

Allianz Research | 18 Giugno 2025

Le aziende americane e le aziende europee affrontano la guerra commerciale in modo diverso

Maxime Lemerle, Ano Kuhanathan, Sivagaminathan Sivasubramanian, Pierre Lebard

In sintesi:

A causa dell'elevata volatilità economica e dell'incertezza, nel 2024 i requisiti di capitale circolante (WCR) sono aumentati di 2 giorni a livello globale I requisiti di capitale circolante (WCR) sono aumentati di +2 giorni a livello globale nel 2024, raggiungendo i 78 giorni – il livello più alto dal 2008 – senza grandi segnali di allentamento all'inizio del 2025. Questo aumento riflette il costo dell'adattamento all'elevata incertezza e alle condizioni finanziarie più rigide, poiché gli attriti commerciali e i rischi di recessione all'orizzonte hanno influenzato la crescita del fatturato, i termini di pagamento e le strategie di inventario. Ciò è particolarmente vero per l'Europa occidentale, che si è distinta con un aumento di +4 giorni per il terzo anno consecutivo, mentre l'APAC ha registrato un aumento moderato (+2 giorni). Al contrario, il Nord America ha registrato un calo di -3 giorni del WCR, segnando una rara divergenza. Al 4° trimestre 2024, il 35% delle aziende a livello globale aveva un WCR superiore a 90 giorni di fatturato (in calo di appena 1 punto percentuale a/a) e i dati del 1° trimestre 2025 suggeriscono un rimbalzo stagionale leggermente più forte del solito (+8 giorni t/t rispetto a una media di lungo periodo di +7).

Gli Stati Uniti si distinguono per una diminuzione del WCR di -3 giorni Le aziende hanno ridotto le scorte (a parte un paio di settori) per sbloccare il capitale e reindirizzarlo agli azionisti, una strategia molto rischiosa in tempi di guerra commerciale. Nonostante un forte rimbalzo delle importazioni (quasi 1 trilione di dollari nel 1° trimestre 2025, in aumento del +27% a/a), le scorte delle imprese statunitensi sono diminuite, indicando un anticipo selettivo piuttosto che un accumulo diffuso di scorte. Il solo settore farmaceutico e dei prodotti medici ha importato l'equivalente del 40% delle importazioni totali del 2024 nel 1° trimestre, spinto dall'urgenza legata ai dazi, mentre le scorte di abbigliamento sono diminuite nonostante un aumento del +10% delle importazioni di abbigliamento, indicando che i consumatori hanno anticipato gli acquisti. Questo allentamento delle scorte ha incrementato gli utili e liberato capitale, consentendo ai riacquisti di azioni proprie di superare 1 trilione di dollari nel 2025 (234 miliardi di dollari annunciati nel 1° trimestre), mentre gli investimenti rimangono contenuti a causa della continua incertezza politica. Le aziende statunitensi stanno riallocando le risorse per la creazione di valore per gli azionisti.

L'aumento dei termini di pagamento (DSO) è la forza principale alla base della pressione WCR, soprattutto in Europa Nel 2024, le vendite globali di giorni in sospeso (DSO) sono aumentate di oltre +2 giorni, superando leggermente l'aumento del WCR, mentre i giorni di pagamento in essere (DPO) sono aumentati solo marginalmente (+1 giorno) e i giorni di inventario in essere (DIO) sono rimasti stabili. Alla fine dell'anno, il 44% delle aziende aveva un DSO superiore a 60 giorni e il 21% superiore a 90 giorni. Questi livelli elevati sono stati diffusi in tutti i paesi e particolarmente acuti in Europa, dove le aziende hanno dovuto affrontare ritardi più pronunciati nell'incasso dei crediti (+2 giorni) per il terzo anno consecutivo.

Le imprese europee continuano a essere le banche invisibili per i loro clienti, fornendo circa 11 miliardi di euro di credito commerciale e sopportando crescenti rischi finanziari

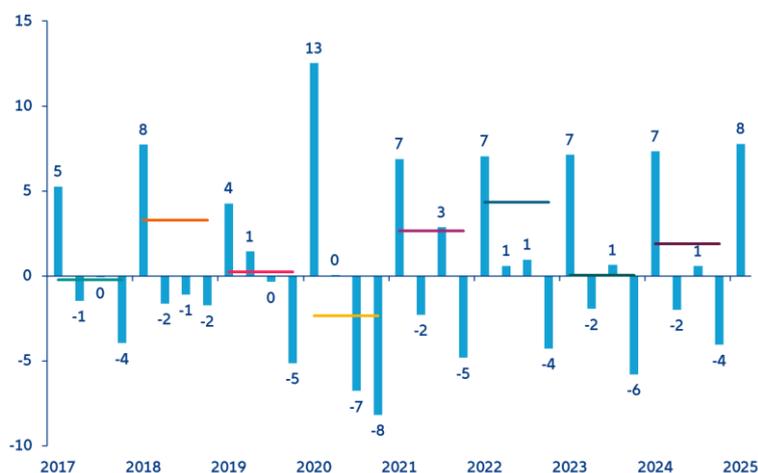
In un contesto di crescita lenta e di ordini di fabbrica deboli, le aziende europee hanno aumentato il DIO e mantenuto elevati i crediti, mentre il DPO si è ridotto, determinando un WCR significativamente più elevato. Con i prestiti bancari nell'Eurozona in aumento in media di appena il +0,8% nel 2024, le grandi imprese sono intervenute di fatto, fornendo circa 11 miliardi di euro di credito commerciale ai loro clienti tra il 4° trimestre 2024 e il 1° trimestre 2025. Nello stesso periodo, questi prestiti informali alle imprese hanno quasi eguagliato i nuovi flussi mensili di credito delle banche. Tuttavia, questa strategia comporta rischi considerevoli: in caso di shock della crescita o di aumento dei tassi d'interesse, l'onere finanziario potrebbe aumentare drasticamente. Ad esempio, uno scenario di guerra commerciale che preveda dazi per il "Liberation Day" potrebbe ridurre il PIL di -1 punto percentuale, costringendo le imprese a finanziare ulteriori 8,5 miliardi di euro in Europa e 15,5 miliardi di dollari negli Stati Uniti, equivalenti a un aumento del WCR a +3 giorni. Mentre uno shock dei tassi di +1 punto percentuale potrebbe aggiungere 14 miliardi di euro e 26 miliardi di dollari alle esigenze di finanziamento di WCR, sottolineando la vulnerabilità delle imprese che agiscono sempre più come intermediari del credito.

Quasi tutti i settori hanno dovuto affrontare un'estensione prolungata dei DSO, in particolare dei mezzi di trasporto (+11 giorni) e dell'elettronica (+4), che ha portato a un rimbalzo generalizzato dei WCR, con relativamente pochi settori che sono riusciti a ridurre le scorte in parallelo Complessivamente, nel 2024, sette settori – attrezzature per il trasporto (+16 giorni a livello globale), vendita al dettaglio (+4), prodotti chimici (+3), metalli (+3), software/servizi IT (+3), macchinari (+2) ed energia (+0) – hanno registrato aumenti del WCR in Nord America, Europa occidentale e APAC, principalmente a causa della debolezza della domanda. I cali dei WCR sono stati più frammentati, osservati principalmente nei settori statunitensi e nei segmenti europei di nicchia come i servizi B2C, la carta e l'ospitalità. All'inizio del 2025, il rimbalzo stagionale del WCR ha interessato quasi tutti i settori, con l'edilizia, le materie prime, i macchinari e le attrezzature di trasporto che hanno registrato le maggiori inversioni di tendenza rispetto alle tendenze precedenti.

Un divario transatlantico visibile nei requisiti di capitale circolante

Il fabbisogno globale di capitale circolante (WCR) è rimbalzato nel 2024, raggiungendo il livello più alto dal 2008 (+2 giorni a 78), con limitati segnali di indebolimento nel 1° trimestre 2025. Come negli anni precedenti, l'andamento del WCR è cambiato da un trimestre all'altro, riflettendo la stagionalità delle operazioni commerciali nel corso dell'anno. Le variazioni globali si sono dimostrate simili al solito (Figura 1) nei primi tre trimestri, con un forte aumento nel 1° trimestre (+7 giorni t/t) seguito da un sollievo nel 2° trimestre (-2) e un lieve aumento nel 3° trimestre (+1). Ma la fine dell'anno ha mostrato meno sollievo rispetto agli ultimi anni (-4 giorni rispetto a -6 per la media 2019-2023). Nel complesso, il WCR globale è aumentato di +2 giorni per l'intero anno, ponendo fine alla pausa del 2023, rilanciando la tendenza al rialzo osservata nel 2021 e nel 2022 (+3 e +4, rispettivamente) e spingendo al rialzo il WCR globale a un livello record. Al Q4 2024, il WCR globale si è attestato a 78 giorni di fatturato. Inoltre, i dati parziali per il 1° trimestre 2025¹ confermano finora il quadro di un aumento prolungato del WCR globale, con un rimbalzo trimestrale leggermente superiore al solito.

Figura 1: WCR globale, variazione trimestrale e variazione annua del numero di giorni di fatturato



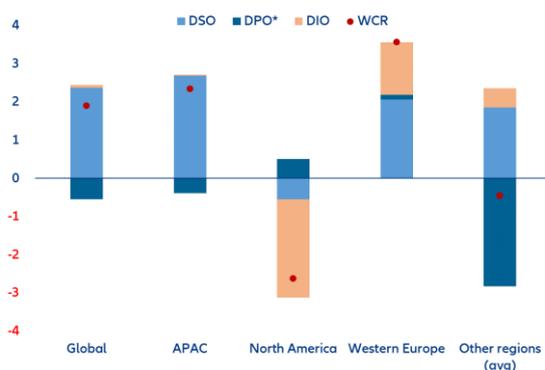
Fonti: LSEG, Allianz Research

La maggior parte delle regioni ha registrato un aumento del WCR sia nel 2024 che nel 1° trimestre 2025, ad eccezione del Nord America. Per l'intero anno 2024 (Figura 2), l'Europa occidentale si distingue con un forte aumento (+4 giorni) per il terzo anno consecutivo, mentre l'APAC ha registrato un aumento moderato (+2 giorni). Il Nord America è la principale eccezione in quanto ha prolungato la pausa registrata nel 2023 con un calo generalizzato (-3 giorni di cui -2 negli USA e -4 in Canada). È interessante notare che le altre regioni considerate insieme mostrano un WCR stabile dopo tre anni consecutivi di aumenti moderati, ma questa visione "combinata" nasconde ancora tendenze più volatili e disomogenee tra le regioni a causa del numero più limitato di società di rendicontazione e delle distorsioni settoriali. Di fatto, il WCR medio ha registrato un forte rimbalzo in CEE (+10 giorni da -4 nel 2023), ma è sceso in Medio

¹ Al 3 giugno 2025

Oriente (-11 giorni da +12 nel 2023) e in Africa (-2 giorni da +2 nel 2023) e si è stabilizzato a malapena in Sud America. Nel complesso, due paesi su tre del nostro campione hanno registrato un aumento del WCR, in particolare Francia (+8 giorni) e Germania (+2) in Europa occidentale – dove Regno Unito e Spagna si sono distinti tra le eccezioni – così come Cina (+4), Singapore (+2) e Corea del Sud (+1) in APAC, dove le principali eccezioni sono state Australia e Giappone. In questo contesto, i paesi che attraversano la media globale rimangono concentrati in Medio Oriente (Emirati Arabi Uniti, Arabia Saudita) e APAC (Cina, Giappone, Taiwan, Corea), portandoli a chiudere il 2024 con il più grande WCR regionale: rispettivamente 97 e 82 giorni, rispetto ai 70 giorni del Sud America, ai 69 giorni del Nord America e ai 67 giorni dell'Europa occidentale. È importante sottolineare che questi dati medi regionali nascondono ancora notevoli discrepanze all'interno dei paesi, a seconda in particolare dell'importanza relativa dei settori che registrano un WCR strutturalmente più elevato, come i mezzi di trasporto, l'elettronica, i macchinari e i prodotti farmaceutici. Tuttavia, a livello globale, il 35% delle aziende aveva un WCR superiore a 90 giorni di fatturato nel quarto trimestre del 2024 (rispetto al 35% e al 36% rispettivamente del quarto trimestre del 2022 e del quarto trimestre del 2023). In questa fase, i dati parziali per il 1° trimestre 2025 non suggeriscono alcuna inversione di tendenza di rilievo, in quanto il rimbalzo trimestrale registrato finora dalle regioni rimane vicino al consueto trend storico per APAC (+8 punti percentuali trim/trim), Europa occidentale (+5) e Nord America (+4) e ben al di sopra delle altre regioni.

Grafico 2: WCR 2024, variazioni annuali per sottocomponente, numero di giorni di fatturato, per regione



(*) Il DPO viene visualizzato con un segno invertito(**) Altre regioni raggruppano il resto del mondo: Europa centrale e orientale, Medio Oriente, Africa e Sud America

Fonti: LSEG, Allianz Research

Notevole sollievo dalle scorte in Nord America rispetto ai DSO più lunghi nel resto del mondo.

A livello globale, i giorni di vendita in sospeso (DSO) sono stati la forza trainante del cambiamento del WCR, con un aumento del DSO globale leggermente superiore a quello globale per l'intero anno 2024 (+2,4 e +1,9 giorni, rispettivamente), mentre i giorni di pagamento in sospeso (DPO) sono aumentati moderatamente (+1) e i giorni di inventario in sospeso (DIO) sono rimasti stabili (Figura 2). Il primo risultato indica che le società quotate stanno aspettando più a lungo per essere pagate dai loro clienti, il più delle volte aziende più piccole, suggerendo

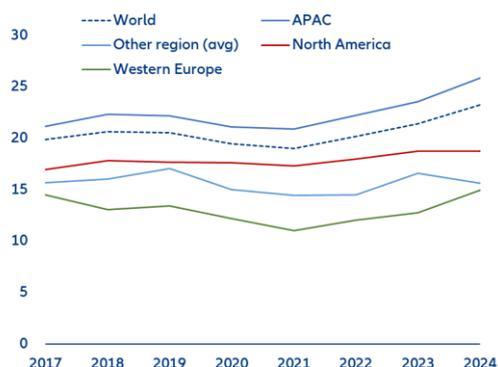
potenzialmente maggiori difficoltà finanziarie da parte loro, il che corrobora l'elevato numero di insolvenze, ma costringe anche le grandi società appaltatrici a svolgere il ruolo della banca invisibile, aumentando i propri rischi di problemi di flusso di cassa. A partire dal 4° trimestre 2024, il 44% delle aziende ha registrato DSO superiori a 60 giorni di fatturato, invariato rispetto al 4° trimestre 2023 e solo leggermente in calo rispetto al 4° trimestre 2022 (-1 punto percentuale), con una quota ancora elevata di DSO più lunghi a livello globale: il 21% delle aziende si trova ad affrontare DSO superiori a 90 giorni di fatturato. Allo stesso tempo, il modesto aumento del DPO globale non contraddice il ruolo crescente delle società quotate come banca invisibile da quando il divario DSO/DPO si è ampliato per il terzo anno consecutivo nel 2024 (+2 giorni) a un nuovo massimo a 23 giorni (Figura 4). Ciò evidenzia solo la volontà e la maggiore capacità delle imprese più grandi di tenere sotto stretto controllo il loro ciclo di conversione della liquidità. Tuttavia, a livello globale, il ruolo limitato delle scorte può sembrare sorprendente. In primo luogo, perché le variazioni delle scorte sono state il fattore chiave alla base delle variazioni del WCR in due casi su tre dal 2008. In secondo luogo, perché alcuni si aspettavano che il frontloading indotto dai dazi fosse visibile nel WCR delle imprese. Le scorte, tuttavia, rimangono fondamentali in termini relativi, in quanto rappresentano ancora il 70% del WCR globale (rispetto al 72% della media degli ultimi 10 anni), nonché in termini assoluti, in quanto il livello del 4° trimestre 2024 (54 giorni) è solo leggermente inferiore al livello record raggiunto nel 2022, a causa (i) del passaggio dalla gestione delle scorte "just-in-time" alla strategia "just-in-case" in risposta al susseguirsi di interruzioni e carenze della catena di approvvigionamento, e incertezze geopolitiche, e ii) effetti specifici sui prezzi di alcune materie prime e beni. Inoltre, il quadro globale nasconde differenze significative tra le regioni, con un notevole aumento delle scorte in Nord America nell'intero anno 2024 (-2,6 giorni) che sta (parzialmente) compensando l'aumento in Europa occidentale (+1,4) e in altre regioni (+0,5). I dati del 1° trimestre 2025 indicano ancora un leggero aumento delle scorte globali, derivante da un rimbalzo trimestrale più ampio del solito in APAC e in altre regioni, oltre a un aumento "classico" in Nord America ed Europa occidentale. Allo stesso modo, i dati parziali per il 1° trimestre 2025 suggeriscono un'altra leggera estensione del DSO globale proveniente principalmente dall'APAC e, in misura minore, dal Nord America.

Figura 3: DIO, variazioni trimestrali del numero di giorni di fatturato, per regione



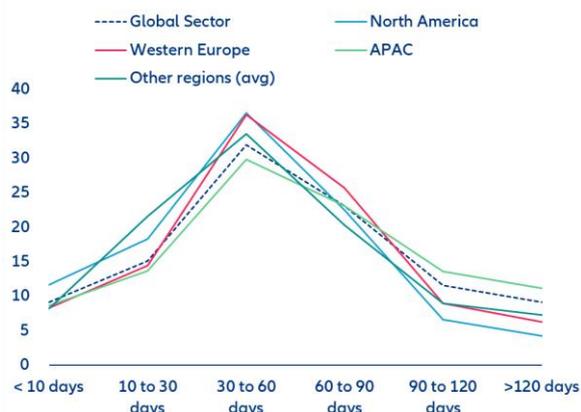
Fonti: LSEG, Allianz Research

Figura 4: Divario DSO/DPO, numero annuo in giorni di fatturato, per regione



Fonti: LSEG, Allianz Research

Figura 5: DSO del 4° trimestre 2024, per numero di giorni di fatturato, per regione, in % del numero di imprese



Fonti: LSEG, Allianz Research

L'APAC ha chiuso il 2024 con un notevole rimbalzo del WCR (+2 giorni) che sta rilanciando il trend rialzista già in atto nel 2021 e nel 2022 (+5 e +3, rispettivamente), con Cina (+4) e Singapore (+2) tra i principali contributori. Questo risultato si spiega interamente con un'altra estensione dei DSO regionali (+3) – per il quarto anno consecutivo – che è apparsa ad ampio spettro in quanto escludeva solo il Giappone, in un contesto di diverso mix di maggiori scorte (Cina, Giappone) e minori ritardi nei pagamenti (Giappone, India, Corea del Sud, Singapore). Al 4° trimestre 2024, il WCR in APAC si è attestato a 82 giorni di fatturato, ovvero un livello record per la regione, con DSO superiore alla media globale (a 66 giorni). Insieme al Medio Oriente, l'APAC ha anche la più alta percentuale di aziende esposte al DSO più lungo e quindi ai rischi di flusso di cassa: il 25% delle aziende viene pagato dopo 90 giorni rispetto al 21% a livello globale (Figura 5). Sulla base

dei dati parziali per il 1° trimestre, il 2025 è iniziato con un altro (modesto) aumento del WCR regionale, principalmente trainato da un rimbalzo trimestrale più ampio del solito delle scorte nella maggior parte dei paesi, ad eccezione della Cina, quest'ultima che ha registrato un contributo significativamente inferiore dalle scorte.

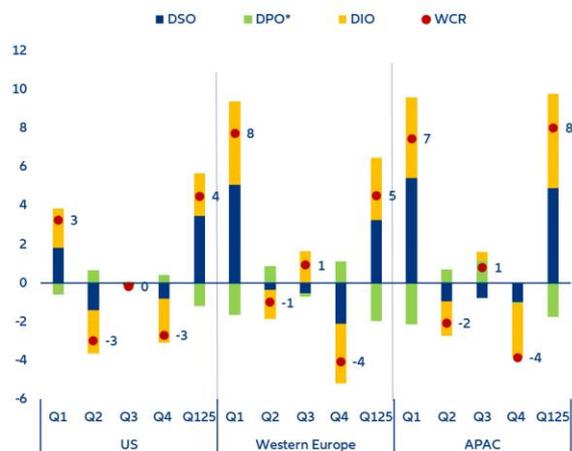
L'Europa occidentale si è distinta con il maggiore aumento del WCR regionale per l'intero anno 2024 (+4 giorni), prolungando il trend registrato nei due anni precedenti (+3 giorni sia nel 2022 che nel 2023), mentre la maggior parte dei paesi ha contribuito al risultato regionale, tra cui Francia (+8) e Germania (+2) – con le eccezioni di Regno Unito e Spagna. Per il terzo anno consecutivo le imprese europee hanno risentito dell'estensione dei DSO (+2 giorni), combinata con l'aumento delle scorte (+1,4) per il quarto anno consecutivo. L'estensione del DSO si è rivelata ampia, mentre l'aumento delle scorte si è verificato in due paesi su tre. Allo stesso tempo, il DPO regionale è rimasto in sordina, nascondendo un mix di paesi con DPO più grandi (Francia, Italia) o inferiori (Germania, Regno Unito), ma alla fine portando il divario DSO/DPO a continuare a crescere per il terzo anno consecutivo nel 2024 (+2 giorni) e tornare al livello pre-pandemia a 15 giorni (rispetto ai 23 giorni a livello globale). 26 giorni in APAC e 19 giorni in Nord America). Nel complesso, il WCR regionale ha rappresentato 67 giorni di fatturato nel quarto trimestre del 2024, ovvero un livello record per la regione, con livelli elevati sia per le scorte (52) che per il DSO (56). Anche l'Europa occidentale registra una dispersione di DSO vicina alla media globale, poiché l'8% delle imprese viene pagato in meno di 10 giorni (9% a livello globale) e il 15% in più di 90 giorni (21% a livello globale). Tuttavia, i paesi europei continuano a registrare notevoli differenze nella DSO, con una media più breve in Germania e nei paesi nordici e più lunga nell'Europa meridionale, in particolare in Spagna e in Italia. Anche se parziale, la prima serie di dati per il 2025 suggerisce che il WCR regionale non aumenterà ulteriormente oltre a quanto solitamente osservato nel primo trimestre, con un ruolo meno marcato delle scorte.

A differenza di altre regioni, **il Nord America** ha registrato un calo netto del WCR nel 2024 (-3 giorni), sia negli Stati Uniti che in Canada (rispettivamente -2 e -3). Per entrambi i paesi, questo risultato deriva da un notevole aggiustamento delle scorte (-2 per la regione), mentre la leggera accelerazione del DSO (-1 giorno) sembra essere stata completamente compensata da un DPO più veloce (-1 giorno). È interessante notare che questo adeguamento delle scorte è stato costante per tutto l'anno, senza che né i dati del 4° trimestre 2024 né i dati parziali del 1° trimestre indicassero un massiccio rifornimento. Quest'ultimo conferma la nostra precedente analisi² che indicava risposte disomogenee all'accumulo di scorte alla guerra commerciale, con le aziende che privilegiano l'agilità e il controllo dei costi e rinviando le decisioni a lungo termine sulla catena di approvvigionamento in un contesto politico volatile, in particolare per i settori con scorte già elevate, domanda debole del mercato finale e un'incombente compressione della redditività dovuta alle pressioni sui costi indotte dai dazi. Complessivamente, il WCR del Nord America ha raggiunto i 69 giorni nel quarto trimestre del 2024, ovvero ancora 9 giorni al di sotto della media globale. La regione presenta la quota più bassa di aziende esposte al DSO più lungo, con solo l'11% delle aziende pagate dopo 90 giorni (11% per gli Stati Uniti, 10% per il Canada). Allo stesso tempo, il Nord America ha un'elevata percentuale di aziende pagate in meno di 10 giorni (12% al quarto trimestre del 2024), in particolare il Canada (16%). Questa preferenza per il contante si

² [h](#)

traduce pienamente nei dati del DSO, che rimangono al di sotto della soglia dei 50 giorni negli Stati Uniti (48) e in Canada (45).

Figura 6: Sottocomponenti WCR, variazioni trimestrali del numero di giorni di fatturato



Fonti: LSEG, Allianz Research Le correzioni

A livello globale, quasi tutti i settori hanno dovuto affrontare un'estensione prolungata del DSO, che ha portato a un rimbalzo generalizzato del WCR, mentre solo una minoranza di essi è riuscita a ridurre le scorte. Nonostante le differenze strutturali (ad esempio produzione vs. servizi, upstream vs. downstream, B2B vs B2C) che spiegano la maggior parte delle differenze nei livelli di sottocomponenti WCR, quasi tutti i settori hanno visto aumentare il loro DSO globale nel 2024 per il terzo anno consecutivo - e anche per il quarto anno consecutivo per diversi settori tra cui automobilistico, computer/telecomunicazioni, edilizia, elettronica, elettrodomestici, attrezzature per macchinari, attrezzature per il trasporto e prodotti farmaceutici. Allo stesso tempo, la maggior parte di essi non è riuscita a ridurre il proprio DPO o ad adeguare le proprie scorte in misura sufficiente per evitare un aumento del WCR, ad eccezione di elettrodomestici, hotel/ristoranti/turismo, servizi B2C ed energia, che hanno chiuso il 2024 con un WCR stabile e senza cambiamenti significativi nelle consuete discrepanze nei livelli. A partire dal 4° trimestre 2024, i quattro settori che hanno speso la maggior parte delle loro risorse nella sola gestione dell'attività, con il WCR che ha superato la soglia dei 100 giorni, erano le attrezzature per il trasporto (118 giorni di fatturato), l'elettronica (118), le attrezzature per macchinari (117) e i prodotti farmaceutici (103), seguiti da tessile, metalli e computer/telecomunicazioni con WCR superiore a 90 giorni. Non sorprende che questi settori siano quelli per i quali le scorte sono fondamentali per garantire il ciclo produttivo. A livello globale, troviamo che il 19% delle aziende ha scorte superiori a 90 giorni di fatturato. In cinque settori, oltre il 20% delle aziende supera questo livello: mezzi di trasporto (40%), macchinari (31%), costruzioni (30%), elettronica (24%), tessile (22%) e metalli (22%). All'altra estremità dello spettro WCR, troviamo hotel/ristoranti/turismo (13), trasporti (26), altri servizi B2C (30) e vendita al dettaglio (34). In termini di DSO, troviamo sostanzialmente la stessa dispersione di settori, con hotel/ristoranti/turismo e vendita al dettaglio che registrano il DSO più basso (rispettivamente 21 e 23 giorni di fatturato), grazie ai loro clienti che pagano in contanti.

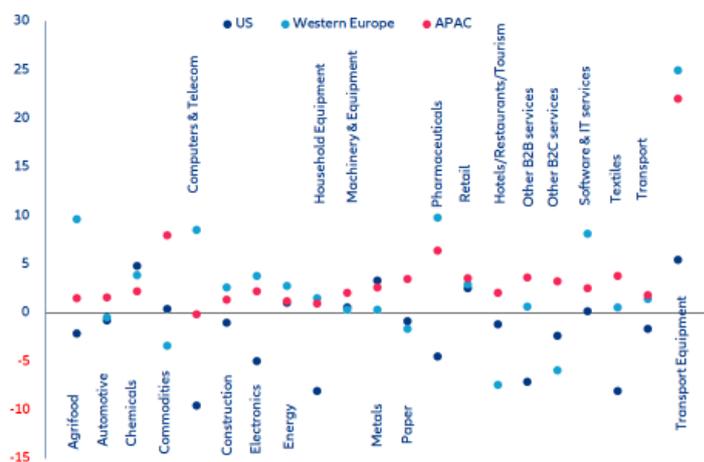
Figura 7: sottocomponente WCR 2024, per settori globali, in numero di giorni di fatturato

	2024 changes				Q4 2024 level			
	DSO	DPO	DIO	WCR	DSO	DPO	DIO	WCR
Agrifood	2	0	-1	2	40	33	52	59
Automotive	2	1	1	2	57	48	58	67
Chemicals	3	0	0	3	63	39	61	85
Commodities	1	3	1	0	73	39	20	54
Computers & Telecom	3	1	-2	-1	74	45	63	92
Construction	2	1	1	2	75	45	54	85
Electronics	4	0	-2	2	83	39	75	118
Energy	1	2	0	0	51	41	25	34
Household Equipment	2	1	-1	0	64	44	67	87
Machinery & Equipment	3	-1	-2	2	83	48	82	117
Metals	2	0	1	3	62	39	71	93
Paper	2	1	3	4	62	41	49	70
Pharmaceuticals	2	0	2	3	68	33	68	103
Retail	2	0	2	4	23	36	48	34
Hotels/restaurants/tourism	-1	-1	-1	0	21	21	13	13
Other B2B services	3	0	0	3	58	33	28	53
Other B2C services	1	0	-1	0	38	21	14	30
Software & IT services	3	1	1	3	66	28	18	56
Textiles	2	1	3	4	52	34	80	98
Transport	1	0	1	2	39	27	14	26
Transport Equipment	11	0	5	16	87	52	83	118
All sectors	2	1	0	2	62	39	54	78

Fonti: LSEG, Allianz Research

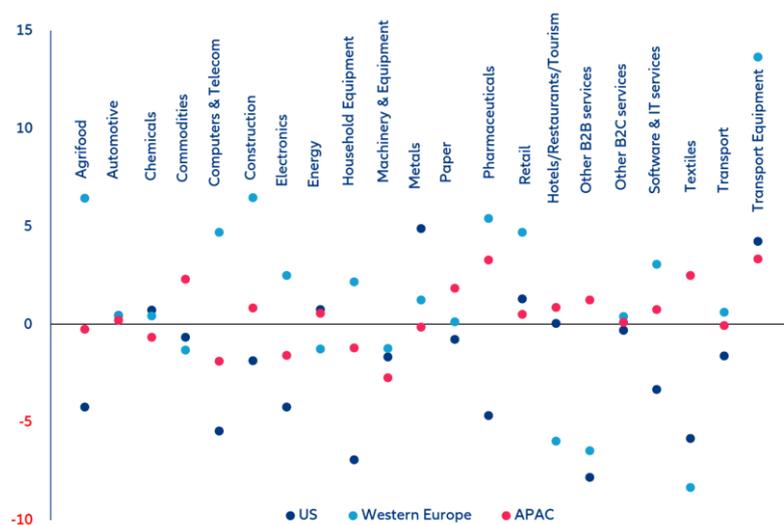
Tuttavia, solo sette settori su 22 si distinguono per un aumento multiregionale del WCR nel 2024, vale a dire le attrezzature per il trasporto, i prodotti chimici, l'energia, la vendita al dettaglio e, in misura minore, le attrezzature per i macchinari, i metalli e i servizi software/IT. Per tutti gli altri settori, la diminuzione del WCR regionale riguarda solo gli Stati Uniti, mentre si aggiunge l'Europa occidentale per la carta, i servizi B2C e gli hotel/ristoranti/turismo. In altre parole, il quadro globale nasconde notevoli disparità regionali in tutti gli aspetti delle dinamiche del WCR, sia che si guardi al WCR complessivo (Figura 8) sia che si guardino alle sottocomponenti come gli inventari (Figura 9). In un certo senso, ciò rispecchia la concorrenza in corso tra le grandi aziende e la loro esposizione disomogenea e la loro resilienza al ciclo economico. In effetti, le differenze osservate tra le regioni diventano ancora più pronunciate se si esaminano le dinamiche settoriali. L'APAC si distingue nettamente dagli Stati Uniti e dall'Europa occidentale, con un aumento generalizzato in tutti i settori per i WCR – in particolare attrezzature per il trasporto, le materie prime e i prodotti farmaceutici – e DSO – in particolare nell'elettronica, nella farmaceutica e nei servizi B2B. Ha inoltre registrato un ampio e crescente divario DSO/DPO: solo quattro settori hanno ridotto le loro scorte (prodotti chimici, computer/telecomunicazioni, energia, attrezzature di trasporto e attrezzature per macchinari). Per gli Stati Uniti, il risultato complessivo riflette in gran parte le dinamiche settoriali, poiché due terzi hanno registrato una diminuzione del WCR e/o delle scorte, con le principali eccezioni dei mezzi di trasporto, della vendita al dettaglio, dei metalli e dei prodotti chimici. L'Europa occidentale mostra un quadro più eterogeneo. Due terzi dei settori hanno registrato un aumento dei WCR, in particolare agroalimentare, informatica/telecomunicazioni, prodotti farmaceutici, software/servizi informatici, attrezzature di trasporto ed elettronica. Ma troviamo un notevole sollievo nei servizi B2C e negli hotel/ristoranti/turismo. Allo stesso tempo, solo la metà dei settori ha visto un aumento dei DSO o delle scorte. In questa fase, a livello globale, nessun settore ha evitato il rimbalzo stagionale del WCR nel 1° trimestre 2025, con le costruzioni, le materie prime, le attrezzature per macchinari e le attrezzature per il trasporto che hanno maggiormente compensato il trend passato (+4, +6, +4 e +4 giorni al di sopra del rispettivo rimbalzo storico per il 1° trimestre, rispettivamente).

Figura 8: Variazioni del WCR nel 2024 per settore, per trimestre e regione, in numero di giorni di fatturato



Fonti: LSEG, Allianz Research

Figura 9: Variazioni delle scorte nel 2024 per settore, per trimestre e regione, in numero di giorni di fatturato



Fonti: LSEG, Allianz Research

Figura 10: WCR del 4° trimestre 2024 e sottocomponente, per numero di giorni di fatturato, in % del numero di imprese, per settore globale

GLOBAL SECTORS (Q4 2024)	DSO						DI						WCR					
	<10 days	10-30 days	30-60 days	60-90 days	90-120 days	>120 days	<10 days	10-30 days	30-60 days	60-90 days	90-120 days	>120 days	<10 days	10-30 days	30-60 days	60-90 days	90-120 days	>120 days
Agrifood	13	26	40	14	5	2	2	22	34	20	11	6	5	18	31	23	14	8
Automotive	5	12	31	32	13	6	3	11	28	25	13	6	8	8	22	28	21	13
Chemicals	4	10	32	32	14	7	1	9	26	23	11	5	3	6	22	30	24	15
Commodities	1	12	34	22	6	25	77	15	11	6	4	9	11	11	28	17	9	26
Computers & Telecom	2	7	30	30	19	13	4	4	19	23	15	10	2	4	19	29	26	20
Construction	15	17	20	18	13	16	21	13	23	20	15	14	6	11	20	24	20	20
Electronics	1	5	25	33	17	19	1	3	15	22	14	13	1	3	15	29	28	25
Energy	5	17	49	16	6	6	43	19	23	10	3	2	25	15	30	16	9	5
Household Equipment	4	12	32	26	15	11	2	9	26	26	17	12	3	7	23	27	23	18
Machinery & Equipment	1	4	22	30	20	23	3	2	15	22	18	16	1	2	13	27	28	28
Metals	10	14	28	28	12	8	1	12	25	25	15	8	3	9	21	27	23	17
Paper	3	8	46	27	13	3	3	7	31	25	7	1	2	5	32	32	21	8
Pharmaceuticals	2	8	29	32	17	12	2	5	19	23	13	7	2	5	17	28	27	20
Retail	33	35	22	6	1	2	6	40	41	22	10	4	16	26	29	18	8	3
Services - Financials	24	26	21	13	7	9	36	23	26	17	11	10	14	19	25	20	13	9
Hotels/restaurants/tourism	29	48	13	7	1	1	77	23	9	5	2	1	55	27	9	5	2	1
Other B2B services	6	13	35	28	11	7	48	8	18	15	11	8	12	8	27	24	16	13
Other B2C services	17	27	32	16	3	5	75	15	9	7	4	2	33	21	20	14	7	5
Software & IT services	4	9	37	29	11	9	76	3	11	8	5	10	7	5	32	26	14	15
Textiles	6	14	42	25	7	5	2	8	24	27	18	10	2	7	24	29	23	15
Transportation	9	22	47	16	4	2	92	18	13	5	2	0	36	16	32	12	3	2
Transport Equipment	2	10	18	27	20	24	4	8	17	23	17	20	0	6	14	24	27	29
All sectors	8	14	31	25	12	10	11	10	22	21	13	9	6	8	21	26	22	17

Fonti: LSEG, Allianz Research

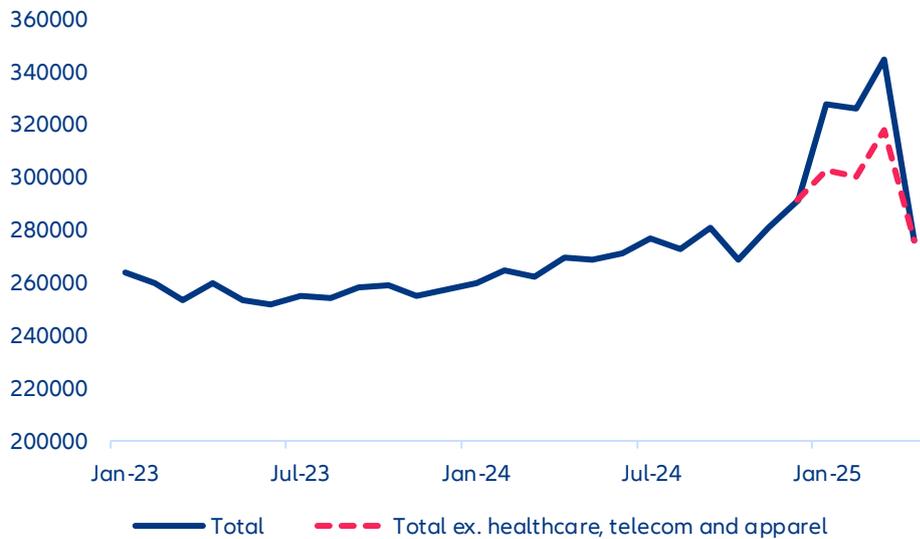
Aziende statunitensi: dai magazzini ai portafogli degli azionisti

L'illusione dell'inventario: importazioni record, magazzini vuoti. Alla fine del 2024 e all'inizio del 2025, le banchine di carico americane sono state occupate da navi portacontainer che riversavano merci a un ritmo sbalorditivo. Le importazioni statunitensi hanno raggiunto quasi 1 trilione di dollari nel 1° trimestre 2025, circa il 27% in più rispetto al 1° trimestre 2024 e al 1° trimestre 2023. È stata un'impennata strabiliante, soprattutto dopo una forte stagione natalizia. Eppure, nonostante tutta questa frenesia in entrata, una cosa si è mossa a malapena: le scorte. I magazzini aziendali non ammucciarono merci anche se i porti traboccavano di merci. Le scorte complessive delle imprese sono aumentate di appena il +0,1% m/m a marzo, mentre le scorte al dettaglio sono diminuite a causa delle vendite piuttosto forti. Questa apparente contraddizione – l'aumento delle importazioni con le scorte piatte – non è un errore contabile. È stato il prodotto di una corsa molto ristretta e molto mirata contro i dazi incombenti. Il boom del commercio era reale, ma la "grande scorta" che molti si aspettavano si è rivelata un fantasma.

L'assistenza sanitaria guida una frenesia alimentata dai dazi. Le importazioni mensili statunitensi di prodotti farmaceutici e medici sono salite a oltre 50 miliardi di dollari nel solo marzo 2025; nel 1° trimestre 2025, le importazioni rappresentavano già circa il 44% delle importazioni farmaceutiche totali per tutto il 2024. Tuttavia, questo non è necessariamente visibile negli inventari delle case farmaceutiche (vedi sopra). Infatti, le importazioni di medicinali e prodotti e attrezzature mediche non si limitano ai produttori di Big Pharma; provenivano per lo più da distributori di farmaci, sistemi ospedalieri e farmacie all'angolo, che hanno ammassato i loro armadietti dei medicinali in vista delle tariffe minacciate da Trump. Il presidente Trump aveva segnalato che i prodotti farmaceutici – per ora ancora risparmiati dalla guerra commerciale – potrebbero essere i prossimi in fila per i dazi. Di conseguenza, l'industria ha adottato un approccio cauto. I farmacisti indipendenti di tutto il paese hanno iniziato a mettere da parte mesi di generici essenziali. Allo stesso modo, i distributori e gli acquirenti ospedalieri hanno fatto il pieno di tutto, dagli antibiotici alle siringhe, con l'obiettivo di proteggere i pazienti da imminenti aumenti dei

prezzi. In breve, la catena di approvvigionamento sanitaria è andata in overdrive, ma non tanto gli altri settori. Per tutti coloro che sono al di fuori della sfera farmaceutica-medica, marzo non è stato una miniera d'oro. Il ruolo sproporzionato della medicina significa che non si può presumere che altre industrie stessero accumulando merci, acciaio o elettronica, solo perché la linea di importazione aggregata è diventata verticale. Questa è stata una tempesta ristretta.

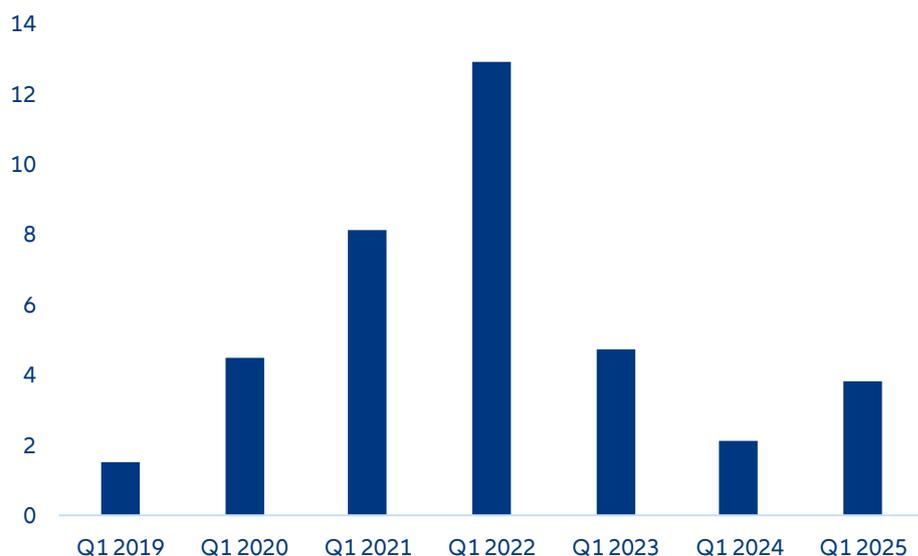
Grafico 11: Importazioni statunitensi (migliaia di USD)



Fonti: Censimento, Allianz Research

Tessile: la grande corsa al guardaroba. La crescita delle importazioni statunitensi di abbigliamento, tessuti e calzature è aumentata del +10% nel 1° trimestre 2025 rispetto al 1° trimestre 2024. Anche le importazioni sono state volatili a causa del Capodanno cinese, con un forte aumento del +17% a gennaio, un più modesto +6% a febbraio e un forte rimbalzo del +14% a/a a marzo. Questo andamento mostra come i timori tariffari abbiano spinto le importazioni di abbigliamento e siano stati rallentati solo dalle interruzioni dell'attività in Asia. All'a fine dello scorso anno, con l'intensificarsi delle tensioni commerciali, gli importatori tessili sono passati da cauti a frenetici nel giro di poche settimane. Le importazioni di abbigliamento negli Stati Uniti sono aumentate di quasi il +16% a/a a novembre 2024, un salto da capogiro per un settore più abituato a oscillazioni modeste. I rivenditori e i produttori di marchi hanno sostanzialmente anticipato i loro ordini di merce primaverile, desiderosi di avere l'inventario a portata di mano prima che i nuovi dazi all'importazione colpissero i loro fornitori stranieri. Il risultato è stato un boom di breve durata nell'abbigliamento e negli afflussi tessili. Tuttavia, questa frenesia delle importazioni non si è tradotta in un prolungato eccesso di scorte. Si è trattato di un frontloading per procura da parte dei consumatori, programmato per battere gli aumenti dei prezzi, piuttosto che di un eccesso di scorte da parte delle società. Di conseguenza, i venditori di abbigliamento non hanno chiuso il trimestre annegando nelle scorte invendute. I dati sulle scorte mostrano che le scorte al dettaglio di abbigliamento sono rimaste stabili o in calo durante il primo trimestre, il che significa che quelle importazioni extra sono andate per lo più direttamente negli armadi dei consumatori, non nei bilanci delle aziende. Qui l'impennata delle importazioni è stata guidata dal tempismo e dalla psicologia dei consumatori, non da un rifornimento in tutta l'economia.

Figura 12: Spesa dei consumatori statunitensi per beni non durevoli (a/a%)

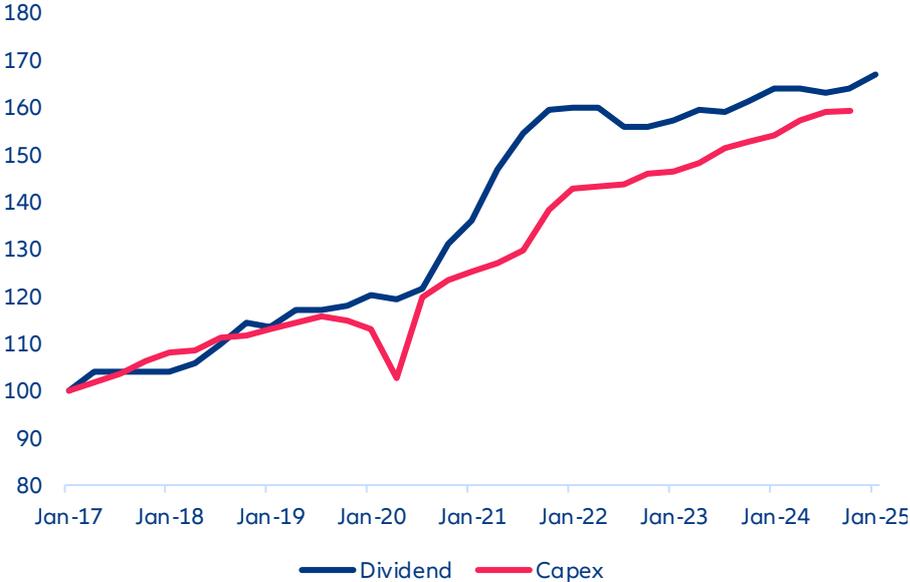


Fonti: BEA, Allianz Research

I dividendi sono ancora in crescita, mentre gli investimenti sono in fase di stallo negli Stati Uniti.

Per tutto il 4° trimestre del 2024 e fino al 2025, le aziende statunitensi hanno dato priorità ai rendimenti degli azionisti rispetto ai grandi investimenti, scegliendo il riacquisto di azioni proprie e i dividendi rispetto alle spese in conto capitale tentacolari. I dati mostrano che i riacquisti sono aumentati e le aziende statunitensi potrebbero riacquistare più di 1 trilione di dollari di azioni proprie nel 2025. Ad aprile, i riacquisti annunciati ammontavano già a 234 miliardi di dollari, ponendo le basi per un anno da record. Al contrario, con l'incertezza, il persistere delle minacce tariffarie, l'incertezza degli indicatori economici e l'opacità del rendimento dei progetti complessi a lungo termine, gli investimenti sono rimasti contenuti. Sebbene alcuni giganti della tecnologia continuino a investire pesantemente nell'infrastruttura dell'intelligenza artificiale, la maggior parte delle aziende mantiene costanti gli investimenti mantenendo un contenuto limitato sulla spesa. Il fatto che i mercati applaudano o mettano in discussione questa posizione può dipendere dall'evoluzione dell'incertezza. Ma per ora, stanno optando per superare la tempesta e sperare in un ritorno alla normalità.

Figura 13: Dividendi netti delle società statunitensi rispetto agli investimenti (1° trimestre 2017=100)



Fonti: BEA, Allianz Research

Aggiornamento del regolamento UE

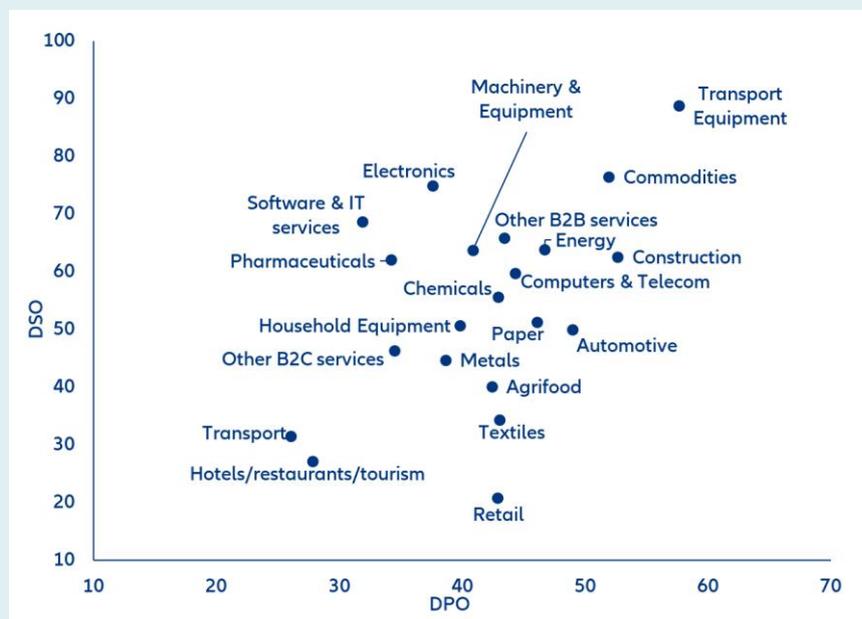
Sono in discussione diverse proposte volte a modificare il quadro normativo in materia di elaborazione dei pagamenti, fatturazione e insolvenze, che potrebbero cambiare radicalmente il modo in cui le imprese operano in Europa.

Il diritto fallimentare, che è stato a lungo disciplinato dalla legislazione nazionale dell'UE, riflette tradizioni giuridiche e priorità economiche distinte in ciascuno Stato membro. Nonostante i numerosi tentativi di armonizzare le norme in materia di insolvenza in tutta l'UE, con il regolamento dell'UE sulle procedure di insolvenza (EIR) e la successiva direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva e sulla seconda opportunità nel 2019, le leggi in materia di insolvenza rimangono lontane dall'essere completamente armonizzate, soprattutto in aree critiche come i fattori scatenanti dell'insolvenza, la classificazione dei creditori e il trattamento dei creditori privilegiati. Con una mossa sorprendente, la Commissione europea non ha menzionato i quadri in materia di insolvenza nella sua comunicazione sull'Unione del risparmio e degli investimenti, ma ha annunciato a maggio che proporrà un 28° regime giuridico nel primo trimestre del 2026. Questo nuovo regime, che potrebbe essere denominato Codice europeo di diritto commerciale, esisterebbe accanto agli ordinamenti giuridici nazionali dei 27 Stati membri dell'UE. Le imprese europee, in particolare le start-up, le PMI e le imprese in crescita, potrebbero "aderire". L'idea alla base di questo concetto è quella di creare un quadro giuridico facoltativo e uniforme in base al quale le imprese e i cittadini di tutta l'UE possano scegliere di operare, semplificando le transazioni transfrontaliere e riducendo la frammentazione giuridica. L'obiettivo è quello di consentire alle aziende di essere costituite digitalmente entro 48 ore. A differenza dell'attuale status di società europea (SE), che è complesso e adatto alle grandi imprese, questo nuovo quadro sarebbe pensato su misura per le startup e le PMI, consentendo loro di scalare facilmente oltre confine senza bisogno di costituzioni nazionali separate. Permangono sfide e ostacoli politici, in quanto un quadro facoltativo richiede il consenso tra gli Stati dell'UE, il che può essere difficile, date le diverse tradizioni giuridiche e gli interessi economici. Tuttavia, in caso di successo, questo potrebbe essere un passo importante nell'armonizzazione delle leggi in materia di insolvenza in Europa. Anche se ciò non avrà un forte impatto sulle insolvenze a breve termine, un 28° regime dovrebbe intensificare la concorrenza nel mercato interno a lungo termine e aumentare strutturalmente le insolvenze nelle regioni meno competitive.

La saga dei termini di pagamento è ancora in corso anche a Bruxelles, dove gli Stati membri e le diverse parti interessate rimangono bloccati sulle loro posizioni nonostante una chiara spinta da parte della Commissione europea a fare progressi in materia. Nel settembre 2023 la Commissione europea ha presentato una proposta per combattere i ritardi di pagamento, che ha limitato i termini di pagamento da 60 a 30 giorni in tutta Europa e ha introdotto limiti e restrizioni rigorosi alla capacità delle imprese di negoziare i termini. La direttiva ha ricevuto un forte sostegno da parte delle PMI, che possono essere colpite da ritardi di pagamento, ma ha suscitato critiche da parte di diversi settori per non aver mantenuto la libertà contrattuale e la flessibilità necessaria alle imprese di tutte le dimensioni per negoziare nel loro migliore interesse. Le imprese hanno anche notato che i diversi requisiti di capitale circolante, i cicli di produzione e le dinamiche di mercato potrebbero essere interrotti da un tale cambiamento nei termini di pagamento, aumentando potenzialmente le insolvenze nei mercati che si basano su termini di pagamento più ampi per il finanziamento del capitale circolante. A maggio la presidenza polacca del Consiglio

europeo ha rimesso sul tavolo la questione e ha cercato un accordo su un approccio più equilibrato per la proposta: i termini di pagamento sarebbero stati limitati a 60 giorni, con la possibilità di estenderli a 120; una semplificazione di alcuni requisiti e un sostanziale alleggerimento degli interessi passivi per i ritardatari. Tuttavia, la coalizione guidata dalla Germania mise ancora una volta fine alle discussioni e si rifiutò di negoziare ulteriormente. I ministri dell'Economia e dell'Industria degli Stati membri si sono incontrati ufficialmente il 22 maggio e hanno ribadito la loro posizione secondo cui il testo dovrebbe essere ritirato. Ciononostante, la Commissione europea e il Parlamento europeo continuano a voler fare progressi su questo dossier, poiché i requisiti di capitale circolante (WCR) e i giorni di vendita in sospeso (DSO) sono in costante aumento. Le imprese europee dovrebbero quindi vigilare su eventuali modifiche normative relative ai termini di pagamento, poiché l'UE rimane impegnata a rispettare il suo programma di competitività, in particolare se si dovesse decidere un approccio unico per tutti, poiché gli attuali comportamenti di pagamento differiscono notevolmente tra i settori all'interno dell'UE (Figura 14), con chiari modelli stagionali per alcuni.

Figura 14: DSO e DPO, livello del 4° trimestre 2024, in numero di giorni di fatturato, in Europa occidentale

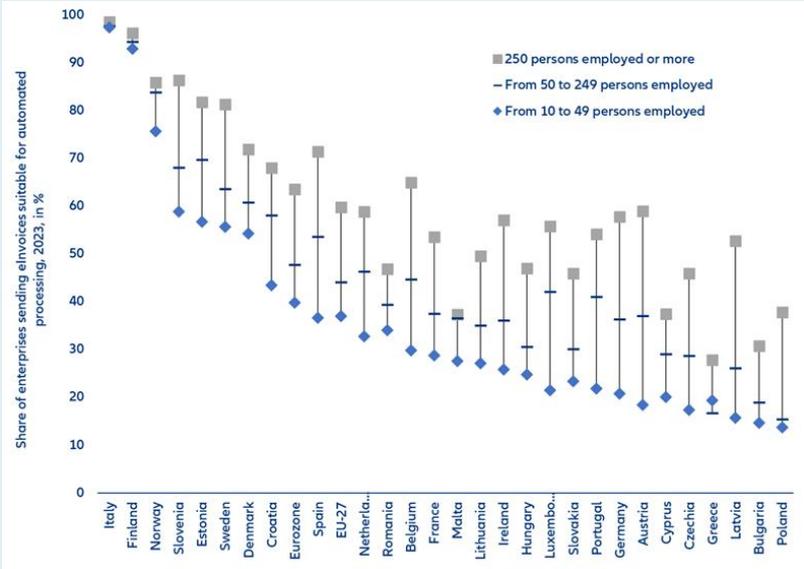


Fonti: LSEG, Allianz Research

Infine, la fatturazione elettronica potrebbe essere un punto di svolta nelle abitudini di pagamento. McKinsey stima che un'ampia adozione della fatturazione elettronica dovrebbe ridurre i termini di pagamento del -20%, riducendo al contempo i costi amministrativi derivanti dall'elaborazione delle fatture del -30%. La fatturazione elettronica (e-invoicing) si riferisce alla creazione, allo scambio e all'archiviazione digitale delle fatture per le transazioni commerciali. A differenza della semplice digitalizzazione (scansione delle fatture cartacee), la fatturazione elettronica richiede un formato standardizzato e l'invio attraverso un sistema centralizzato per garantire trasparenza ed efficienza nelle transazioni B2B. Spesso è anche un modo per i governi di imporre obblighi di comunicazione al fine di combattere le frodi in materia di IVA. L'UE continua

a lavorare per armonizzare ulteriormente le pratiche di fatturazione elettronica in tutti gli Stati membri e i legislatori europei hanno appena approvato la proposta sull'IVA nell'era digitale (ViDA, proposta nel 2022) il 12 febbraio. Questa proposta rappresenta un punto di svolta per la fatturazione elettronica in tutta Europa, in quanto il testo introduce diversi requisiti fondamentali, tra cui il principale dei quali è uno sportello unico europeo per l'IVA (OSS) per la registrazione di un'impresa a partire da luglio 2028 e, a partire dal 1° gennaio 2030, una standardizzazione a livello dell'UE dei sistemi nazionali di fatturazione elettronica a partire da fatture elettroniche strutturate sarà il sistema predefinito per l'emissione delle fatture. La fatturazione elettronica diventerà obbligatoria per le transazioni intracomunitarie e gli Stati membri disporranno di una maggiore flessibilità per implementare un sistema nazionale di fatturazione elettronica. Nel complesso, si prevede che queste normative miglioreranno la trasparenza e l'efficienza delle transazioni commerciali, a vantaggio delle imprese sane e facendo luce su quelle in difficoltà. A breve termine, tuttavia, ciò significa che le imprese devono attuare la transizione, che include in particolare l'integrazione dei sistemi e la formazione del personale, mentre navigano in un panorama complesso di integrazione variabile tra i diversi paesi europei (Figura 15).

Figura 15: Fatturazione elettronica in Europa

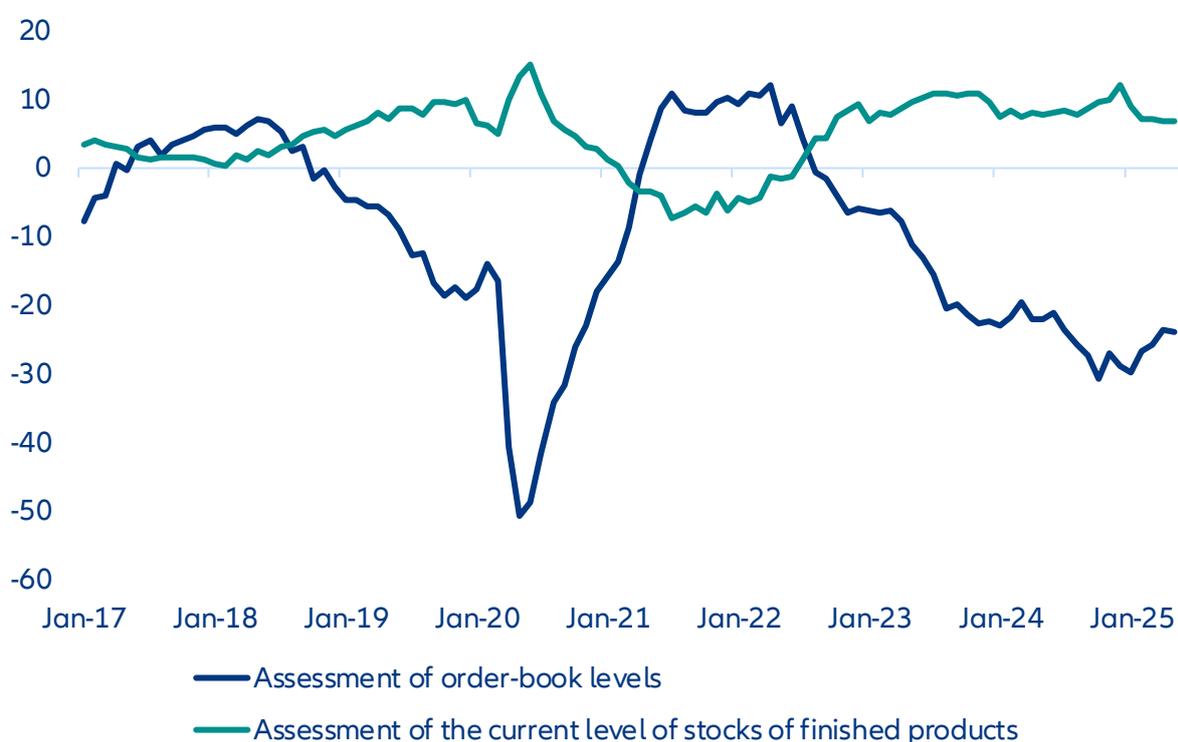


(*) Imprese con 10 o più addetti
 Fonti: Eurostat, Allianz Research

I banchieri nascosti d'Europa

Le società europee stanno assistendo a un aumento delle scorte, poiché lo slancio economico rimane debole. Alla fine del 2024, gli ordini di fabbrica sono diminuiti a causa del riempimento dei magazzini. I dati delle indagini dell'UE mostrano che il portafoglio ordini dei produttori rimane ancora al di sotto del normale, mentre le scorte di prodotti finiti sono ben al di sopra del normale. Questo eccesso di prodotti invenduti riflette un contesto macroeconomico poco brillante: l'economia dell'Eurozona si è appiattita nel 4° trimestre 2024 e ha registrato una crescita modesta solo all'inizio del 2025 a causa della domanda debole (si veda la Figura 16). Dal punto di vista finanziario, la tensione è evidente nei bilanci aziendali. Le aziende europee hanno visto allungare DIO nel 1° trimestre 2025. Inoltre, DSO è rimasto stabile. Al contrario, il DPO è leggermente diminuito. Il risultato è stato un aumento del WCR (vedi sopra). Per ora, il risultato immediato è chiaro: più liquidità aziendale è intrappolata nei magazzini e nei libri contabili dei clienti, poiché i costi di finanziamento sono ancora elevati in Europa.

Figura 16: Valutazione dei livelli del portafoglio ordini e delle scorte nei settori manifatturieri dell'UE

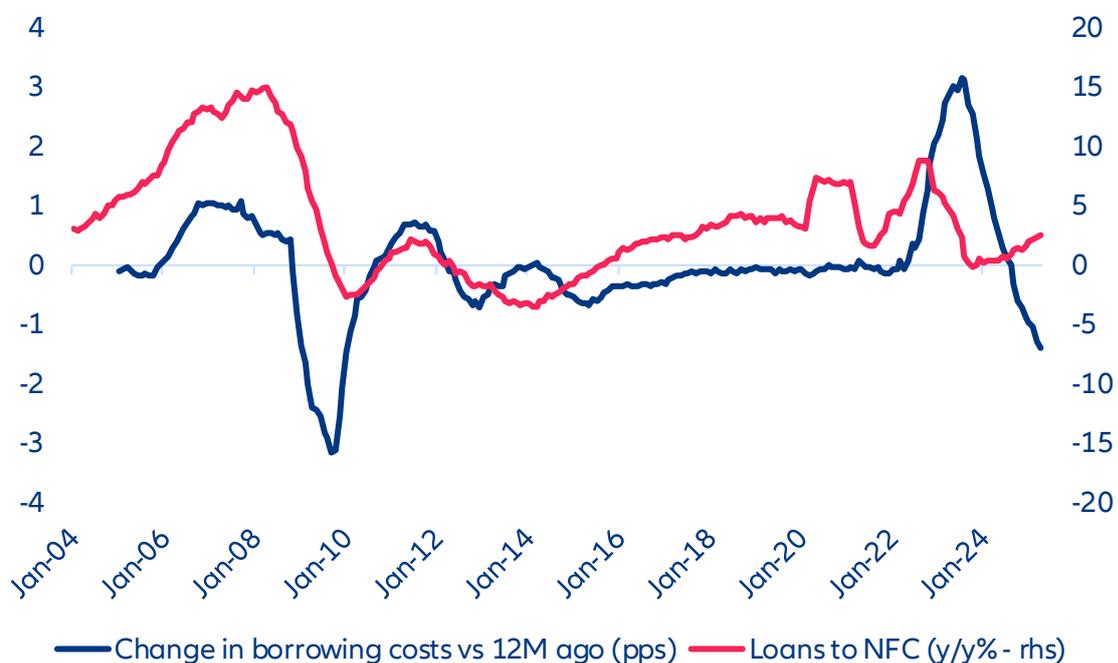


Fonti: Eurostat, Allianz Research

Le grandi imprese europee hanno assunto un ruolo simile alle banche nascoste. I prestiti bancari tradizionali sono rimasti limitati fino al 2024: i prestiti alle società non finanziarie (SNF) nell'Eurozona sono cresciuti in media a un misero +0,8% nel 2024. Sebbene i prestiti sembrano in ripresa negli ultimi tempi (+2,6% a/a ad aprile), il forte calo dei costi di finanziamento non si riflette nella crescita del credito (si veda il grafico 17). Questo scollamento tra la diminuzione del costo del credito e la lenta ripresa della crescita del credito può essere spiegato da tre fattori: (i) le banche rimangono caute nella concessione del credito, (ii) le imprese non chiedono prestiti in

quanto rinviando gli investimenti e (iii) le imprese ottengono finanziamenti attraverso altri canali. In particolare, la nostra analisi sottolinea che le imprese si rivolgono sempre più spesso l'una all'altra per ottenere finanziamenti: fornitori e acquirenti si concedono reciprocamente crediti sotto forma di ritardi di pagamento, e sono le grandi imprese a prorogare le condizioni più generose. Le grandi imprese europee stanno effettivamente concedendo prestiti ai loro clienti e fornitori, colmando un vuoto di credito lasciato dalle banche prudenti. Per mantenere la pace e il flusso delle vendite, stanno giocando a banca. Stimiamo che tra il 4° trimestre 2024 e il 1° trimestre 2025, l'aumento di 4 giorni del divario tra DSO e DPO equivalga ad aggiungere 11 miliardi di euro di finanziamenti alle imprese europee. Questo è all'incirca ciò che le istituzioni finanziarie dell'Eurozona concedono come prestiti nell'arco di un mese (ossia i prestiti mensili medi rettificati si sono attestati a 11,4 miliardi di euro nei primi quattro mesi del 2025).

Figura 17: Crescita dei prestiti rispetto agli oneri finanziari nell'area dell'euro

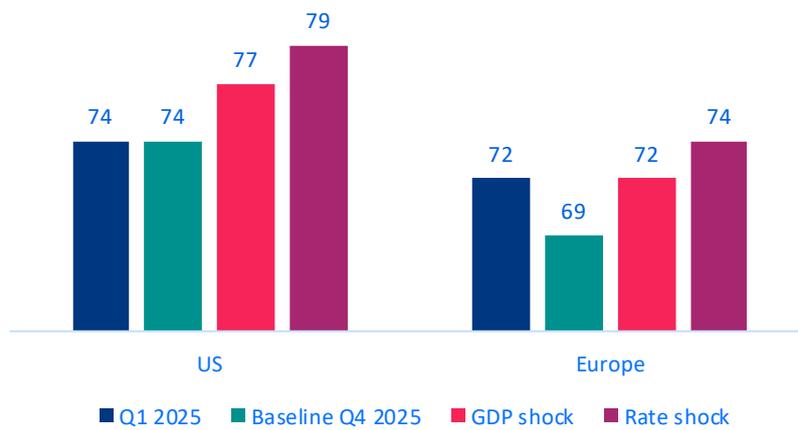


Fonti: BCE, Allianz Research

Le grandi aziende continuano a "prorogare e a fare finta", ma stanno anche accumulando rischi. Stanno detenendo scorte che le aziende più piccole non possono permettersi di mantenere, togliendo di fatto il rischio del prodotto dalle spalle dei fornitori. Allo stesso tempo, concedendo termini di pagamento sempre più permissivi, finanziano clienti e fornitori, assumendosi un rischio di credito più elevato. Per i CFO, questo ruolo bancario nascosto è un delicato atto di equilibrio. Da un lato, aiuta a sostenere l'ecosistema: molte PMI potrebbero non sopravvivere a una carenza di liquidità senza il credito commerciale da parte di partner più grandi. D'altro canto, il rischio si accumula parallelamente alle scorte e i crediti possono trasformarsi in cancellazioni in caso di recessione o di aumento dei tassi d'interesse e insolvenza dei mutuatari più deboli. Hanno

"prorogato e fatto finta": prorogato i termini di pagamento e fatto finta che tutto andasse bene. Le grandi imprese europee si trovano quindi in una posizione insolita: prestatori di prima istanza agli anelli più deboli dell'economia reale, anche se le loro riserve di liquidità saranno messe alla prova. Soprattutto in scenari avversi di minore crescita del PIL o di shock dei tassi di interesse, il loro WCR sarebbe spinto ulteriormente verso l'alto. Stimiamo che un calo di -1 punto percentuale nella crescita del PIL potrebbe aumentare il tasso lordo di 3 giorni rispetto alla nostra previsione di base (cfr. figura 18) sia in Europa che negli Stati Uniti, mentre uno shock di 1 punto percentuale sui costi di finanziamento potrebbe significare che il tasso alcolico di recupero dovrebbe raggiungere il massimo del 2020.

Figura 18: Previsioni WCR e scenari alternativi



Fonte: Allianz Research

APPENDICE STATISTICA

GLOBAL	2024 changes				Q4 2024 level				WESTERN EUROPE	2024 changes				Q4 2024 level			
	DSO	DPO	DI	WCR	DSO	DPO	DI	WCR		DSO	DPO	DI	WCR	DSO	DPO	DI	WCR
Agrifood	2	0	-1	2	40	33	52	59	Agrifood	5	1	6	10	40	42	51	48
Automotive	2	1	1	2	57	48	58	67	Automotive	-3	-2	0	0	50	49	51	52
Chemicals	3	0	0	3	63	39	61	85	Chemicals	5	2	0	4	56	43	69	82
Commodities	1	3	1	0	73	39	20	54	Commodities	-2	1	-1	-3	76	52	65	90
Computers & Telecom	3	1	-2	-1	74	45	63	92	Computers & Telecom	4	0	5	9	60	44	57	72
Construction	2	1	1	2	75	45	54	85	Construction	-2	2	6	3	63	53	48	58
Electronics	4	0	-2	2	83	39	75	118	Electronics	3	2	3	4	75	38	74	112
Energy	1	2	0	0	51	41	25	34	Energy	0	-4	-1	3	64	47	27	44
Household Equipment	2	1	-1	0	64	44	67	87	Household Equipment	1	2	2	2	51	40	65	76
Machinery & Equipment	3	-1	-2	2	83	48	82	117	Machinery & Equipment	2	1	-1	0	64	41	77	100
Metals	2	0	1	3	62	39	71	93	Metals	-1	0	1	0	45	39	80	86
Paper	2	1	3	4	62	41	49	70	Paper	-3	-2	0	-2	51	46	70	75
Pharmaceuticals	2	0	2	3	68	33	68	103	Pharmaceuticals	3	-1	5	10	62	34	70	98
Retail	2	0	2	4	23	36	48	34	Retail	0	2	5	3	21	43	52	30
Services - Financials	8	4	4	9	44	28	34	49	Services - Financials	17	5	6	17	49	33	50	66
Hotels/restaurants/tourism	-1	-1	-1	0	21	21	13	13	Hotels/restaurants/tourism	-8	-7	-6	-7	27	28	22	22
Other B2B services	3	0	0	3	58	33	28	53	Other B2B services	7	0	-6	1	66	43	33	55
Other B2C services	1	0	-1	0	38	21	14	30	Other B2C services	0	6	0	-6	46	35	11	23
Software & IT services	3	1	1	3	66	28	18	56	Software & IT services	3	-2	3	8	69	32	11	48
Textiles	2	1	3	4	52	34	80	98	Textiles	7	-2	-8	1	34	43	90	82
Transport	1	0	1	2	39	27	14	26	Transport	2	1	1	1	32	26	10	16
Transport Equipment	11	0	5	16	87	52	83	118	Transport Equipment	13	2	14	25	89	58	81	112
All sectors	2	1	0	2	62	39	54	78	All sectors	2	0	1	4	56	41	52	67

APAC	2024 changes				Q4 2024 level				US	2024 changes				Q4 2024 level			
	DSO	DPO	DI	WCR	DSO	DPO	DI	WCR		DSO	DPO	DI	WCR	DSO	DPO	DI	WCR
Agrifood	1	-1	-1	2	42	31	51	61	Agrifood	1	-1	-4	-2	31	30	53	54
Automotive	2	0	0	2	61	50	60	71	Automotive	0	1	0	-1	36	38	62	60
Chemicals	2	-1	-1	2	65	39	61	87	Chemicals	2	-2	1	5	47	32	62	77
Commodities	6	1	1	8	81	41	19	59	Commodities	0	-1	-1	0	55	40	17	33
Computers & Telecom	3	1	1	0	76	46	65	95	Computers & Telecom	-3	1	-5	-10	60	34	63	89
Construction	1	1	1	1	82	47	53	87	Construction	1	0	-2	-1	49	26	52	76
Electronics	5	1	1	2	89	42	77	124	Electronics	0	0	-4	-5	64	29	66	101
Energy	2	2	2	1	51	44	27	34	Energy	1	1	1	1	48	35	25	38
Household Equipment	3	1	1	1	69	46	66	89	Household Equipment	-1	0	-7	-8	45	28	67	84
Machinery & Equipment	3	-2	-2	2	89	52	84	121	Machinery & Equipment	2	0	-2	1	64	28	68	104
Metals	2	-1	-1	3	67	40	70	97	Metals	0	2	5	3	52	32	66	85
Paper	2	0	0	3	65	39	45	70	Paper	1	1	-1	-1	44	34	42	52
Pharmaceuticals	5	2	2	6	72	34	72	109	Pharmaceuticals	-2	-2	-5	-4	57	26	56	87
Retail	3	0	0	4	25	36	46	34	Retail	2	0	1	3	13	25	53	41
Services - Financials	2	-3	-3	4	46	24	27	50	Services - Financials	2	5	3	-1	41	28	45	59
Hotels/restaurants/tourism	1	0	0	2	21	21	14	13	Hotels/restaurants/tourism	-2	-1	0	-1	18	14	9	13
Other B2B services	4	1	1	4	56	31	26	51	Other B2B services	-7	-8	-8	-7	59	29	33	62
Other B2C services	3	0	0	3	33	18	15	29	Other B2C services	0	2	0	-2	35	17	13	31
Software & IT services	3	1	1	2	66	27	19	58	Software & IT services	2	-2	-3	0	64	27	22	59
Textiles	2	1	1	4	53	34	80	98	Textiles	-1	1	-6	-8	44	28	68	83
Transport	1	-1	-1	2	42	28	15	29	Transport	0	0	-2	-2	29	21	17	25
Transport Equipment	20	1	1	22	106	63	89	131	Transport Equipment	3	2	4	5	65	32	74	107
All sectors	3	0	0	2	66	40	56	82	All sectors	-1	0	-2	-2	49	29	50	70

Q1 2025	Quarterly change q/q				Quarterly level			
	DSO	DPO	DI	WCR	DSO	DPO	DI	WCR
World	5	2	5	8	66	41	61	86
APAC	5	2	5	8	69	42	63	90
North America	3	1	2	4	53	32	52	72
Western Europe	3	2	3	5	57	40	56	74
Other regions (avg)	7	3	6	9	66	48	57	75

METODOLOGIA

Il nostro calcolo di DSO, DPO, DIO e WCR si basa sui dati finanziari delle società quotate disponibili su LSEG per 35 paesi, ovvero 45.000 aziende che rappresentano oltre 40 trilioni di dollari di fatturato nel 2024.

Ci concentriamo sulle società che hanno pubblicato una versione estesa e dettagliata dei loro dati finanziari (i.e., risultati operativi/finanziari + bilanci) per ogni periodo di riferimento (trimestre, anno) al fine di avere un universo stabile, con variazioni annuali derivanti dal calcolo della successione delle variazioni trimestrali, e con dati annuali di livello e dispersione che mostrano l'ultimo trimestre (Q4 2024).

Tutti i dati sono aggiornati al 3 giugno 2025, compresi i dati degli anni e dei trimestri precedenti, in particolare per il 2023, per il quale sono stati pubblicati ulteriori dati rispetto al nostro precedente rapporto, il che spiega la differenza con i risultati passati.

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

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

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

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

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