto massimo di 180 euro/MWh per l'elettricità generata da fonti rinnovabili e nucleare (ossia la produzione di energia inframarginale). Questo tetto sarà introdotto il 1° dicembre 2022 e si applicherà almeno fino al 30 giugno 2023. Gli Stati membri dell'UE hanno concordato di utilizzare misure su misura per raccogliere e reindirizzare queste entrate verso i clienti finali dell'elettricità. In base alle circostanze nazionali si possono applicare alcune flessibilità, tra cui la possibilità di stabilire un tetto massimo di entrate più alto o più basso, di differenziare tra le tecnologie, ecc. Questa iniziativa è stata criticata da alcuni attori del mercato perché non incentiva la transizione energetica, ostacolando i rendimenti delle energie rinnovabili. Tuttavia, molti progetti di energia rinnovabile avviati prima del 2021 sono stati realizzati in base a piani aziendali che ipotizzavano prezzi dell'energia elettrica quattro o cinque volte inferiori al tetto dell'UE.

Figura 6 - Meccanismo di price cap dell'UE



Fonte: Allianz Research

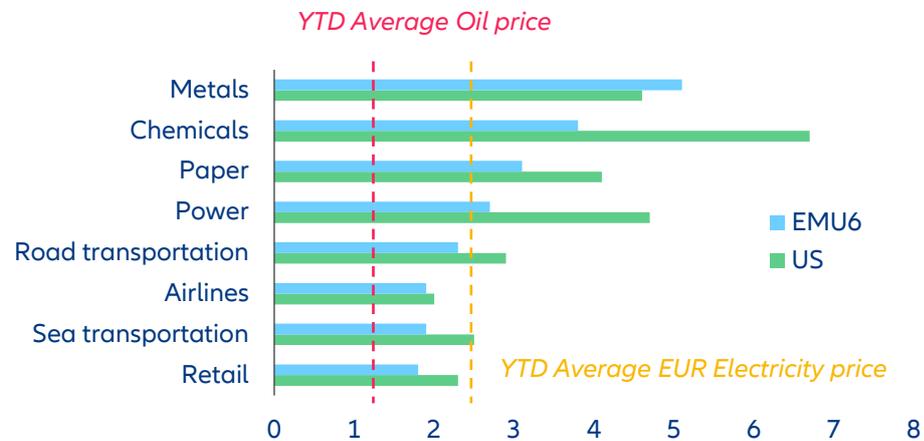
Tuttavia, un tetto al prezzo del gas rimane una questione controversa tra gli Stati membri dell'UE. L'Italia, la Grecia, la Polonia e il Belgio hanno recentemente proposto di stabilire una fascia di negoziazione di circa il 5% o il 10% intorno a un prezzo massimo concordato per il gas. In questa fase, tali proposte sembrano improbabili. In effetti, la maggior parte dei Paesi non concorda sul fatto che le imprese che generano energia con il gas debbano essere compensate, o se l'onere debba ricadere esclusivamente sui fornitori. Ad esempio, la Norvegia, che attualmente fornisce un quarto del gas europeo, ha già espresso la sua opposizione a un tetto che si applicherebbe ai fornitori. Nel frattempo, i produttori di energia hanno lasciato intendere che potrebbero bloccare o ridurre la produzione se dovessero pagare un prezzo superiore al tetto massimo per approvvigionarsi di gas naturale sul mercato senza essere compensati. Nel complesso, i timori di un peggioramento dell'approvvigionamento energetico o del deficit fiscale stanno portando all'attuale situazione di stallo. Per quanto riguarda il più ampio mercato dell'elettricità, sono state avanzate richieste di ampie riforme, soprattutto da parte dei Paesi dell'Europa meridionale (ad esempio, il passaggio a prezzi regionalizzati), ma altri Paesi, come la Germania o i Paesi Bassi, continuano a sostenere le attuali strutture di mercato e sono

disposti a prendere in considerazione solo lievi aggiustamenti, come interruttori o interventi di emergenza. Ciò significa anche che episodi di alta volatilità e di prezzi elevati potrebbero ripetersi in futuro per le imprese, il che fa sorgere domande sull'accessibilità e la disponibilità di energia in Europa, soprattutto per i settori ad alta intensità energetica (metalli, prodotti chimici e carta).

### Misure di sostegno per proteggere le imprese, ma non forniranno alcun impulso

Ai livelli attuali, le società non finanziarie non sarebbero state in grado di evitare le perdite, poiché l'aumento dei prezzi dell'energia avrebbe fatto salire i loro consumi intermedi di oltre il +70%, soprattutto perché il loro potere di determinazione dei prezzi sta diminuendo con il rapido rallentamento della domanda. Abbiamo calcolato che l'aumento massimo che le imprese in Germania e Francia potrebbero sostenere senza subire perdite a livello di EBITDA, se riuscissero a trasferire circa un quarto dell'aumento dei prezzi dell'energia al cliente finale, è rispettivamente del +50% e del +40%. Di conseguenza, per evitare una forte ondata di fallimenti era necessario un tetto ai prezzi. Si noti che esiste un'eterogeneità tra i settori, e che le imprese europee erano già più vulnerabili rispetto alla concorrenza statunitense. Ad esempio, un raddoppio della bolletta energetica per le compagnie aeree o le imprese di vendita al dettaglio dell'Eurozona rispetto ai livelli del 2021 azzererebbe tutti i profitti, se non compensato da un aumento dei ricavi (cfr. Figura 7). Una situazione del genere potrebbe essere particolarmente preoccupante in assenza di sostegno politico, dato che i prezzi spot dell'elettricità in Europa sono stati moltiplicati per 2,5 rispetto alla media del 2021 (cfr. Figura 8).

Figura 7 - Aumento della bolletta energetica che potrebbe azzerare tutti i profitti per settore (multiplo dei prezzi del 2021)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: consideriamo solo i settori in cui il costo dell'energia è >5% dell'opex / UEM6 = Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi, Belgio

Figura 8 – Evoluzione dei prezzi delle materie prime legate all'energia

	Unit	Latest 07.10.2022	Average 2021	Average 2022 YTD	Multiple 2022/2021
Brent	(USD/bbl)	97.9	70.9	102.3	x1.4
WTI	(USD/bbl)	93.1	68.1	98.8	x1.5
TTF Gas	(EUR/MWh)	155.0	47.3	136.1	x2.9
Henry Hub Gas	(USD/MBTU)	6.8	3.7	6.7	x1.8
Electricity JPM	(USD/MWh)	56.3	47.8	76.6	x1.6
Electricity APX	(EUR/MWh)	147.5	108.9	273.4	x2.5

Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Inoltre, negli ultimi mesi i governi europei hanno sostenuto il settore energetico. Ad esempio, Germania e Francia hanno annunciato la completa nazionalizzazione dei principali operatori del settore. Anche molti altri Paesi hanno creato strutture di liquidità, dato che le imprese stanno affrontando enormi richieste di margini sui mercati dell'elettricità. Oltre al settore elettrico, la maggior parte dei Paesi sosterrà anche le imprese di altri settori. Per comprendere l'impatto di tale sostegno, simuliamo le performance finanziarie delle PMI utilizzando il nostro database proprietario di oltre 5 milioni di aziende. Sulla base dei dati di crescita del PIL di Francia, Germania e Regno Unito e delle variazioni dei prezzi dell'energia, comprese le misure di sostegno, calcoliamo gli indici di redditività, liquidità e capitalizzazione per ogni PMI della nostra base. Per avere un impatto adeguato sulle finanze di ciascuna impresa, consideriamo la quota delle spese energetiche sul totale delle spese per settore. La bolletta energetica viene gonfiata dal 20% al 50% a seconda del mix energetico (combustibili, elettricità, gas) e della dinamica dei prezzi. Le nostre stime mostrano che le misure fiscali non portano a un aumento della redditività delle PMI, il che è coerente con la natura delle misure. Tuttavia, notiamo che esse portano a una stabilizzazione del numero di PMI fragili a partire dal 2021, pari al 17% del totale in Germania, al 13% nel Regno Unito e al 6% in Francia, ovvero a circa 42.000, 28.400 e più di 18.700, rispettivamente. Ciò significa che in media il sostegno fiscale - che oltre ai sussidi energetici include generosi schemi di licenziamento, prestiti garantiti dallo Stato e in alcuni Paesi sovvenzioni dirette - "salverà" più di 4.500 PMI.

Figura 9 - Quota di PMI fragili in paesi selezionati (% del totale)

	Share of fragile SME ...in %		...in number		Number of SMEs "saved" by the government
	<u>without</u> support	<u>with</u> support	<u>without</u> support	<u>with</u> support	
UK	20	17	49,240	41,854	7,386
France	14	13	20,105	18,669	1,436
Germany	7	6	33,072	28,348	4,725

Fonte: Allianz Research

### Considerazioni politiche

**La risposta politica ottimale alla crisi energetica sarebbe stata una rapida revisione strutturale del mercato europeo dell'energia in un momento in cui le interruzioni dell'approvvigionamento di gas dalla Russia diventavano estremamente probabili.** Le sfide principali riguardano la progettazione dei meccanismi di mercato (come il modello dell'ordine di merito in presenza di pressioni quasi permanenti sui prezzi delle centrali a gas, in quanto determinanti del prezzo marginale dell'elettricità in generale) e la compatibilità delle diverse infrastrutture (ad esempio, la fornitura di gas dalla Spagna, dove le importazioni superano i consumi) ad altre parti d'Europa. Anche l'aumento degli investimenti nelle infrastrutture per le energie rinnovabili e nelle alternative valide ai gasdotti, come i terminali GNL nei porti, è essenziale, ma necessita di un impegno strategico tempestivo e di un ulteriore sostegno fiscale per creare prevedibilità per le imprese. L'attuale crisi sottolinea l'urgenza di una vera e propria Unione dell'energia che garantisca la sicurezza energetica e al tempo stesso preservi la transizione verde dell'economia europea verso emissioni nette zero.

**Poiché una riforma significativa richiederà probabilmente del tempo, l'UE e i governi nazionali devono ricorrere alle opzioni di ripiego.** Per mitigare efficacemente l'impatto della crisi energetica sarà necessaria nel frattempo una risposta coordinata di politica fiscale, basata sulle raccomandazioni che saranno fornite dalla Commissione europea. In questo contesto, le considerazioni chiave sono:

- 1) **L'attuale sostegno fiscale a livello nazionale non dovrebbe aumentare le divergenze in Europa.** Il sostegno fiscale nei paesi con industrie ad alta intensità energetica e/o un'elevata quota di gas nel consumo di energia (Germania, Italia e molti paesi dell'Europa orientale), che risentono in modo sproporzionato dell'attuale crisi, dovrà essere più elevato. Tuttavia, vi è il rischio che il quadro dell'UE in materia di aiuti di Stato temporanei consenta ai paesi con maggiore spazio fiscale di fornire un sostegno sproporzionatamente maggiore alle proprie imprese, il che potrebbe falsare la concorrenza intraeuropea. Inoltre, le misure di sostegno, se più durature, dovrebbero essere più mirate per evitare di creare pressioni inflazionistiche e di aumentare l'azzardo morale, in particolare se la maggior parte delle misure riguarda un sostegno diretto in contanti per compensare le perdite derivanti dai prezzi elevati dell'energia.
- 2) **Per sottolineare la solidarietà europea, l'indebitamento congiunto consentirebbe a tutti gli Stati membri dell'UE di formulare una risposta fiscale adeguata e allineata alla crisi energetica senza mettere a rischio la sostenibilità del debito.** Sebbene una ripetizione del quadro Next Generation EU (NGEU) sembri improbabile, vediamo due opzioni principali: (1) riutilizzare gli oltre 200 miliardi di EUR di fondi ancora rimanenti nell'attuale NGEU e/o (2) istituire un nuovo fondo di crisi presso la Commissione europea, utilizzando SURE come modello (sostenuto da garanzie governative) In entrambi i casi, il sostegno arriverebbe sotto forma di prestiti piuttosto che di sovvenzioni, che rimangono un'opzione interessante per i paesi che devono affrontare costi di interesse più elevati. Mentre nel complesso una risposta di politica fiscale pan-UE dovrebbe attutire il colpo economico alla regione e rassicurare gli investitori, difficilmente aprirà la strada a una risposta fiscale illimitata. Dopo tutto, potrebbe incitare la BCE a optare per una stretta politica ancora più rapida, anche anticipando la stretta quantitativa.
- 3) **Sarà necessaria una riduzione sostenuta della domanda di energia in quella che si configura come una crisi di approvvigionamento energetico più persistente.** Mentre l'attuale sostegno fiscale può attenuare lo shock del reddito per le famiglie e le imprese, l'UE e le autorità nazionali devono trovare un modo per migliorare l'efficienza energetica e stabilizzare il consumo di gas oltre i risparmi a breve termine (che attualmente si attestano solo al 10%). Il mantenimento della funzione di segnalazione dei prezzi basati sul mercato svolge un ruolo cruciale nell'autorizzazione sostenibile, facilitando nel contempo un'efficiente riallocazione della domanda di energia. In caso contrario, è probabile che una domanda non mitigata di gas naturale nel lungo periodo spinga i prezzi del gas ancora più in alto, richiedendo sussidi su larga scala, il che potrebbe complicare il necessario consolidamento fiscale..

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non 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 su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

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

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