



ALLIANZ RESEARCH

# IMPRESSE DI COSTRUZIONE EUROPEE: LE DIMENSIONI CONTANO

**19 giugno 2020**

- 03 Covid-19 sta innescando uno shock di redditività per le PMI del settore delle Costruzioni
- 08 Come usciranno le Costruzioni dalla crisi?
- 10 Nel mondo post-Covid-19, le PMI potrebbero essere lasciate fuori dalle nuove opportunità

## EXECUTIVE



Catharina Hillenbrand-Saponar,

Sector Advisor for Energy, Metals, and Machinery and Equipment

+33 (0) 1 84 11 41 29

[Catharina.Hillenbrand-Saponar@eulerhermes.com](mailto:Catharina.Hillenbrand-Saponar@eulerhermes.com)

- Covid-19 sta innescando uno shock di redditività per le PMI del settore delle Costruzioni.** Le PMI rappresentano la parte del leone delle imprese del comparto, con circa l'80% del fatturato del settore in Europa. Ma a differenza delle grandi imprese diversificate, che sono resistenti e ben posizionate per superare la crisi della Covid-19, un gran numero di PMI potrebbe trovarsi in gravi difficoltà. Nel 2020, ci aspettiamo un calo del 25% del fatturato per le PMI, che potrebbe portare a un calo di 2 punti percentuali dei margini Ebitda al 2%, contro un calo di 1 punto percentuale al 12-13% per le grandi imprese. Calcoliamo inoltre che, ipotizzando un rapporto debito/Ebitda non infrequente di 6 volte il debito netto, questo potrebbe lasciare fondi insufficienti per il servizio del debito.
- Di conseguenza, ci aspettiamo che le insolvenze nel settore delle Costruzioni in tutta Europa aumentino del 15-24% nel 2020, con Spagna e Francia che rappresentano la fascia alta del range e il Regno Unito posizionato nella fascia bassa.** A causa delle sue problematiche strutturali, l'edilizia rappresenta già il 20% di tutte le insolvenze. Covid-19 sta esacerbando le vulnerabilità di fondo delle PMI, aumentano le loro fragilità, anche se le grandi imprese non appaiono immuni. Prevediamo un aumento delle insolvenze del +24% in Spagna, del +19% in Francia e nei Paesi Bassi e del +15% in Italia e nel Regno Unito.
- Come usciranno le Costruzioni dalla crisi?** Le strategie più comuni, come la tutela della liquidità attraverso la riduzione dei dividendi e l'emissione di debito su larga scala, se applicabili da alcune grandi aziende, non sono disponibili nella cassetta degli attrezzi delle PMI. Lo stesso vale per una riduzione aggressiva dei costi. Piuttosto, le PMI, che spesso sono subappaltatrici delle grandi imprese, potrebbero essere nella condizione di ricevere riduzioni dei compensi da parte delle grandi imprese e affrontare un'ulteriore pressione sui margini. Le misure alla portata delle PMI si riducono all'accesso ai programmi governativi, come la disponibilità di nuovi prestiti, che secondo le nostre stime è in gran parte sfruttato. Questo creerà un'ulteriore pressione sul flusso di cassa futuro a causa dell'aumento del costo del debito.
- Nel mondo post-Covid-19, le PMI potrebbero essere lasciate fuori dalle opportunità.** Esaminiamo le politiche di sostegno in Germania, Italia, Francia, Spagna e Regno Unito e scopriamo che, anche se possono dare un aiuto, non proteggono completamente le PMI nel settore dell'edilizia, anche quando comprendono il sostegno alla ristrutturazione in chiave ecologica degli alloggi. Stimoli politici come i lavori pubblici, le infrastrutture sanitarie e i progetti su larga scala per far fronte al cambiamento climatico e le opportunità di mercato favoriranno i grandi progetti e le infrastrutture, che sono di competenza delle grandi imprese. Ci aspettiamo che le parti del settore più esposte all'energia e alle infrastrutture superino la prova nel 2020 e nel 2021, il che dovrebbe compensare la domanda strutturalmente più bassa di costruzioni per uffici e per il commercio al dettaglio per quanto riguarda le grandi imprese. Al contrario, le aree tradizionali di attività delle PMI nel settore delle costruzioni possono richiedere stimoli sostanziali e diventare meno redditizie a causa dei costi legati ai vincoli sanitari, o essere rilevate da grandi operatori se

# COVID-19 STA INNESCANDO UNA GRAVE CRISI DI REDDITIVITÀ PER LE PMI NEL

Prima di Covid-19, l'edilizia stava uscendo da un picco ciclico, ma ancora in modalità espansiva, con le maggiori società che presentavano solide prospettive finanziarie. Ma in quanto settore dipendente dall'attività fisica, l'edilizia ha visto una significativa interruzione del business a causa della pandemia di Covid-19, nonostante sia stata classificata come attività essenziale in molti paesi. Ci aspettiamo che Covid-19 rafforzi le dinamiche già diversificate tra grandi e piccole imprese del settore.

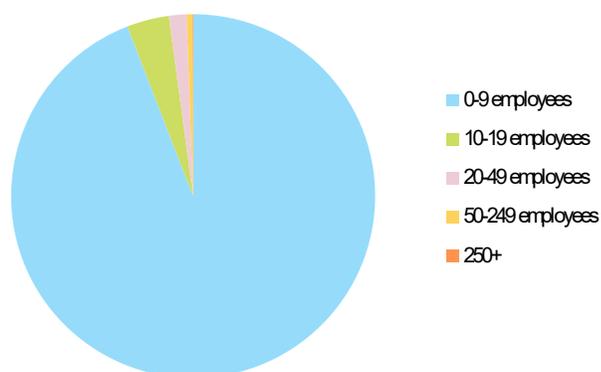
Le PMI rappresentano la parte del leone delle imprese edili, con circa

l'80% del fatturato in Europa. Le aziende con meno di 250 dipendenti rappresentano il 99% del totale, mentre le più piccole, quelle con meno di 49 dipendenti, rappresentano il 98% (vedi Figura 1 e 2).

Le PMI rappresentano la parte del leone delle imprese del settore delle Costruzioni, con circa l'80% del fatturato in Europa. Le aziende con meno di 250 dipendenti rappresentano il 99% del totale, mentre le più piccole, quelle con meno di 49 dipendenti, rappresentano il 98% (vedi Figura 1 e 2).

Questa struttura è particolarmente accentuata in Italia, dove il 99% del settore delle Costruzioni è costituito da imprese con meno di 20 dipendenti. Seguono i Paesi Bassi e la Polonia con il 98% ciascuno, mentre in Spagna e Germania le PMI rappresentano rispettivamente l'85% e il 75% del fatturato (vedi Figura 3). Le PMI europee tendono a concentrarsi nell'edilizia residenziale/commerciale e nello sviluppo di progetti, mentre nel settore dell'ingegneria civile, ovvero delle grandi infrastrutture, la quota delle grandi imprese è molto più alta, pari al 45%.

**Figura 1** - Quota di PMI nel settore delle costruzioni in

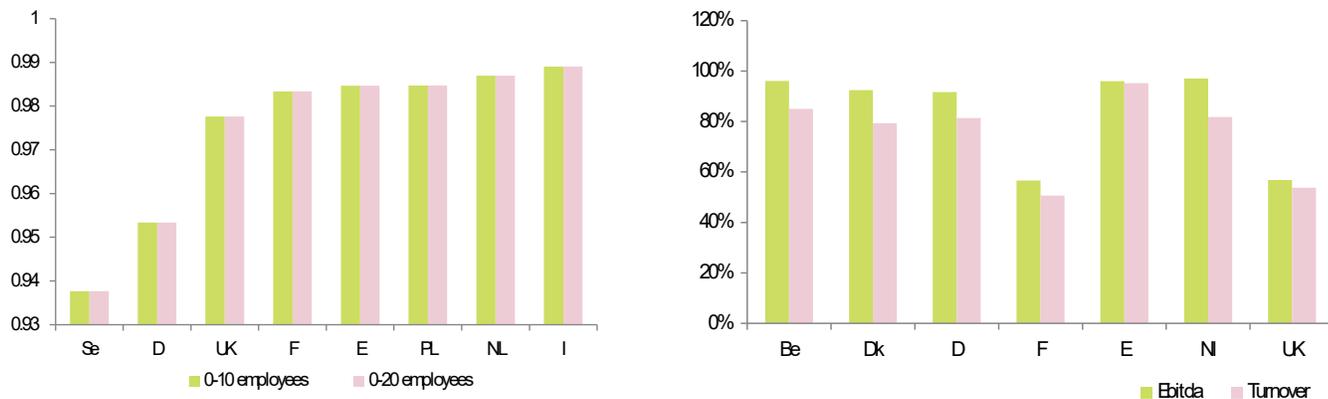


**Figura 2:** Importanza delle PMI nel settore edile europeo



Fonti: Eurostat, Euler Hermes, Allianz Research

Fonti: Eurostat, Euler Hermes, Allianz Research

**Figura 3** - Peso delle PMI per tipo di azienda e paese - costruzione di edifici

Fonti : Eurostat, Euler Hermes, Allianz Research

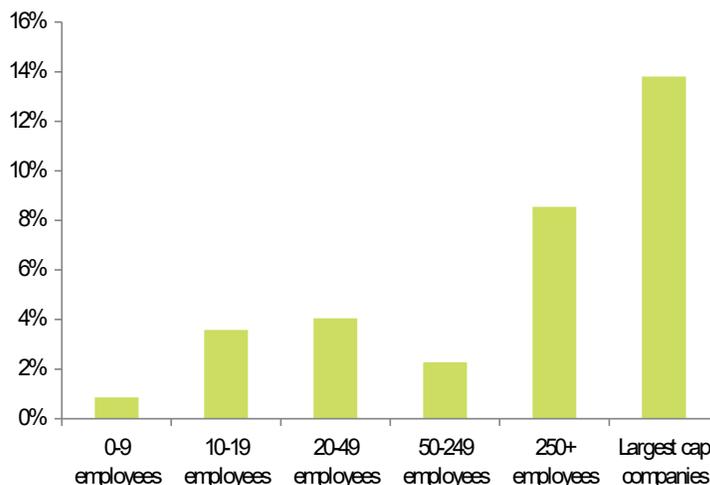
Le PMI sono strutturalmente meno redditizie delle loro controparti di grandi dimensioni, come dimostrano i margini di Ebitda che vanno da meno dell'1% al 4%, a seconda delle dimensioni dell'azienda, rispetto al 10-14% per le grandi imprese. Le ragioni del differenziale di redditività sono molteplici, ma soprattutto possiamo attribuirlo alla mancanza di potere negoziale, alle dimensioni e alla scala dei progetti. Le PMI spesso operano come subappaltatori di aziende più grandi, quindi la maggior parte dei profitti viene catturata da queste ultime. Notiamo che agli estremi, le PMI tedesche sono materialmente più redditizie di quelle francesi con un margine Ebitda medio superiore di 800 punti base. Attribuiamo questo fatto al minor costo del lavoro deri-

vante dall'accesso ad una manodopera nazionale ed estera più economica, dato che le PMI francesi sono molto meno redditizie nel settore dell'ingegneria civile (una conseguenza molto logica della prevalenza di imprese molto grandi che raccolgono la maggior parte dei benefici degli appalti pubblici), mentre i tedeschi sono più attivi nello sviluppo di progetti redditizi e, in misura minore, hanno prezzi delle materie prime più bassi.

Nel nostro scenario centrale, ci aspettiamo che ai due mesi di blocco segua un recupero a forma di U, con un ritorno all'85% dei livelli di attività normali. Di conseguenza, i ricavi delle Costruzioni dovrebbero diminuire del 25% in Europa nel 2020. Dato che le aziende più grandi vedranno proba-

bilmente diminuire i ricavi nell'ordine del 5-10% (fonti: dichiarazioni aziendali, consensus), dobbiamo concludere che l'impatto per le PMI sarà materialmente peggiore.

Le PMI vedranno probabilmente una maggiore compressione dei margini rispetto alle grandi aziende. Confrontiamo i margini di un campione di grandi aziende con quelli dell'universo Eurostat delle PMI. Nel 2020, i margini Ebitda delle grandi imprese dovrebbero diminuire di 40-100 punti base rispetto alle aspettative di fatturato di cui sopra (fonte: guidance aziendali, consensus). Sulla base della compressione storica dei margini in tempi di calo dei ricavi, come riferimento prendiamo il 2009, ci aspettiamo che le PMI possano vedere una compressione dei margini di 200

**Figura 4:** Peso delle PMI per tipo di azienda e paese - costruzione di

Fonti Eurostat, Bloomberg, Euler Hermes, Allianz Research

**Figura 5:** Impatto della compressione del margine di 200 punti base sulla capacità del servizio del debito per un clus-

	Pre-crisis	Crisisimpad low	Crisisimpad high
Revenues	100	80	75
Ebitda margin	4%	3%	2%
Ebitda	4	24	15
Depreciation	1.6	1.6	1.6
Ebit	24	0.8	-0.1
Interest expenses	0.6	0.6	0.6
Net debt/Ebitda	6	6	6
Debt/total assets	75%	75%	75%
Interest cost	25%	25%	25%
Debt service	1.6	1.6	1.6
Working capital requirement	1.5	1.44	1.35
Operating cash flow	2.5	0.96	0.15
Cash interest cover	4.2	1.6	0.25
Cash available for debt service	1.9	0.36	-0.45

Fonti: Eurostat, Bloomberg, Euler Hermes, Allianz Research

### Le insolvenze in tutta Europa aumenteranno del 15-24% nel 2020

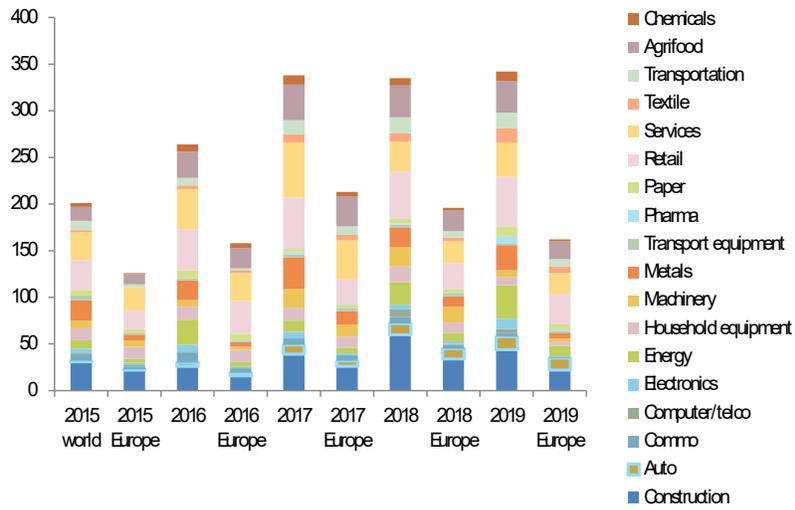
L'Edilizia è uno dei settori più esposti quando si tratta di insolvenze. Rappresenta in media il 20% delle insolvenze nei principali paesi europei, la quota più alta in diversi paesi, seguita dal commercio al dettaglio, dall'hospitality e dai servizi, che sono settori altrettanto frammentati.

Nel nostro quadro di valutazione del rischio, le Costruzioni hanno la quota più alta di *rating* ad alto rischio (cfr. figura 9), il che riflette gli alti livelli di

difficoltà per quanto riguarda il comportamento di pagamento e le insolvenze. In Spagna l'edilizia è classificata ad alto rischio, con le sub-componenti della domanda e della liquidità classificate rispettivamente debole e in difficoltà. L'Italia è classificata sensibile, con tutti i sub-componenti classificati come a rischio. I Paesi Bassi hanno un *rating* sensibile, con la liquidità valutata debole e rischiosa, mentre nel Regno Unito la redditività e la liquidità sono valutate deboli. Tutti questi sub-componenti evidenziano la sensibilità agli ordini e all'attività economica.

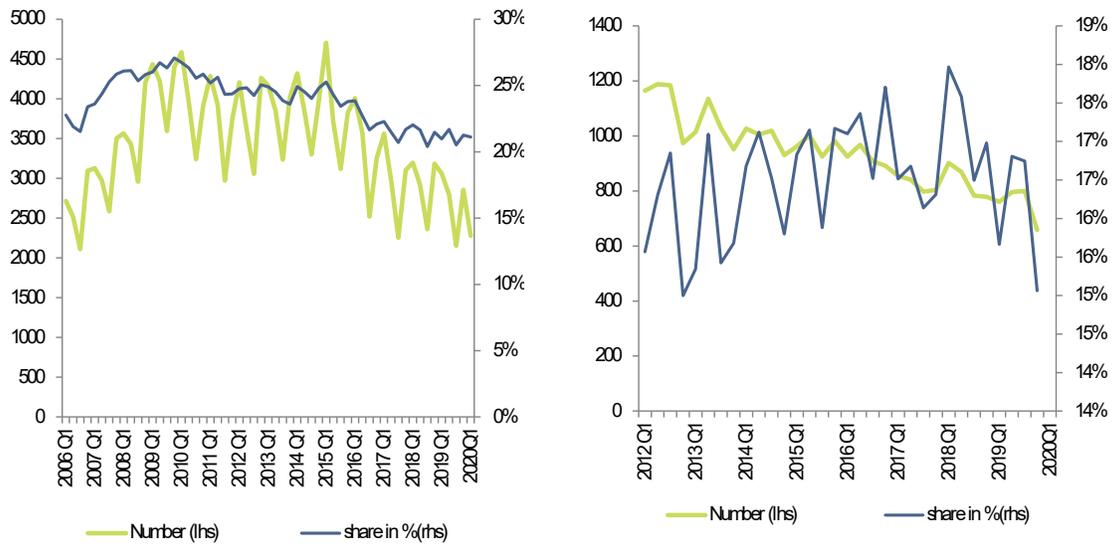
Considerando l'impatto della crisi Covid-19, stimiamo le insolvenze nel 2020 per paese sulla base del nostro giudizio sulla capacità di sopravvivenza delle aziende in funzione delle dimensioni. A causa delle dinamiche di minore redditività, subappalto e resilienza, ipotizziamo che la quota più alta di vittime sarà tra le aziende più piccole. Con questo approccio, stimiamo che le insolvenze potrebbero aumentare nel 2020 di +24% in Spagna, di +19% in Francia e nei Paesi Bassi e di +15% in Italia e nel Regno Unito. Stimiamo questo sulla base del nostro

**Figura 6: Principali insolvenze per settori**



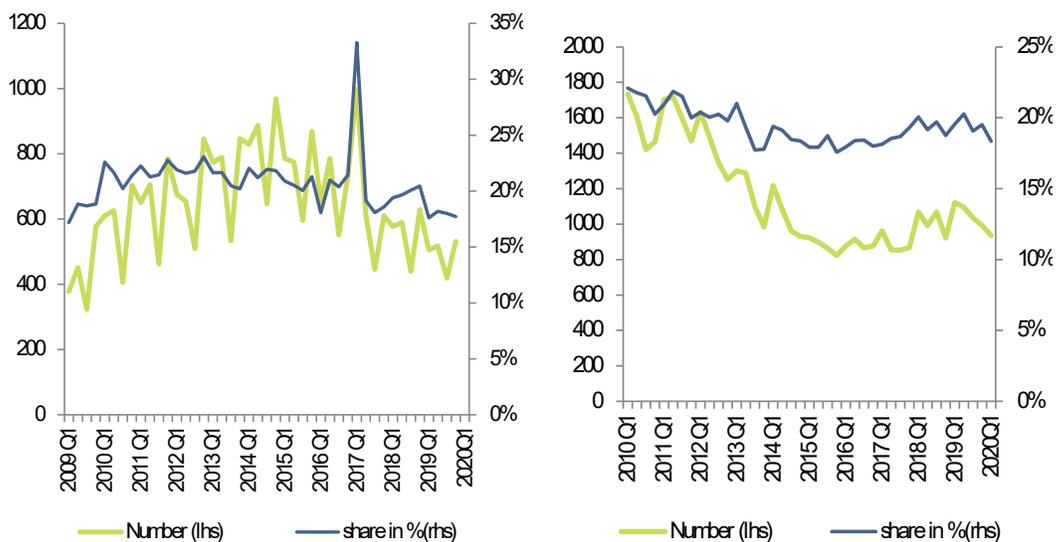
Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

**Figura 7: Numero di imprese di costruzioni (lhs) e quota di insolvenze dei principali paesi europei:**



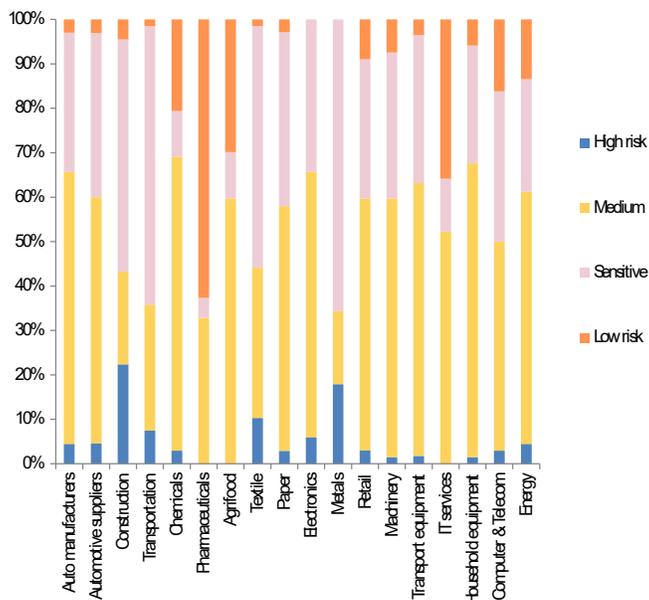
Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

**Figura 8:** Numero di imprese di costruzioni (lhs) e quota di insolvenze dei principali paesi europei:



Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

**Figura 9 – Le costruzioni nel contesto della classificazione**



Fonti: Euler Hermes, Allianz Research

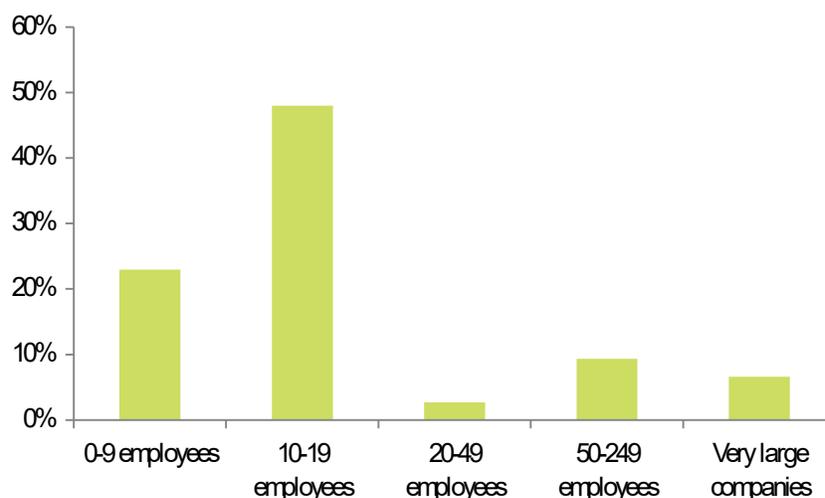
# COME USCIRANNO LE COSTRUZIONI DALLA CRISI?

Uscire dalla crisi sarà più complicato per le imprese più piccole che per quelle più grandi, considerando la questione specifica e prevalente del lavoro. L'intensità del lavoro, misurata in termini di dipendenti/ricavi, è significativamente più alta per le PMI: l'azienda media con più di 250 dipendenti genera quasi il 60% di entrate per dipendente in più rispetto all'azienda media con 0-50 dipendenti. Di conseguenza, i nuovi costi aggiuntivi legati al lavoro derivanti dalla crisi di Covid-19 sono particolarmente onerosi. Il costo incrementale dei soli Dispositivi di protezione individuale (DPI) potrebbe ammontare a quasi il 50% dell'Ebitda per le aziende più piccole (fonte: Eurostat, Euler Hermes).

Le grandi aziende hanno adottato una serie di strategie che le aiuta ad assorbire l'impatto. In primo luogo, queste comprendono azioni per preservare la liquidità sotto forma di emissioni di debito su larga scala e tagli ai dividendi. Questo è significativo: le nuove emissioni di debito rappresentano in alcuni casi fino al 20% dell'ultimo import di debito iscritto a bilancio, e i dividendi assorbono tra il 12% e il 37% dei flussi di cassa per alcune delle nostre grandi società del campione. Le piccole imprese non hanno avuto lo stesso accesso ai mercati del debito, tanto più che le emissioni di basso livello hanno subito una battuta d'arresto, e in molti casi non pagano dividendi, cioè non hanno questa leva.

Gli schemi di prestito e le garanzie sui prestiti governativi sono, tuttavia, ugualmente accessibili e utilizzati da tutte le aziende. In media, il settore delle costruzioni ha licenziato il 75-80% della forza lavoro nel Regno Unito, mentre il 37% delle imprese si è avvalso del regime in Germania e il 95% in Francia. Si noti, tuttavia, che l'accesso ai programmi di prestito comporterà una maggiore pressione sui flussi di cassa a causa dei livelli di indebitamento più elevati in futuro. I tagli dei costi e le riduzioni di capex (CAPital EXpenditure, cioè le spese in conto capitale) sono possibili, ma anche in questo caso hanno un effetto leva molto maggiore sulle grandi aziende. Il fatto che molte PMI operino come subappaltatori delle grandi imprese rafforza questa dinamica. Le

**Figura 10** - Costo incrementale indotto dei DPI Covid-19 in % dell'Ebitda per



**Figura 11** -Panoramica delle strategie di gestione delle crisi di Covid-19

Strategies						
Examples	Shift to online	Debt issuance	Dividend cut	Cost/capex cut	Furlough	Govt support schemes
Company 1	Point of sales online	Eur 25bn	suspended	"significant" cost cut; Eur 500m/y/y capex cut	yes	ECB FEPP
Company 2	-	Eur 35bn	suspended	-	-	-
Company 3	-	Eur 4bn	-	reduce opex, defer investments	-	-
Company 4	-	-	halved	-	initial 3 months for all bar essential	-
Company 5	Online marketing, reservations	-	interim cancelled	suspend land acquisitions; postpone all non-essential capex	85%	confirmed availability
Availability to SMEs:	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	--	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>

Fonti: Eurostat, Euler Hermes, Allianz Research



# NEL POST-COVID-19, LE PMI POTREBBERO ESSERE TAGLIATE FUORI DALLE NUOVE OPPORTUNITÀ

Nonostante la crisi, ci saranno opportunità e, al di là di questo, il settore vedrà probabilmente un cambiamento strutturale. Un attuale mercato con un P/E medio in calo a solo 10 nel 2021 da 26 nel 2020 (fonte: Factset, Euler Hermes) implica una significativa ripresa degli utili. L'attuale consensus, che implica una crescita media dell'Ebitda del 24% per il nostro campione di grandi aziende, lo conferma. Lo interpretiamo come se le grandi aziende potessero beneficiare di un solido rapporto tra gli ordini ricevuti e l'importo fatturato per un determinato periodo, che attualmente si attesta intorno a 1, ma soprattutto della loro capacità di cogliere la crescita dalle infrastrutture. Se da un lato questo significa che le grandi aziende possono andare meglio dell'economia nel suo complesso, dall'altro, qui di seguito illustriamo il motivo per cui non vediamo la stessa capacità di cogliere le opportunità per le PMI.

- **Residenziale** – Oltre a consentire distanze maggiori per i pendolari, una maggiore diffusione del lavoro a distanza potrebbe portare a una domanda di case con una maggiore superficie quadrata. Poiché le località periferiche e distanti offrono maggiore spazio e convenienza economica, ciò potrebbe far sì che la domanda si allontani dai centri urbani, portando a una riduzione dei prezzi delle case in questi ultimi. Poiché i centri urbani sono tipicamente caratterizzati da ristrutturazioni rispetto alle nuove attività edilizie, que-

sto segmento potrebbe subire un contraccolpo, mentre le prospettive per le nuove attività edilizie al di fuori dei centri metropolitani potrebbero essere positive. Ci potrebbe essere anche un impatto positivo sulla domanda di costruzione di infrastrutture. Le PMI potrebbero beneficiare dell'attività periferica al di fuori dei centri metropolitani, ma saranno anche colpite dal calo delle ristrutturazioni. Se questa tendenza diventasse molto pronunciata, potremmo vedere i grandi operatori raccogliere la maggior parte dei benefici delle nuove attività di costruzione. Le grandi imprese sarebbero anche le prime beneficiarie della costruzione di infrastrutture.

- **Uffici** – L'aumento del lavoro a distanza potrebbe essere rafforzato da considerazioni ESG (Ambientale, sociale e di governance), in particolare riducendo l'uso dei trasporti, così come l'inquinamento prodotto dal settore immobiliare, attraverso la riduzione degli spazi per uffici e delle preoccupazioni per il benessere. Tra tutte le tendenze strutturali, la riduzione della domanda di uffici potrebbe rivelarsi la più forte. Questo influenzerebbe soprattutto le grandi aziende. In alcuni casi, ci potrebbe essere una riconversione verso lo spazio abitativo, ma anche in questo caso, i grandi costruttori sarebbero i più adatti a trarne vantaggio.
- **Commerciale / vendita al detta-**

**glio** – La crisi ha il potenziale per accelerare ulteriormente la penetrazione del commercio elettronico. Ciò si può ripercuotere sui piccoli negozi e sui centri commerciali a causa del probabile aumento della Perdita dei posti di lavoro. I centri commerciali potrebbero vedere una riduzione del numero di persone che entrano in un negozio o in un'area commerciale a causa della regolamentazione in vigore per un certo periodo di tempo. Tutto ciò potrebbe portare a una riduzione delle nuove costruzioni, ma anche a una riduzione dell'attività di retrofit (l'aggiunta di nuove tecnologie o funzionalità ad un sistema vecchio, prolungandone così la vita utile). Le possibilità di riconversione in spazi abitativi sono limitate.

- **Hospitality** – Il settore alberghiero e dell'ospitalità, pur colpito duramente, alla fine vedrà una ripresa dell'attività. Ci può essere un impatto significativo in termini di riduzione strutturale dei viaggi, anche a causa delle preoccupazioni legate al cambiamento climatico.
- **Infrastrutture e opere pubbliche** – Le infrastrutture sono un settore che probabilmente riceverà benefici, in primo luogo attraverso programmi di stimolo pubblico, ma anche attraverso tendenze strutturali a più lungo termine. Ciò è stato visibile durante tutta la crisi, ad esempio attraverso le aziende che vedono una domanda sostenuta di infrastrutture energetiche.

Abbiamo preso in considerazione le politiche di sostegno per i principali paesi europei per vedere se questo potrebbe modificare in misura significativa le prospettive. La nostra opinione è che, sebbene tali politiche possono essere d'aiuto, non proteggeranno pienamente le PMI del comparto. Alcuni paesi stanno cercando di accelerare le procedure di appalto pubblico per l'assegnazione dei lavori. Altri paesi hanno pubblicato politiche verdi ed energetiche che sono utili per il settore edile, e la maggior parte di essi ha messo in atto sistemi di sostegno al credito. La Germania si distingue positivamente, mentre il sostegno è più scarso in Francia e nel Regno Unito, come mostrato qui di seguito. Nel caso della Germania, sono soprattutto gli aiuti agli investimenti federali per i Länder la più importante leva potenziale di spesa.

- In **Germania**, le misure sono molto ampie e mirate al consumo rispetto a quelle specifiche per l'edilizia. Ciò si nota di più man mano il settore reagisce all'avanzata della crisi. Le riduzioni dell'IVA sono illustrative. Le tariffe torneranno alla normalità alla fine del 2020, il che, secondo alcuni operatori del settore, comporterà costi aggiuntivi di burocrazia. L'accelerazione impressa agli appalti pubblici dovrebbe essere positiva per il settore, anche se molto dipende dai tempi dell'esecuzione. Ciò riguarda principalmente i bandi federali, il che dovrebbe quindi andare a vantaggio soprattutto delle imprese più grandi. I progetti statali e comunali hanno un impatto maggiore sulle PMI. Questi potrebbero farsi avanti grazie all'ampio sostegno federale di 5,9 miliardi di euro agli Stati per

le spese d'investimento, che sono state poste al centro del programma di Governo. Anche la riduzione dei contributi sociali al 40% avrà un impatto positivo per le PMI. Ci sono anche misure positive in materia di energia. Nel breve termine, queste sono costituite principalmente dalla rimozione del tetto massimo per l'edilizia solare e dal sostegno alle misure di ristrutturazione legate all'efficienza energetica attraverso un aumento di 1 miliardo di euro nel 2020/2021 - a 2,5 miliardi di euro—del programma di ristrutturazione degli edifici con CO2. Vi è inoltre un aumento non specificato del sostegno per il miglioramento delle prestazioni energetiche degli edifici comunali. Tutte queste misure dovrebbero avere un impatto positivo immediato. Un aumento dell'obiettivo di 5GW per l'eolico *offshore* entro il 2030 è molto a lungo termine e dipende da una serie di altre questioni, come la pianificazione, i regimi di sostegno, i prezzi dell'energia elettrica e i vincoli del sistema elettrico. Nella migliore delle ipotesi, vediamo un impatto a partire dalla metà del 2020. Tutto sommato, il pacchetto è positivo, ma è improbabile che alteri in misura significativa le prospettive per il 2020.

- Anche l'**Italia** ha messo in piedi uno schema per il sostegno per le Costruzioni legate alla transizione energetica con l'aumento degli sgravi fiscali per i *retrofit* di ottimizzazione energetica come l'isolamento, il riscaldamento e il cambiamento dei sistemi idrici. A ciò si aggiunge un aumento del *bonus* per il rafforzamento della protezio-

ne sismica. Lo sgravio fiscale ammonta al 110% dei costi sostenuti, il che rappresenta un forte incentivo. Questo dovrebbe andare a beneficio dell'edilizia residenziale e del settore delle PMI proprio perché, in media, questo tipo di lavoro rappresenta progetti relativamente piccoli.

- In **Francia**, le imprese di tutti i settori hanno accesso alle garanzie pubbliche sui prestiti (PGE), che hanno visto un'ampia diffusione. Questo aiuta ad aumentare la liquidità, ma comporterà anche una maggiore pressione finanziaria negli anni a venire a causa dell'aumento del debito. Il "fondo di solidarietà", che compensa le piccole imprese per le perdite di reddito, è un aspetto positivo, ma non cambierà il quadro generale, visti i criteri di ammissibilità e i massimali. Lo stesso vale per il rinvio del pagamento della previdenza sociale e delle imposte, poiché si tratta di una sovvenzione caso per caso. Il piano di stimolo complessivo si concentra su settori probabilmente considerati più strategici, come l'industria automobilistica e le compagnie aeree. L'impronta di carbonio già bassa della Francia, dovuta alla prevalenza dell'energia nucleare, dà una spiegazione a queste misure.
- Il **Regno Unito** ha già messo in atto un programma considerevole dal fin 2019. Nell'ultimo bilancio, a marzo, ha annunciato un programma di garanzia trasversale di 330 miliardi di sterline per i prestiti. Poiché si tratta di un programma per piccole e grandi imprese, c'è il rischio che alcune società rientrino

# OUR TEAM

## Chief Economist of Allianz and Euler Hermes



Ludovic Subran  
Chief Economist  
ludovic.subran@allianz.com

## Head of Economic Research, Euler Hermes



Alexis Garatti  
alexis.garatti@eulerhermes.com

## Head of Capital Markets Research



Eric Barthalon  
eric.barthalon@allianz.com

## Head of Insurance, Wealth and Trend Research



Arne Holzhausen  
arne.holzhausen@allianz.com

## Macroeconomic Research



Ana Boata  
Head of Macroeconomic  
Research  
ana.boata@eulerhermes.com



Katharina Utermöhl  
Senior Economist for Europe  
katharina.utermoehl@allianz.com



Selin Ozyurt  
Senior Economist for France  
and Africa  
selin.ozyurt@eulerhermes.com



Françoise Huang  
Senior Economist for APAC  
francoise.huang@eulerhermes.com



Manfred Stamer  
Senior Economist for Middle East  
and Emerging Europe  
manfred.stamer@eulerhermes.com



Georges Dib  
Economist for Latin America, Spain,  
Portugal and Trade  
georges.dib@eulerhermes.com



Dan North  
Senior Economist for North  
America  
dan.north@eulerhermes.com

## Capital Markets Research



Jordi Basco Carrera  
Fixed Income Strategist  
jordi.basco\_carrera@allianz.com



Michaela Grimm  
Senior Expert, Demographics  
michaela.grimm@allianz.com



Lina Manthey  
Equities Strategist  
lina.manthey@allianz.com



Markus Zimmer  
Senior Expert, ESG  
markus.zimmer@allianz.com



Patrick Krizan  
Senior Economist for Italy and  
Greece, Fixed Income  
patrick.krizan@allianz.com



Patricia Pelayo Romero  
Expert, Insurance  
patricia.pelayo-romero@allianz.com

## Sector Research



Maxime Lemerle  
Head of Sector Research  
maxime.lemerle@eulerhermes.com



Catharina Hillenbrand-Saponar  
Sector Advisor for Energy, Metals, Machinery and  
Equipment  
catharina.hillenbrand-saponar@eulerhermes.com



Marc Livinec  
Sector Advisor for Chemicals,  
Pharmaceuticals, Transportation,  
Agrifood and Transport Equipment  
marc.livinec@eulerhermes.com



Aurélien Duthoit  
Sector Advisor for Retail, Technology and Household  
Equipment  
aurelien.duthoit@eulerhermes.com

Scopri tutte le nostre pubblicazioni su: [Allianz Research](#) e [Euler Hermes Economic Research](#)

Director of Publications: Ludovic Subran, Chief Economist  
Allianz and Euler Hermes

Allianz Research

[https://www.allianz.com/en/economic\\_research](https://www.allianz.com/en/economic_research)

Königinstraße 28 | 80802 Munich  
| Germany

[allianz.research@allianz.com](mailto:allianz.research@allianz.com)



allianz



@allianz

Euler Hermes Economic Research

<http://www.eulerhermes.com/economic-research>

1 Place des Saisons | 92048 Paris-La-  
Défense Cedex | France

[research@eulerhermes.com](mailto:research@eulerhermes.com)



euler-hermes



@eulerhermes

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.