

# Consumi: cosa c'entra la ricchezza?

Inoltre, questa settimana: la crescita degli Stati Uniti e la Fed, i prezzi elevati della benzina, gli spread societari ad alto rendimento non scontano i rischi di recessione

27 Gennaio 2023



**Ludovic Subran**  
Chief Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

**Patricia Pelayo Romero**  
Economist – Insurance & ESG  
[patricia.pelayo-romero@allianz.com](mailto:patricia.pelayo-romero@allianz.com)

**Jordi Basco Carrera**  
Lead Investment Strategist  
[jordi.basco-carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco-carrera@allianz.com)

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

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

## SOTTO LALENTE

### Consumi: cosa c'entra la ricchezza?

- Con il cuscinetto di liquidità che è stato costruito durante la pandemia che sta progressivamente perdendo la sua efficacia, è un buon momento per rivedere il comportamento dei consumi, che sta iniziando a perdere slancio in Europa e negli Stati Uniti. L'effetto ricchezza è una teoria economica comportamentale che suggerisce che le fluttuazioni dei prezzi delle attività influenzano la spesa delle famiglie. Tuttavia, riteniamo che l'effetto reddito metta in ombra l'effetto ricchezza in Francia, Germania, Spagna e Stati Uniti. La propensione marginale al consumo (MPC) per differenza dell'1% nel reddito disponibile è dello 0,21% per la Francia, dello 0,71% per la Germania, dello 0,78% per la Spagna e dello 0,35% per gli Stati Uniti. Ciò evidenzia l'importanza di sostenere il reddito delle famiglie come vento a favore per raggiungere il tanto desiderato atterraggio morbido economico..
- Tuttavia, l'effetto ricchezza dei prezzi delle abitazioni domina chiaramente quello dei prezzi di borsa di un fattore prossimo a dieci in Francia, Germania, Italia, Spagna e Stati Uniti. Per l'Europa continentale, tenere a bada l'inflazione è la risposta ai consumi, mentre negli Stati Uniti la prospettiva di una diminuzione della ricchezza pesa sulle speranze della Fed di un atterraggio morbido e tempestoso..

## PUNTI CHIAVE

### I dati sul PIL USA, le pressioni sui prezzi della benzina, gli spread societari high yield ignorano le campagne della recessione

- **I dati sul PIL USA sono risultati più forti del previsto, ma appaiono crepe di fondo**  
— La spesa delle famiglie e del governo ha sorpreso al rialzo, ma ci aspettiamo ancora una recessione nel 1° trimestre 2023, in linea con i recenti dati hard e soft. Questo deterioramento dello slancio dovrebbe confortare la Fed nel rallentare il ritmo dei rialzi dei tassi durante la riunione del FOMC della prossima settimana..

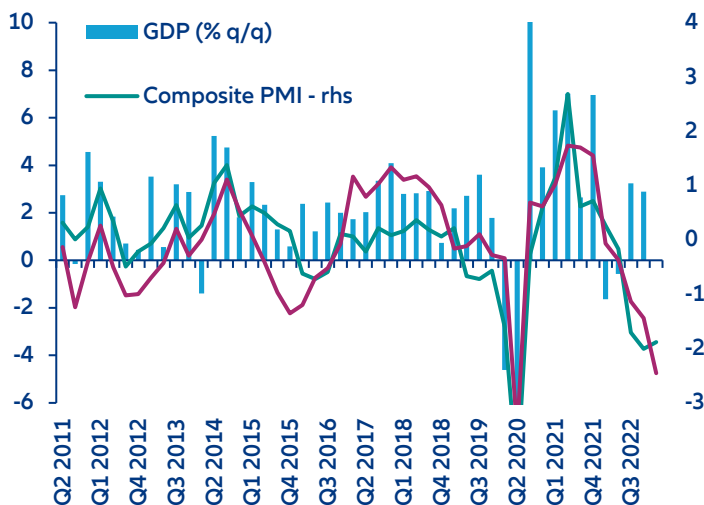
- **Nessun sollievo in vista per i prezzi della benzina** — Mentre l'embargo europeo sul diesel russo sta per iniziare, anche i margini delle raffinerie stanno aumentando e puntano verso il carburante costoso più a lungo.
- **Alto rendimento** – Gli investitori *high yield* non considerano i rischi di recessione e stanno già scontando la fase di ripresa.

### L'economia statunitense chiude il 2022 su basi solide, ma sempre più crepe appaiono sotto la superficie

**Il PIL USA ha superato le aspettative nel 4° trimestre 2022, crescendo del +2,9% t/t annualizzato** (dopo il +3,2% del trimestre precedente). Si tratta di un ritmo più che doppio rispetto a quello previsto nel nostro scenario di dicembre 2022. La spesa delle famiglie per i consumi (+2,1%) e i consumi pubblici (+3,7%) hanno sorpreso in positivo. Tuttavia, altre componenti della spesa sono state deboli, in particolare gli investimenti residenziali (-19%), e la crescita degli investimenti delle imprese (+0,7%) che è rallentata notevolmente rispetto al trimestre precedente. Il commercio netto e le scorte hanno dato un forte impulso alla crescita del PIL, con un calo delle importazioni superiore a quello delle esportazioni.

**I dati soft indicano una recessione a partire dal 1° trimestre 2023, con i dati concreti che recuperano rapidamente.** Le indagini congiunturali pubblicate a gennaio indicano che l'economia sta entrando in recessione (cfr. grafico 1), in linea con le nostre previsioni. Tuttavia, è probabile che le indagini sovrastimino la profondità della recessione, poiché il sentimento delle imprese tende a deteriorarsi eccessivamente quando si parla di recessione. Nel frattempo, i dati concreti pubblicati per dicembre 2022 mostrano che lo slancio economico si è rapidamente affievolito, con le vendite al dettaglio e la produzione industriale in netto calo. Prevediamo una contrazione del PIL del -0,8% (annualizzato) nel 1° trimestre 2023..

Figura 1: Crescita del PIL t/t (annualizzata) e indagini congiunturali (standardizzate)

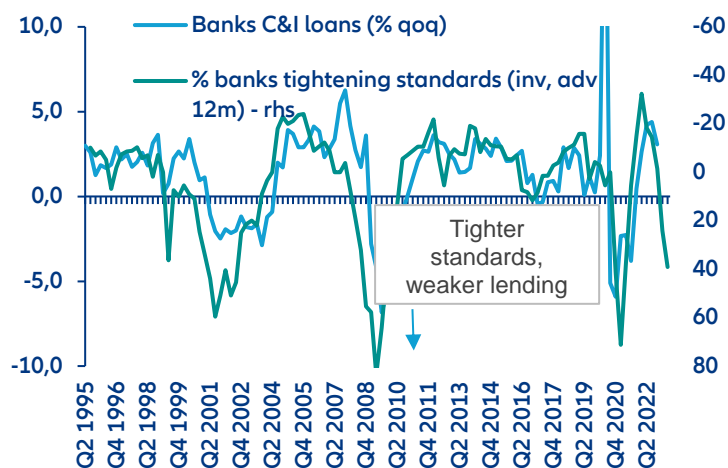


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Prevediamo un calo del PIL fino al 3° trimestre 2023, con una perdita da picco a minimo di circa -1%.** L'inasprimento delle condizioni di credito indotto dalla politica monetaria è rapido. La percentuale di banche che inaspriscono gli standard di credito per i prestiti commerciali e industriali è al livello visto solo durante le precedenti recessioni (2001, 2008-09 e 2020), secondo il Senior Loan Officer Opinion Survey della Fed. Gli investimenti delle imprese sono destinati a diminuire nei prossimi mesi, come suggerito dal calo definitivo delle intenzioni di spesa in conto capitale (cfr. figura 2). Per quanto riguarda le famiglie, i risparmi in eccesso legati alla pandemia si stanno esaurendo rapidamente, mentre i salari reali ancora in calo deprimono il reddito. I prezzi degli immobili hanno iniziato a scendere su base sequenziale su base mensile e, data la nostra aspettativa di un calo del 10-15% dal picco al minimo, gli effetti negativi sulla

ricchezza saranno notevoli nel trascinare verso il basso le spese per consumi nei prossimi mesi, come evidenziato nel nostro articolo di seguito..

Figura 2: Standard di credito delle banche e prestiti C&I



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**In un contesto di deterioramento dello slancio economico, ci aspettiamo che la Fed rallenti il ritmo dei rialzi dei tassi a 25 pb la prossima settimana, seguito da un altro rialzo di 25 pb a marzo.** Nelle ultime settimane, i funzionari della Fed hanno spostato la loro attenzione sul livello dei tassi di interesse piuttosto che sul ritmo di aumento. Poiché l'economia mostra crescenti segnali di debolezza e, soprattutto, con il rapido raffreddamento dell'inflazione, riteniamo che la Fed sarà a suo agio con un tasso massimo sui Fed Funds del 5% (range superiore) raggiunto entro marzo, dall'attuale 4,5%.

### I prezzi del petrolio potrebbero essere diminuiti, ma non c'è sollievo in vista per il consumatore

**L'embargo sul diesel russo e l'aumento dei margini delle raffinerie suggeriscono che i prezzi della benzina rimarranno elevati.** I prezzi del petrolio sono attualmente ben al di sotto dei picchi del 2022: le quotazioni del Brent si aggirano intorno agli 84 USD/bbl contro i quasi 130 USD/bbl di inizio giugno 2022. Prevediamo ancora una media di 95 USD/bbl per quest'anno, grazie all'aumento della domanda cinese, alla ricostituzione delle scorte (le riserve strategiche sono ai minimi da dieci anni negli Stati Uniti e in Europa) e all'offerta limitata dei membri dell'OPEC+. Sebbene l'OPEC+ si riunisca virtualmente la prossima settimana, non prevediamo alcun aumento della produzione target. Oltre al greggio, dal 1° febbraio i Paesi europei smetteranno di importare il diesel russo. Poiché l'approvvigionamento di carburante rimane un problema per la regione, questo significa carburanti potenzialmente più costosi per un periodo più lungo. Inoltre, i margini delle raffinerie sia negli Stati Uniti che nel resto del mondo stanno aumentando (Figura 3), il che significa che la domanda rimane stabile mentre le capacità delle raffinerie rimangono tese. Nel complesso, i consumatori non dovrebbero assistere a cali significativi dei prezzi dei carburanti nei prossimi mesi.

Figura 3: Prezzi del Brent e margini delle raffinerie (USD/barile)

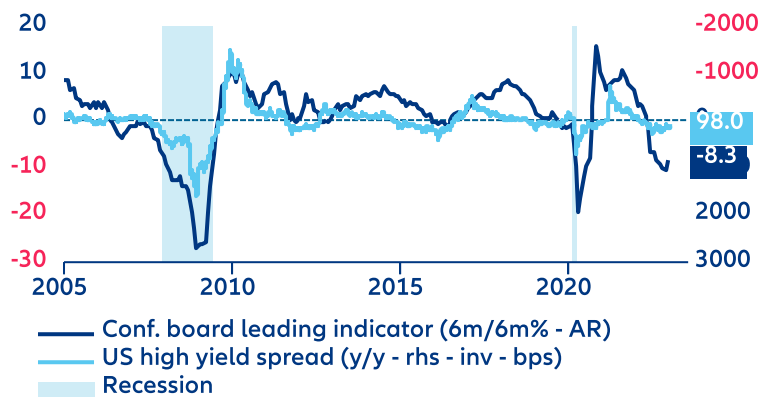


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

### Alcune asset class continuano a ignorare il memorandum di recessione

**I mercati high yield hanno già superato l'imminente recessione, essendo già posizionati per la successiva fase di ripresa.** Con gli indicatori anticipatori economici che continuano a indicare un contesto recessivo, soprattutto negli Stati Uniti, è difficile conciliare l'attuale posizionamento del mercato high yield con il flusso di notizie economiche e fondamentali piuttosto pessimistiche. Prendendo come riferimento l'indicatore anticipatore del Conference Board statunitense, un buon predittore di recessione, il continuo calo suggerisce che gli spread high yield dovrebbero essere molto più ampi. Tuttavia, e incoerente con l'economia sottostante, l'ampliamento dello spread non solo è stato attenuato, ma è anche in gran parte tornato dall'inizio dell'anno. Allo stesso modo, lo spread tra spread creditizi high yield e investment grade si è ridotto, indicando che la percezione del rischio di credito da parte del mercato potrebbe essere troppo ottimistica. Tale modello tende ad essere coerente con un contesto di ripresa post-recessione piuttosto che con un contesto recessivo, indicando così che i mercati high yield potrebbero essere troppo compiacenti e posizionati in modo rialzista (Figura 4).

Figura 4: Indicatore anticipatore dell'economia statunitense e spread societari HY



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

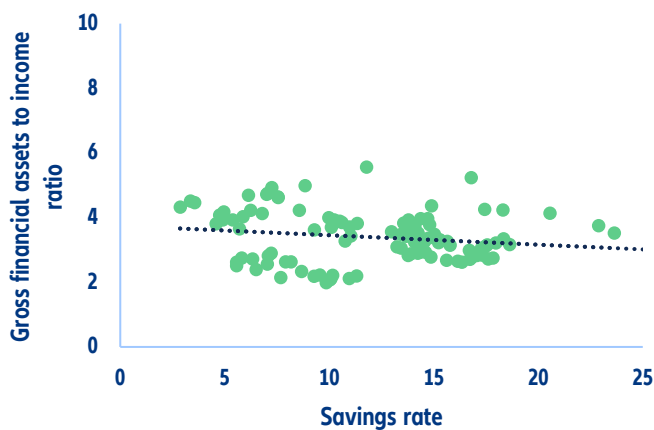
Tenendo conto di ciò, e riconoscendo che il nostro scenario di base comprende un aumento non trascurabile delle insolvenze e un deterioramento dei bilanci delle società come conseguenza diretta della nostra ipotesi di recessione per il 2023, riteniamo che l'attuale posizionamento sia insostenibile. Ci aspettiamo che gli asset rischiosi sottoperformino nel breve termine, invertendo la corsa al rialzo osservata dall'inizio dell'anno. In particolare per l'high yield, prevediamo un ampliamento dello spread a breve termine nell'ordine di +50 pb a +75 pb a livelli prossimi a 500 pb (rispetto agli attuali livelli di 450 pb per EUR HY e 435 pb per US HY).

### IN EVIDENZA

## Effetti sulla ricchezza: i conti tornano

Con la perdita del cuscinetto di liquidità costruito durante la pandemia, è un buon momento per rivedere il comportamento di consumo, che inizia a perdere vigore nelle maggiori economie europee (Francia, Germania, Italia, Spagna) e negli Stati Uniti. Le variazioni del reddito non sono l'unico motore dei consumi delle famiglie; In alcuni mercati, gli impatti sulla ricchezza possono svolgere un ruolo, con fluttuazioni dei prezzi delle attività che influenzano la spesa anche se il reddito non cambia. Negli Stati Uniti, ad esempio, la Federal Reserve ha da tempo incluso l'effetto ricchezza nelle sue previsioni macroeconomiche. Come mostrato nel grafico a dispersione qui sotto, all'aumentare della ricchezza il tasso di risparmio tende a diminuire – e viceversa. In questo contesto, le recenti fluttuazioni dei prezzi delle attività finanziarie e il potenziale calo dei prezzi delle abitazioni potrebbero trascinare ulteriormente verso il basso i consumi? Per scoprire cosa c'è in programma per i consumatori, esaminiamo il rapporto tra patrimonio familiare, reddito e risparmio.

Grafico 5: Rapporto tra attività finanziarie delle famiglie e reddito disponibile personale e tasso di risparmio in Europa e negli Stati Uniti (periodo 2000-2021)



Fonti: Allianz Global Wealth Report 2022, Refinitiv Datastream

Le fluttuazioni dei prezzi degli asset – reali o finanziari – raramente si verificano senza altri sviluppi macroeconomici. Per misurare sia gli effetti del reddito che della ricchezza sui consumi, abbiamo attinto da Caceres (2019) e dalle sue stime macro per misurare entrambi gli impatti in Francia, Germania, Italia, Spagna e Stati Uniti. In generale, troviamo che l'effetto reddito oscura l'effetto ricchezza in tutti i paesi ed è statisticamente significativo, come previsto. La propensione marginale al consumo (MPC) per differenza dell'1% nel reddito disponibile è dello 0,21% per la Francia, dello 0,71% per la Germania, dello 0,78% per la Spagna e dello 0,35% per gli Stati Uniti. Questi effetti sul reddito evidenziano l'importanza di sostenere il reddito delle famiglie come fattori favorevoli per raggiungere il tanto desiderato atterraggio morbido.

Un'altra caratteristica comune alla maggior parte dei paesi è che l'effetto ricchezza dei prezzi delle case domina chiaramente quello dei prezzi del mercato azionario di un fattore prossimo a dieci in Francia, Germania, Italia, Spagna e Stati Uniti, come mostrato nella tabella seguente. Ciò è in linea con le aspettative, in quanto i prezzi del mercato azionario sono più volatili dei prezzi immobiliari.<sup>1</sup> Guardare al fatturato delle vendite di case o alla struttura del risparmio potrebbe contenere alcune delle risposte per ulteriori analisi. Per la Germania, troviamo che gli effetti sulla ricchezza si materializzano con un ritardo di due anni, mentre per gli Stati Uniti e la Francia c'è sia un effetto ritardato che istantaneo.

<sup>1</sup> I nostri risultati di regressione non sono conclusivi per l'Italia e la Spagna, avremmo bisogno di ulteriori ricerche sul comportamento dei consumatori per valutare meglio l'impatto delle variazioni dei prezzi degli asset sul loro processo decisionale.

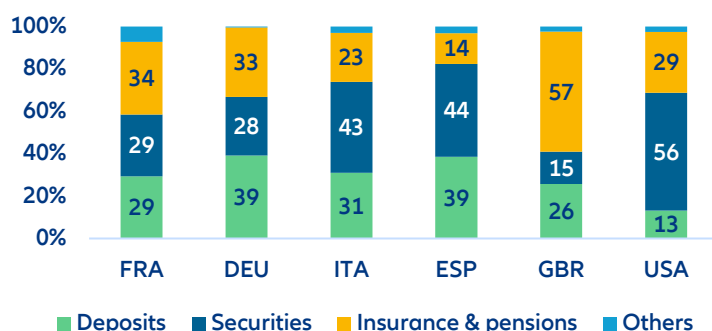
Tabella 1: Risultati della propensione marginale al consumo (MPC) per gli effetti di ricchezza di breve periodo, in %

	Prezzi degli immobili	Prezzi degli indici azionari	Reddito disponibile
FRA	0.11	0.01	0.21
DEU	-0.18	0.02	0.71
ITA	-0.34	0.03	1.42
US	0.16	0.02	0.35

Fonti: Allianz Research

Le differenze nelle strutture del portafoglio delle famiglie hanno anche un impatto sul modo in cui reagiscono alle fluttuazioni dei prezzi delle attività, il che potrebbe spiegare la reazione non convenzionale ai prezzi delle case in Germania, ad esempio, dove solo il 44% delle famiglie sono proprietari di case rispetto al 58% della Francia. Le famiglie statunitensi hanno una quota maggiore della loro ricchezza in titoli (obbligazioni, azioni, fondi comuni di investimento, ecc.). Tuttavia, l'esperienza della crisi dei mutui subprime potrebbe rendere le famiglie più suscettibili alle fluttuazioni dei prezzi degli immobili (cfr. figura 6 di seguito).

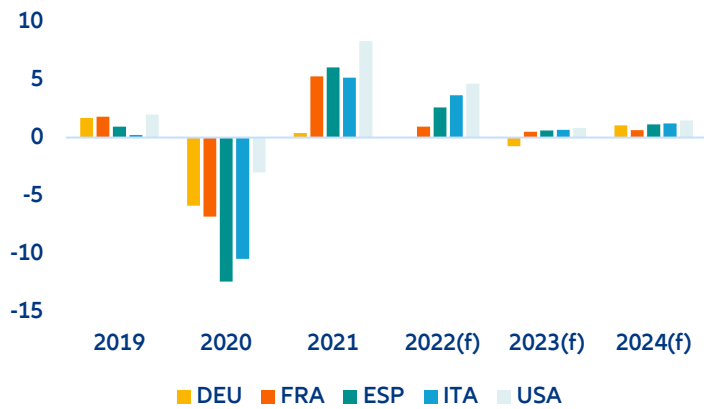
Figura 6: Struttura del portafoglio di attività finanziarie delle famiglie



Fonti: Allianz Global Wealth Report 2022, Refinitiv Datastream

Utilizzando le nostre aspettative macroeconomiche e le previsioni per i prezzi delle attività, pur attingendo agli effetti sul reddito e sulla ricchezza sopra descritti, stimiamo la crescita dei consumi reali nel 2023 e nel 2024. Per l'Europa continentale, stiamo principalmente guardando a una crescita piatta dei consumi in linea con il rallentamento economico della regione. Poiché il reddito disponibile ha l'effetto più forte, sembra che il genio dell'inflazione abbia la risposta poiché le famiglie sono influenzate dai prezzi elevati e dagli effetti economici della guerra in Ucraina. Per gli Stati Uniti, poiché ci aspettiamo che l'inflazione scenda prima, nonostante il forte mercato del lavoro, i consumi potrebbero perdere slancio ed essere parcheggiati per i prossimi due anni in una situazione di stagnazione a causa dell'impatto dei prezzi degli asset sulla funzione del patrimonio netto internalizzato delle famiglie.

Figura 7: Crescita dei consumi, in % (a/a)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

#### RIQUADRO: Appendice metodologica

Abbiamo eseguito modelli autoregressivi vettoriali per ciascuno dei paesi che possono essere mostrati algebricamente come  $\Delta X_t = B_0 + \sum_{i=1}^L B_i \Delta X_{t-i} + \epsilon_t$  dove  $X_t$  è un vettore contenente serie consecutive di crescita reale di: consumi, indici dei prezzi azionari MSCI, indici dei prezzi delle case e reddito disponibile di ciascuno dei cinque paesi dal 1980 fino alle nostre aspettative di scenario del 2024.

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 gamma di servizi forniti da Euler Hermes..