

Allianz Research | 28 Novembre 2024

Il paradosso del Segretario Bessent negli Stati Uniti, le turbolenze di bilancio della Francia e la perdita di competitività dell'Europa Centrale

Ludovic Subran
Capo economista
ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist USA-Francia-
Regno Unito
maxime.darmet@allianz-trade.com

Björn Griesbach
Senior Investment Strategist ed
Economista dell'Eurozona
bjorn.griesbach@allianz.com

Jasmin Groeschl
Economista senior per l'Europa
jasmin.groeschl@allianz.com

Kuhanathan di questo
Responsabile della ricerca aziendale
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Yao Lu
Stratega degli investimenti
yao.lu@allianz.com

Giovanni Scarpato
Assistente di ricerca

Nel sommario

Stati Uniti: Il paradosso del Segretario Bessent Aumentare la crescita del PIL reale al 3%, ridurre il deficit di bilancio al -3% del PIL e aumentare la produzione di petrolio di 3 milioni di barili al giorno sembra un piano molto ambizioso. Mentre il primo obiettivo sembra più facile da raggiungere, la politica di immigrazione più restrittiva promessa e il consolidamento fiscale necessario per raggiungere il secondo (1% del PIL all'anno) portano il primo a meno di +2,5%. Nel frattempo, la produzione petrolifera, già a livelli record, unita alle notevoli difficoltà del settore nell'aumentare la produzione (esaurimento delle risorse facilmente accessibili, alti costi di capitale, carenza di manodopera, bassa redditività degli investimenti) dà poche possibilità a questo obiettivo di stimolare la crescita. In effetti, le modifiche normative dovrebbero offrire un certo sollievo, ma ciò dovrebbe tradursi piuttosto in una crescita sostanziale della produzione di GNL (circa 130 milioni di tonnellate all'anno entro il 2029, l'equivalente di 2,8 milioni di barili di petrolio al giorno) piuttosto che del petrolio. Per i mercati, la realizzazione del piano 3-3-3 potrebbe significare un dollaro più forte e tassi più bassi, creando un ambiente nettamente favorevole per l'azionario statunitense (+5pps al 13% nel 2025) e per gli spread del credito societario (-10bps di spread dai livelli attuali). Ma molto dipenderà da come esattamente l'inflazione, la crescita e la politica monetaria reagiranno a un altro boom della produzione di petrolio.

Francia: Turbolenze di bilancio ma nessuna crisi Il partito di estrema destra *Rassemblement National* minaccia il governo di votare la sfiducia sul progetto di legge di bilancio 2025, il che significa che il premier Barnier deve ora trovare un compromesso sulle linee rosse del RN su pensioni, rimborso dei farmaci ed elettricità. Lo scenario più probabile è un bilancio meno ambizioso, con meno risparmi di quelli inizialmente previsti, che porterà il deficit fiscale a -5,7% del PIL nel 2025 e la crescita del PIL a +0,9%. Nel caso in cui non venga votato alcun bilancio fino al 2025, l'elevata incertezza politica e i tagli automatici alla spesa trascinerebbero la crescita a +0,2% e porterebbero il deficit a -5,8% del PIL. Gli spread delle obbligazioni francesi sono saliti a 90 pb intraday questa settimana, il livello più alto dal 2012, mentre i mercati considerano la questione come un problema interno francese (più liquidità che default). Gli spread francesi dovrebbero ridursi a circa 75 pb in caso di approvazione di un bilancio annacquato (la nostra ipotesi di base). Nello scenario negativo di un voto di non fiducia, potremmo assistere a un superamento temporaneo di 100 pb. Strutturalmente, vediamo un allargamento a medio termine degli spread di +10 pb per ogni pp di deficit fiscale aggiuntivo.

Europa centrale: Il peggioramento della competitività mette a rischio le ambizioni di hub commerciale La tensione dei mercati del lavoro e gli effetti persistenti dello shock

inflazionistico del 2022-23 hanno portato ad aumenti dei salari reali a due cifre, soprattutto in Bulgaria (+15% nel secondo trimestre del 2024), seguita da Polonia (+12%), Ungheria e Romania (entrambe a +10%). Nonostante il notevole calo dell'inflazione, le politiche governative, come i consistenti aumenti dei salari minimi, stanno ulteriormente alimentando questa tendenza. Il costo del lavoro è aumentato del +9,2% nel secondo trimestre del 2024 - il più grande balzo dal 2010 - mentre la produttività è rimasta indietro, diminuendo del -48% in tutta la regione. Mentre i Paesi della CEE continuano ad attrarre investimenti diretti esteri, la competitività del costo del lavoro è costantemente diminuita, con perdite comprese tra il -14% e il -19% tra il 2022 e il 2024, spingendo i Paesi dell'Europa occidentale a riconsiderare le proprie strategie di outsourcing.

Stati Uniti: Il paradosso del Segretario Bessent

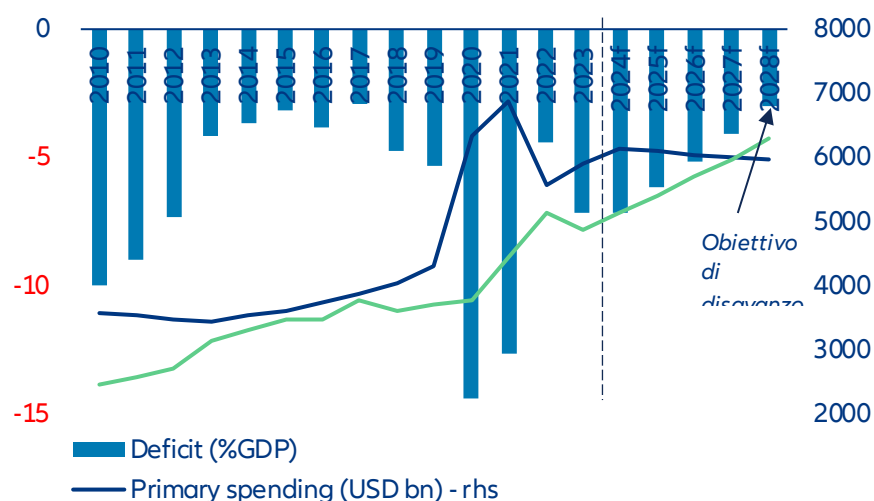
La scelta del presidente Trump per il Segretario al Tesoro ha proposto un piano "3-3-3" per l'economia statunitense: +3% di crescita del PIL, riduzione del deficit di bilancio al 3% del PIL e aumento della produzione di petrolio di 3 milioni di barili al giorno. Ma una politica di immigrazione rigorosa e l'effetto negativo della domanda aggregata del secondo pilastro renderanno difficile il raggiungimento del primo. Sebbene una crescita del +3% non sia impossibile – l'economia statunitense è cresciuta in media così velocemente dalla seconda metà del 2023 – dipende in parte da i) un ampio deficit fiscale che sostiene la domanda aggregata attraverso sussidi industriali e programmi di assistenza sociale e ii) forti afflussi di immigrazione che sostengono la crescita dell'occupazione. L'obiettivo di Trump di ridurre drasticamente gli afflussi di immigrazione e di deportare milioni di lavoratori immigrati privi di documenti limiterebbe fortemente i tassi di crescita del PIL, considerando che la crescita della popolazione in età lavorativa sta rallentando. L'obiettivo del 3% di disavanzo peserebbe anche sulla crescita del PIL, data l'enorme portata del risanamento di bilancio strutturale necessario per raggiungerlo, che potrebbe pesare sulla domanda. Il piano di Bessent è quello di stimolare la crescita economica attraverso la deregolamentazione e i tagli fiscali, che dovrebbero invogliare il settore privato a investire di più, nonché attraverso prezzi dell'energia più bassi. Sebbene la spinta alla deregolamentazione possa sostenere la crescita, è probabile che gli effetti richiedano più tempo per manifestarsi rispetto alla politica fiscale allentata e ai venti favorevoli dell'immigrazione. Inoltre, Bessent spera che i tagli alle tasse promessi durante la campagna elettorale si ripagheranno da soli stimolando la crescita del PIL, un'opinione di lunga data tra i repubblicani. Tuttavia, gli studi empirici dimostrano che, sebbene i tagli alle tasse possano sostenere la crescita del PIL, raramente si ripagano da soli. Anche questo spingerebbe contro il secondo pilastro di Bessent per ridurre drasticamente il deficit federale degli Stati Uniti.

Se la crescita degli Stati Uniti si stabilizzasse al +3%, il governo federale dovrebbe tagliare la spesa di quasi il -3% all'anno in termini reali (-0,7% in termini nominali) per raggiungere l'obiettivo del 3% di disavanzo entro il 2028, il che sarebbe un'impresa rara. Se ipotizziamo che la crescita del PIL si attesti al +3% durante il mandato di Trump (2025-2028), che le entrate federali crescano allo stesso ritmo del PIL nominale (in linea con i modelli medi storici)¹ e che l'inflazione raggiunga il 2,2% di inflazione all'anno (in linea con la media storica), le entrate federali raggiungerebbero quasi 6300 miliardi di dollari nel 2028, rispetto ai 5140 miliardi di dollari del 2024 (Figura 1). Ipotizzando inoltre che i tassi di interesse a breve e a lungo termine si stabilizzino intorno al 3,5-3,75% (vicino alla visione del mercato), gli interessi passivi pagati dal governo federale – che fanno parte del disavanzo – si stabilizzerebbero quindi intorno al 4% del PIL, dal 3,2% del 2024. In questo contesto, calcoliamo che la spesa primaria (ossia escludendo gli interessi passivi) dovrebbe diminuire del -2,8% tra il 2024 e il 2028, ossia all'incirca da 6140 miliardi di dollari a 5970 miliardi di dollari. In termini reali, ciò significherebbe che la spesa primaria federale diminuirebbe di quasi il -3% all'anno. Ciò equivarrebbe a circa 310 miliardi di dollari (1% del PIL) di consolidamento fiscale² all'anno, il che sarebbe un'impresa rara. L'ultima volta che l'economia statunitense ha raggiunto un consolidamento così ampio e costante è stato nel 2010-2013 sotto l'amministrazione Obama. Tuttavia, in questo periodo, il disavanzo federale degli Stati Uniti è stato significativamente ridotto, grazie a una combinazione di contenimento della spesa e maggiore riscossione delle imposte (con entrate che sono cresciute significativamente più del PIL, si veda la Figura 2).

¹ Questo è ottimistico poiché i tagli fiscali significherebbero probabilmente una minore crescita delle entrate, almeno nell'anno in cui verranno attuati.

² Gli aggiustamenti fiscali sono calcolati rispetto a una base "neutrale" di crescita della spesa tendenziale, che assumiamo essere del 2,2% in termini reali (all'incirca uguale alla crescita potenziale degli Stati Uniti).

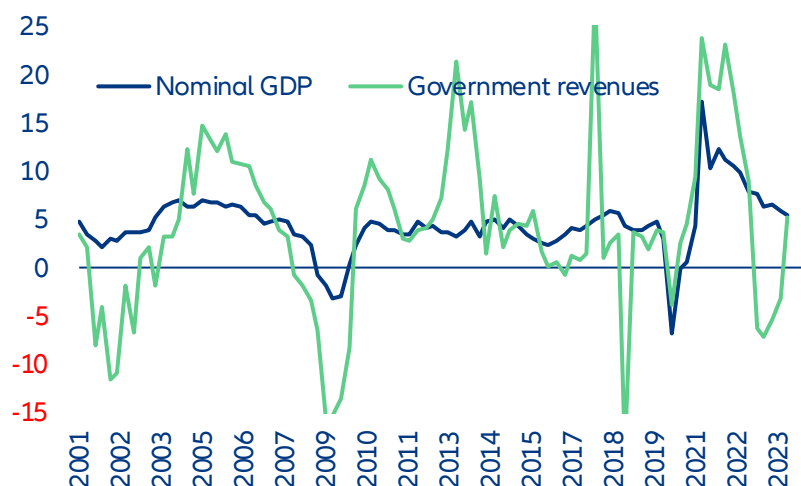
Figura 1: Spese primarie federali, entrate e disavanzo secondo il piano di Bessent



Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Anche se i tassi d'interesse dovessero scendere al 2,5%, la Confederazione dovrebbe comunque ridurre notevolmente le spese (-2% all'anno in termini reali). Trump è stato a lungo critico nei confronti della Federal Reserve e del suo presidente, Jerome Powell, e l'indebolimento dell'indipendenza della Fed potrebbe quindi portare a tassi di interesse più bassi, anche se i mercati finanziari potrebbero reagire negativamente chiedendo un premio a termine più elevato sui tassi di interesse a lungo termine. Ciononostante, i tassi di interesse potrebbero diminuire lungo l'intera curva dei rendimenti, ad esempio grazie alla riduzione dell'offerta di obbligazioni al di sotto dell'obiettivo di disavanzo del 3% o a una minore inflazione energetica. Con tassi di interesse ancora più bassi, le spese per interessi federali scenderebbero al di sotto del 3% del PIL entro il 2027, rendendo il compito di ridurre il disavanzo nominale più facile, ma ancora molto impegnativo: la spesa primaria reale dovrebbe scendere a circa il -2% all'anno fino al 2028, o il consolidamento fiscale ammonterebbe a 250 miliardi di dollari (0,7% del PIL).

Figura 2: Crescita del PIL nominale e delle entrate federali (in % su base annua)

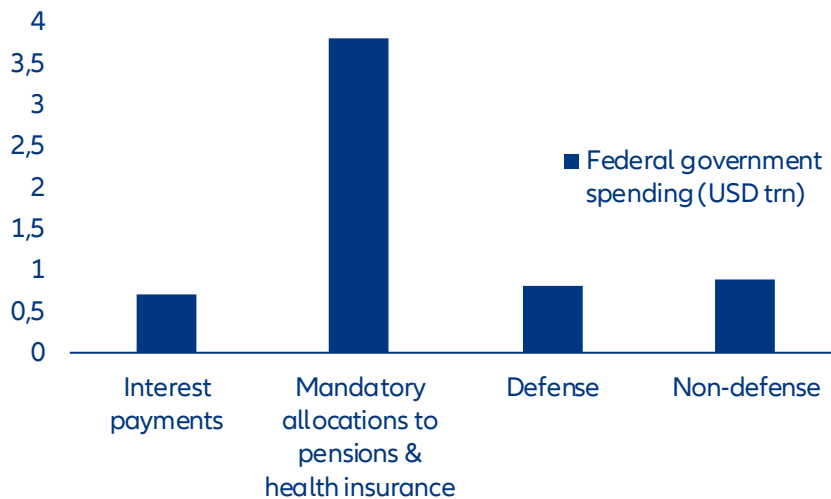


Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Ottenere risparmi così ingenti sembra irrealistico, in particolare se la spesa sociale rimane intatta e le entrate non vengono aumentate. Il Dipartimento per l'Efficienza del Governo (DOGE), che sarà guidato da Elon Musk e Vivek Ramaswamy, è stato incaricato di tagliare le spese "inutili". Il DOGE probabilmente attingerà ai 500 miliardi di dollari di spesa federale annuale non autorizzata dal Congresso o utilizzata in modi che il Congresso non ha mai previsto, da 532 milioni di dollari per la Corporation for Public Broadcasting a 1,5 miliardi di dollari per sovvenzioni

a organizzazioni internazionali. Inoltre, Musk e Ramaswamy intendono ridurre il prezzo o addirittura rimuovere alcuni contratti federali, in particolare dal Pentagono, che ha un budget totale di 0,8 trilioni di dollari (Figura 2). In questo contesto, Trump ha promesso di non toccare la spesa sociale (Social Security, Medicare, Medicaid ecc.), che costituisce la maggior parte della spesa federale (3,8 trilioni di dollari). Ciò renderà altamente improbabile che Bessent sia in grado di trovare risparmi considerevoli, anche nello scenario più ottimistico in cui ha bisogno di "soli" 250 miliardi di dollari all'anno per quattro anni, ovvero 1 trilione di dollari in totale. Più realisticamente, per raggiungere l'obiettivo del 3% di disavanzo, gli Stati Uniti avrebbero bisogno di un mix di risparmi sostanziali sulla spesa sociale e aumenti delle tasse.

Figura 3: Spesa federale per grandi categorie (trilioni di USD, 2023)



Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

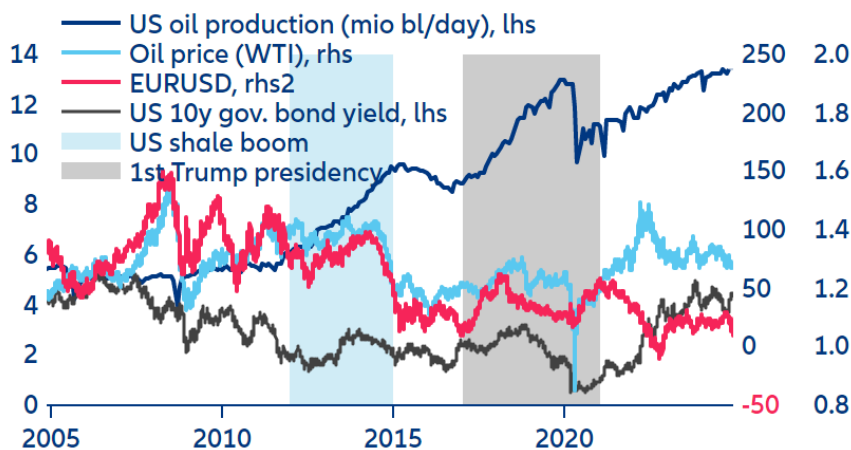
Aumentare il petrolio o il GNL? Gli Stati Uniti sono già il più grande produttore mondiale di petrolio, con una produzione media di greggio vicina al massimo storico di 13 milioni di barili al giorno (mbd) nel 2023. Produrre di più è tutt'altro che semplice poiché l'industria deve affrontare diversi vincoli chiave. In primo luogo, gran parte dei frutti a portata di mano in termini di olio di alta qualità e facilmente accessibile viene già sfruttata. La crescita della produzione è destinata a rallentare nei bacini di scisto come il Bacino Permiano e il Bakken, che sono stati i principali motori dell'aumento della produzione. In secondo luogo, l'ulteriore aumento della produzione è ad alta intensità di capitale. Per incentivare un'ulteriore produzione di petrolio, i prezzi del petrolio devono aumentare notevolmente rispetto ai livelli attuali. Ma nel breve periodo, ciò vanificherebbe l'obiettivo iniziale di abbassare i prezzi dell'energia per i consumatori statunitensi e consentirebbe anche a concorrenti come l'Arabia Saudita di aumentare la produzione e riconquistare quote di mercato. Infine, le sfide legate alla manodopera e alla catena di approvvigionamento complicheranno ulteriormente qualsiasi tentativo di aumentare la produzione di petrolio. L'industria petrolifera statunitense ha dovuto affrontare una carenza di manodopera negli ultimi anni, con una forte domanda di lavoratori qualificati come ingegneri, geologi e trivellatori. La prossima amministrazione potrebbe rimuovere o allentare gli ostacoli normativi relativi all'uso del suolo e agli standard ambientali, ma non può fare molto di più quando si tratta di stimolare la produzione di petrolio. Tuttavia, la produzione di GNL è destinata ad aumentare. Come abbiamo identificato in ricerche precedenti³, si prevede che gli Stati Uniti aggiungeranno circa 130 milioni di tep all'anno (mtpa) di GNL entro il 2029. Questo aumento graduale non porterà a un calo dei prezzi dell'energia o a una maggiore crescita nel breve termine, ma si tradurrà in circa 2,8 milioni di barili di petrolio equivalente al giorno. Ciò colpirebbe l'obiettivo di Bessent, anche se l'amministrazione non sarebbe in grado di prendersi il merito di un tale risultato.

Per i mercati, il piano 3-3-3 potrebbe significare un dollaro più forte, mentre le prospettive dei tassi sono meno chiare. Una riduzione del disavanzo fiscale degli Stati Uniti al -3% del PIL, combinata con un ipotetico aumento della

³ [Cosa guardare | 21 Novembre 2024](#)

produzione di petrolio di 3 milioni di barili al giorno, avrebbe profonde implicazioni per i mercati finanziari. Un disavanzo più contenuto ridurrebbe l'emissione di titoli di Stato, abbassando strutturalmente i rendimenti a lungo termine di circa 10-30 punti base. Allo stesso tempo, un'impennata della produzione di petrolio ridurrebbe il deficit delle partite correnti degli Stati Uniti, rafforzando il dollaro mentre il paese consolida la sua posizione di esportatore di energia dominante. Tuttavia, le implicazioni dell'aumento della produzione di petrolio non sono chiare. Il calo dei prezzi del petrolio e della benzina ridurrebbe le pressioni inflazionistiche, spingendo potenzialmente la Federal Reserve ad adottare una posizione più accomodante. Sebbene ciò possa portare a un abbassamento dei tassi di interesse e all'indebolimento del dollaro, l'impatto complessivo è incerto. Per quanto riguarda i rendimenti a lungo termine, le aspettative di inflazione più basse potrebbero essere controbilanciate dall'aumento dei tassi reali, poiché l'abbondanza di petrolio agisce come uno shock positivo dell'offerta, aumentando la produttività economica. I parallelismi storici forniscono un po' di chiarezza. Durante la rivoluzione dello scisto statunitense del 2012-14, quando la produzione interna è aumentata da 5 milioni di barili al giorno a quasi 10 milioni, il calo dei prezzi del petrolio ha coinciso con un dollaro più forte e tassi di interesse più bassi, guidati dalle pressioni deflazionistiche e dall'aumento della domanda globale di asset statunitensi. Uno scenario simile si è verificato durante la prima presidenza Trump, quando la produzione petrolifera statunitense è stata ulteriormente aumentata (Figura 4). Tuttavia, le reazioni del mercato dei capitali sono guidate da molteplici fattori ed è difficile dimostrare una relazione precisa tra la produzione di petrolio e i tassi di cambio. Ad esempio, l'improvviso calo dei prezzi del petrolio alla fine del 2014 è avvenuto quando l'OPEC ha deciso di non tagliare il proprio obiettivo di produzione a causa dell'eccesso di petrolio globale che si è accumulato a causa dell'aumento della produzione di petrolio negli Stati Uniti, ma anche della minore domanda dalla Cina. Quindi, in futuro, molto dipenderà da come esattamente l'inflazione, la crescita e la politica monetaria reagiranno a un altro boom della produzione di petrolio.

Figura 4: Produzione di petrolio, EURUSD e tassi di interesse a lungo termine



Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Il raggiungimento del piano 3-3-3 creerebbe probabilmente un contesto favorevole per i mercati azionari e societari statunitensi. Una forte crescita economica stimolerebbe i ricavi e gli utili societari, stimolando la fiducia degli investitori e sostenendo l'aumento delle valutazioni azionarie e societarie, in particolare nei settori sensibili alla crescita come la tecnologia, i beni di consumo discrezionali e l'industria. Un deficit di bilancio più contenuto segnalerebbe anche una certa responsabilità fiscale, stabilizzando potenzialmente i tassi di interesse e attirando investimenti esteri, anche se i tagli alla spesa potrebbero frenare la crescita in alcuni settori. Nel frattempo, l'aumento della produzione di petrolio potrebbe avvantaggiare i settori sensibili ai tassi d'interesse attraverso rendimenti più bassi, riducendo al contempo i costi per settori come i trasporti e l'industria manifatturiera. Questa combinazione di espansione economica, prudenza fiscale e aumento della produzione di energia si tradurrebbe probabilmente in un sentiment positivo per il rischio societario, sia a livello azionario che di debito, anche se i rischi di un dollaro più forte potrebbero creare venti contrari per gli esportatori e le società cariche di debiti. In numeri, ciò si tradurrebbe in un aumento dei rendimenti azionari di 5 punti percentuali (al 13%) e in una riduzione degli spread del credito societario di 10 punti base rispetto ai livelli attuali.

Francia: Turbolenze di bilancio ma nessuna crisi

Il governo francese rischia il collasso, poiché i disaccordi sul progetto di bilancio 2025 hanno posto le basi per una mozione di sfiducia il 4 dicembre. Le turbolenze politiche stanno tornando in auge in Francia dopo che Marine Le Pen, leader del *Rassemblement national* (RN), ha incontrato il primo ministro Michel Barnier il 25 novembre e ha successivamente annunciato che il suo partito potrebbe votare una mozione di sfiducia contro il governo. Il disaccordo si basa su diverse misure incluse nel progetto di bilancio 2025, che secondo il RN deteriorerebbero il potere d'acquisto delle famiglie, il loro principale obiettivo di politica economica. I voti combinati del RN e dell' *alleanza di sinistra Nouveau Front Populaire* (NFP) sarebbero più che sufficienti per far cadere il governo, il che significa che Michel Barnier deve ora trovare un compromesso sulle linee rosse del RN su pensioni, rimborso dei farmaci ed elettricità. Il futuro del governo è legato all'agenda legislativa: se decide di approvare il pilastro della sicurezza sociale del progetto di legge di bilancio (*il Projet de loi de finances de la Sécurité sociale – PLFSS*) attivando l'articolo 49.3 della Costituzione (cioè bypassando gli emendamenti e votando all'Assemblea nazionale) il 2 dicembre, il NFP e il RN avranno l'opportunità di rispondere con un voto di sfiducia il 4 dicembre. Un'altra possibilità è che il NFP e il RN uniscano le forze in seguito contro l'approvazione del progetto di legge di bilancio (*Projet de loi de finances – PLF*) intorno al 21 dicembre. I mercati azionari hanno subito una correzione in risposta all'incertezza, con il CAC 40 che è sceso fino al -1%. Tuttavia, le obbligazioni societarie francesi rimangono isolate dalle turbolenze, con un trascurabile ampliamento degli spread di 1 pb a 109 pb.

Tabella 1: Misure del progetto di legge di bilancio 2025 (*Projet de loi de finances – PLF*) (rosso = probabile che venga tagliato/ridotto, verde = che possa essere aggiunto)

Receipts	Primary spending			
	EUR bn	% GDP	EUR bn	% GDP
Measures PLF				
		Refocusing of apprenticeship expenses and support for businesses	4.5	0.2
Corporate tax increase for large companies	8	0.3		
Decrease social contribution rebates	4	0.1	3.6	0.1
Increase tax on electricity consumption	3	0.1	1.9	0.1
		Recalibration of ecological aid (e.g., MaPrime Renov)		
		Increase in co-payment and reduction of the ceiling for daily allowances (IJ)	1.7	0.1
Increase of 4pp rate pension cotisations	2.3	0.1		
		Reduction in social tax exemptions and unemployment insurance	1.1	0.0
Income tax floor 20%	2	0.1		
Others	0.9	0	1.3	0.0
Exceptional maritime freight tax	0.5	0		
Various brown taxation	0.3	0	3.0	0.1
		Reduction in payments to local authorities		
		Savings in public service (e.g., waiting periods, etc.)		
Increase stamp duty				
Increased taxation on pharmaceutical companies				
Ending of urgency measures				
Ending of tariff shield	3.9	0.1	6	0.2
		End of transitional spending measures (recovery plan, etc.)		
Total PLF 2025	21	0.7	17.1	0.5
Total	24.9	0.8	23.1	0.7
GDP impact				

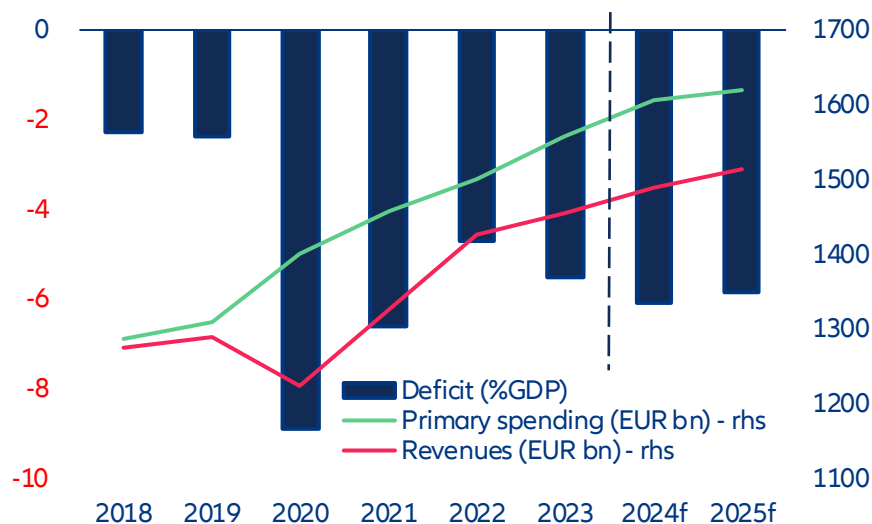
Fonti: OFCE, Ministero delle Finanze francese, Allianz Research

Vediamo tre possibilità: i) il progetto di legge di bilancio passa nella sua versione completa (30% di probabilità), ii) viene approvato ma annacquato, con risparmi potenzialmente inferiori a quelli inizialmente previsti (55%) e iii) il governo si trova di fronte a un voto di sfiducia, costringendo un nuovo governo tecnocratico (15%) a una legge di continuità di bilancio (probabilmente) (15%). La reazione negativa dei mercati finanziari potrebbe spingere la RN e la NFP a fare marcia indietro sulle loro minacce di far cadere il governo – ammorbidendo la loro posizione o astenendosi dal voto – poiché entrambi hanno minimizzato il rischio di una reazione negativa del mercato se il bilancio 2025 non fosse approvato. In alternativa (ma improbabile), se il bilancio non viene approvato prima del 21 dicembre, il bilancio potrebbe anche essere approvato attraverso un'ordinanza. In questo scenario, prevediamo che la crescita del PIL francese nel 2025 sarà influenzata negativamente dal perdurare dell'incertezza politica e della politica fiscale restrittiva, ma si manterrà intorno al +0,9% grazie a una politica monetaria più accomodante. Il disavanzo pubblico si ridurrebbe dal -6,1% del PIL di quest'anno al -5,4% dell'anno prossimo (contro il 5% previsto dal governo). Una seconda possibilità, più probabile, è che il primo ministro Barnier raggiunga un compromesso con la RN e annacqua, o rimuova, alcune misure (in rosso, Tabella 1). Potrebbero essere aggiunte misure di risparmio compensative, come l'aumento delle imposte di bollo per i governi locali (*dipartimenti*) o ulteriori tagli alla pubblica amministrazione (Tabella 1, verde). In questo scenario, l'impatto macroeconomico sarebbe poco

cambiato: il governo farebbe probabilmente fatica a trovare 6-10 miliardi di euro di misure di compensazione (a seconda di quanto rinuncia), e ci aspetteremmo che il deficit si riduca a solo -5,7% del PIL. La crescita ne risentirebbe poco, tuttavia, con una politica fiscale meno restrittiva ampiamente compensata dall'aumento dell'incertezza e da condizioni finanziarie leggermente più restrittive. Il terzo scenario, anche se improbabile, vedrebbe un crollo del governo Michel Barnier dopo un voto di sfiducia, spingendo Macron a nominare un nuovo governo per approvare una legge sulla continuità del bilancio. Ciò significherebbe che lo Stato francese sarebbe autorizzato a riscuotere le tasse e a finanziare i servizi pubblici sulla base del bilancio dello scorso anno fino a quando il bilancio 2025 non sarà correttamente adottato dal Parlamento.

Nessun bilancio 2025 significa nessun aumento delle tasse, ma forti tagli alla spesa. Nello scenario "estremo" in cui il governo francese non è in grado di approvare un bilancio per il 2025, dovrà fare affidamento sulle disposizioni del bilancio 2024. Ciò significa che la spesa fiscale non aumenterà per il settore privato: in effetti, la riscossione delle tasse si muoverebbe in linea con il PIL nominale. La spesa per la previdenza sociale aumenterebbe in linea con l'inflazione a causa dell'indicizzazione automatica della maggior parte delle prestazioni sociali (come le pensioni statali) sui prezzi. Tuttavia, le spese delle amministrazioni centrali e locali saranno congelate ai livelli del 2024. Ciò significa che diminuirebbero in termini reali (corretti per l'inflazione). Ipotizzando un'inflazione del +1,4% nel 2025, stimiamo che la spesa pubblica totale (previdenza sociale, amministrazioni locali e centrali) aumenterebbe del +0,7% in termini nominali e diminuirebbe del -0,7% in termini reali. Ciò significherebbe un forte consolidamento di bilancio basato sulla spesa (Figura 5).

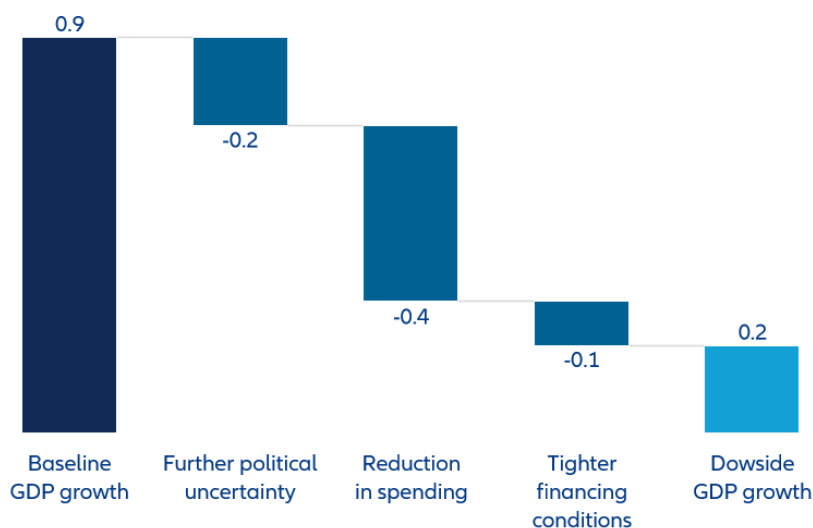
Figura 5: Spesa primaria, entrate e disavanzo del governo francese in uno scenario di assenza di bilancio.



Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Colpo alla crescita ma nessun allargamento del deficit. In termini reali, i tagli alla spesa porterebbero probabilmente a disordini sociali a causa dei tagli reali ai salari dei dipendenti pubblici, della mancanza di fondi per gestire i servizi pubblici, ecc. Nel complesso, ci aspettiamo che i forti tagli alla spesa pubblica, l'elevata incertezza politica e l'aumento dei tassi d'interesse spingano l'economia francese verso una recessione, con una crescita annua del PIL in calo al +0,2% (Figura 6), con rischi al ribasso per questo numero. L'aumento degli spread francesi potrebbe inasprire le condizioni finanziarie più di quanto ci aspettiamo, ad esempio attraverso la riduzione dell'offerta di credito da parte delle banche. Tuttavia, il disavanzo pubblico dovrebbe ancora ridursi un po' grazie alla minore spesa, anche se una crescita debole indebolirebbe la riscossione delle imposte. Ci aspettiamo un disavanzo pubblico del -5,8%.

Figura 6: Shock di crescita del PIL nel 2025 in uno scenario di assenza di bilancio

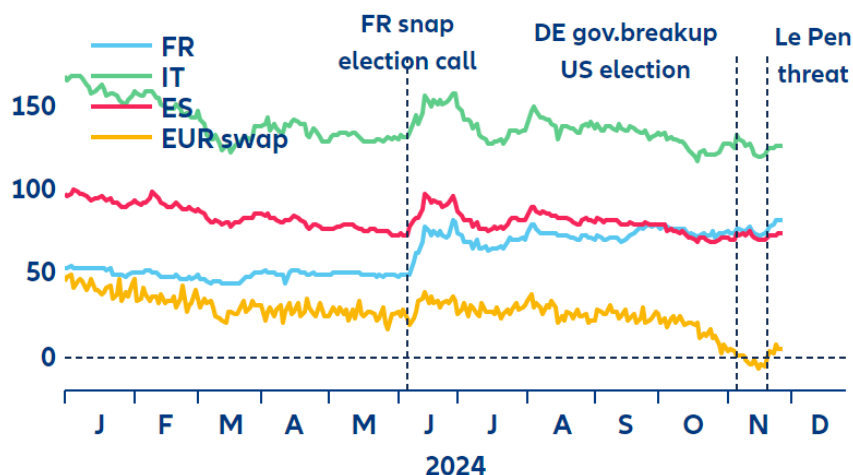


Fonti: Allianz Research

Sui mercati dei capitali, il premier Barnier ha ragione: ci saranno "gravi turbolenze nei mercati finanziari" in caso di voto di sfiducia. La figura 7 mostra il nuovo ampliamento degli spread dei titoli di Stato francesi dopo la minaccia di Marine Le Pen di far cadere il governo francese il 20 novembre. Questa settimana, il rendimento dei titoli di Stato francesi rispetto ai titoli di Stato tedeschi a 10 anni è salito a 90 pb intraday, il valore più alto dal 2012, poco prima che l'ex presidente della BCE Mario Draghi pronunciasse il suo famoso discorso "whatever it takes". L'aumento delle turbolenze nella politica francese e l'assenza di un miglioramento della situazione dell'ampio disavanzo fiscale potrebbero facilmente aggiungere altri 10-20 pb agli spread francesi, che li porterebbero a superare i 100 pb. Tuttavia, poiché il nostro scenario di base prevede che alla fine verrà approvato un bilancio annacquato, anche se con alcuni compromessi, ci aspettiamo che gli spread scontino l'attuale scenario di rischio di coda di una rottura del governo e tornino a 75 pb.

L'ultimo allargamento degli spread nell'Eurozona si sta verificando anche in contrasto con il nuovo calo dei rendimenti tedeschi in un contesto di aumento della domanda di beni rifugio. I rendimenti dei titoli di Stato tedeschi a 10 anni, con i quali vengono confrontati i rendimenti francesi e di altri paesi europei, sono scesi dal 2,4% prima della rottura della coalizione tedesca (che ha coinciso con la vittoria elettorale di Donald Trump) all'attuale 2,1%. Questa mossa ha anche ampliato nuovamente gli spread degli swap in EUR (Figura 7). I bund tedeschi stanno ricevendo di nuovo molta domanda di beni rifugio, mentre le prospettive per l'Europa si fanno più cupe con il ritorno alla Casa Bianca di un governo America-First e la fine del freno al debito tedesco rimane uno scenario a bassa probabilità nonostante la rielezione, poiché la legge costituzionale può essere modificata solo con una maggioranza di due terzi.

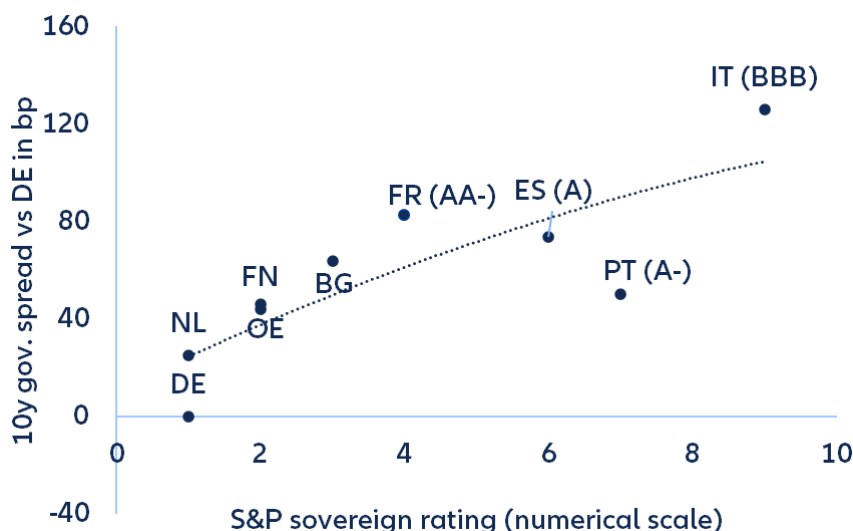
Figura 7: Spread dell'Eurozona misurati rispetto ai rendimenti tedeschi a 10 anni, pb



Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

I mercati stanno già valutando circa due declassamenti del rating per la Francia, dall'attuale AA- ad A. La Figura 8 mostra gli spread attuali rispetto ai rating numerici di S&P. La Francia è attualmente sotto osservazione negativa da parte di Fitch (AA-) e Moody's (Aa2), mentre S&P (AA-) probabilmente seguirà l'esempio questa settimana. Il nostro modello proprietario di fair value per gli spread vedrebbe un ampliamento degli spread di +10 pb per ogni punto percentuale di disavanzo fiscale aggiuntivo.

Figura 8: Spread correnti dell'Eurozona rispetto a rating, pb, scala di rating numerica

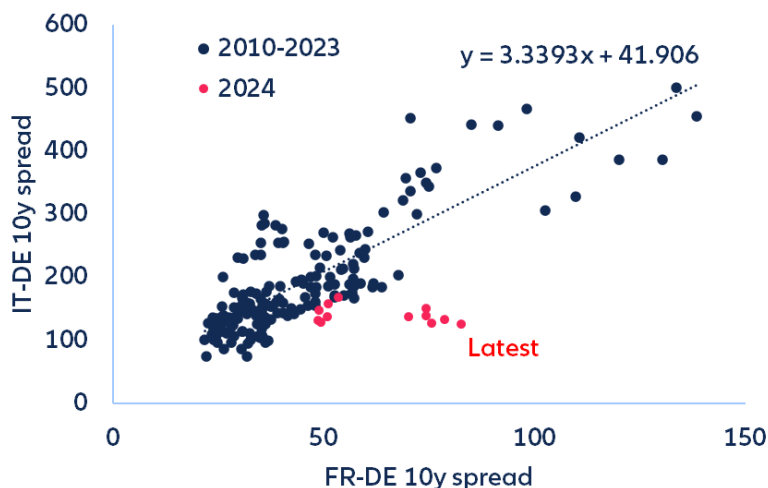


Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

I rischi rimangono una questione interna, con effetti di contagio finora molto limitati, né sugli altri spread né sull'EUR. La figura 9 mostra che la correlazione storica tra gli spread italiani e francesi è crollata quest'anno. Storicamente, uno spread di 90 pb coincideva con quello italiano a circa 300 pb. Questo non è accaduto perché l'origine della crisi è una questione interna francese, non un rischio di frammentazione dell'Eurozona. Inoltre, l'euro si è piuttosto rafforzato nell'ultima settimana, passando da 1,04 a circa 1,05, a causa di altri fattori, come i commenti da falco dei relatori della BCE e la nomina di Scott Bessent a segretario al Tesoro degli Stati Uniti, considerato uno dei meno duri del prossimo governo Trump. Isabel Schnabel, membro del Comitato esecutivo della BCE, non ha menzionato affatto gli spread francesi in un'intervista a Bloomberg questa settimana, lasciando intendere che il consiglio della BCE non è troppo preoccupato in questo momento per la situazione. Ciononostante, è importante riconoscere il ruolo significativo che i non residenti hanno svolto nel sostenere gli spread OAT, agendo costantemente come acquirenti netti del debito pubblico francese. Guardando al futuro, e in particolare in assenza

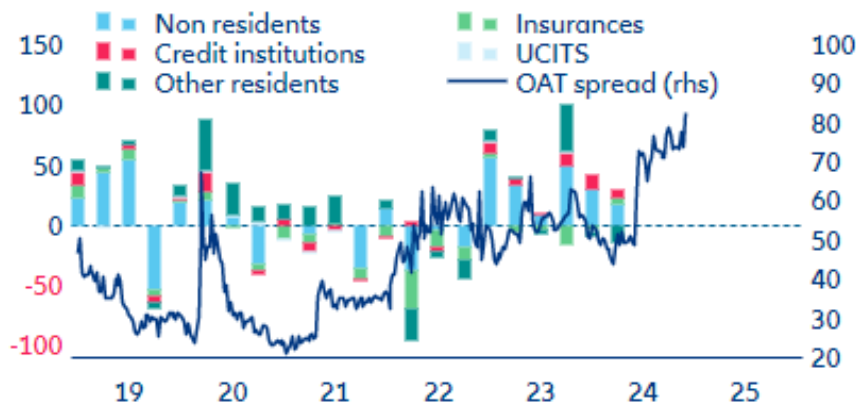
di dati per il 3° trimestre, sarà fondamentale monitorare se l'attrattiva internazionale degli OAT, che è stata forte negli ultimi anni, si stia indebolendo o se il mercato possa continuare a fare affidamento su questa fonte esterna di domanda (Figura 10).

Figura 9: Spread francesi contro spread italiani, pb



Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Figura 10: Flussi di titoli di Stato francesi per tipologia (in miliardi di euro)

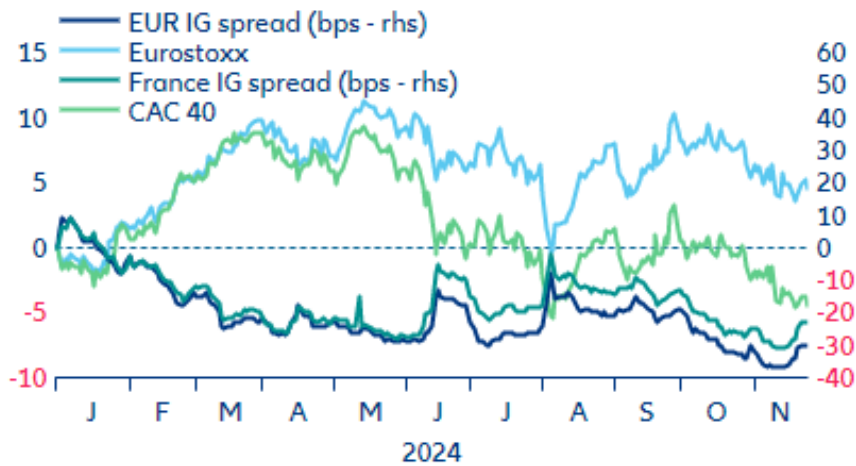


Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Tendenze divergenti degli asset rischiosi francesi in un contesto di incertezza politica. L'attuale clima politico in Francia sta determinando una marcata divergenza nel panorama degli asset rischiosi. I mercati azionari sono sotto pressione, a causa delle preoccupazioni per le politiche economiche ambigue, l'instabilità politica e l'indebolimento della domanda estera di prodotti francesi. Al contrario, il mercato delle obbligazioni societarie ha dimostrato resilienza, con gli investitori che hanno privilegiato il suo interessante profilo di rendimento corretto per il rischio in un contesto di incertezza prevalente (Figura 11). Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, gli spread investment grade nell'Eurozona si sono ridotti di circa 25 pb, portandoli vicino a 120 pb, indice di una domanda stabile e di fiducia nel credito societario. Nel frattempo, i mercati azionari dipingono un quadro diverso: mentre la performance azionaria aggregata dell'Eurozona rimane cautamente positiva, le azioni francesi si distinguono con un calo del -5% da inizio anno. Questa divergenza sottolinea una chiara differenziazione nel modo in cui gli investitori stanno rispondendo al contesto politico ed economico francese, con le obbligazioni societarie che fungono da rifugio relativamente sicuro rispetto alla volatilità dei mercati azionari. Nonostante la recente dinamica al ribasso delle azioni, le società francesi a grande capitalizzazione rimangono relativamente isolate dalle dinamiche politiche ed economiche interne, facendo maggiore affidamento sull'andamento della domanda

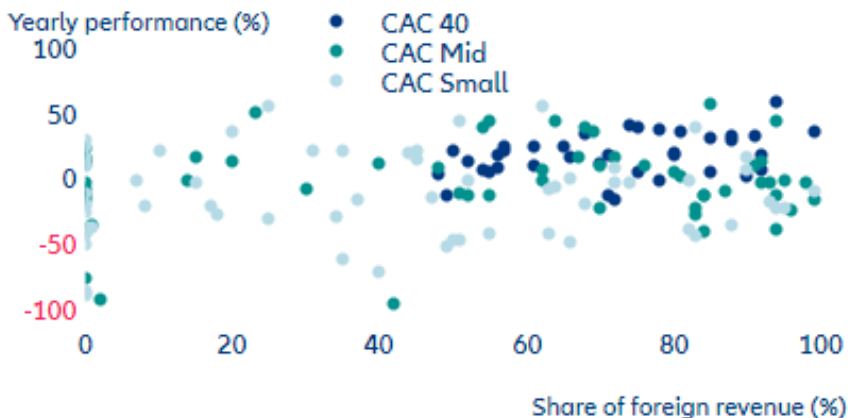
globale, in particolare dai mercati emergenti. L'esposizione del CAC 40 alla domanda interna è stimata intorno al 20-30%. Ciò implica che i cambiamenti delle politiche locali e l'incertezza politica avranno probabilmente un impatto limitato sulle aspettative di performance di queste società a grande capitalizzazione. Tuttavia, le imprese più piccole che tendono a ricavare una quota molto maggiore dei loro ricavi dal mercato interno sono più sensibili alle condizioni economiche e politiche locali (figura 12).

Figura 11: Spread delle società francesi e dell'Eurozona rispetto ai mercati azionari (variazione da inizio anno e %)



Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

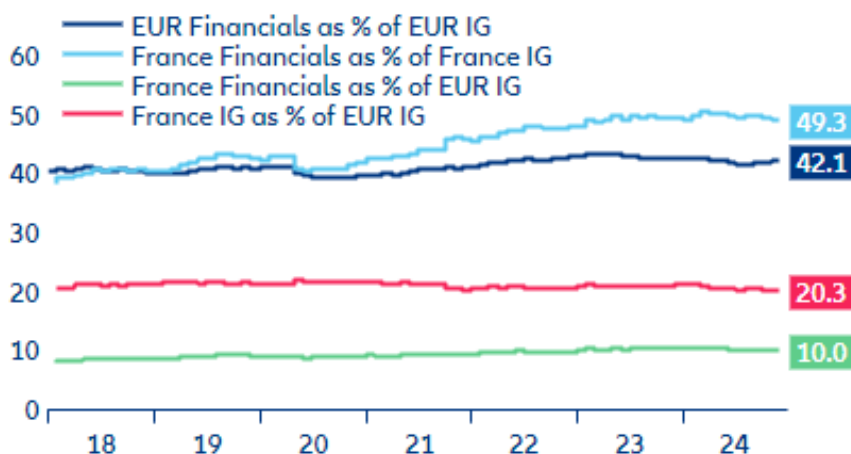
Figura 12: % del fatturato estero rispetto alla performance da inizio anno delle azioni francesi (in %)



Fonti: IBES, LSGE Workspace, Allianz Research

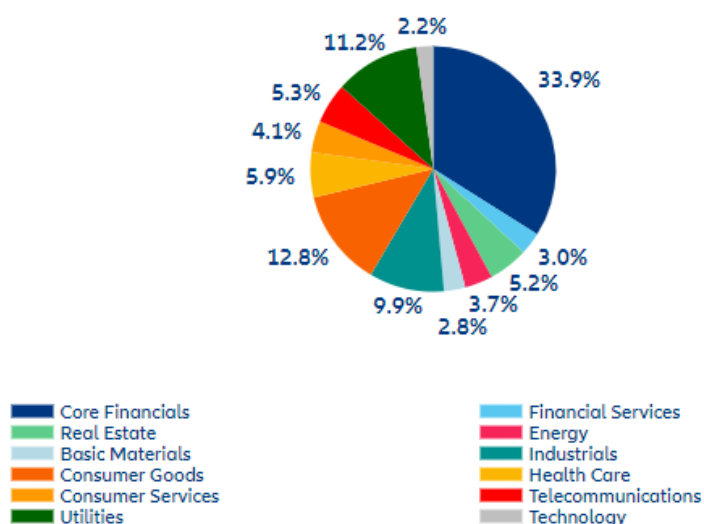
Uno dei fattori principali di questa divergenza risiede nella composizione settoriale strutturalmente diversa dei mercati azionari e delle obbligazioni societarie. L'analisi della ripartizione settoriale di entrambi i mercati rivela che il mercato delle obbligazioni societarie è fortemente influenzato dal settore finanziario, che rappresenta circa il 40-50% dei mercati europei e francesi. Questa dipendenza strutturale da un settore robusto e resiliente è stato un fattore chiave, in quanto i finanziari hanno registrato performance eccezionalmente buone negli ultimi anni (si vedano le figure 13 e 14).

Figura 13: Peso delle obbligazioni societarie e finanziarie francesi all'interno dei mercati societari (in termini di valore nominale - %)



Fonti: Iboxx, LSGE Workspace, Allianz Research

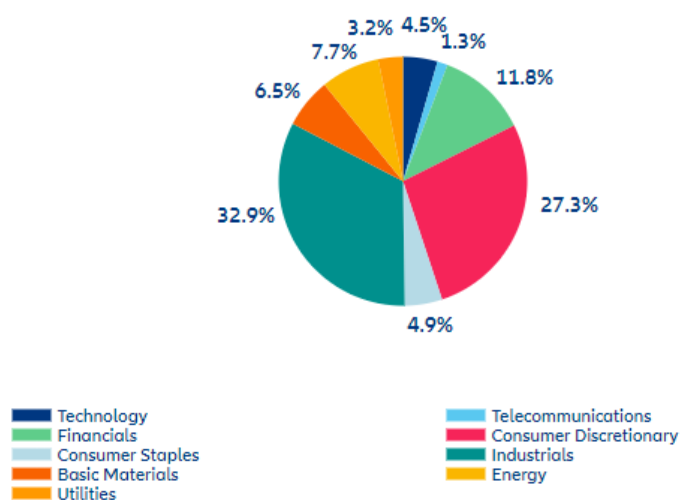
Figura 14: Ripartizione del mercato societario investment grade in EUR per settore (valore nominale – in %)



Fonti: IBOXX, LSGE Workspace, Allianz Research

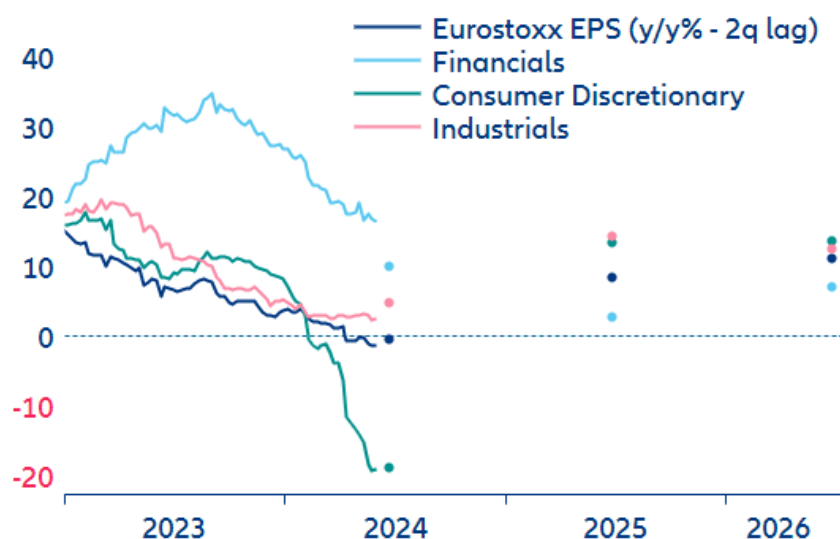
Nel mercato azionario, i settori industriali e dei beni di consumo discrezionali sono i principali motori della performance dell'indice. Tuttavia, entrambi i settori sono attualmente sottoposti a forti pressioni a causa dell'indebolimento della domanda globale, in particolare nei mercati emergenti, che sono stati i principali motori di crescita negli ultimi anni. Questo persistente rallentamento della domanda ha messo in dubbio le prospettive future dei settori, innescando continue revisioni al ribasso delle previsioni sugli utili e sui ricavi, nonché frequenti avvertimenti sugli utili (Figura 15). Ciononostante, prevediamo una ripresa dei mercati azionari e un contesto di credito societario europeo resiliente nei prossimi anni. Questa prospettiva è supportata dai miglioramenti attesi dei ricavi e degli utili nella maggior parte dei settori nel 2025 e nel 2026, sia in Francia che in tutta Europa. La narrativa di un "atterraggio morbido" sta guadagnando terreno e le misure di stimolo fiscale, in particolare nei mercati emergenti, probabilmente sosterranno i livelli di consumo globale, prevenendo ulteriori cali (Figura 16). Naturalmente, questo sarà vero se si attiverà uno dei due scenari più favorevoli al mercato ("buy the dip"). Tuttavia, se il nostro scenario di aumento del premio al rischio francese diventasse realtà, ci aspetteremmo un notevole livello di sottoperformance, soprattutto nei mercati societari, poiché l'incertezza legislativa che circonda il settore finanziario e l'aumento dei tassi di finanziamento potrebbero spaventare l'asset class.

Grafico 15: Ripartizione del mercato azionario francese per settore (capitalizzazione di mercato - in %)



Fonti: FTSE, LSGE Workspace, Allianz Research

Figura 16: Aspettative di crescita degli utili per azione del settore azionario europeo (in a/a)



Fonti: IBES, LSGE Workspace, Allianz Research

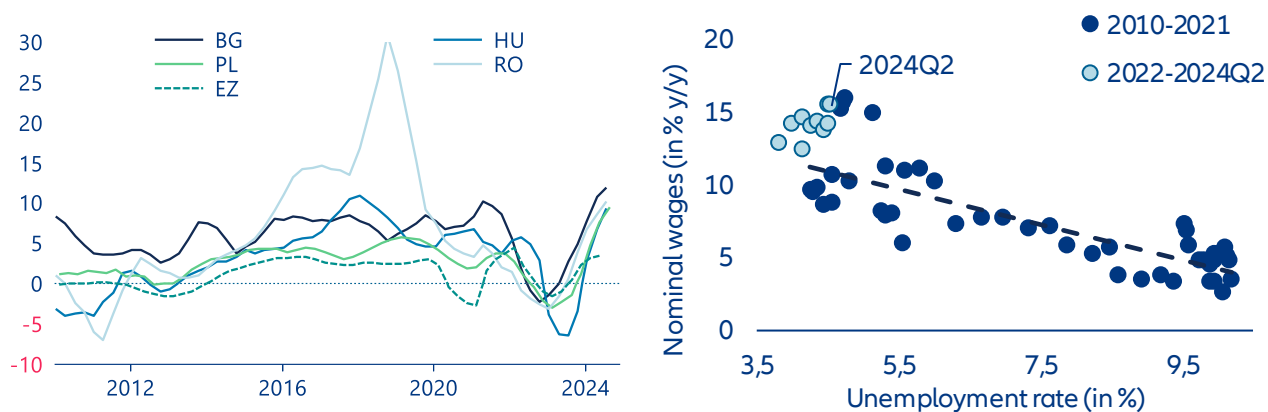
Europa centrale: il peggioramento della competitività mette in pericolo le ambizioni degli hub commerciali

I paesi dell'Europa centrale e orientale (CEE) sono stati i centri di outsourcing ideali per l'Europa, ma i salari più alti stanno riducendo la competitività. I servizi a più alto valore aggiunto stanno gradualmente crescendo nella regione, compresi i servizi IT e avanzati come la programmazione informatica, la consulenza e i servizi di informazione, in particolare in Bulgaria e Romania. Ciononostante, la produzione, in particolare nel settore automobilistico, rimane un vantaggio competitivo, posizionando i paesi dell'Europa centrale e orientale come hub di outsourcing ideali per l'Europa occidentale. Tuttavia, l'aumento dei salari nominali e reali sta mettendo sotto pressione questo vantaggio competitivo.

La forte crescita dei salari riflette la rigidità dei mercati del lavoro e gli effetti persistenti dello shock inflazionistico del 2022-2023. I salari reali sono aumentati quest'anno, con la Bulgaria in testa con un notevole

aumento del +15% a/a nel secondo trimestre, seguita dalla Polonia a +12% e dall'Ungheria e dalla Romania entrambe a +10%. Sebbene i tassi di crescita siano leggermente diminuiti nel 3° trimestre, rimangono significativamente elevati rispetto alle tendenze globali, in particolare rispetto alla media dell'Eurozona di appena +3% (Figura 17, a sinistra). E nonostante un notevole calo dell'inflazione – scesa al 3,8% su base annua nel 3° trimestre 2024 – la crescita dei salari reali continua a un tasso impressionante del +10,5%. Ciò è in gran parte il risultato di un mercato del lavoro rigido, con un tasso di disoccupazione medio di solo +4,5% nel 2° trimestre 2024, che in genere è correlato a una minore crescita dei salari (Figura 17, a destra). La relazione abbastanza stabile tra disoccupazione e crescita dei salari è cambiata dopo la pandemia, determinando aumenti salariali più forti per un dato livello di disoccupazione. I fattori che contribuiscono a questa tendenza includono forme di occupazione sicure che migliorano il potere contrattuale dei lavoratori e una spinta verso salari più alti per compensare l'erosione del reddito durante i periodi inflazionistici. Anche le politiche governative hanno svolto un ruolo cruciale: gli aumenti del salario minimo sono stati consistenti, con la Polonia che lo ha aumentato del +19%, la Romania del +12% e la Bulgaria del +20% nel 2024 e l'Ungheria del +15% lo scorso dicembre. Data l'elevata percentuale di percettori di salario minimo, questi aumenti, insieme all'aumento degli stipendi del settore pubblico, hanno contribuito notevolmente alla crescita salariale complessiva in tutta la regione.

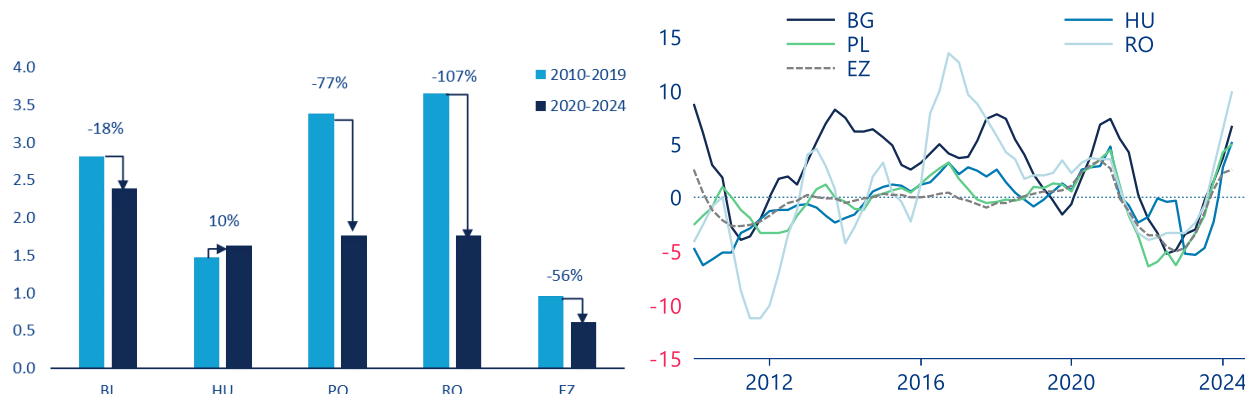
Figura 17: Crescita dei salari reali in alcuni paesi, a/a in % (a sinistra) e curva di Phillips (a destra)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il costo del lavoro è aumentato poiché la produttività non ha tenuto il passo con i salari. Mentre la forte crescita dei salari è solitamente guidata da miglioramenti significativi della produttività del lavoro, che consentono alle imprese di aumentare le retribuzioni dei lavoratori senza danneggiare i margini di profitto, questo non è il caso della regione CEE. In effetti, la produttività del lavoro è in declino. Confrontando i periodi pre-pandemia e post-pandemia, scopriamo che la crescita della produttività in tutta la CEE è diminuita del -48%. La produttività reale del lavoro per ora lavorata in Romania è crollata dal 3,7% tra il 2010 e il 2019 ad appena l'1,8% dal 2020 al 2024, un calo più del doppio di quello dell'Eurozona nel suo complesso. La Polonia ha registrato un calo sbalorditivo del -77% nella crescita media della produttività, mentre l'Ungheria ha ottenuto un modesto aumento del +10% (Figura 18, a sinistra). Questo crescente divario tra la crescita dei salari e quella della produttività è stato il fattore principale che ha spinto al rialzo il costo del lavoro per unità di prodotto, che ha raggiunto una crescita media a/a del +9,2% nel 2° trimestre 2024, l'aumento più alto dal 2010.

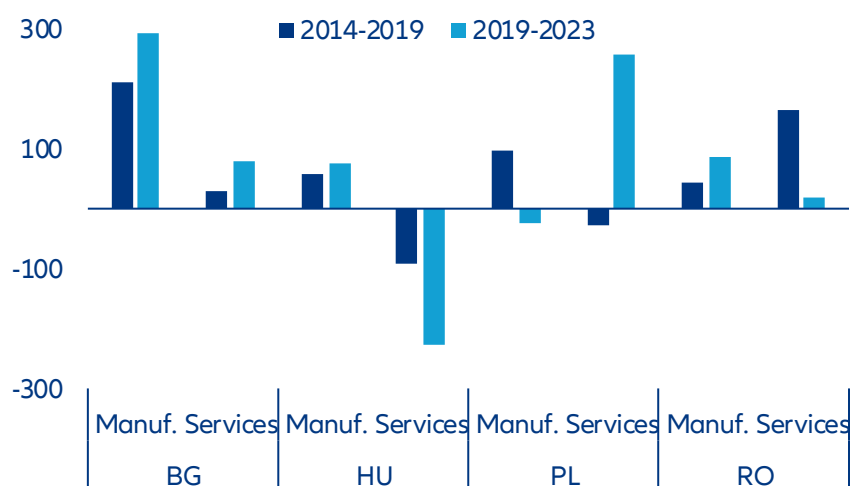
Figura 18: Produttività reale del lavoro per ora lavorata, a/a in % e variazione % (a sinistra) e costi del lavoro per unità di produzione, a/a in % (a destra)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Sebbene vi siano sfide in termini di competitività, la regione attrae ancora investimenti. Il recente appiattimento della correlazione tra produttività e costo del lavoro per unità di prodotto può indicare un calo della competitività. L'aumento del costo del lavoro potrebbe indurre i paesi dell'Europa occidentale, che in precedenza hanno esternalizzato la manodopera nella regione, a rivalutare le loro strategie. Ciononostante, gli afflussi di investimenti diretti esteri (IDE) suggeriscono che la regione rimane attraente come destinazione di outsourcing (Figura 19). In particolare, la Bulgaria è emersa come un hub di investimento chiave sia per l'industria manifatturiera che per i servizi, con gli IDE nel settore manifatturiero quasi triplicati dal 2019 al 2024, superando i livelli di crescita pre-pandemia. Al contrario, la Polonia è recentemente diventata meno attraente nel settore manifatturiero, ma ha registrato un'impressionante crescita del +250% degli IDE nei servizi, invertendo la tendenza negativa osservata prima della pandemia. Le economie dell'Eurozona rappresentano la quota maggiore di IDE in Polonia, Bulgaria e Ungheria. Tuttavia, negli ultimi anni si è verificato un notevole cambiamento. In Bulgaria, la quota dell'Eurozona sul totale degli IDE è crollata dal 97% pre-pandemia ad appena il 55% nel 2024. La Polonia ha registrato un calo più moderato, con la quota dell'Eurozona che è scesa dal 75% al 70%. Al contrario, l'Ungheria ha registrato un aumento significativo degli IDE dell'Eurozona, passando dal 27% al 97%. Inoltre, l'Ungheria è unica in quanto gli IDE cinesi sono più che raddoppiati dal 4% nel 2019 al 9% nel 2023, posizionandosi come impianto di produzione in Europa per servire il mercato europeo. Nel frattempo, gli IDE cinesi rimangono al di sotto dell'1% sia per la Bulgaria che per la Polonia.

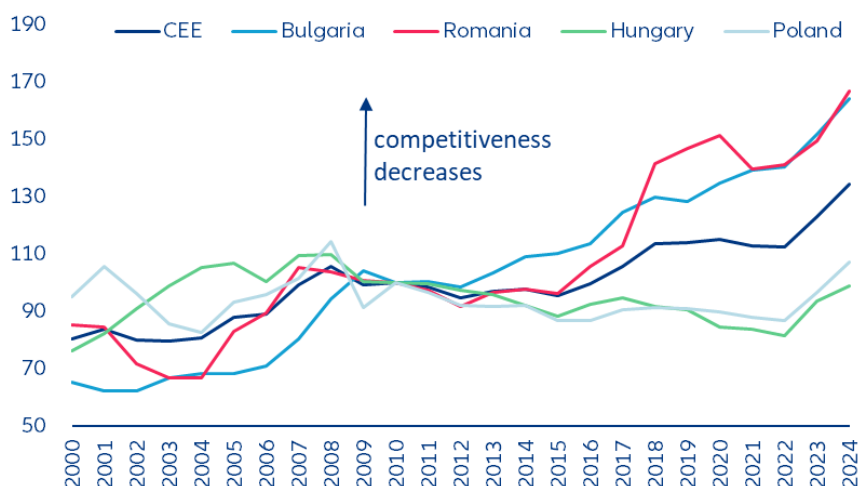
Figura 19: Afflussi di IED per settore e paese, variazione %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La competitività del costo del lavoro dei paesi dell'Europa centrale e orientale è diminuita notevolmente in termini relativi, con Bulgaria e Romania particolarmente colpite. Storicamente, la competitività media dei costi dei paesi dell'Europa centro-orientale – tenendo conto delle fluttuazioni del costo del lavoro e dei tassi di cambio rispetto ai partner commerciali – è rimasta relativamente stabile fino all'inizio di una brusca flessione nel 2022. La tendenza si è discostata per la prima volta dopo il 2012; nel decennio successivo, l'Ungheria e la Polonia hanno visto miglioramenti nella loro competitività al costo del lavoro, diventando interessanti hub di outsourcing per le economie dell'Europa occidentale, con guadagni rispettivamente del +19,5% e del +6,1% (Figura 20). Al contrario, la Bulgaria e la Romania hanno subito perdite significative, pari al -29,8% e al -35,1%. Il notevole deprezzamento del fiorino ungherese e dello zloty polacco rispetto all'euro ha contribuito in modo significativo a compensare parte degli aumenti salariali in questi paesi. Tuttavia, gli ultimi due anni hanno visto un calo uniforme della competitività del costo del lavoro in tutte e quattro le nazioni. Dal 2022 al 2024, ogni paese ha registrato perdite di competitività comprese tra il -14% e il -19%, indicando una costante erosione della competitività di costo in tutta la regione.

Grafico 20: Indice di competitività basato sul costo relativo del lavoro per unità di prodotto, 2010 = 100



Fonti: EIU, Allianz Research. Nota: l'indice di competitività per i PECO è calcolato come la media degli indici di Bulgaria, Romania, Ungheria e Polonia. Un valore dell'indice più alto indica una ridotta competitività del costo del lavoro.

Le perdite di competitività potrebbero attenuarsi con il calo dell'inflazione e la stabilizzazione della crescita dei salari, portando a una maggiore crescita del PIL in tutta la regione. Con l'inflazione che è diminuita significativamente nell'ultimo anno e mezzo, ci si attende che gli effetti di secondo impatto dell'inflazione diminuiscano gradualmente. Nel 2025 è previsto un nuovo aumento dei salari minimi. Tuttavia, i salari reali delle famiglie sono generalmente rimbalzati a livelli superiori a quelli colpiti dallo shock inflazionistico, con conseguente riduzione della pressione sui consumatori. Sebbene la crescita del PIL nella regione sia stata modesta negli ultimi due anni, prevediamo un aumento nel 2025-2026. Per la Polonia, prevediamo tassi di crescita del +2,9% nel 2024, seguiti da un +3,4% sia nel 2025 che nel 2026. In Romania ci aspettiamo una crescita del +1,1% nel 2024, che salirà al +2,4% sia nel 2025 che nel 2026. L'Ungheria registrerebbe una crescita debole del +0,9% nel 2024, con miglioramenti al +2,5% nel 2025 e al +2,6% nel 2026. Nel frattempo, la Bulgaria dovrebbe crescere a tassi del +2,2% nel 2024, seguita da un +2,6% nel 2025 e da una leggera riduzione al +2,4% nel 2026.

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

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

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

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

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