

Allianz Research

Tassi di riferimento: fine dell'inizio o inizio della fine?

Cosa guardare: Recessione dei beni commerciali, nessuna guerra dei prezzi dei veicoli elettrici, l'inflazione morde i risparmi tedeschi, la transizione verde aumenta la operazione

UE-Africa

28 Aprile 2023

Ludovic Subran

Chief Economist

ludovic.subran@allianz.comallianz.com**Maxime Darmet**

Senior Economist

maxime.darmet@allianz-trade.comallianz-trade.com**Aurélien Duthoit**

Senior Sector Advisor

aurelien.duthoit@allianz-trade.comallianz-trade.com**Jasmin Gröschl**

Senior Economist

jasmin.groeschl@allianz.comallianz.com**Françoise Huang**

Senior Economist

françoise.huang@allianz-trade.comallianz-trade.com**Andreas Jobst**

Head of Macroeconomic

and Capital Markets

Research

andreas.jobst@allianz.comallianz.com**Luca Moneta**

Senior Economist

luca.moneta@allianz-trade.comallianz-trade.com**Kathrin Stoffel**

Economist

kathrin.stoffel@allianz.comallianz.com

Cosa osservare

- - Commercio globale - Recessione seguita da una ripresa molto lieve
- - Auto elettriche - Ancora nessuna guerra dei prezzi
- - Risparmi delle famiglie tedesche - Il 2022 è stato peggiore della crisi finanziaria del 2008
- - IDE tedeschi in Africa - Potenziale non sfruttato nelle energie rinnovabili e nei materiali critici

In evidenza - Decisioni sui tassi di interesse: la fine dell'inizio o l'inizio della fine?

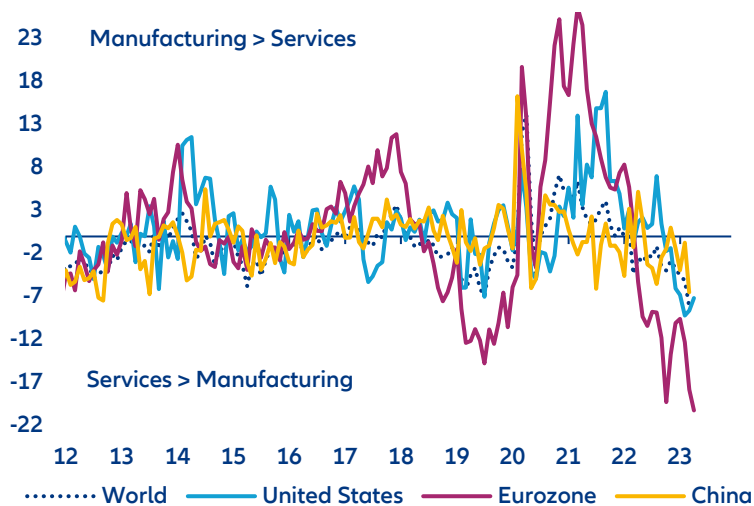
- **In vista della prossima tornata di riunioni di politica monetaria della prossima settimana, le continue tensioni nel settore bancario sollevano la questione se le preoccupazioni per la stabilità finanziaria possano modificare il percorso dei tassi di policy negli Stati Uniti e nell'Eurozona, consentendo all'inflazione di rimanere più alta più a lungo.** L'inflazione complessiva è diminuita (soprattutto negli Stati Uniti); tuttavia, l'inflazione di fondo sta diventando sempre più vischiosa, soprattutto nell'Eurozona, dove ha raggiunto il massimo storico del 5,7% annuo a marzo. Le pressioni salariali spingono sempre più in alto i prezzi dei servizi. Tuttavia, il rischio di uno shock deflazionistico dovuto ai fallimenti delle banche e alla riduzione del credito sembra farsi più serio. Poiché l'offerta di moneta continua a contrarsi, è difficile che si verifichi una ricaduta dell'inflazione, anche se non si possono escludere alcuni scossoni lungo il percorso di normalizzazione dei prezzi.
- **Il costante calo dell'inflazione complessiva negli ultimi cinque mesi (al 6,9% annuo a marzo) non basterà alla BCE per abbandonare il suo orientamento monetario restrittivo.** Il continuo aumento dell'inflazione di fondo rafforzerà la convinzione del Consiglio direttivo della BCE che siano necessari ulteriori aumenti dei tassi per evitare che le (ancora) forti pressioni salariali incorporino un'inflazione più elevata nell'economia. Prevediamo altri due aumenti di 25 pb a maggio e giugno per un tasso terminale del 3,5% (che rimarrà in vigore fino al secondo trimestre del 2024) nonostante la crescita stagnante. C'è il rischio di un rialzo di 50 pb se i numeri della crescita del 1° trimestre sorprenderanno al rialzo e il rischio di ricaduta del secondo ciclo di stress del settore bancario statunitense rimarrà contenuto.

- **La Fed è sulla buona strada per un rialzo dei tassi di 25 pb, l'ultimo di questo ciclo.**
Lo sgradito aumento della liquidità - alimentato dalla crisi bancaria e dal dramma del tetto del debito - dà alla Fed un motivo in più per mantenere i tassi alti nei prossimi mesi, prima di una svolta nel corso dell'anno (-25 pb a novembre e -50 pb a dicembre) al 4,5% da un picco del 5,25%.

Commercio globale - Una recessione seguita da una ripresa molto lieve

I dati pubblicati di recente suggeriscono che la domanda globale ha iniziato il secondo trimestre del 2023 meglio del previsto, ma soprattutto grazie ai servizi (al consumo), con un aiuto limitato per il commercio globale. Le prime stime delle indagini PMI per aprile 2023 indicano il ritmo di crescita mensile più rapido per le economie sviluppate considerate nel loro insieme da quasi un anno. Tuttavia, i dettagli mostrano un quadro molto sbilanciato, con una crescita quasi interamente trainata dai servizi, in particolare dai servizi al consumo (viaggi e turismo). Gli indicatori della domanda sono ancora in contrazione nel settore manifatturiero, mentre segnalano un'espansione nei servizi - una situazione divergente che ha iniziato a emergere la scorsa estate e da allora si è intensificata (Figura 1). Anche in Cina, il rimbalzo dei consumi privati dall'inizio dell'anno è chiaramente più visibile nei servizi. Il consumo dei servizi è di natura più domestica rispetto a quello dei beni, e i primi rappresentano il 20-25% del commercio globale di beni e servizi.

Figura 1: Indici di crescita della domanda (nuovi ordini e arretrati), differenza tra industria manifatturiera e servizi



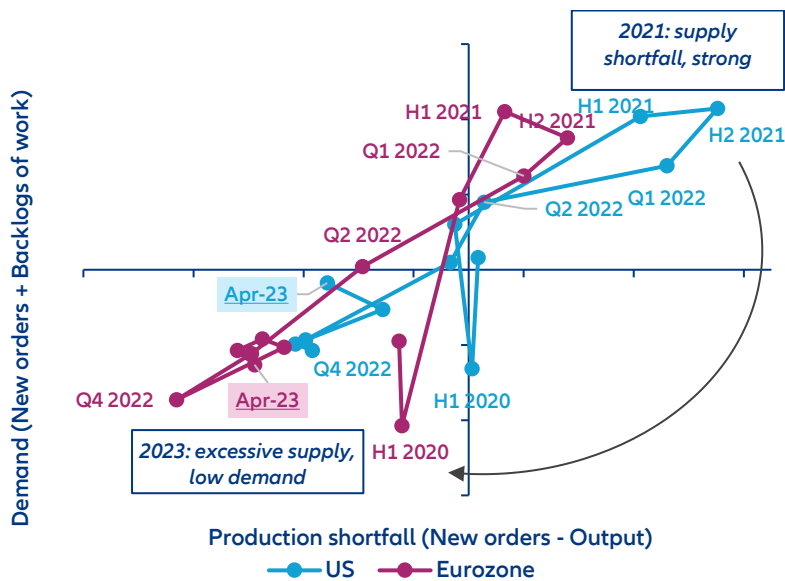
Fonti: S&P Global PMI, Allianz Research

Il settore manifatturiero globale si trova ancora ad affrontare la debolezza della domanda e l'eccesso di offerta, deprimendo i flussi commerciali di beni che sono tornati al livello dell'ottobre 2021. I primi dati di aprile mostrano che negli Stati Uniti e nell'Eurozona la domanda nel settore manifatturiero è rimasta in territorio di contrazione e la produzione ha continuato a essere superiore ai nuovi ordini (Figura 2). Sebbene il tasso di rallentamento della domanda non si stia ulteriormente deteriorando, il che suggerisce che potremmo essere vicini a un minimo, al momento non ci sono segnali di una ripresa imminente. Infatti, anche se l'inflazione sembra aver raggiunto il suo picco e i cicli di rialzo dei tassi di interesse dovrebbero presto concludersi, l'economia reale non ha ancora digerito appieno il loro impatto negativo¹. Ciò significa che i produttori continueranno probabilmente a lottare in un contesto di domanda debole. In questo contesto, anche il commercio globale di beni dovrebbe rimanere debole nel breve termine. I dati più recenti mostrano che in termini di volume, a febbraio 2023, si è registrato un calo di quasi -4% rispetto al recente picco di agosto 2022, riportando il commercio globale di beni al livello di ottobre 2021. La tendenza è simile se si guarda specificamente alle importazioni delle economie sviluppate, con un calo leggermente maggiore rispetto al picco del -5,3%. Notiamo inoltre che il calo del commercio globale di beni in termini di

¹ Si veda il nostro report [US: Credit crunch in the making?](#)

valore è stato maggiore (-7% dal recente picco di giugno 2022), suggerendo una correzione dei prezzi nel contesto della normalizzazione delle catene di approvvigionamento.

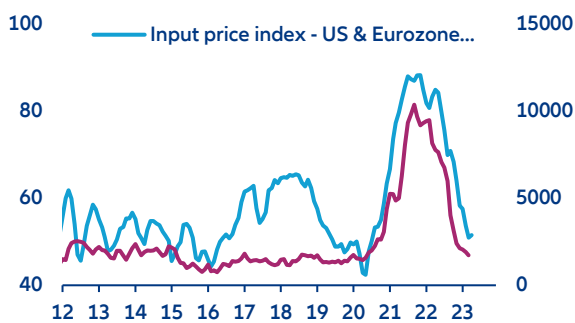
Figura 2: Orologio della domanda e dell'offerta nel settore manifatturiero



Fonti: S&P Global PMI, Allianz Research

Le catene di approvvigionamento globali e le tariffe di trasporto dei container continuano a normalizzarsi. La ricostituzione delle scorte, l'aumento delle capacità produttive e l'indebolimento della domanda fanno sì che dalla seconda metà del 2022 l'industria manifatturiera globale sia stata complessivamente liberata dalle interruzioni della catena di approvvigionamento e dalle carenze di input². Gli ultimi dati confermano che questa tendenza alla normalizzazione (o addirittura all'eccesso di offerta manifatturiera) sta esercitando una pressione al ribasso sul costo dei beni scambiati (Figura 3). Ad aprile, l'indice medio dei prezzi degli input per gli Stati Uniti e l'Eurozona è rimasto vicino al punto più basso da luglio 2020. L'indice medio dei tempi di consegna dei fornitori è migliorato, raggiungendo il livello migliore da quando sono disponibili i dati nel 2007. A marzo, i noli globali dei container sono diminuiti di quasi il -85% rispetto al picco raggiunto nel settembre 2021, attestandosi ora a circa il +20% rispetto al livello medio del 2019. Alcune rotte sono tornate più o meno ai costi pre-pandemia (come quella dall'Asia al Nord America).

Figura 3: Indice dei prezzi dei fattori produttivi e indice dei tassi di nolo dei container

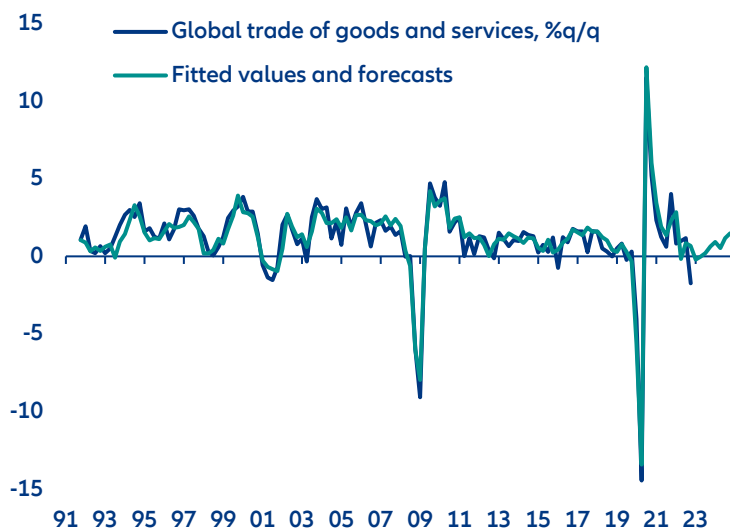


Sources: S&P Global, Drewry, Allianz Research

²Si veda il nostro report [The silver lining for global trade](#).

Nel complesso, continuiamo a prevedere una recessione commerciale e i rischi sono probabilmente al ribasso per le nostre previsioni sul commercio globale per il 2023 e il 2024. Non ci sono segnali di un'imminente ripresa dei flussi di merci, mentre il contraccolpo post-pandemia nei servizi delle economie sviluppate dovrebbe alla fine svanire. Un potenziale punto di forza che fornisce un piccolo sostegno al commercio globale dei servizi è il ritorno alla normalità per i turisti cinesi: A metà aprile i voli internazionali si stanno avvicinando a un terzo dei livelli pre-crisi. Il nostro modello aggiornato di commercio globale mostra che i rischi per le nostre previsioni di crescita in volume del commercio globale di beni e servizi, pari a +0,9% nel 2023 e +3,9% nel 2024, sono chiaramente al ribasso. Il commercio globale di beni e servizi è probabilmente in recessione tecnica dallo scorso autunno e l'ultimo trimestre del 2022 si è rivelato ancora peggiore di quanto avevamo previsto (con un effetto di trascinamento molto negativo per il 2023). Si potrebbe evitare un'altra contrazione nel secondo trimestre, seguita da una ripresa molto lieve nella seconda metà dell'anno e nel 2024. Questo scenario significa che il volume del commercio globale tornerebbe al livello pre-recessione del 3° trimestre 2022 solo nel 2° trimestre 2024.

Figura 4: Commercio globale di beni e servizi, variazione percentuale rispetto al trimestre precedente

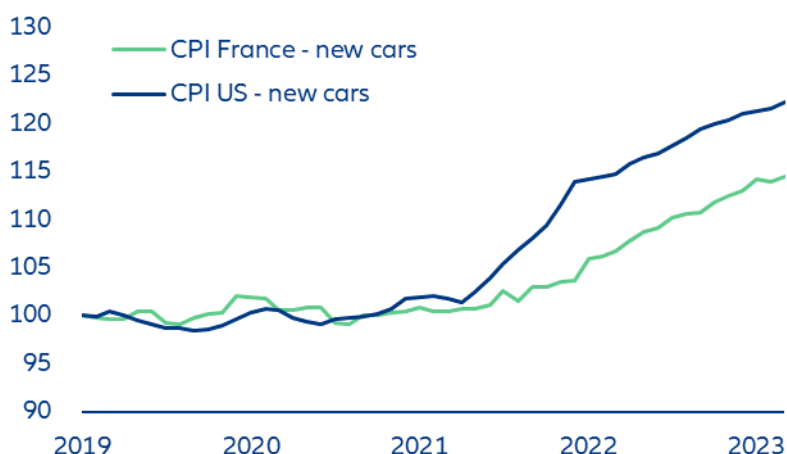


Fonte: Allianz Research

Auto elettriche – Ancora nessuna guerra dei prezzi

I profondi tagli ai prezzi delle auto elettriche a batteria stanno riaccendendo i timori di una guerra dei prezzi nel mercato automobilistico. Ma i prezzi delle auto nuove non mostrano alcun segno di raffreddamento negli Stati Uniti. Tesla, il più grande produttore mondiale di veicoli elettrici a batteria (BEV), ha annunciato un'altra serie di tagli sostanziali ai prezzi in Europa e Nord America. L'anno scorso, l'aumento dei prezzi delle auto nuove e usate (rispettivamente +7% e +11%) ha svolto un ruolo fondamentale nel determinare i dati dell'inflazione globale, contribuendo ai profitti record registrati dalle case automobilistiche dominanti. La mossa di Tesla, pur essendo significativa a livello micro, è improbabile che abbia un impatto sostanziale a livello macro. Con circa 30.000 auto immatricolate in Francia nel 2022, la quota di mercato dell'azienda è in aumento, ma rimane inferiore al 2%. Da gennaio 2023, le due serie di tagli ai prezzi hanno fatto scendere il prezzo delle versioni base della Model 3 e della Model Y rispettivamente del -10% e del -21%. Tenendo conto della quota di mercato dell'azienda, del mix di vendite e dei tagli ai prezzi annunciati, e mantenendo tutto il resto invariato, scopriamo che i tagli ai prezzi annunciati farebbero scendere l'indice totale dei prezzi delle auto nuove in Francia solo del -0,3%. Nel complesso, la Francia ha registrato un aumento del +7,3% a/a nel marzo 2023. Applicando lo stesso procedimento agli Stati Uniti, scopriamo che i prezzi più bassi di Tesla avrebbero un impatto deflazionistico di -0,5pp, ma i prezzi complessivi delle auto nuove sono comunque aumentati del +6,6% (Figura 5).

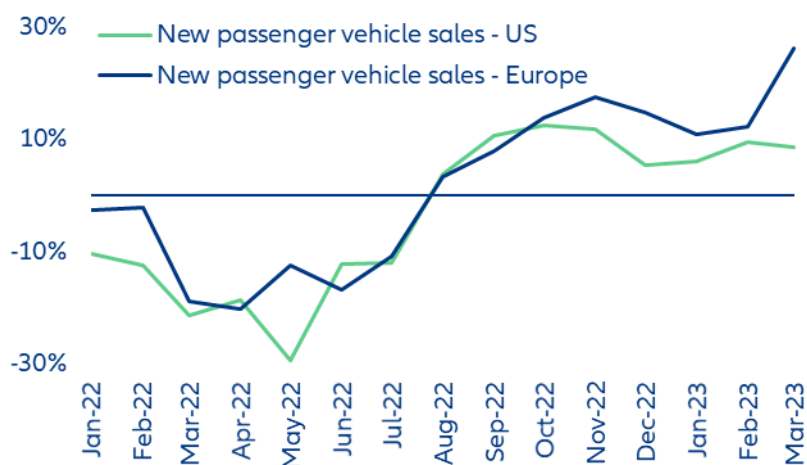
Figura 5: Indice dei prezzi al consumo - auto nuove (gennaio 2019=100)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Altre aziende non vedono alcun motivo per competere sui prezzi quando la domanda continua a riprendersi. Prevediamo che le immatricolazioni di auto in Europa e in Nord America aumenteranno rispettivamente del +4% e del +7% nel 2023. L'impatto macro sarebbe più tangibile se i concorrenti seguissero l'esempio di Tesla. Applicando gli stessi tagli di prezzo annunciati da Tesla non solo alle sue auto, ma anche a tutti i veicoli elettrici a batteria venduti in Francia e negli Stati Uniti dai suoi concorrenti, calcoliamo un impatto negativo sui prezzi delle auto nuove rispettivamente del -2,2% e del -0,9%, divario che riflette la penetrazione molto più elevata dei BEV in Francia (13%) rispetto agli Stati Uniti (6%). Riteniamo improbabile questo scenario. Poiché le immatricolazioni di autovetture sono in continuo aumento dall'agosto 2022 sia in Europa che in Nord America (Figura 6) e i livelli degli ordini rimangono al di sopra del trend, la maggior parte delle case automobilistiche può permettersi una lieve erosione della quota di mercato sapendo che continuerà a godere di un aumento delle consegne. Prevediamo che le immatricolazioni in Europa e in Nord America aumenteranno del +4% e del +7% nel 2023, ma ancora -27% e -14% rispetto ai livelli pre-pandemia, rispettivamente. Piuttosto che una guerra dei prezzi, ci aspettiamo che il progressivo riequilibrio tra l'offerta, in ripresa, e la domanda, che dovrebbe attenuarsi nel corso dell'anno, nei mercati automobilistici europeo e nordamericano riporti i prezzi delle auto all'equilibrio. Infine, i prezzi dei fattori di produzione, sebbene in rallentamento grazie al calo dei prezzi delle materie prime, sono una ragione apprezzabile ma non sufficiente per consentire una moderazione dei prezzi..

Figura 6: Immatricolazioni di autovetture nuove (variazione % a/a)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Una profonda riduzione dei prezzi è una scommessa rischiosa per le case automobilistiche. Un altro motivo per cui è improbabile una riduzione dei prezzi a livello industriale è l'importanza del valore residuo dei veicoli per i clienti privati: Qualsiasi calo di prezzo per un determinato modello nuovo ha un impatto negativo sul valore di rivendita degli stessi modelli già in circolazione e, in una certa misura, su modelli simili. Esempi passati di forti riduzioni di prezzo dei veicoli sono stati accolti da reazioni negative da parte dei clienti attuali, le cui auto hanno immediatamente perso valore, spingendoli a ripensarci prima di acquistare dallo stesso marchio. Il problema è ancora più critico per le aziende specializzate in flotte di autoveicoli, poiché il valore residuo della loro flotta rappresenta la maggior parte delle loro attività: da questo punto di vista, i tagli ai prezzi delle auto nuove stanno avendo un impatto sui loro bilanci. Questo vale anche per la maggior parte delle case automobilistiche che operano in Europa e in Nord America e che offrono servizi di leasing attraverso il loro braccio finanziario, ma in misura molto minore per Tesla, il cui mix di vendite si basa maggiormente sull'acquisto in contanti e sul finanziamento tradizionale del credito.

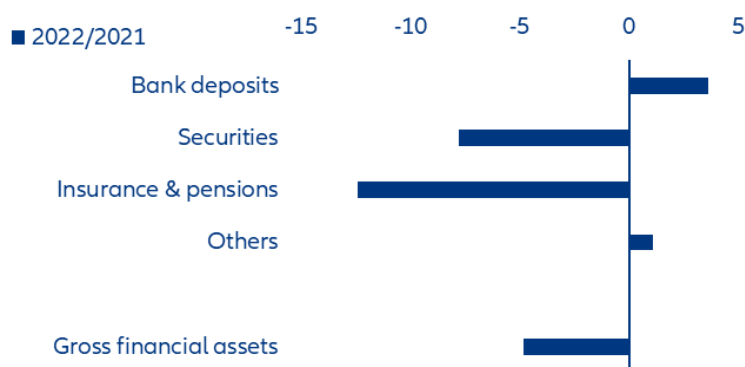
I prezzi dei veicoli elettrici a batteria si adegueranno al ribasso con l'aumento della penetrazione sul mercato. Trovare il giusto ritmo per preservare il valore dell'auto ma garantire che i BEV diventino più accessibili sarà una sfida importante per le case automobilistiche nei prossimi anni. Guardando alla Cina, dove i BEV rappresentano oltre il 20% del mercato, osserviamo che i prezzi stanno scendendo a un ritmo molto più rapido con l'introduzione di nuovi modelli. Insieme alla concorrenza, sono le aziende che scendono lungo la curva di apprendimento (sono più efficienti nella progettazione e nella produzione dei BEV, grazie all'esperienza accumulata), raggiungono economie di scala (hanno costi unitari più bassi con l'aumento dei volumi) e propongono tecnologie innovative (in particolare le chimiche emergenti delle batterie) che garantiranno in futuro la parità di prezzo tra i veicoli con motore a combustione interna e quelli elettrici.

Risparmio delle famiglie tedesche: il 2022 è stato peggiore della crisi finanziaria del 2008

Dopo tre anni di crescita straordinariamente forte (+7,7% in media annua), le attività finanziarie delle famiglie tedesche sono diminuite del -4,8% a 7.462 miliardi di euro nel 2022. La buona performance del mercato azionario alla fine dell'anno non ha potuto compensare le perdite dei primi tre trimestri. In termini reali, il calo è stato di ben -13,5% nel 2022. Per fare un paragone, anche all'inizio della crisi finanziaria globale nel 2008, le perdite degli asset erano solo del -4,5%. Inoltre, l'eccesso di risparmio esiste ormai solo sulla carta: l'impennata dell'inflazione ha cancellato tutti i guadagni della pandemia. Mentre i valori nominali sono più alti del 10,2% rispetto alla fine del 2019, gli asset finanziari hanno perso il 2,1% di valore in termini reali.

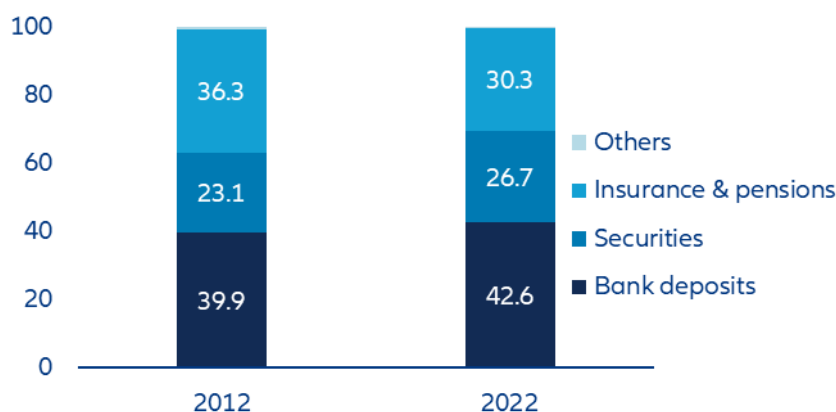
Azioni: Il prezzo della svolta dei tassi d'interesse. Mentre le attività detenute in azioni hanno chiaramente risentito delle turbolenze del mercato dei capitali, i titoli di debito e i crediti pensionistici e assicurativi hanno sofferto particolarmente per l'aumento dei tassi di interesse. Le perdite dei titoli hanno raggiunto i 277,6 miliardi di euro, mentre quelle dei prodotti assicurativi e pensionistici hanno raggiunto i 410,4 miliardi di euro. Su base annua, gli stock di attività sono scesi rispettivamente del -7,8% e del -12,4%. I depositi bancari, invece, hanno registrato una crescita robusta (+3,6%, Figura 7). Questa classe di attività è ancora di gran lunga la più popolare in Germania (42,6% del totale delle attività finanziarie), mentre il 30,3% è detenuto in attività assicurative e pensionistiche e il 26,7% in titoli (Figura 8).

Figura 7: Crescita percentuale per classi di attività, 2022 su 2021



Fonti: Deutsche Bundesbank, Allianz Research

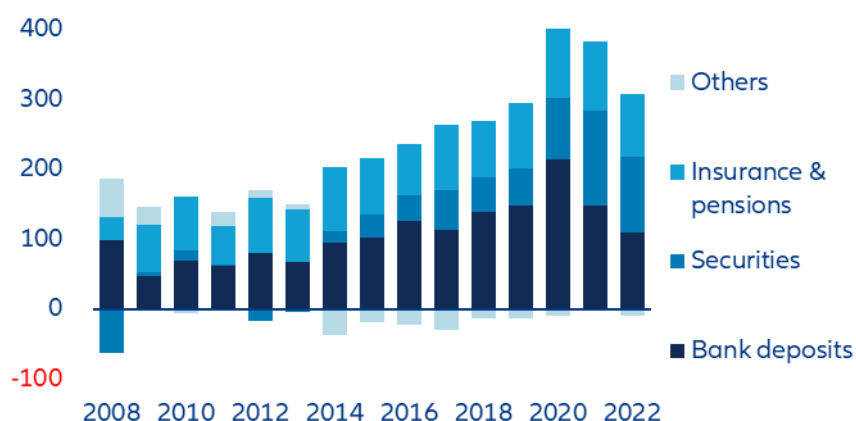
Figura 8: Classi di attività in percentuale del totale delle attività finanziarie, 2012 e 2022



Fonti: Deutsche Bundesbank, Allianz Research

Flussi: Il nuovo amore per i prodotti dei mercati dei capitali resiste alla prima prova. L'afflusso di nuovi risparmi è stato pari a 297,8 miliardi di euro nel 2022, quasi il 22% in meno rispetto all'anno precedente, ma comunque superiore di oltre un quinto alla media di lungo periodo (2012-2022, Figura 9). Di questi, uno storico 36,6% è stato destinato ai titoli, equiparandoli ai depositi bancari preferiti di sempre (36,5%). - Solo all'inizio del secolo, durante il periodo di massimo splendore del "Neue Markt", si è registrata una quota maggiore. Complessivamente, l'anno scorso i risparmiatori tedeschi hanno acquistato azioni e fondi d'investimento per un valore di 109,0 miliardi di euro - circa il 19% in meno rispetto al 2021, ma comunque più del doppio della media di lungo periodo. Nonostante tutte le crisi e le incertezze dello scorso anno, le famiglie tedesche sono rimaste fedeli al loro amore ancora fresco per i prodotti del mercato dei capitali. Inoltre, hanno rinfrescato anche un vecchio amore: hanno acquistato titoli di debito in quantità eccezionali (26,4 miliardi di euro), che sono diventati più interessanti in un contesto di aumento dei tassi di interesse; il 70% di questi è stato acquistato nella seconda metà dell'anno. L'ultima volta che questa categoria ha registrato un afflusso maggiore è stato nel 2006 (42,4 miliardi di euro). Da allora, i risparmiatori hanno venduto titoli di debito per 133,3 miliardi di euro. Gli afflussi di denaro verso i prodotti assicurativi e pensionistici sono diminuiti del -10% rispetto al 2021, attestandosi a 89,9 miliardi di euro, ma sono rimasti leggermente superiori alla media di lungo periodo (87,0 miliardi di euro).

Figura 9: Flussi per classi di attività in miliardi di euro, 2008-2022



Fonti: Deutsche Bundesbank, Allianz Research

La pigrizia costa. L'aumento dei depositi bancari a 3.183 miliardi di euro è stato ancora una volta guidato in larga misura dal forte, anche se in calo, afflusso netto di nuovi risparmi, mentre il reddito da interessi è ammontato solo a 2,7 miliardi di euro, ovvero un misero 32 euro pro capite. Ciononostante, la quota dei depositi bancari nel portafoglio di attività è aumentata di poco meno di 3 punti percentuali nell'ultimo decennio.

Almeno dallo scorso luglio, per i risparmiatori che puntano sulla sicurezza si è riaccesa la luce all'orizzonte: Per le nuove operazioni, il tasso di interesse medio sui depositi con durata prestabilita è salito all'1,56% entro la fine del 2022 (contro lo 0,08% della fine del 2021), e addirittura all'1,98% a febbraio di quest'anno, secondo gli ultimi dati disponibili. Tuttavia, le famiglie tedesche non sembrano avere solo una grande preferenza per la sicurezza quando si tratta di investire denaro; sembrano anche essere tutt'altro che veloci nel passare a offerte più interessanti. Alla fine del 2022, le famiglie tedesche detenevano ancora più di due terzi dei loro depositi bancari in depositi a vista infruttiferi; dalla svolta dei tassi di interesse dello scorso luglio, hanno spostato in media solo l'1% circa dei loro depositi a vista al mese verso i più interessanti depositi con scadenza prestabilita. Questo spostamento ha generato un reddito da interessi di 176 milioni di euro (da agosto a febbraio). In questo modo, hanno perso ben 2,6 miliardi di euro di interessi aggiuntivi (se la quota di depositi infruttiferi fosse passata da due terzi al 50%).

Rendimento del patrimonio storicamente basso. Nel 2022, la scarsa performance delle attività finanziarie delle famiglie e la contrazione dei redditi da capitale hanno portato a un risultato storicamente debole nel rendimento del patrimonio realizzato. Il rendimento nominale implicito - riferito alla somma totale dei guadagni (e delle perdite) di valore e dei redditi da investimento in relazione al portafoglio di attività³ - è sceso a -7,8%, risultando così nettamente inferiore a quello registrato nel 2008 (-4,0%). Mentre nel 2008 almeno la classe di attività assicurativa e pensionistica aveva ottenuto un rendimento positivo, nel 2022 la combinazione di un andamento negativo dei mercati azionari e di un aumento dei tassi di interesse ha portato a questo risultato storicamente debole.

Le condizioni di finanziamento più rigide rallentano la crescita del debito. La svolta dei tassi di interesse ha avuto un impatto anche sulla crescita del debito delle famiglie. Mentre il tasso di interesse medio ponderato su tutti i prestiti in essere⁴ delle famiglie tedesche è addirittura diminuito leggermente rispetto all'anno precedente - in quanto sono giunti a scadenza vecchi prestiti con tassi d'interesse elevati - è salito

³ Si veda Holzhausen e Stoffel (2022): *Old lessons for a new world - Returns on private financial assets in selected EMU countries*, p. 10.

⁴ Prestiti per l'acquisto di abitazioni, credito al consumo e altri prestiti; calcoli propri basati su dati della BCE.

rapidamente dall'1,38% al 3,63% nello stesso periodo se si considerano le nuove operazioni⁵. A causa di queste condizioni di finanziamento più rigide, la crescita del debito è rallentata rispetto al 2021, passando a +4,5% (2021: +5,2%). Tuttavia, è rimasta ben al di sopra della media di lungo periodo (+3,0%). Il debito pro capite è aumentato a 25.890 euro, mentre il rapporto debito/PIL è sceso al 55,7% a causa del maggiore incremento nominale della produzione economica. Infine, le attività finanziarie nette sono crollate di uno storico -8,1% durante lo scorso anno (-6,4% nel 2008); in termini pro capite, i risparmiatori tedeschi possedevano 63.760 euro (netti).

Gli IDE tedeschi in Africa - Un potenziale non sfruttato per la transizione verde e i materiali critici

Grazie alla sua ricca disponibilità di minerali come cobalto, rame e litio e alla sua vicinanza geografica, l'Africa è ben posizionata per diventare un partner fondamentale nella transizione verde dell'Europa. Il Green Deal dell'UE potrebbe approfondire la cooperazione Africa-UE, in particolare per quanto riguarda le energie rinnovabili e i materiali critici necessari per i veicoli elettrici, i pannelli solari e le turbine eoliche. La Repubblica Democratica del Congo (RDC), ad esempio, produce oltre il 70% del cobalto mondiale, mentre la Guinea è una fonte fondamentale di bauxite per la produzione di alluminio e lo Zambia è il sesto produttore mondiale di rame. L'UE e l'Africa hanno inoltre un potenziale significativo per collaborare alla produzione dell'idrogeno verde necessario per lo sviluppo della mobilità elettrica e delle tecnologie di generazione e stoccaggio delle energie rinnovabili.

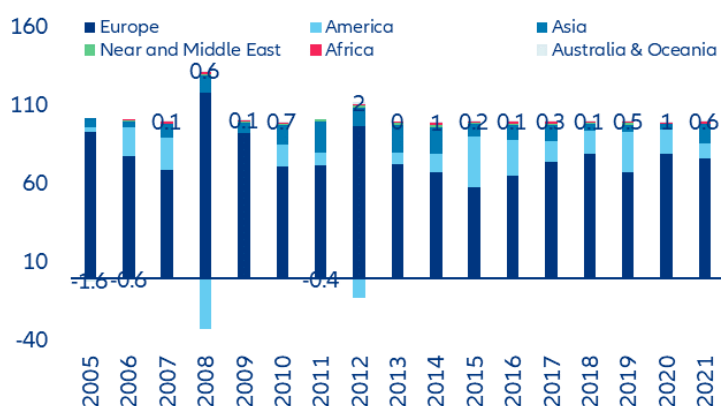
Ma la Germania è in ritardo rispetto agli altri Paesi europei quando si tratta di investimenti diretti esteri: solo circa l'1% dei suoi IDE finisce nel continente africano. I Paesi europei sono già un investitore significativo in Africa, che ha ricevuto 75,3 miliardi di euro, pari al 5,2% degli IDE globali europei nel 2021. Ma la Germania rimane un attore minore: il Regno Unito e la Francia giocano un ruolo importante con uno stock di investimenti pari rispettivamente a 59 e 54 miliardi di euro, seguiti da Italia, Svizzera e Paesi Bassi. Nel 2021, le imprese tedesche investiranno in Africa 1,6 miliardi di euro (rispetto ai 15,3 miliardi di euro del Regno Unito), con investimenti totali tra il 2017 e il 2021 pari a 6,4 miliardi di euro (Figura 10). Questa somma non solo è minima rispetto a quanto la Germania investe in altre regioni, ma è anche stagnante da anni. Al contrario, lo stock di investimenti delle imprese francesi è quasi quadruplicato e gli investimenti cinesi hanno registrato la crescita più rapida, aumentando di 40 volte dal 2005.

Gli investimenti tedeschi sono inoltre molto concentrati in alcuni Paesi africani, soprattutto Sudafrica ed Egitto, seguiti da Nigeria, Marocco, Tunisia e Algeria. Più della metà degli investimenti diretti tedeschi confluisce in Sudafrica, dove più di 400 aziende tedesche danno lavoro a circa 65.000 persone.

Con la stagnazione degli investimenti, l'importanza delle imprese tedesche per le economie africane si sta riducendo. Poiché gli IDE tedeschi sono per lo più concentrati nel settore manifatturiero e non in quello delle risorse naturali, le aziende potrebbero perdere l'opportunità di collaborare con l'Africa nella transizione verso l'energia verde..

⁵ *Prestiti per l'acquisto di abitazioni e altri prestiti.*

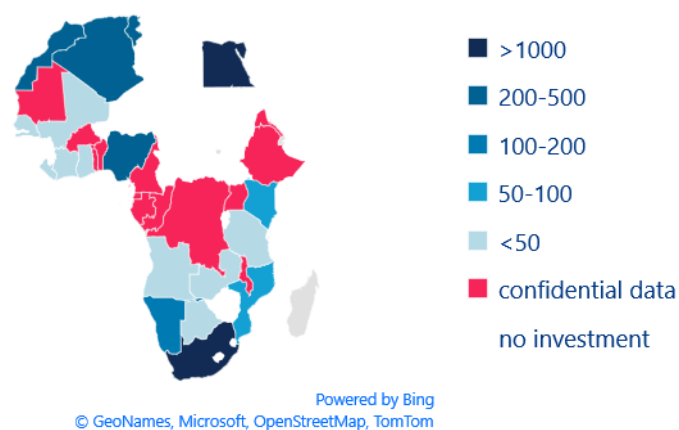
Figura 10: IDE tedeschi per regione, in percentuale



Fonti: Deutsche Bundesbank, Allianz Research

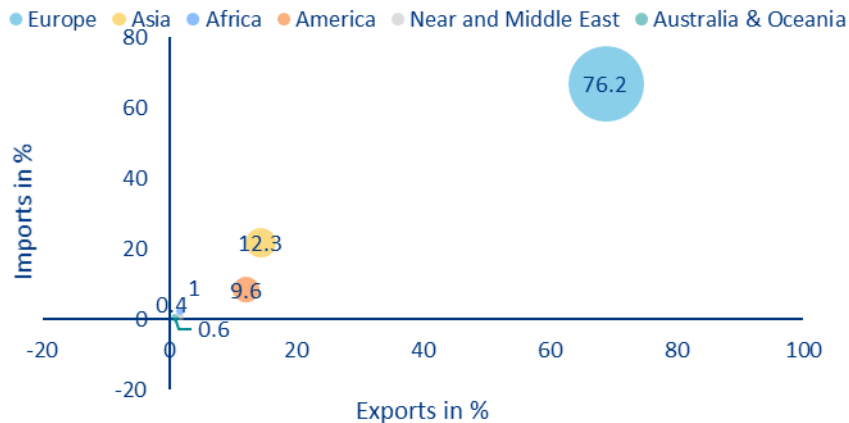
Anche le quote di commercio tedesco con l'Africa sono stagnanti da anni, e solo una piccola parte finisce nei Paesi africani. Poiché commercio e investimenti vanno di pari passo, la maggior parte del commercio e degli IDE tedeschi rimane in Europa, seguita da Asia e America (Figura 12). Nel 2022, la Germania ha esportato 26,5 miliardi di euro e importato 33,3 miliardi di euro da e verso le economie africane, pari rispettivamente all'1,7% e al 2,2% del totale delle esportazioni e importazioni tedesche. Come i suoi investimenti, il commercio tedesco con l'Africa è concentrato in pochi Paesi. Nel 2022, Sudafrica, Egitto, Marocco, Tunisia, Algeria e Nigeria hanno rappresentato l'81% delle esportazioni tedesche verso l'Africa; il Sudafrica è di gran lunga il più importante mercato di esportazione, ricevendo la quota maggiore del 37%. Allo stesso modo, quasi tre quarti delle importazioni tedesche provengono da Sudafrica, Egitto, Marocco, Tunisia, Algeria e Nigeria, con oltre la metà proveniente dal Sudafrica.

Figura 11: Distribuzione dei portafogli di IDE tedeschi in Africa, in milioni di euro



Fonti: Deutsche Bundesbank, Allianz Research

Figura 12: Confronto tra il commercio e gli IDE tedeschi



Fonti: Destatis, Allianz Research. Nota: importazioni tedesche nel 2021 in percentuale sull'asse y, esportazioni tedesche nel 2021 in percentuale sull'asse x. La dimensione della bolla indica gli IDE tedeschi nel 2021 in percentuale..

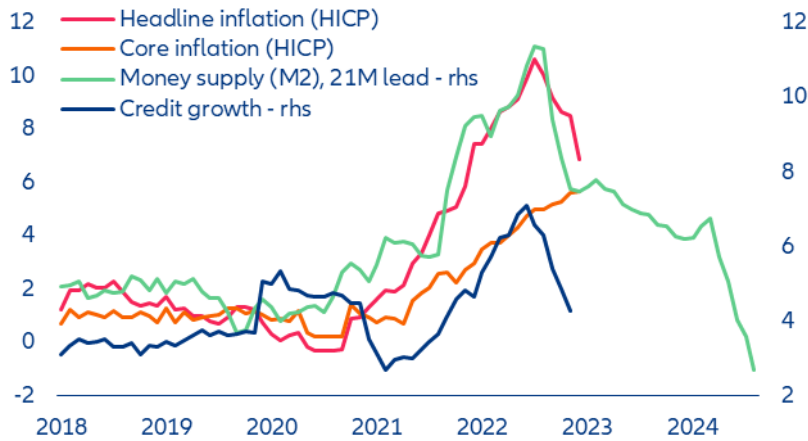
In questo contesto, la Germania e l'UE devono dare impulso alle iniziative politiche già esistenti volte ad aumentare gli investimenti nella regione e a creare un partenariato vantaggioso. Data la vicinanza tra Europa e Africa, entrambe potrebbero beneficiare di una maggiore diversificazione e di una riduzione delle dipendenze. D'altro canto, l'Africa può mettere a frutto il suo potenziale sottovalutato in termini di materie prime essenziali e di risorse energetiche rinnovabili come l'energia eolica, solare, geotermica e idroelettrica. L'UE ha sottoscritto diversi nuovi partenariati e progetti strategici per incoraggiare gli investimenti e la creazione di posti di lavoro nella regione, tra cui il partenariato verde UE-Marocco, l'acceleratore per l'idrogeno sostenuto dall'UE e un partenariato strategico per i materiali critici e l'idrogeno verde con la Namibia. Ma c'è chiaramente spazio per crescere, soprattutto per quanto riguarda la cooperazione e gli investimenti in settori come l'energia pulita e accessibile, le nuove tecnologie, la finanza e l'economia circolare, comprese le fasi di lavorazione, raffinazione e valore aggiunto nella produzione.

Tuttavia, i requisiti di contenuto locale e le modifiche normative relative alle materie prime critiche rappresentano una potenziale minaccia per gli investitori stranieri, poiché i Paesi africani stanno adottando sempre più strategie di sviluppo industriale basate sulle risorse e di più ampio respiro, incentrate sul valore aggiunto nazionale. Alcuni Paesi africani hanno limitato le esportazioni di minerali grezzi e richiedono alle imprese di creare impianti di lavorazione locali. Questa tendenza è destinata a continuare, il che significa che le imprese investitrici dovrebbero considerare il valore aggiunto del Paese quando prendono decisioni di investimento e mettere in atto strategie appropriate per mitigare il rischio Paese.

Decisioni sui tassi di interesse: la fine dell'inizio o l'inizio della fine?

In vista della prossima tornata di riunioni di politica monetaria della prossima settimana, il perdurare delle tensioni nel settore bancario solleva la questione se le preoccupazioni per la stabilità finanziaria possano modificare il percorso dei tassi di policy negli Stati Uniti e nell'Eurozona, consentendo all'inflazione di rimanere più alta più a lungo. Sebbene i rendimenti del debito pubblico abbiano recuperato metà del loro calo dopo i fallimenti delle banche statunitensi a marzo, il ripristino della fiducia degli investitori richiederà tempo, soprattutto dopo che un'altra grande banca statunitense sembra essere in difficoltà (First Republic Bank) - e il Tesoro statunitense sembra esitare ad aumentare la protezione dei depositi (per ora). Pertanto, il rischio di uno shock deflazionistico dovuto ai fallimenti delle banche e alla riduzione del credito sembra farsi più serio. Poiché l'offerta di moneta continua a contrarsi, è difficile che si verifichi una ripresa dell'inflazione, anche se non si possono escludere alcuni scossoni lungo il percorso di normalizzazione dei prezzi (grafico 13).

Figura 13: Eurozona: offerta di moneta, crescita del credito e inflazione



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

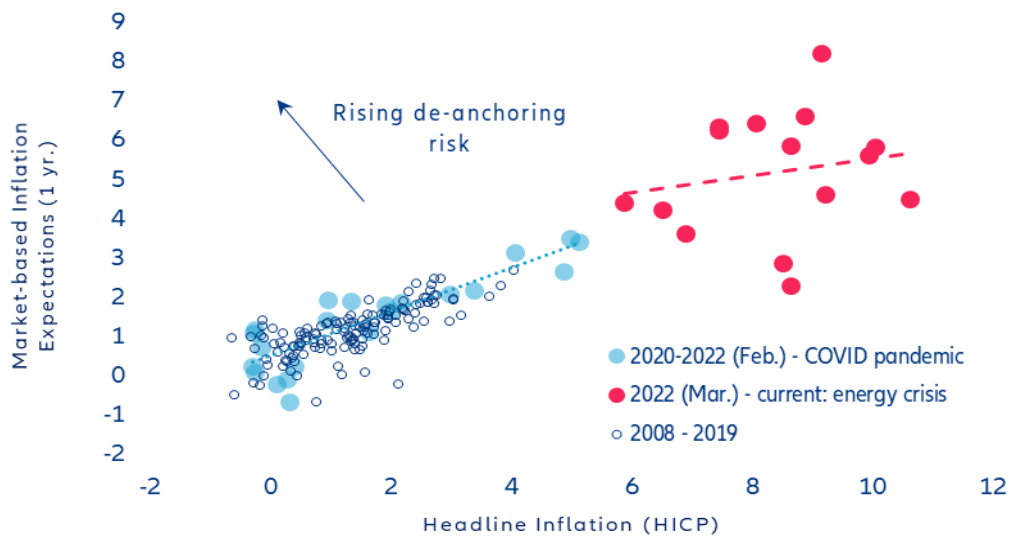
La Federal Reserve e la BCE devono continuare ad aumentare i tassi o privilegiare la stabilità finanziaria rispetto alla stabilità dei prezzi? E soprattutto, considerando che i pieni effetti della stretta monetaria devono ancora manifestarsi, l'attuale ritmo del calo dell'inflazione giustifica ulteriori rialzi dei tassi? Per la Federal Reserve statunitense e, in misura minore, per la BCE, le preoccupazioni relative alla stabilità finanziaria hanno già complicato la sfida di fissare i tassi di riferimento per far scendere l'inflazione senza infliggere danni eccessivi alla crescita (e all'occupazione). Questo compromesso è intrinsecamente più difficile da gestire in Europa, dove le pressioni dal lato dell'offerta, soprattutto a causa degli elevati prezzi dell'energia, hanno avuto un impatto più forte sulle dinamiche dell'inflazione in passato. L'inflazione complessiva è diminuita (soprattutto negli Stati Uniti); tuttavia, l'inflazione di fondo sta diventando sempre più vischiosa, soprattutto nell'Eurozona, dove le pressioni salariali spingono sempre più in alto i prezzi dei servizi.

In ogni caso, la lotta all'inflazione è destinata a prolungarsi, a meno che l'inasprimento delle condizioni di finanziamento dovuto a una maggiore restrizione dei prestiti bancari non rallenti la domanda e quindi riduca l'inflazione in misura sufficiente a consentire alla Fed e alla BCE di agire con maggiore cautela.

Eurozona: altri rialzi in arrivo

Nonostante il rapido calo dell'inflazione energetica, l'ampliamento delle pressioni sui prezzi crea ancora un contesto difficile per la politica monetaria dell'Eurozona. A marzo, l'inflazione complessiva è scesa al 6,9% a/a (-1,6pp rispetto a febbraio), il tasso più basso dall'inizio della guerra in Ucraina nel febbraio 2022. Tuttavia, l'inflazione di fondo è salita al record del 5,7% a/a (+0,1pp). Le aspettative sui prezzi di vendita mostrano una chiara divergenza tra beni e servizi. Mentre l'inflazione dei beni si è moderata, suggerendo che l'allentamento delle strozzature dell'offerta e il calo dei prezzi dell'energia hanno iniziato ad avere effetto, le pressioni sui prezzi dei servizi rimangono forti. Ciononostante, l'ampiezza dell'inflazione si è marginalmente ridotta, con la quota di componenti dell'inflazione che registrano aumenti dei prezzi (a/a) superiori all'obiettivo del 2% della BCE in calo all'89% (-2pps). Inoltre, il rischio di de-ancoraggio delle aspettative di inflazione è diminuito: le aspettative dei consumatori si sono attenuate, mentre le aspettative di inflazione basate sul mercato e sulle indagini (Survey of Professional Forecasters (SPF) e Survey of Monetary Analysts (SMA) della BCE) sono rimaste stabili. Prevediamo che l'inflazione complessiva sarà in media del 5,6% quest'anno e del 2,6% il prossimo anno.

Figura 14: Eurozona: inflazione e aspettative di inflazione



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Il costante calo dell'inflazione complessiva negli ultimi cinque mesi non basterà alla BCE per abbandonare il suo orientamento monetario restrittivo. Allo stesso tempo, la BCE dovrebbe formulare una una linea guida sul percorso dei tassi di interesse che non rallenti eccessivamente la domanda aggregata (considerando anche che l'impatto economico dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento opera con notevole ritardo). Le preoccupazioni per la stabilità finanziaria legate agli effetti di ricaduta delle continue tensioni del settore bancario statunitense verso l'Europa non passeranno inosservate, ma è improbabile che influenzino materialmente l'orientamento monetario della BCE in futuro. La finalizzazione, da parte della Commissione europea, di una direttiva per rafforzare il sistema di gestione delle crisi e quadro di assicurazione dei depositi potrebbe inviare un segnale positivo ai mercati e fornire alla BCE un maggiore margine di manovra. Il continuo aumento dell'inflazione di fondo rafforzerà la convinzione del Consiglio direttivo della BCE che siano necessari ulteriori aumenti dei tassi per evitare che le (ancora) forti pressioni salariali incorporino un'inflazione più elevata nell'economia (attraverso il "disancoramento delle aspettative", Figura 14 sopra). Dopo il rialzo di 50 pb dell'ultima riunione, prevediamo altri due rialzi di 25 pb a maggio e giugno per un tasso finale del 3,5%, con la BCE che manterrà un atteggiamento restrittivo nel 2023 nonostante la crescita stagnante fino al 1° trimestre 2024 (Figura 15). C'è il rischio di un rialzo di 50 pb se i numeri della crescita del 1° trimestre sorprenderanno al rialzo e il rischio di ricaduta del secondo ciclo di stress del settore bancario statunitense rimarrà contenuto.

Figura 15: Eurozona e Stati Uniti - tassi di riferimento *



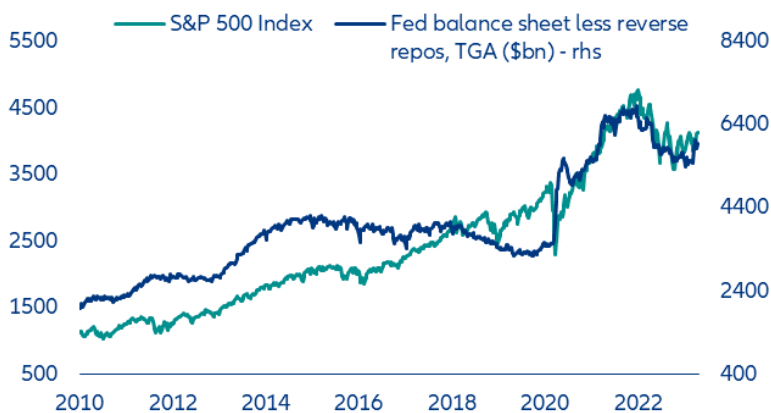
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: */ Tasso di deposito della BCE e tasso dei fondi federali (limite superiore); 1/ a metà marzo 2023 (Q1 2023 Economic Outlook); 2/ ultima disponibilità (24 aprile 2023).

Fed: ultimo rialzo dei tassi a maggio, poi pausa di sei mesi per le condizioni di credito più rigide che gravano sull'economia

Al contrario, la Fed è sulla buona strada per realizzare l'ultimo rialzo dei tassi di questo ciclo (25 pb). Sebbene negli ultimi giorni siano aumentate le pressioni sulla First Republic Bank, i membri del FOMC saranno sollevati dal fatto che la crisi bancaria si sia in qualche modo stabilizzata, con le banche regionali che hanno visto un ritorno dei depositi in aprile. Allo stesso tempo, sebbene vi siano prove sempre più evidenti che le pressioni inflazionistiche abbiano iniziato ad allentarsi (vedi sotto), la Fed continuerà a concentrarsi sui risultati ancora elevati dell'inflazione di base attuale, che è aumentata del +5,6% a/a nel rapporto CPI di marzo (+0,1pp rispetto a febbraio). La riunione del FOMC di maggio offrirà quindi ai responsabili delle politiche della Fed l'opportunità di rafforzare ulteriormente le proprie credenziali anti-inflazionistiche, spingendo l'intervallo di riferimento del target dei Fed funds al 5-5,25%.

Dal punto di vista della credibilità anti-inflazione, l'aumento della liquidità - alimentato dalla crisi bancaria e dal dramma del tetto del debito - non è gradito. Questo dà alla Fed ancora più argomenti per mantenere alti i tassi nei prossimi mesi. Inoltre, se da un lato riteniamo che le condizioni di credito più rigide e l'indebolimento dell'economia siano già presenti nella ricetta (vedi sotto), dall'altro la Fed potrebbe opporsi all'idea che l'aumento del suo bilancio da marzo possa alimentare l'inflazione in futuro. Come mostra il grafico 16, il bilancio della Fed corretto dal Treasury General Account (TGA) e dai reverse repo - che è una misura più adeguata della liquidità sottostante - è aumentato sostanzialmente dalla crisi bancaria, alimentando un rialzo del mercato azionario. L'aumento del bilancio "corretto" della Fed è stato il risultato di i) una forte ripresa dei prestiti emergenti al settore bancario a marzo e ii) il rapido utilizzo del TGA da parte del governo federale, che sta cercando fonti alternative per finanziare il proprio deficit in prossimità del limite del tetto del debito (fissato a 31,4 miliardi di dollari).

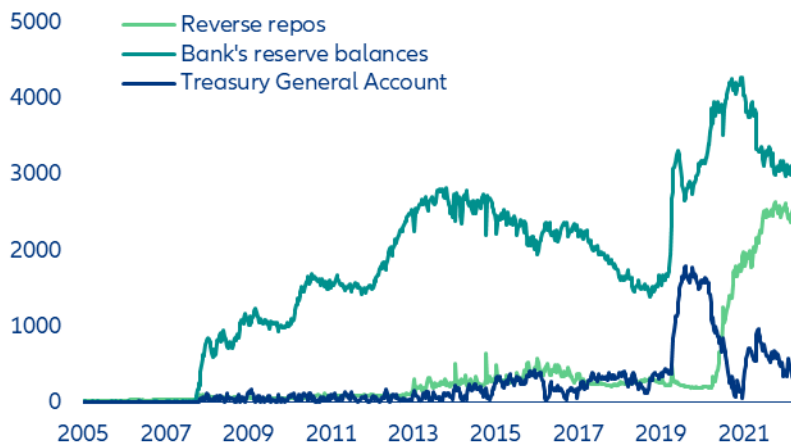
Figura 16: Indice S&P 500 e bilancio corretto della Fed



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

L'erogazione di prestiti di emergenza ha incrementato le riserve delle banche sul lato delle passività del bilancio della Fed (Figura 17). Un aumento del bilancio della Fed, se sostenuto, potrebbe complicare la comunicazione e, in ultima analisi, la credibilità della Fed nella lotta all'inflazione. Di conseguenza, è più che probabile che la Fed prosegua con il disimpegno delle sue attività (MBS e titoli del Tesoro) almeno fino alla fine dell'anno..

Figura 17: Bilancio della Fed passività selezionate (miliardi di dollari)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Inasprimento delle condizioni di prestito e recessione... Come abbiamo sostenuto di recente, il massimo impatto dell'inasprimento monetario sarà probabilmente raggiunto tra la metà del 2023 e l'inizio del 2024, a sostegno della nostra previsione di una recessione nella seconda metà del 2023. Questo perché il rapido inasprimento degli standard di credito bancari dalla metà del 2022 dovrebbe alla fine portare a una riduzione dei nuovi prestiti al settore privato nella seconda metà dell'anno, secondo i consueti ritardi. Riteniamo inoltre che il calo dei prezzi degli immobili non sia ancora finito, con effetti negativi sulla spesa per consumi che inizieranno a manifestarsi all'inizio del 2024. Secondo le nostre stime, l'inasprimento delle condizioni di credito e il calo dei prezzi delle case dovrebbero essere sufficienti a spingere l'economia statunitense verso la recessione.

... l'unica via d'uscita dall'inflazione? Per questo motivo, prevediamo un calo del PIL del -1% tra giugno e dicembre 2023. Una tale compressione della domanda dovrebbe essere sufficiente a far scendere l'inflazione vicino all'obiettivo del 2% della Fed entro il 2° trimestre del 2024, secondo la nostra equazione della curva di Philips che collega l'inflazione al differenziale di produzione e ad altri fattori determinanti. Prevediamo che l'output gap diventi negativo entro il 3° trimestre del 2023, il che farà scendere il ritmo degli aumenti trimestrali dei prezzi a +2%, compatibilmente con la normalizzazione dell'inflazione verso il 2% su base annua (Figura 18). Si noti che l'effetto dell'output gap sull'inflazione è più di quanto suggerito dal suo contributo nominale. Un output gap negativo fa scendere l'inflazione corrente, che a sua volta pesa sulle aspettative di inflazione, contribuendo ulteriormente al calo dell'inflazione corrente. Il fatto che l'inflazione sia diventata più sensibile all'output gap dopo la pandemia (ovvero che la curva di Phillips si sia inasprita) rafforza anche l'argomentazione secondo cui una recessione dovrebbe consentire all'inflazione di normalizzarsi.

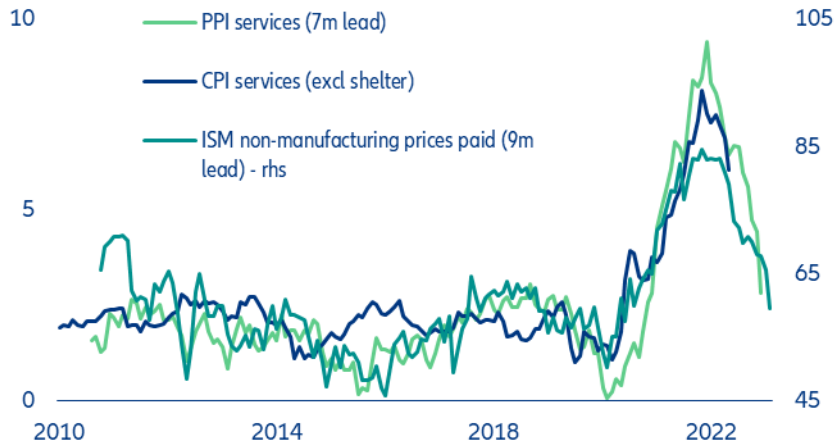
Figura 18: Curva di Phillips: collegamento dell'inflazione CPI alle sue determinanti (% q/q annualizzato)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: GSCP = Indice di pressione della catena di fornitura globale.

È incoraggiante notare che gli indicatori prospettici segnalano già un rapido calo dell'inflazione dei servizi nei prossimi otto-nove mesi (Figura 19). La misura dell'IPC trimestrale prodotta dalla Fed di Cleveland (che esclude i valori anomali) indica che l'inflazione sequenziale dell'IPC è scesa a marzo a +0,2% m/m - il risultato più basso da dicembre 2020.

Figura 19: inflazione dei servizi IPC e indicatori prospettici



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Lo slancio economico debole e il calo dell'inflazione dovrebbero bastare a spingere la Fed a ridurre i tassi a partire da novembre, anche se modestamente. Ci aspettiamo ancora un taglio di 25bps nella riunione di novembre, seguito da un taglio di 50bps nella riunione di dicembre. Ciò porterebbe il tasso terminale al 4,5% nel dicembre 2023. Ulteriori tagli sono probabili nel 2024, anche se ci aspettiamo che i tassi rimangano al di sopra del loro livello neutro, mantenendo una politica monetaria restrittiva.

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.