

Global Economic Outlook 2023-25

Executive Summary

Dal nostro ultimo aggiornamento economico trimestrale di settembre, lo slancio della crescita si è indebolito ma è rimasto resiliente, la disinflazione è in corso e i tassi di interesse si stanno stabilizzando, ampiamente in linea con le nostre aspettative. Per sviluppare le nostre prospettive di settembre abbiamo aggiornato le nostre previsioni e abbiamo identificato dieci argomenti chiave sui quali dovremmo tenere gli occhi aperti nel 2024.

- **Il 2024 sarà un anno politico intenso.** Gli elettori europei eleggeranno i loro rappresentanti nell'UE; gli elettori portoghesi, belgi, austriaci, indiani, messicani e britannici eleggeranno i propri parlamentari, mentre anche Stati Uniti, Messico, Taiwan e Romania sceglieranno i nuovi presidenti. In un contesto di crescente populismo e con molti voti incerti, è probabile che le famiglie e le imprese adottino un approccio attendista e rinviino le decisioni economiche chiave, dai grandi acquisti agli investimenti più importanti.
- **Ci aspettiamo un atterraggio morbido negli Stati Uniti e nell'Eurozona,** con crescenti rischi di una recessione prolungata nella prima metà del 2024 per il Vecchio Continente poiché solo il 60% dell'aumento dei tassi ufficiali è stato trasmesso ai mutuatari in Europa. Prevediamo una crescita del PIL nel 2024 pari al +1,4% negli Stati Uniti, +0,8% nell'Eurozona, +4,6% in Cina e +0,6% nel Regno Unito.
- **Grazie all'indebolimento della domanda e agli effetti di base positivi su energia e cibo, la disinflazione sta guadagnando terreno.** Prevediamo che le banche centrali si muoveranno prima di quanto previsto dai previsori economici (ovvero nell'estate del 2024), ma più tardi delle aspettative del mercato poiché ci vuole tempo per raffreddare un mercato del lavoro surriscaldato. In effetti, l'inflazione dei servizi e la crescita dei salari continuano ad alimentare le pressioni inflazionistiche, soprattutto negli Stati Uniti. Entro la fine del 2024, prevediamo che i tassi ufficiali si attesteranno al 4,5% negli Stati Uniti, al 3,5% nell'Eurozona e al 4,5% nel Regno Unito.
- **Le reti di sicurezza fiscale si stanno allentando in Europa poiché la maggior parte dei paesi si è impegnata a contenere moderatamente i deficit fiscali.** Il governo tedesco è riuscito a raggiungere un accordo di bilancio dell'ultimo minuto, ma non prevediamo da tale accordo un grande impulso all'attività economica. Tuttavia, negli Stati Uniti, per ora, il consolidamento fiscale resta più una chiacchiera che una passeggiata.
- **Il commercio globale è destinato a riprendersi modestamente dopo due anni consecutivi di crescita del PIL globale inferiore alla media.** Mentre i paesi europei stanno emergendo dalle recessioni commerciali e i paesi asiatici (esclusa la Cina) stanno ancora beneficiando del rimescolamento nelle catene del valore globali, saranno loro a guidare la ripresa. Inoltre, la riduzione delle scorte nel ciclo economico globale dovrebbe concludersi nel 2024, contribuendo anch'essa alla ripresa.

- **All'inizio di quest'anno c'erano grandi speranze che i consumatori cinesi avrebbero rilanciato l'economia globale, ma queste non hanno salvato la situazione.** La Cina è ancora alle prese con un mercato immobiliare in difficoltà e la fiducia dei consumatori rimane modesta. Per compensare alcune delle sue perdite nei mercati di esportazione globali e la debolezza della domanda interna, la Cina ha aumentato e manterrà il sostegno politico, aumentando allo stesso tempo gli investimenti all'estero per consolidare la propria influenza.
- **La maggior parte dei mercati emergenti è riuscita a frenare con successo l'inflazione,** lottando al contempo contro costi di finanziamento più elevati e contesti sociali talvolta tesi. Gestire la discesa dei tassi, l'indebolimento del dollaro e la riduzione dei deficit gemelli, beneficiando allo stesso tempo dell'amico-shoring (rimpatrio), dovrebbe rivelarsi più semplice. Ma non sarà una passeggiata nel parco poiché gli errori politici potrebbero far deragliare i precedenti successi. Paesi come Egitto, Argentina e Ghana continueranno ad affrontare grossi ostacoli a causa di ingenti debiti che dovranno essere rifinanziati a costi elevati.
- **Finora le aziende sono riuscite ad affrontare con successo il contesto di rendimenti più elevati.** Tuttavia, le insolvenze stanno aumentando nella maggior parte dei paesi, suggerendo l'ampio divario tra le PMI che si trovano ad affrontare problemi di liquidità e redditività e le aziende più grandi che rimangono resilienti. In futuro, l'aumento dei tassi dovrebbe continuare a intaccare la redditività e la liquidità, mentre la crescita dei ricavi dovrebbe attenuarsi. Alcuni settori, come quello immobiliare, delle energie rinnovabili e dell'edilizia, si trovano nel mezzo di una tempesta, con un indebitamento elevato, asset in deprezzamento e grandi esigenze di finanziamento sia per gli investimenti operativi che per quelli in conto capitale.
- **Nel 2024 è improbabile che i tassi di interesse a lungo termine scendano in modo significativo** poiché i tagli politici sono già scontati e il fattore offerta manterrà pressioni al rialzo. Si prevede che le azioni nelle economie avanzate rendano rendimenti prossimi al 5% in un contesto di maggiore volatilità. Gli spread creditizi societari hanno mostrato resilienza, indicando la fiducia del mercato in un atterraggio morbido. Sebbene le prospettive generali siano cautamente ottimistiche, occorre prestare attenzione ai potenziali rischi in segmenti di mercato specifici (ad esempio immobili commerciali, energia ecc.).
- **Nonostante il contesto difficile e alcune crepe finanziarie sotto la superficie rivelate dalla crisi bancaria di breve durata negli Stati Uniti, i mercati sono stati sprezzanti nei confronti delle crescenti pressioni sulla liquidità.** Ci aspettiamo che la stretta di liquidità si intensifichi e aggiunga pressione sugli spread societari. Tuttavia, i rischi non sembrano sistemici poiché permangono alcune riserve sia sul lato aziendale che su quello dei policy maker.

Prospettive macroeconomiche

Un anno politico intenso

L'incertezza della politica geopolitica ed economica agirà come uno shock negativo dell'offerta nel 2024.

Dopo una serie di shock negli ultimi anni – dalla pandemia alla crisi energetica – il fitto calendario elettorale del 2024 si aggiungerà all'incertezza economica mentre i paesi che rappresentano il 60% del PIL globale si recheranno alle urne. In questo contesto, è probabile che i governi, le famiglie e le imprese adottino un approccio attendista, rinviando le principali decisioni economiche. L'incertezza fiscale è particolarmente elevata per la Germania, mentre è in aumento anche in Cina e nel Regno Unito. Gli shock legati all'incertezza politica possono avere un impatto materiale sull'attività e sui prezzi, agendo come shock negativi sull'offerta: aumentando i prezzi si riducono la produzione, gli investimenti e i consumi. Un aumento di una deviazione standard dell'incertezza della politica fiscale derivante dalla spesa pubblica è associato a un calo statisticamente significativo del PIL reale di -1 punto percentuale dopo due anni. L'incertezza della politica monetaria segue una dinamica simile, essendo associata a una diminuzione del PIL reale di -1,3 punti percentuali dopo due anni. Dato l'attuale contesto di elevata inflazione e crescenti rischi di recessione globale, i politici devono compiere ogni sforzo per ridurre al minimo l'incertezza sulle loro decisioni future.

Il populismo è ai massimi storici, con oltre il 25% delle nazioni governate da leader populistici. Dopo 15 anni, il PIL pro capite nei paesi gestiti da leader populistici è in media inferiore del 10% rispetto a quello di un paese gestito da un governo non populista. Inoltre, il governo populista porta spesso a un declino dell'indipendenza della magistratura, della qualità delle elezioni e della libertà di stampa, danneggiando allo stesso tempo il contesto economico favorevole all'innovazione. In Europa, l'aumento dell'inflazione e l'aumento dell'immigrazione hanno alimentato una rinascita del populismo di destra e si teme che il prossimo Parlamento europeo possa essere dominato da voci anti-ambiente e anti-immigrazione, ostacolando i progressi su questioni cruciali come la riforma istituzionale e la sicurezza energetica.

Le elezioni che si svolgono in un contesto polarizzato possono portare a una maggiore incertezza economica, ma un'elevata incertezza può anche portare a esiti più polarizzati e populistici nelle elezioni. In media, l'incertezza di politica economica è più alta del 13% nel mese precedente e nel mese delle elezioni nazionali rispetto agli altri mesi.¹ Negli Stati Uniti, l'aumento dell'incertezza sulle politiche economiche è particolarmente pronunciato in occasione di elezioni presidenziali ravvicinate e altamente polarizzate (+28% nello stesso mese). Questo schema suggerisce anche maggiori picchi di incertezza in occasione di future elezioni in altri Paesi del mondo che hanno registrato un aumento della polarizzazione negli ultimi anni.

Figura 1: Prossime elezioni

	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024
Geopolitically important elections	Taiwan, presidential & parliamentary (Jan) Indonesia, presidential & parliamentary (Feb)	India, parliamentary (Apr / May) South Africa, presidential & parliamentary (May) European Union, parliamentary (Jun)		United Kingdom, parliamentary (Oct) US presidential & parliamentary (Nov)
Further elections	• Finland, presidential (Jan) • Croatia, parliamentary (Mar) • Russia, presidential (Mar) • Portugal, parliamentary (Mar)	• South Korea, parliamentary (Apr) • Mexico, presidential & parliamentary (Jun) • Belgium, parliamentary (Jun)	• Austria, parliamentary (Sep)	• Lithuania, parliamentary (Oct) • Uruguay, presidential & parliamentary (Oct) • Romania, presidential & parliamentary (Nov)

Fonte: Allianz Research

¹ Scott Baker, Aniket Baksy, Nicholas Bloom, Steven Davis e Jonathan Rodden (2020). Elezioni, polarizzazione politica e incertezza economica, NBER Working Paper 27961.

Atterraggio morbido negli Stati Uniti, difficoltà nell'Eurozona

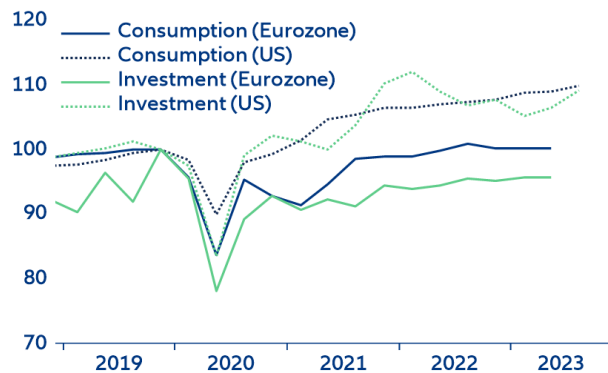
Con l'economia statunitense che sfida la gravità nel 2023, si rafforza lo scenario di un atterraggio morbido per il 2024. Nel 2023 il PIL statunitense sarà cresciuto di circa il +2,4% nonostante la forte stretta monetaria della Federal Reserve. Le famiglie e le imprese hanno costruito bilanci complessivamente solidi, allungando la struttura delle scadenze del loro debito prima della stretta della Fed e bloccando i bassi tassi di interesse fissi. I costi di servizio del debito rappresenteranno meno del 10% del reddito delle famiglie statunitensi alla fine del 2023, il livello più basso della storia recente. Inoltre, le famiglie statunitensi hanno continuato ad attingere ai loro pandemici risparmi per sostenere una solida spesa per consumi. Nel frattempo, la politica fiscale è stata allentata: I pagamenti della previdenza sociale sono aumentati del +12% nel 2023 (molto più dell'inflazione), mentre le aliquote fiscali effettive sulle persone fisiche sono scese di -1,7 punti percentuali tra la fine del 2022 e la fine del 2023 - il calo più netto registrato durante un episodio di inasprimento della Fed almeno dal 1972. Tuttavia, per il 2024 continuiamo a prevedere una rapida decelerazione della crescita, con un punto debole (circa lo 0% di crescita) previsto nel secondo e terzo trimestre. Il contesto di alti tassi di interesse sta iniziando a indebolire alcuni segmenti dell'economia. Le morosità dei prestiti al consumo hanno iniziato a crescere, mentre le assunzioni cicliche (ad esempio nel commercio al dettaglio) stanno perdendo slancio. Nel frattempo, alcuni dei fattori che hanno favorito la crescita del 2023 dovrebbero invertirsi, come una politica fiscale più restrittiva (anche se non eccessiva). A livello aziendale, il prolungato irrigidimento degli standard di prestito da parte delle banche dovrebbe portare a un indebolimento degli investimenti delle imprese, già evidenziato dalle basse intenzioni di investimento. Prevediamo inoltre che le famiglie rallentino l'utilizzo dei risparmi pandemici - che sono ancora lontani dall'essere esauriti (li stimiamo a 1.000 miliardi di dollari nel 3° trimestre 2023) - per finanziare le spese di consumo: i dati indicano che dall'estate 2023 le famiglie hanno spostato sempre più i loro fondi dai depositi liquidi ai depositi a termine e ai fondi del mercato monetario meno liquidi. In questo contesto, la solidità dei bilanci del settore privato, il calo dell'inflazione e il miglioramento del lato dell'offerta dell'economia (grazie alla spinta dell'offerta di lavoro e alla ripresa della produttività) dovrebbero consentire all'economia statunitense di avviarsi verso un atterraggio morbido nel 2024, con il PIL che dovrebbe aumentare di un discreto +1,4% su base annua.

Dopo un lungo periodo di stagnazione economica, l'Eurozona dovrebbe riprendersi nella seconda metà del prossimo anno grazie al venir meno dei venti contrari del passato. L'Eurozona è alle prese con una crescita prossima allo zero da quattro trimestri e le prospettive a breve termine non cambiano il quadro. Anzi, vediamo una piccola recessione tecnica dovuta a un'altra crescita negativa nel 4° trimestre dopo il -0,1% q/q del 3° trimestre 2023. Tuttavia, siamo cautamente ottimisti sul fatto che l'Eurozona possa emergere da questo periodo di stagnazione nella seconda metà del 2024, con una crescita prevista in ripresa grazie alla riduzione di diverse sfide economiche. In primo luogo, si prevede che l'aggressivo inasprimento monetario si attenuerà, rendendo meno rigide le condizioni finanziarie. In secondo luogo, la crisi energetica, un ostacolo significativo per il settore manifatturiero a causa dei prezzi elevati dell'elettricità, sta mostrando segni di sollievo. Sebbene i prezzi rimangano elevati rispetto a prima della guerra in Ucraina, qualsiasi ulteriore diminuzione dei prezzi globali allevierà le pressioni, come vediamo attualmente con i prezzi del Brent scesi di -20 dollari al barile da settembre. Inoltre, l'Eurozona ha a che fare con salari reali depressi, ancora lontani dai livelli pre-Covid, il che ha soffocato la spesa dei consumatori. Queste tendenze hanno lasciato l'Eurozona molto indietro rispetto agli Stati Uniti in termini di attività economica. Fortunatamente, ci sono indicatori di un'inversione di tendenza. La crescita dei salari nominali, unita al calo dell'inflazione, dovrebbe sostenere i salari reali, rinvigorendo potenzialmente la domanda dei consumatori. Infine, la regione è pronta a sperimentare un output gap negativo, il che suggerisce che senza una ricalibrazione della crescita potenziale - che al momento non è prevista - l'attività economica dovrebbe rimbalzare meccanicamente, a meno di shock imprevisti. Questo aggiustamento automatico promette un certo grado di ripresa, ponendo le basi per una ripresa dell'attività economica dell'Eurozona nel medio periodo.

Tabella 1: previsioni di crescita del PIL

Growth (yearly %)	2021	2022	2023f	2024f	2025f
Global	6.2	3.0	2.7	2.4	2.8
USA	5.8	1.9	2.4	1.4	1.9
Latin America	7.1	3.9	2.3	1.7	2.3
Brazil	5.3	3.0	3.1	1.5	1.9
UK	8.7	4.4	0.5	0.6	1.5
Eurozone	5.9	3.4	0.5	0.8	1.7
Germany	3.1	1.9	-0.3	0.5	1.7
France	6.4	2.5	0.8	0.7	1.5
Italy	8.3	3.9	0.7	0.6	1.5
Spain	6.4	5.8	2.4	1.5	1.8
Central and Eastern Europe	6.1	0.8	0.9	2.3	3.1
Poland	6.9	5.1	0.5	2.5	3.0
Russia	5.6	-2.1	3.1	1.6	1.5
Türkiye	11.4	5.5	3.9	2.9	3.9
Asia-Pacific	6.4	3.2	4.4	4.0	3.9
China	8.5	3.0	5.2	4.6	4.2
Japan	2.3	1.0	1.8	1.0	1.0
India	8.9	6.7	6.9	6.3	6.5
Middle East	4.4	6.7	2.3	2.3	3.1
Saudi Arabia	4.3	8.7	1.4	1.8	4.2
Africa	5.8	3.8	2.7	3.4	4.1
South Africa	4.7	1.9	0.7	1.4	1.6

Figura 2: I consumi e gli investimenti restano depressi nell'Eurozona



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Cosa potrebbe andare storto? Non si può escludere una recessione più profonda dell'economia dell'Eurozona, il contagio economico di un crollo del mercato immobiliare commerciale o un'escalation del rischio geopolitico. Il mondo si sta ancora riprendendo da uno shock energetico e sanitario globale che ha portato l'inflazione ai massimi del decennio. Il percorso di ritorno all'equilibrio è naturalmente lastricato di incertezze. Nonostante la tenuta del mercato del lavoro, gli indicatori anticipatori, come i prestiti bancari e il sentiment economico, segnalano una recessione più pronunciata su entrambe le sponde dell'Atlantico. In Germania e Francia, i prezzi dell'elettricità sono ancora tre volte superiori a quelli degli Stati Uniti, rispetto alla

quasi parità precedente al conflitto tra Ucraina e Russia. Questo potrebbe mettere a dura prova il settore manifatturiero ad alta intensità energetica in Europa, portando a un rallentamento economico più pronunciato, in un momento in cui i governi ridurranno drasticamente i sussidi all'energia. Inoltre, non si può ignorare il potenziale contagio derivante dal crollo del mercato immobiliare commerciale, di cui la più grande holding immobiliare privata austriaca, il gruppo Signa, è stata l'ultima vittima. Inoltre, in un mondo con molteplici conflitti in corso, il rischio di escalation è una minaccia persistente. Vediamo questi rischi e li osserviamo con attenzione, ma rimangono uno scenario negativo e non la nostra linea di base. Tuttavia, se questi rischi si concretizzano e portano a un contagio sistemico, il 2024 potrebbe rivelarsi molto più debole di quanto attualmente previsto. In questo scenario negativo, vedremo il realizzarsi di una recessione, una correzione del mercato azionario, un dollaro USA ancora più forte e un numero significativamente maggiore di tagli dei tassi.

La disinflazione sta guadagnando terreno e il cambio di rotta della banca centrale è previsto per l'estate 2024

Il ritmo della disinflazione è accelerato: l'inflazione dovrebbe rientrare nella zona di comfort della maggior parte delle banche centrali entro l'estate del 2024. Il rapido scioglimento delle tensioni sulla catena di approvvigionamento e il calo dei prezzi delle materie prime hanno fatto scendere l'inflazione più rapidamente del previsto verso la fine del 2023. L'inflazione core dei beni si è già completamente normalizzata negli Stati Uniti a partire da settembre, mentre sta rallentando rapidamente nell'Eurozona. È incoraggiante notare che anche l'inflazione dei servizi, più vischiosa, ha iniziato a diminuire in presenza di una crescita salariale più contenuta, pur rimanendo elevata. L'atteggiamento da falco delle banche centrali - sia a parole che nei fatti - ha contribuito in modo decisivo a evitare il decollo di una spirale salari-prezzi, indebolendo la domanda (o evitando il surriscaldamento negli Stati Uniti) e mantenendo le aspettative di inflazione generalmente ben ancorate. Prevediamo che i tassi d'inflazione continueranno a normalizzarsi, come indicato dalle aspettative di riduzione dei prezzi di vendita delle imprese nei sondaggi e dal calo dei prezzi di produzione. L'inflazione headline e core dovrebbe avvicinarsi agli obiettivi della banca centrale entro la prossima estate nelle principali regioni economiche (il Regno Unito è in relativo ritardo), grazie a una crescita più contenuta e a un calo dell'inflazione dei beni e dell'energia che alimenta una graduale riduzione dell'inflazione dei servizi.

La tenuta dei mercati del lavoro, soprattutto in Europa, è stata notevole nonostante la bassa crescita. Le carenze strutturali sono destinate a rimanere. Nonostante la scarsa crescita in Europa negli ultimi 12 mesi, i tassi di disoccupazione sono rimasti ai minimi storici e i posti di lavoro vacanti a livelli storicamente elevati. In alcuni paesi (Francia, Spagna, Regno Unito), ciò è in parte il riflesso di un calo dell'efficienza del lavoro. Tuttavia, più in generale, la ripresa dell'offerta di lavoro e la depressione dei salari reali (il costo del lavoro dal punto di vista delle imprese) hanno incentivato le aziende ad assumere più lavoratori. Con la carenza di manodopera che dovrebbe aggravarsi nei prossimi anni, a causa del deterioramento dei dati demografici, e con una domanda che resisterà (a causa della transizione ecologica, della delocalizzazione, delle esigenze sanitarie, ecc.). Nell'orizzonte di breve termine, prevediamo solo un modesto aumento della disoccupazione negli Stati Uniti e in Europa per il 2024, nonostante la debolezza della crescita, poiché le aziende sono riluttanti a licenziare lavoratori.

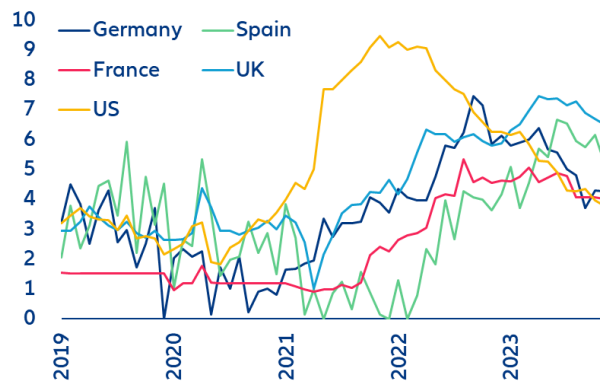
Le banche centrali faranno un cambio di rotta nell'estate del 2024, ma manterranno un orientamento da falco per non essere colte due volte in fallo nel definire l'inflazione. Con un'inflazione a distanza dagli obiettivi delle banche centrali e una crescita contenuta, prevediamo che la Fed inizi il ciclo di allentamento nel giugno 2024, con un taglio iniziale dei tassi di 25 pb, seguita dalla BCE a luglio e dalla BoE a settembre. Tuttavia, adottando l'approccio "una volta si colpisce, due volte si frena", le banche centrali saranno estremamente caute nei loro cicli di allentamento. Nell'Eurozona, dato che l'attività economica accelererà nella seconda metà del 2024, la BCE interromperà i tagli dopo 50 pb e aspetterà di vedere se l'inflazione continuerà a progredire verso l'obiettivo prima di proseguire verso il nostro tasso terminale previsto del 2,75% nel 2025. La nostra previsione è quindi molto più ottimistica rispetto all'attuale prezzo di mercato di circa 140 pb di tagli il prossimo anno. La

ragione principale di questa divergenza è che non vediamo materializzarsi una recessione più profonda come scenario di base, nonostante alcuni indicatori precoci puntino in quella direzione.

Tabella 2: Previsioni dell'inflazione

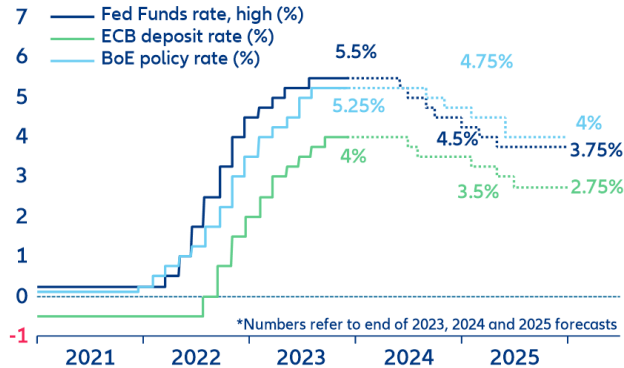
Inflation (yearly %)	2021	2022	2023f	2024f	2025f
Global	4.3	8.4	6.6	4.6	3.6
USA	4.7	8.0	4.1	2.3	2.4
Latin America	13.9	14.9	23.4	15.0	9.2
Brazil	8.3	9.3	5.1	4.2	3.0
UK	2.6	9.1	7.1	3.8	2.6
Eurozone	2.6	8.4	5.5	2.5	2.1
Germany	3.1	6.9	5.9	2.6	2.2
France	1.6	5.2	4.9	1.8	2.0
Italy	1.9	8.2	5.8	2.2	1.9
Spain	3.1	8.4	3.6	3.4	2.2
Central and Eastern Europe	8.1	9.1	11.4	5.8	3.9
Poland	5.1	14.4	11.6	6.0	4.1
Russia	6.7	13.8	5.9	6.4	4.5
Türkiye	19.6	72.3	53.6	37.8	17.4
Asia-Pacific	1.7	3.7	2.7	2.6	2.3
China	0.9	2.0	0.5	1.6	1.7
Japan	-0.2	2.5	3.3	2.2	1.0
India	5.1	6.7	5.6	5.3	4.5
Middle East	15.8	10.3	7.7	5.6	5.1
Saudi Arabia	3.1	2.5	2.8	2.8	2.0
Africa	12.4	16.1	24.4	17.5	11.2
South Africa	4.6	6.9	5.2	4.2	4.5

Figura 3: Monitoraggio dei salari di Indeed sui nuovi assunti, % a/a



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 4: Previsioni di politica monetaria



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

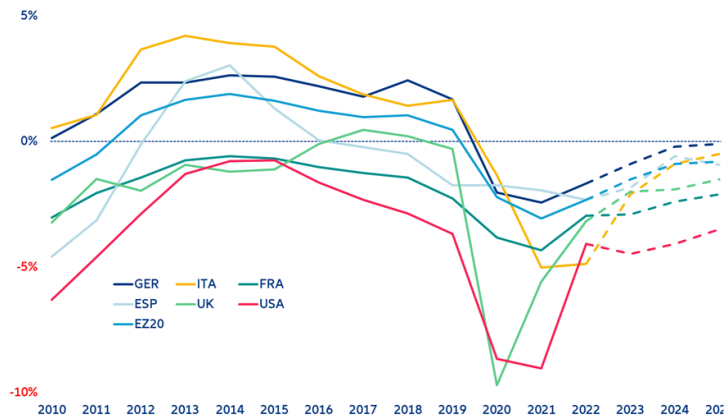
Reti di sicurezza fiscale in via di esaurimento

La risposta fiscale non vincolata attuata durante la crisi pandemica e quella energetica ha aumentato i rapporti debito/PIL e ampliato i deficit fiscali nella maggior parte delle economie avanzate. La dinamica del debito ha poi beneficiato del differenziale favorevole tra crescita nominale e costi di servizio del debito, che ha attenuato le pressioni sui rapporti di indebitamento. Ma in futuro l'aritmetica fiscale ($r-g$) si complicherà, date le prospettive economiche più fosche e l'aumento dei costi di finanziamento. Prevediamo che il rapporto debito/PIL si stabilizzi intorno ai livelli attuali o si riduca solo marginalmente; non si prevede una tendenza significativa al ribasso nel breve/medio termine. Inoltre, i Paesi altamente indebitati dovranno far fronte a interessi più elevati (ad esempio, oltre il 4% del PIL in Italia), ma l'allungamento delle scadenze del debito dovrebbe ridurre i rischi immediati di rinnovo.

Negli Stati Uniti, la politica fiscale dovrebbe diventare leggermente restrittiva nel 2024, ma il deficit fiscale rimarrà elevato in un contesto di economia più debole. Il deficit federale degli Stati Uniti è salito a 1.700 miliardi di dollari nell'esercizio 2023 (-6,3% del PIL) a causa della riduzione della tassazione (in particolare sui redditi personali), della fine delle rimesse della Fed al Tesoro, dell'aumento dei pagamenti degli interessi, della spesa sociale e dei pagamenti alla FDIC. Prevediamo un moderato inasprimento della politica fiscale l'anno prossimo (pari allo 0,4% del PIL) in seguito all'accordo sul limite del debito firmato a giugno dalla Casa Bianca e dal Congresso. Tuttavia, l'indebolimento dell'economia previsto per il 2024 e l'aumento dei pagamenti degli interessi dovrebbero portare a un aumento del deficit federale nel suo complesso. Secondo le nostre proiezioni, il deficit federale per l'anno fiscale 24 aumenterà a 1950 miliardi di dollari (-6,8% del PIL).

Sebbene la reintroduzione delle regole fiscali dell'UE sia prevista per gennaio, molti Paesi dell'Eurozona prevedono un ritorno più graduale agli obiettivi fiscali. Oltre al lento calo del debito/PIL, non prevediamo che i disavanzi di bilancio di Francia, Italia e Spagna tornino al di sotto del -3% del PIL prima del 2026, nonostante la graduale eliminazione delle misure di sostegno all'energia, anche se il percorso di consolidamento fiscale della Germania sarà più rigoroso (vedi sotto). Nel complesso, la posizione fiscale dell'Eurozona si normalizzerà ulteriormente e si restringerà dello 0,6% del PIL nel 2024, dopo lo 0,8% del 2023.

Figura 5: Previsioni sulla posizione di bilancio



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

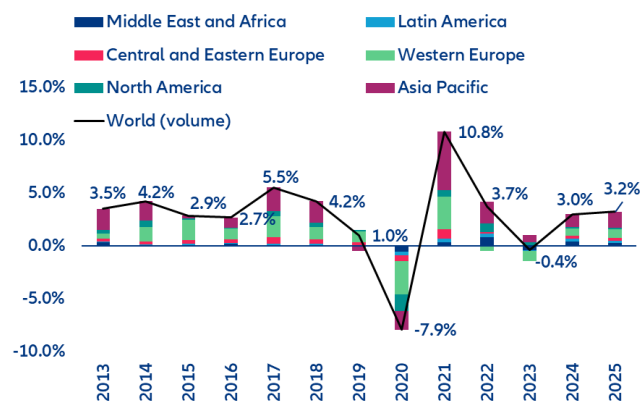
La disputa sul bilancio tedesco rende più restrittiva la spesa fiscale. Il governo tedesco ha aggirato il suo freno al debito dello 0,35% come debito strutturale rispetto al PIL potenziale, in particolare per finanziare il suo programma di lotta al cambiamento climatico. Ma la sentenza della Corte Costituzionale Federale del novembre 2023 ha privato il governo dei finanziamenti per i progetti di politica climatica e industriale: sono in gioco almeno 60 miliardi di euro (con un costo di -0,7 punti percentuali del PIL nel periodo 2023-2027) e potenzialmente altri 200 miliardi di euro accantonati per aiutare la ripresa economica dal fondo di stabilizzazione economica. Questa situazione illustra anche come la Germania sia riuscita a controllare il proprio debito pubblico. Mentre la spesa pubblica in rapporto al PIL era del 45% nel 2019, attualmente è del 48% (dopo aver superato il 50% nel 2020 e 2021). Ciò significa che quasi la metà della produzione economica passa ancora attraverso le casse pubbliche, il che lascia abbastanza spazio di manovra. Ma il governo tedesco ha faticato a trovare un consenso sulla definizione delle priorità nel suo bilancio 2024, poiché dovrà rispettare il freno al debito e consolidare fiscalmente il suo equilibrio strutturale almeno nel 2024 fino a nuovo avviso. Ciò significa che nel 2024 dovrà risparmiare 17 miliardi di euro dal bilancio centrale e 12 miliardi di euro dal Fondo per il clima e la trasformazione (KTF), per un totale dello 0,7% del PIL. È stato annunciato che questo divario sarà finanziato da varie misure, come la scadenza anticipata del premio per l'acquisto di auto elettriche, la riduzione dei sussidi per l'energia solare e dei sussidi per i combustibili fossili dannosi per l'ambiente, nonché misure per il mercato del lavoro. Allo stesso tempo, le entrate per il KTF saranno aumentate grazie all'aumento del prezzo della CO2 a 40 euro a partire dal 2024, ovvero 5 euro in più rispetto a quanto previsto in precedenza. Poiché la Germania si trova ad affrontare un contesto economico difficile, questo crea ulteriore incertezza per le imprese e le famiglie. A causa della mancanza di dati affidabili, ci atteniamo a una crescita dello 0,5% per il 2024. Ma se le cose dovessero precipitare, questo potrebbe comportare una riduzione di circa -0,3 punti percentuali del PIL nel 2024 e potrebbe potenzialmente prolungare la recessione in un contesto già molto debole, in quanto ridurrebbe la competitività e annullerebbe l'effetto di recupero degli investimenti pubblici e privati. L'impasse fiscale della Germania mette in evidenza la necessità di dare priorità agli investimenti in linea con i consumi correnti e di trovare un modo per finanziare gli investimenti necessari negli anni a venire.

La riforma del quadro fiscale dell'UE è stata politicamente complicata, ma il raggiungimento dell'ultimo miglio e la reintroduzione di una serie di regole riviste sembrano ancora possibili. I diversi atteggiamenti fiscali dei Paesi si riflettono negli attuali negoziati (dell'ultimo minuto). Se la Germania chiede il ritorno alla disciplina e a chiari obiettivi di riduzione del debito, paesi come la Francia e l'Italia sostengono percorsi di aggiustamento meno severi e più gradualisti. Vediamo gli Stati membri e le istituzioni disposti a collaborare nei prossimi quindici giorni e qualsiasi azione forte da parte della Commissione europea (ad esempio un ritorno alle vecchie regole che aprono le procedure della PDE) sarà rischiosa al momento delle elezioni europee del 2024, potenzialmente esacerbando alcuni atteggiamenti euroscettici che sembrano non essere scomparsi in tutto il blocco (come si è visto nelle recenti elezioni olandesi, ad esempio).

Il commercio globale esce dalla crisi

Dopo un anno difficile, è probabile che il commercio globale chiuda il 2023 con una contrazione dei volumi commerciali di circa -0,4% a/a. Nonostante il calo dei prezzi dell'energia e la fine delle restrizioni per la pandemia in Cina, che inizialmente avevano fatto sperare in una rapida ripresa economica, il tanto atteso rimbalzo del commercio globale non si è concretizzato. L'Europa ha registrato un notevole calo degli scambi a causa del rallentamento della dinamica economica e di un settore manifatturiero ancora in fase di destoccaggio e alle prese con la crisi energetica. Al contrario, il Sud America ha registrato una crescita delle esportazioni superiore alle aspettative. Nel 2024, il commercio mondiale dovrebbe registrare una timida ripresa, con un aumento del +3% annuo in volume, poiché il destoccaggio avrà probabilmente fatto il suo corso nel 2024, l'Europa uscirà da un secondo anno di recessione commerciale e l'Asia guiderà la ripresa. La Germania dovrebbe registrare un aumento delle esportazioni di quasi 80 miliardi di dollari, mentre Italia, Paesi Bassi e Francia dovrebbero registrare rispettivamente 45, 39 e 35 miliardi di dollari. Sebbene questi guadagni non rappresentino una spinta enorme per le rispettive economie nazionali, essi contribuiscono in modo significativo alla ripresa del commercio globale.

Figura 6: Previsioni sul commercio globale



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

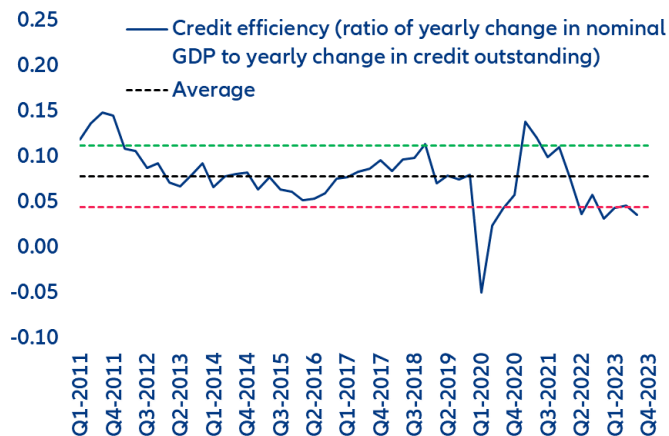
Il consumatore cinese non ha salvato la situazione

Tutti gli occhi sono puntati sul supporto politico. L'economia cinese sta lottando contro la flessione del settore immobiliare, il calo record della fiducia dei consumatori (e di conseguenza la riduzione della spesa pro capite, visti gli effetti negativi sulla ricchezza dovuti al continuo calo dei prezzi degli immobili) e il limitato sostegno della politica fiscale e monetaria. In questo contesto, prevediamo una crescita del PIL del +4,6% nel 2024 e del +4,2% nel 2025. Mentre l'economia ha toccato il fondo dopo la debolezza del secondo trimestre (+0,8% q/q rispetto al +1,5% pre-pandemia), gli indicatori mensili suggeriscono che l'attività economica è rimasta debole sia nel settore manifatturiero che in quello non manifatturiero nell'ultimo trimestre del 2023. In particolare, i dati sul commercio hanno iniziato a migliorare a novembre. I valori delle esportazioni sono aumentati per la prima volta da maggio (+0,5% a/a dopo il -6,4% di ottobre), mentre il livello dei volumi delle esportazioni ha raggiunto un nuovo massimo, sostenuto dalla riduzione dei prezzi degli esportatori. I volumi delle importazioni sono diminuiti (-0,6% a/a dopo il -3%) dopo aver toccato un massimo storico in ottobre, ma è probabile che rimangano forti nel breve termine, dato che il sostegno fiscale aumenta la domanda di materie prime. In prospettiva, è improbabile che la tenuta delle esportazioni sia destinata a durare. La recente forza è almeno in parte alimentata dagli esportatori che tagliano i prezzi per guadagnare quote di mercato. Ma questo non è sostenibile e sta influenzando negativamente i margini delle imprese, che sono scesi a livelli che non si vedevano almeno dal 2010, se si esclude il blocco iniziale della pandemia. Nel complesso, prevediamo un aumento delle esportazioni del +3% in termini di volume nel 2024, con prezzi all'esportazione stabili.

Dopo aver raggiunto un massimo storico di quasi 140 miliardi di dollari nel terzo trimestre del 2022, l'avanzo delle partite correnti si è deteriorato da allora, raggiungendo il minimo di due anni di 63 miliardi di dollari

nel terzo trimestre del 2023. Ciò è dovuto principalmente all'aumento delle importazioni di servizi negli ultimi trimestri. Sul fronte dei conti capitali e finanziari, i deflussi netti di investimenti diretti e di portafoglio sembrano aver ampliato il deficit negli ultimi trimestri. Gli investitori sono ben consapevoli delle difficoltà della Cina nel mercato immobiliare, della bassa fiducia dei consumatori e dell'elevato debito pubblico locale. A fronte delle rinnovate preoccupazioni del settore immobiliare, le autorità cinesi hanno intensificato più volte le misure di agevolazione dell'edilizia abitativa al fine di ridurre l'eccesso di alloggi e migliorare la fiducia dei consumatori, che rimane a un livello minimo record che non si vedeva dal 2015. Riteniamo che queste misure stiano aiutando il mercato immobiliare a stabilizzarsi e a prevenire ulteriori insolvenze da parte dei costruttori. Ma c'è ancora molta strada da fare prima di vedere una ripresa dei prezzi degli immobili. Le vendite di nuove case sono inferiori del -20% rispetto ai livelli dell'anno scorso e gli avvii di nuove case hanno subito una contrazione del -65% rispetto ai picchi del 2020-21. Di conseguenza, è probabile che il sostegno ai finanziamenti venga incrementato, dato che i tassi di interesse reali rimangono al di sopra del 3% per le scadenze a un anno e al di sopra del 4% per le scadenze a cinque anni. A nostro avviso, è necessario ridurre ulteriormente i tassi, insieme a condizioni di credito più favorevoli da parte delle banche, poiché le condizioni di finanziamento per gli sviluppatori privati sono troppo rigide.

Figura 7: Rapporto di efficienza del credito in Cina



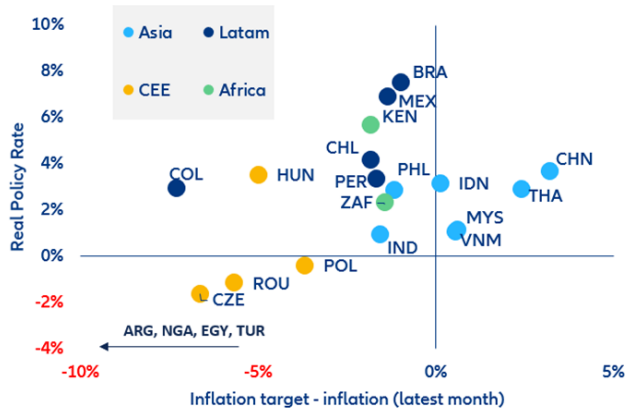
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La selettività è fondamentale nei mercati emergenti

I tagli dei tassi d'interesse si diffonderanno nei mercati emergenti (EM) nel 2024, mentre il miglioramento degli squilibri delle partite correnti dovrebbe continuare ad attenuarsi; entrambi gli elementi costituiscono un fattore di spinta per la "riemersione" degli EM. Dopo un 2022 tumultuoso, gli squilibri delle partite correnti negli EM hanno iniziato a riassorbirsi (in parte grazie alla stabilizzazione dei mercati delle materie prime energetiche), il che, insieme a rialzi precoci e decisi, ha dato alle banche centrali un po' di spazio (Figura 8) per procedere con i primi tagli dei tassi d'interesse (Cile, Brasile e Perù in Latam o Polonia e Ungheria in Europa orientale). Prevediamo che i loro omologhi regionali seguiranno l'esempio entro i prossimi sei mesi, mentre l'Asia EM (esclusa la Cina, dove la battaglia è contro la deflazione) rimarrà cauta e attenderà almeno fino alla seconda metà del 2024 per effettuare i primi tagli. In altre parti del mondo, dove esistono ancora carenze nelle partite correnti e dove i rischi di crisi della bilancia dei pagamenti non sono del tutto scongiurati (ad esempio in Turchia, Egitto o Nigeria), potremmo assistere a ulteriori rialzi prima di un eventuale allentamento monetario, che in ogni caso non avverrà prima della seconda metà del 2024. Data la particolarità di questi tagli asincroni dei tassi d'interesse, non possiamo escludere il ritorno di pressioni sui tassi di cambio o di temporanei deflussi obbligazionari, ma la situazione dovrebbe migliorare in estate, quando le banche centrali delle AE daranno il via ai rispettivi cicli di allentamento monetario e l'USD si indebolirà gradualmente. Allo stesso modo, i rendimenti delle obbligazioni sovrane EM diminuiranno, favoriti dall'allentamento globale. Dal 6,6% attuale,

ci aspettiamo che raggiungano il 6,1% entro la fine del 2024 e il 5,6% entro la fine del 2025. Per quanto riguarda le obbligazioni in valuta estera, ci aspettiamo anche una diminuzione degli spreads, ma in questo caso non sarà così ampia (compressione di 25 pb fino al 2025), il che lascerebbe comunque i costi di indebitamento considerevolmente più alti rispetto all'inizio del 2021.

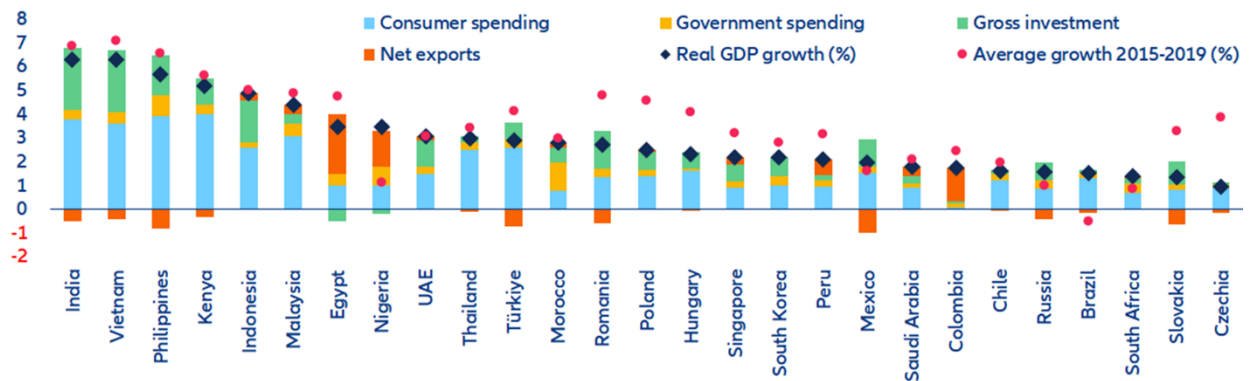
Figura 8: Diffusi tassi di policy reali positivi nei principali mercati emergenti.



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. "Tasso di policy reale" calcolato come l'ultimo dato sull'inflazione meno il tasso di riferimento della BC. Contiene tutti gli aggiornamenti fino all'11/12/2023.

Tuttavia, lo spettro degli EM rischia di diventare sempre più frammentato, con alcuni che avanzano e altri che restano indietro. Le principali incognite rimangono sul fronte della politica monetaria per alcuni EM e sul fronte fiscale per un numero maggiore di Paesi. Il 2024 porta con sé alcune scadenze significative nel rimborso del debito sovrano che si sono accumulate e diventano più difficili da rifinanziare ai tassi attuali. Ciò potrebbe ampliare il divario tra i Paesi che sono in grado di far fronte alla situazione e quelli che potrebbero essere trascinati in una spirale viziosa del debito.

Figura 9: Previsione dei contributi di crescita dei mercati emergenti per il 2024



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

L'opportunità di friend-shoring guadagnerà terreno nel 2024-25. Inizialmente, le motivazioni che hanno spinto a spostare la produzione dalla Cina erano principalmente legate alla preoccupazione di un aumento del costo del lavoro. Tuttavia, negli ultimi anni le differenze ideologiche e le considerazioni geopolitiche sembrano giocare un ruolo sempre più importante. Quest'anno, ad esempio, la Cina ha perso il suo posto di principale partner commerciale degli Stati Uniti a favore del Messico. In questo rimescolamento dei modelli di commercio e di investimento, un certo numero di economie emergenti è destinato a guadagnarci, con i primi vantaggi per le economie che rimangono in prossimità degli Stati Uniti, sia in termini di distanza fisica che geopolitica. Inoltre, poiché le imprese multinazionali con sede in Cina e all'estero cercano di diversificarsi dalla Cina, l'aumento della produttività del lavoro e i costi più bassi della manodopera in molte economie dell'Asia meridionale e sudorientale le rendono una scelta interessante come "plus one" della Cina. A ciò si aggiunge il fatto che alcune economie di questa regione godono di un vantaggio comparativo maggiore rispetto alla Cina nel commercio globale della catena del valore e di una forte complementarità commerciale con gli Stati Uniti e l'UE. L'aumento degli afflussi di investimenti diretti fornisce prove suggestive dell'idea di friend-shoring, con guadagni significativi soprattutto per Indonesia, Vietnam e Malesia. In generale, i Paesi membri dell'ASEAN sembrano svolgere un ruolo sempre più centrale nel settore manifatturiero e possiedono un potenziale significativo nel contesto della transizione verde.

L'analisi del deficit commerciale degli Stati Uniti mostra un chiaro spostamento dalla Cina verso altre economie, soprattutto in Asia, Messico, Canada ed Europa, nonostante i costi più elevati. Nel secondo trimestre del 2023, il deficit commerciale totale degli Stati Uniti è salito a -3,1% del PIL (+0,3pp rispetto al trimestre precedente). L'Asia-Pacifico, escluse Cina e India, ha rappresentato la quota maggiore, pari a oltre un terzo del deficit commerciale statunitense (-1,1% del PIL), seguita da Cina (-0,9% del PIL) e Messico (-0,6% del PIL). Se consideriamo il periodo compreso tra il primo trimestre del 2018 e il secondo trimestre del 2023, scopriamo che il deficit commerciale degli Stati Uniti con la Cina si è ridotto di +0,7 punti percentuali, mentre il deficit commerciale con l'Asia-Pacifico è aumentato di -0,6 punti percentuali, con il Messico di -0,3 punti percentuali e con il Canada di -0,2 punti percentuali. Ciò è coerente anche con il fatto che tra il 2017 e il 2022, la quota delle importazioni statunitensi dalla Cina è diminuita di quasi -5pp, raggiungendo il 17,1% delle importazioni totali, mentre sono aumentate quelle da Vietnam (+2pp al 4%), Taiwan (+1pp al 2,8%), Canada, India, Thailandia (+0,6pp ciascuna, rispettivamente al 13,3%, 2,7% e 1,9%) e Messico (+0,5pp al 13,6%), compensando ampiamente la quota persa dalle importazioni cinesi².

Tuttavia, un completo distacco degli Stati Uniti dalla Cina non è in programma: le interconnessioni nella catena di approvvigionamento globale mantengono gli Stati Uniti esposti alla Cina come fornitore finale. Gli Stati Uniti possono aver rimescolato i loro principali partner commerciali nella regione Asia-Pacifico, ma le importazioni dalla Cina rappresentano la quota maggiore delle importazioni totali nelle economie emergenti asiatiche (ad esempio, quasi il 35%, il 33% e il 23% in Cambogia, Vietnam e Thailandia, rispettivamente). Inoltre, le economie che hanno aumentato la loro quota di mercato delle importazioni totali negli Stati Uniti hanno anche aumentato le loro quote di importazioni cinesi. Un'analisi più approfondita della crescita dei modelli commerciali di queste economie rivela una correlazione positiva tra la crescita delle esportazioni di questi Paesi verso gli Stati Uniti e la crescita delle importazioni di questi Paesi dalla Cina. Ciò sottolinea il fatto che, sebbene gli Stati Uniti abbiano ridotto con successo la loro "dipendenza diretta" dalla Cina, continuano ad acquistare indirettamente i suoi prodotti.

Le aziende stanno assimilando il contesto di rendimenti più elevati

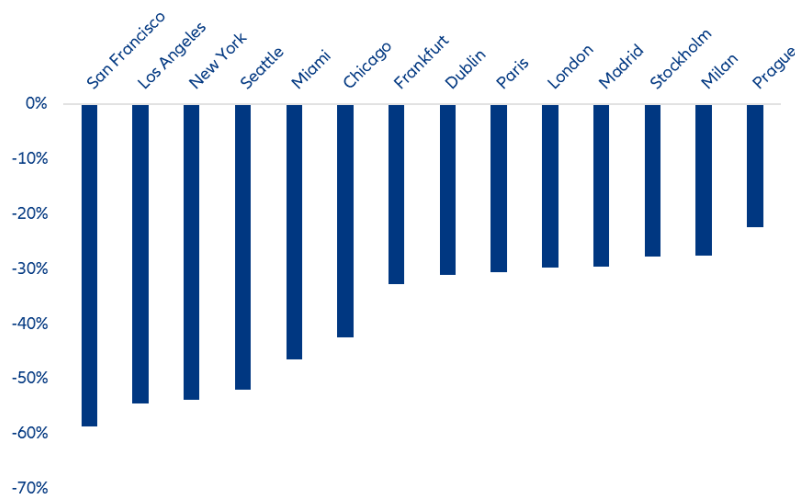
Di fronte all'aumento dei tassi di interesse, le aziende hanno adattato le loro strategie per mitigare i potenziali impatti negativi. L'aumento del costo dei prestiti ha fatto temere un aumento dei tassi di insolvenza. Tuttavia, sebbene gli ultimi dati rivelino un aumento delle insolvenze nella maggior parte dei Paesi, il rischio di

² [What to watch | November 24, 2023 \(allianz.com\)](https://www.allianz.com/what-to-watch)

gravità rimane sotto controllo, poiché sono soprattutto le imprese più piccole a fallire. Diversi fattori hanno permesso alle imprese più grandi di rimanere in una posizione relativamente forte. In primo luogo, le imprese non hanno aumentato il loro debito: gli indici di leva finanziaria su entrambe le sponde dell'Atlantico sono in linea con la media del 2018-2019. In secondo luogo, le imprese hanno contratto prestiti a scadenze più brevi per mitigare l'aumento delle spese per interessi. La scadenza media delle obbligazioni societarie è diminuita costantemente negli ultimi due anni; di conseguenza, la copertura degli interessi per le grandi imprese, sia negli Stati Uniti che in Europa, è prossima a 9. Tuttavia, al di là delle piccole imprese, esistono alcune sacche di rischio: il settore immobiliare, il settore delle costruzioni, le utilities e le energie rinnovabili stanno affrontando notevoli venti contrari. In particolare, il settore immobiliare e quello delle energie rinnovabili stanno pagando il prezzo di una significativa svalutazione degli asset (soprattutto quelli per uffici e quelli eolici), con conseguenti problemi di finanziamento (Figura 10).

Con solo il 60% dell'aumento dei tassi d'interesse recepito nella maggior parte dei paesi europei, le conseguenze maggiori sono ancora in agguato. Ciò comporterà un indebolimento della crescita dei ricavi e un ulteriore aumento della spesa per interessi, che potrebbe mettere a dura prova le aziende che hanno meno liquidità per far fronte ai loro obblighi di debito. Sebbene non prevediamo un rischio di default aziendale diffuso, le imprese più deboli con un'elevata leva finanziaria e una forte dipendenza da finanziamenti esterni per le operazioni e gli investimenti saranno sempre più in difficoltà nel 2024.

Figura 10: Valore degli immobili ad uso ufficio (variazione % T3 2023 - T2 2022)



Fonti: GreenStreet, Allianz Research

Prospettive dei mercati dei capitali

I tassi si dibattono tra il punto di svolta della politica e l'offerta, mentre gli asset rischiosi saranno messi alla prova

Nonostante i cambiamenti nella politica monetaria, è improbabile che i tassi di interesse a lungo termine diminuiscano in modo significativo nel 2024, poiché devono far fronte alla pressione al rialzo esercitata da fattori legati all'offerta, in particolare negli Stati Uniti. Nel 2023, l'aggressivo inasprimento delle banche centrali e la narrativa "più alto per più tempo" hanno spinto i rendimenti a livelli che non si vedevano da oltre

un decennio. In futuro, non vediamo una variazione sostanziale dei livelli nonostante il cambio di rotta della politica monetaria. Dopo tutto, i tassi terminali che verranno raggiunti nel 2025 sono ben al di sopra della politica dei tassi d'interesse zero o addirittura negativi osservata nell'ultimo decennio. Inoltre, l'eccessiva offerta di titoli di Stato, dovuta agli elevati disavanzi fiscali e all'inasprimento quantitativo in corso, impedirà ai rendimenti di scendere molto dai livelli attuali.

I rendimenti tedeschi sono stati spinti ben al di sotto delle nostre stime di fair value recentemente. Questo rally può essere spiegato da diversi fattori. In primo luogo, prevale l'aspettativa di una recessione economica potenzialmente più grave nell'Eurozona, che fa aumentare la domanda di beni rifugio. In secondo luogo, il mercato prevede forti misure di allentamento monetario nel 2024. Infine, i vincoli fiscali in Germania hanno ridotto l'offerta obbligazionaria prevista. Poiché prevediamo un minor numero di tagli dei tassi da parte della BCE e solo una moderata flessione economica seguita da una ripresa nella seconda metà del 2024, riteniamo che l'attuale eccessiva domanda di beni rifugio per il debito tedesco possa essere sovradimensionata. Di conseguenza, ci aspettiamo che i rendimenti tedeschi registrino un modesto aumento rispetto ai livelli attuali nel 2024, prima di scendere nuovamente nel 2025.

Il mercato dei titoli di Stato italiani si è stabilizzato dopo essere stato colpito da "vecchie" preoccupazioni. La tornata autunnale di azioni di rating da parte delle principali agenzie si è conclusa senza i declassamenti tanto temuti, alleviando alcune pressioni sul mercato obbligazionario italiano. In effetti, gli spread si sono allargati in ottobre, quando è stato reso noto il Draft Budgetary Plan, che prevedeva una crescita più bassa e un deficit fiscale più elevato (e un'eventuale riduzione del debito). Inoltre, le emissioni sovrane per il secondo semestre del 2023, orientate al retail, hanno trovato un buon gradimento a livello nazionale, fornendo un ulteriore sollievo dall'inasprimento quantitativo della BCE.

La volatilità sui mercati dei tassi sta per svanire con il ridursi dell'incertezza sull'inflazione e sulla politica monetaria. Nel 2023, la volatilità del mercato obbligazionario si è attestata su livelli tipicamente riservati a shock economici come la crisi finanziaria globale, la pandemia di Covid-19 o l'inizio dell'attacco russo all'Ucraina. La nostra analisi indica che questa volatilità sostenuta deriva in gran parte dall'aumento dell'incertezza della politica monetaria, in contrapposizione alle preoccupazioni predominanti dello scorso anno per l'inflazione. Nel 2024, man mano che il panorama del futuro percorso dell'inflazione e della politica monetaria diventa più visibile, ci aspettiamo una notevole diminuzione della volatilità dei tassi.

Il dollaro USA dovrebbe rimanere relativamente forte nel breve termine prima di una graduale correzione a partire dal secondo trimestre del 2024. La dinamica favorevole della crescita nel corso dell'anno potrebbe mantenere lo slancio nel breve termine e gli elevati tassi di interesse dovrebbero ancora sostenere la valuta nel primo trimestre. In seguito, il nostro scenario di un atterraggio morbido per l'economia statunitense, l'inizio di un ciclo di allentamento monetario da parte della Fed e un miglioramento delle prospettive globali - vale a dire una ripresa del commercio globale, migliori condizioni economiche senza incidenti gravi in Cina - dovrebbero favorire la percezione del rischio sui mercati e pesare sul dollaro USA, soprattutto nel secondo semestre. L'euro dovrebbe beneficiare di questo miglioramento del contesto globale, oltre che di condizioni di crescita relativamente migliori nell'Eurozona, soprattutto in Germania, e di un differenziale di tassi d'interesse favorevole (al momento prevediamo solo un taglio dei tassi di 50 pb da parte della BCE). Tuttavia, notiamo che i rischi di ribasso per l'euro sono elevati, poiché i rischi di recessione non sono trascurabili, il che potrebbe indurre la BCE ad avviare un ciclo di allentamento monetario più pronunciato nella prima metà dell'anno. Inoltre, la crisi energetica è attualmente fuori discussione, ma potrebbe riemergere se i rischi geopolitici dovessero aumentare nuovamente. Nel medio termine, anche le questioni strutturali, in particolare le condizioni commerciali meno favorevoli, sono a sfavore della valuta.

La combinazione di un arresto della frenesia del mercato dell'IA e dell'incertezza sui percorsi di politica monetaria porterà a un anno entusiasmante per le azioni delle economie avanzate, ma i rendimenti saranno molto meno esaltanti. I titoli azionari delle economie avanzate hanno registrato una performance superiore alle aspettative nel 2023, dopo un difficile 2022. Mentre la maggior parte della performance dell'S&P 500 può essere spiegata da una manciata di titoli (Figura 11) e dall'entusiasmo per l'Intelligenza Artificiale (IA), anche l'indice Euro Stoxx, molto meno tecnologico e meno concentrato, registrerà un guadagno vicino al 20%

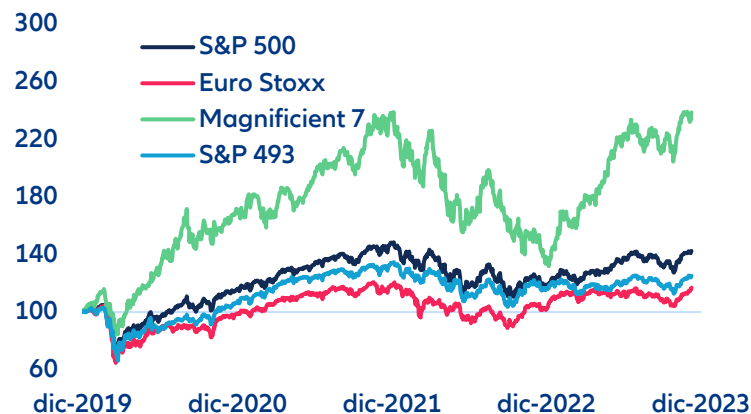
quest'anno. In questo caso, le aspettative di un rimbalzo economico (in titoli relativamente meno costosi) e l'aggressività dei prezzi dei tagli alle politiche del prossimo anno sono i motori di questo cambiamento. Riteniamo che il 2024 metterà alla prova entrambi i fattori, determinando un aumento della volatilità e una leggera correzione nella prima metà dell'anno, man mano che si raffredda l'ottimismo del mercato sui tagli dei tassi (soprattutto nell'Eurozona). Il miglioramento delle condizioni macroeconomiche nella seconda metà dell'anno e la conferma dei primi tagli faranno rientrare le perdite precedenti, anche se secondo le nostre proiezioni non sarà sufficiente a innescare un rally, e la performance annuale rimarrà intorno al 5% nel 2024, con gli Stati Uniti che supereranno leggermente l'Eurozona. Nel 2025, con ulteriori tagli e una crescita maggiore sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona, potremmo assistere a un modesto boom, con una crescita dei prezzi intorno al 10%. Per quanto riguarda i mercati statunitensi, prevediamo una crescita più equilibrata, con il raffreddamento delle speranze dell'AI (a causa delle valutazioni costose e delle preoccupazioni per l'impatto delle nuove normative) e un maggiore sostegno da parte di altri settori (ad es. industriali).

Tabella 3: Previsioni del mercato dei capitali

year-end figures	Last	Unit	2022	2023f	2024f	2025f
EMU						
Government Debt						
ECB deposit rate	4.00	%	2.0	4.00	3.50	2.75
10y yield (Bunds)	2.27	%	2.6	2.4	2.5	2.3
10y EUR swap rate	2.71	%	3.2	2.8	2.9	2.7
Italy 10y sovereign spread	179	bps	213	170	150	140
France 10y sovereign spread	55	bps	53.5	60	40	40
Spain 10y sovereign spread	102	bps	108	100	80	70
Corporate Debt						
Investment grade credit spreads	142	bps	166	140	140	125
High-yield credit spreads	420	bps	494	430	460	425
Equity						
Eurostoxx (total return p.a.)	19 ytd	%	-12	15	4	9
US						
Government Debt						
Fed Funds rate (high)	5.50	%	4.5	5.50	4.50	3.75
10y yield (Treasuries)	4.23	%	3.9	4.2	3.9	3.6
Corporate Debt						
Investment grade credit spreads	110	bps	138	115	115	110
High-yield credit spreads	375	bps	479	385	410	375
Equity						
S&P 500 (total return p.a.)	21.8 ytd	%	-18	18	6	11
UK						
Government Debt						
BoE rate	5.25	%	3.5	5.25	4.75	4.00
10y yield sovereign (Gilt)	3.97	%	3.7	4.3	3.8	3.6
Corporate Debt						
Investment grade credit spreads	140	bps	192	145	140	130
High-yield credit spreads	518	bps	663	530	550	475
Equity						
FTSE 100 (total return p.a.)	5.2 ytd	%	4.7	4	4	8
Emerging Markets						
Government Debt						
Hard currency spread (vs USD)	231	bps	273	235	230	210
Local currency yield	6.4	%	7	6.6	6.1	5.6
Equity						
MSCI EM (total return p.a. in USD)	4.6 ytd	%	-20	4	5	10
Others						
EUR USD	1.08	\$ per €	1.07	1.08	1.12	1.14

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 11: Performance dei principali indici azionari degli Stati Uniti e dell'Eurozona. Riassettato a 100 al 31/12/2019.



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. "S&P 493" si riferisce allo S&P 500 esclusi i magnifici 7.

Gli spread del credito alle imprese sono andati meglio del previsto nel 2023, nonostante il forte ciclo di restringimenti. Ad eccezione delle turbolenze post-SVB (Silicon Valley Bank) gli spread si sono mantenuti su livelli relativamente bassi rispetto agli elevati rendimenti delle attività prive di rischio. Particolarmente degno

di nota è stato il loro allargamento contenuto rispetto all'aumento dei rendimenti sovrani durante la vendita massiva "higher-for-longer" tra agosto e ottobre. Questa resistenza potrebbe essere riassunta dicendo che i mercati continuano a credere in un atterraggio morbido. La disinflazione impeccabile e gli ammortizzatori costruiti negli anni dei tassi bassi consentiranno alle banche centrali di normalizzare i tassi prima che la trasmissione della politica monetaria si ripercuota pienamente sui bilanci delle imprese e prima che si verifichino gravi incrinature nell'economia.

Ma non è tutto oro quello che luccica: è importante fare una distinzione tra la narrativa generale (piuttosto costruttiva) e la stampa dettagliata (potenziali perdite nei segmenti di mercato). Guardando al quadro generale, e sebbene non siamo ottimisti come i mercati per quanto riguarda i tagli dei tassi d'interesse, soprattutto nell'Eurozona, riteniamo che gli spread delle società investment grade chiuderanno l'anno a livelli simili a quelli attuali (US IG: 115bps, EZ IG: 140bps). Anche se in linea di principio questo indicherebbe un anno con pochi movimenti negli spread, pensiamo che ci saranno opportunità di ingresso quando gli spread del credito si allargheranno durante la prima metà dell'anno. Una correzione dell'eccesso di ottimismo nei confronti dei tagli dei tassi, il fatto che l'accelerazione dell'economia si manifesterà solo nella seconda metà dell'anno e, nel frattempo, gli effetti dei tassi d'interesse più elevati per un periodo più lungo (vale a dire la crescita della spesa per interessi mentre attraversiamo il muro del rifinanziamento) creeranno un po' di ansia negli investitori. La graduale compressione nella seconda metà dell'anno si estenderà fino al 2025 (spread IG di fine anno: 110 pb negli Stati Uniti e 125 pb nell'area euro).

Crepe finanziarie sotto la superficie e stretta di liquidità destinate a proseguire

La crisi bancaria della SVB nel marzo 2023 ha mostrato la rapidità con cui il rischio finanziario può materializzarsi, ma anche la rapidità con cui i responsabili politici sono intervenuti. Con i tassi di interesse che raggiungono i massimi storici (BCE) e aumentano a velocità senza precedenti (Fed), l'esplosione dei rischi del settore finanziario è inevitabile e probabilmente destinata a persistere. E vale la pena di evidenziare entrambi i lati del bilancio. Le vulnerabilità dal lato delle attività comprendono le significative perdite non realizzate sul reddito fisso detenute da banche e assicurazioni quando le obbligazioni a più lunga scadenza perdono valore in un contesto di rapido aumento dei tassi di interesse. L'indice obbligazionario aggregato di Bloomberg mostra che il valore di mercato di tutte le obbligazioni è sceso da 7 miliardi di dollari al di sopra del valore nominale a 5 miliardi di dollari al di sotto del valore nominale. I proprietari degli asset hanno quindi perso circa 12 miliardi di dollari in poco più di un anno. SVB è stato un esempio in cui queste perdite sono state dolorosamente realizzate. Tuttavia, la crisi ha anche dimostrato che esiste un prestatore di ultima istanza anche in tempi di restrizione monetaria. La rapida introduzione da parte della Fed del Bank Term Funding Program durante un fine settimana critico ha evitato una potenziale corsa agli sportelli. Questo programma, che offre generose condizioni di prestito, insieme all'aumento effettivo dell'assicurazione sui depositi da 250.000 dollari a un importo illimitato, ha segnalato un solido sostegno ai depositanti al di là della SVB.

Sul fronte delle passività, si profilano sfide di rifinanziamento del debito per i settori fortemente indebitati come quello immobiliare, ma anche per le società non redditizie in un contesto di rendimenti più elevati. Questi problemi sono accentuati nel settore immobiliare commerciale, che si trova ad affrontare una duplice sfida: la riduzione delle entrate dovuta alla tendenza del lavoro da casa e l'aumento dei costi di finanziamento a causa della stretta monetaria determinata dall'inflazione. La recente insolvenza di Signa, la più grande società immobiliare privata austriaca, è un esempio di queste pressioni.

Il rischio di un altro momento SVB o Signa rimane elevato anche in futuro. Ma ci aspettiamo che questi rischi rimangano contenuti e non scatenino una crisi sistemica. Uno dei motivi è il cambio di rotta della politica monetaria, con le banche centrali che toglieranno il piede dai freni nel 2024. In secondo luogo, in caso di crisi imminente, i responsabili della politica fiscale e monetaria sono pronti a intervenire. In terzo luogo, non vediamo il ripetersi di una crisi immobiliare simile a quella del 2007. È improbabile che i prezzi delle case scendano ulteriormente rispetto ai livelli attuali, poiché la domanda supera l'offerta in molti mercati e gli effetti

sulla ricchezza dell'attuale correzione immobiliare dovrebbero essere più attenuati rispetto al 2007, quando il credito per l'acquisto di abitazioni e altre forme di leva finanziaria per i consumatori erano molto più consistenti.