

Allianz Research

# Alloggi europei: casa dolce casa?

Cosa guardare: tetto del debito USA, visione audace dell'Italia, Stati Uniti diretti verso un "momento Minsky" e rotazione settoriale del mercato azionario  
5 maggio 2023

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

Jordi Basco Carrera  
Lead Investment Strategist  
[jordi.basco\\_carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco_carrera@allianz.com)

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

Pablo Espinosa Uriel  
Investment Strategist  
[pablo.espinosa-uriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-uriel@allianz.com)

Roberta Fortes  
Senior Economist  
[roberta.fortes@allianz-trade.com](mailto:roberta.fortes@allianz-trade.com)

Jasmin Gröschl  
Senior Economist  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

Andreas Jobst  
Head of Macroeconomic and Capital Markets Research  
[andreas.jobst@allianz.com](mailto:andreas.jobst@allianz.com)

Maddalena Martini  
Senior Economist  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

Patricia Pelayo Romero  
Economist  
[patricia.pelayo-romero@allianz.com](mailto:patricia.pelayo-romero@allianz.com)

Marco Caccia  
Research Assistant  
[marco.caccia@allianz.com](mailto:marco.caccia@allianz.com)

## Cosa osservare

- Alzare il tetto: l'accordo bipartisan sul tetto del debito probabilmente si concentrerà sulle restrizioni alla spesa in un contesto di disavanzi fiscali crescenti
- La visione audace dell'Italia: visione audace e sfide fiscali
- Verso un "momento Minsky" – e se la crisi bancaria statunitense non fosse finita?
- Rotazione del settore del mercato azionario: la tecnologia risorge come una fenice dalle ceneri

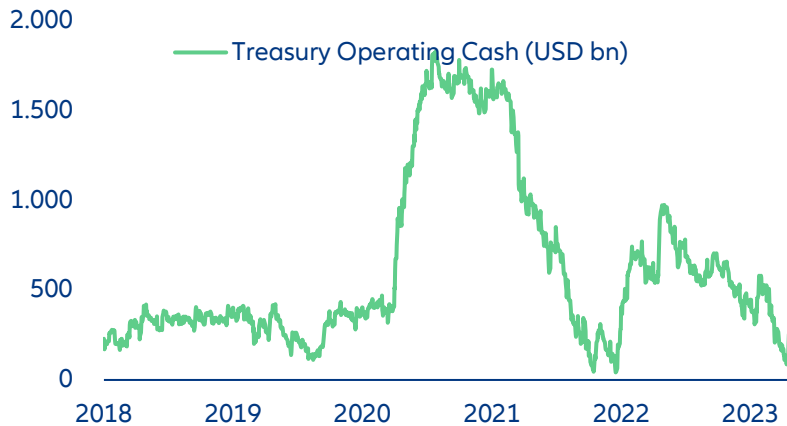
## In primo piano – Housing europeo – casa (non) dolce casa?

- **Il rapido inasprimento delle condizioni di finanziamento grava sempre più sul mercato immobiliare.** La domanda di credito si è indebolita e la fiducia dei consumatori è bassa. C'è stato anche uno spostamento verso mutui a tasso variabile, suggerendo che i mutuatari si aspettano un miglioramento delle condizioni di finanziamento e non vogliono bloccare tassi elevati. Tuttavia, ciò riflette anche la persistente incertezza sui tassi di interesse, poiché i prestiti a tasso fisso stanno diventando molto più costosi.
- **I vincoli di offerta possono attenuare l'aggiustamento sui prezzi delle case, aggravando ulteriormente il deterioramento dell'accessibilità economica delle stesse.** Il costo totale per l'acquisto di una casa è aumentato a causa dei tassi di interesse più elevati nonostante il calo dei prezzi degli immobili. Insieme al surriscaldamento dei prezzi delle case nel 2020-21 (o dal 2014 per paesi come la Germania), l'onere del debito sta diventando insostenibile, soprattutto per le giovani generazioni, che per lo più è già stato scontato dal mercato.
- **L'inefficacia delle politiche pubbliche nell'affrontare le sfide strutturali dell'accessibilità economica della casa contrasta con la rapida risposta allo shock temporaneo del Covid-19.** Poiché l'offerta di nuove abitazioni è scarsa, l'edilizia sociale ben funzionante e una regolamentazione più equilibrata del mercato degli affitti dovrebbero diventare priorità politiche.

## Alzare il tetto: l'accordo bipartisan sul tetto del debito si concentrerà probabilmente sui vincoli di spesa in un contesto di deficit fiscale in crescita

Secondo il Segretario al Tesoro Janet Yellen, il governo degli Stati Uniti potrebbe esaurire la liquidità già il 1° giugno, aumentando il senso di urgenza per l'amministrazione statunitense nell'affrontare la sfida del raggiungimento del tetto del debito. Il dramma del tetto del debito degli Stati Uniti è di nuovo al centro dell'attenzione e l'incertezza è altissima. Le riserve di liquidità del Tesoro hanno toccato un livello pericolosamente basso, pari a circa 86 miliardi di dollari, a metà aprile, ma da allora sono risalite sopra i 200 miliardi di dollari (grafico 1).

Figura 1: Saldi delle riserve di liquidità operative giornaliere del Tesoro USA

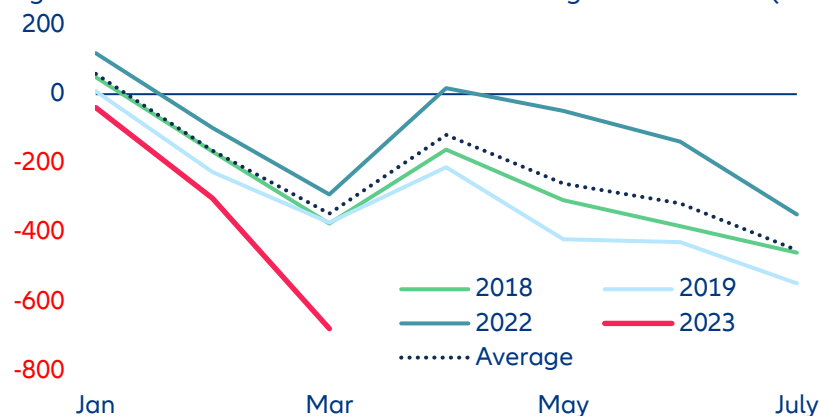


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Ci aspettiamo ancora che i Repubblicani del Congresso e la Casa Bianca raggiungano un accordo (anche temporaneo), ma non si può escludere un incidente a causa della fitta agenda legislativa.** Né il GOP né la Casa Bianca vogliono essere accusati di aver creato un default. È probabile che le due parti si accordino almeno sulla sospensione del tetto del debito a breve termine se non si riesce a raggiungere un accordo globale prima del 1° giugno. La nuova scadenza potrebbe quindi essere spostata verso la fine di luglio o la fine di settembre - la fine dell'anno fiscale - quando sarà necessario trovare un accordo sui livelli di spesa per l'anno fiscale 2024. Tuttavia, c'è il rischio che il governo federale possa faticare a pagare il debito entro il 1° giugno se le risorse di cassa si esauriscono molto più velocemente del previsto nelle prossime due settimane a causa della fitta agenda legislativa. La Camera è in pausa questa settimana e di nuovo a partire dal 26 maggio, mentre il Senato si ferma la settimana del 22 maggio e torna il 29 maggio. Le possibilità di un passo falso sono quindi tutt'altro che trascurabili. Ecco perché il mercato sta ipotizzando una probabilità molto più alta di un default questa volta, con lo spread del Credit Default Swap a un anno (il costo dell'assicurazione contro un default) alle stelle.

**La questione centrale del dramma del tetto del debito è l'impennata della spesa che ha fatto esplodere il deficit del governo federale dalla fine dello scorso anno.** A marzo, il deficit cumulativo del Tesoro (entrate meno spese) nei primi tre mesi del 2023 ha raggiunto l'enorme cifra di -679 miliardi di dollari (Figura 2), molto peggiore rispetto agli anni precedenti (esclusi gli anni della pandemia del 2020 e 2021).

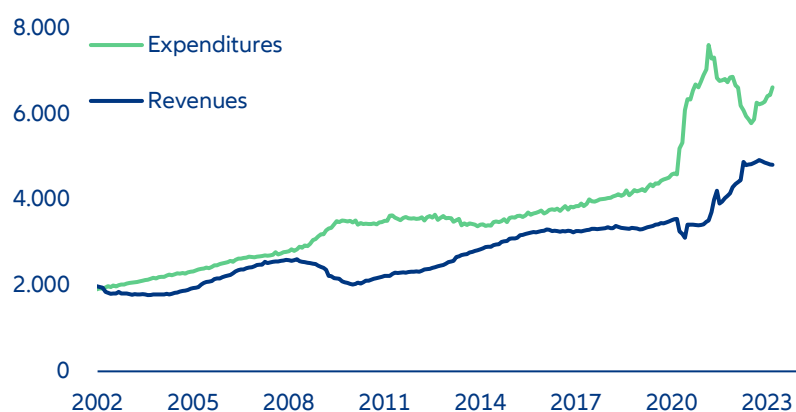
Figura 2: deficit di finanziamento cumulativo del governo federale (entrate meno spese), miliardi di USD



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Negli ultimi mesi, le entrate federali si sono appiattite mentre la spesa è aumentata** (Figura 3). In precedenza avevamo messo in guardia da deficit fiscali crescenti nel 2023, anche se il ritmo del deterioramento è stato peggiore del previsto. Il rapporto spesa/PIL è attualmente vicino al 25%, con un aumento di 3 punti percentuali rispetto a prima della pandemia, mentre il rapporto entrate/PIL è aumentato solo di 2 punti percentuali. L'impennata della spesa pubblica è il risultato diretto dell'alta inflazione e degli elevati tassi di interesse. La prima ha portato a forti adeguamenti del costo della vita (COLA) nella spesa sociale per far fronte all'aumento dei prezzi. Ad esempio, le spese per la previdenza sociale sono aumentate di oltre il 9% a gennaio. La seconda ha alimentato rapidamente l'aumento dei pagamenti di interessi lordi, poiché il debito federale negoziabile degli Stati Uniti ha una scadenza media di soli cinque anni (più breve di quella della maggior parte dei paesi europei). I pagamenti di interessi lordi hanno raggiunto i 565 miliardi di dollari (somma cumulata su 12 mesi) a marzo 2023, rispetto ai 394 miliardi di dollari di marzo 2022. Sul fronte delle entrate, la fine delle rimesse della Federal Reserve al Tesoro - dato che il FOMC sta ora registrando (enormi) perdite - sta privando il governo federale dell'equivalente dello 0,5% del PIL all'anno.

Figura 3: Spese e entrate del governo federale, somma cumulativa su 12 mesi, miliardi di USD



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

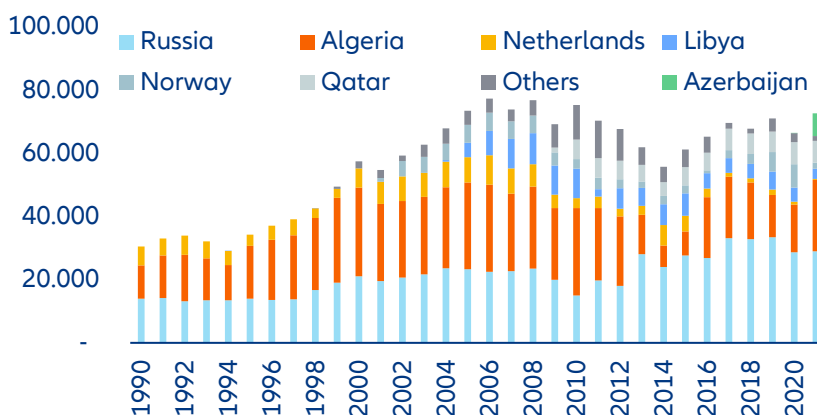
**Qualsiasi tipo di accordo comporterà probabilmente una qualche forma di restrizione della spesa, anche se la Casa Bianca si rifiuta per ora di firmare qualsiasi proposta di fabbricazione repubblicana.** La scorsa settimana i repubblicani hanno approvato un proprio disegno di legge ("Limit, Save, Grow Act"), che propone tagli consistenti ai programmi nazionali ma risparmierebbe il bilancio del Pentagono. La legge riporterebbe i finanziamenti alle agenzie federali ai livelli del 2022 e mira a limitare la crescita della spesa a +1% all'anno (il che implica tagli veri e propri in termini reali). Il Partito Repubblicano propone inoltre di bloccare il piano del Presidente Biden di concedere il condono dei prestiti agli studenti, di abrogare i crediti

d'imposta per l'energia verde e di eliminare i nuovi fondi per l'Internal Revenue Service (IRS) introdotti l'anno scorso nell'ambito dell'Inflation Reduction Act (IRA). Sebbene l'attuale proposta di legge del Partito Repubblicano non abbia quasi nessuna possibilità di essere approvata dalla Casa Bianca, ci aspettiamo che il Presidente Biden riesca a trovare un accordo su alcune limitazioni di spesa, se non entro giugno, visti i tempi stretti, entro il 1° ottobre, quando prenderà il via l'anno fiscale 2024. Sarà difficile evitare i tetti di spesa per la previdenza sociale e Medicare, che costituiscono la maggior parte della spesa del governo federale, anche se i repubblicani potrebbero alleggerire le loro richieste entro ottobre a causa dell'indebolimento dell'economia. Anche le sovvenzioni agli Stati Uniti, che sono aumentate dopo la pandemia, potrebbero essere ridotte. D'altro canto, i Repubblicani potrebbero scendere a compromessi su alcune misure di aumento delle entrate, nonostante la loro feroce opposizione all'aumento della tassazione. In ogni caso, la politica fiscale statunitense è destinata a diventare restrittiva a partire dalla fine del 2023 e fino al 2024. Ciò aggraverà le pressioni al ribasso sull'economia in un momento in cui la politica monetaria restrittiva colpisce maggiormente il PIL (cioè tra la metà del 2023 e l'inizio del 2024).

## Italia - visione energetica coraggiosa e sfide fiscali

**L'Italia si è svincolata dalle importazioni di gas russo in tempi molto rapidi.** Negli ultimi 20 anni, l'Italia è diventata sempre più dipendente dalle importazioni di gas russo (40% delle importazioni totali di gas nel 2021, Figura 4). Dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, il governo guidato dall'ex primo ministro Mario Draghi ha iniziato a cercare rapidamente forniture alternative e nell'ottobre 2022 la quota delle importazioni russe era scesa al 10%. La strategia italiana di diversificazione delle importazioni di gas proviene da tre fonti principali: L'Algeria attraverso un gasdotto in Sicilia, il gasdotto transadriatico che arriva in Puglia e un ulteriore contributo dal GNL trasportato da diversi Paesi.

Figura 4: Italia - importazioni di gas per paese di origine (milioni di metri cubi)



Fonti: MASE (Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica), Allianz Research

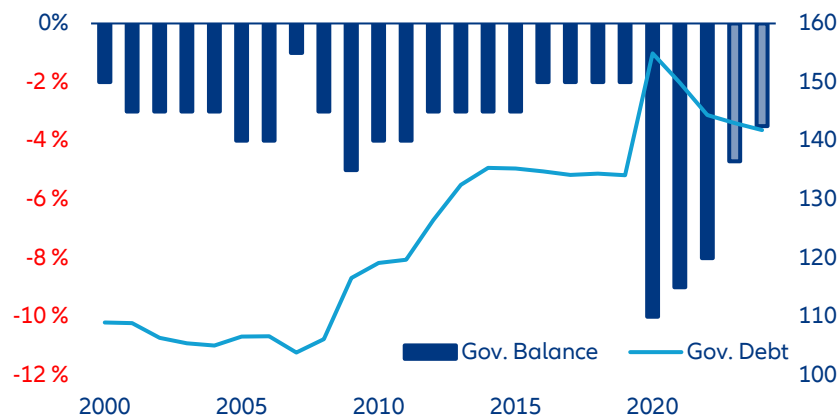
**Sulla base del successo dei colloqui sulla diversificazione energetica, il Primo Ministro Giorgia Meloni ha recentemente lanciato un accordo di cooperazione energetica con l'Africa, denominato "Piano Mattei", per utilizzare le capacità di stoccaggio dell'Italia per distribuire il gas dal Nord Africa e dal Mediterraneo al resto d'Europa.** Maggiori dettagli sulla trasformazione dell'Italia in un hub energetico centrale per l'Europa saranno rivelati a ottobre; tuttavia, le prime preoccupazioni sono già emerse. In primo luogo, i rischi geopolitici potrebbero compromettere il piano, in quanto i Paesi del Nord Africa sono spesso soggetti a turbolenze politiche che potrebbero complicare i negoziati. Inoltre, per affrontare la sfida dell'approvvigionamento energetico sarebbe meglio una soluzione "europea" piuttosto che molteplici soluzioni nazionali che tendono a favorire i Paesi più grandi e industrializzati. Tuttavia, le aziende energetiche italiane come l'ENI - la compagnia energetica nazionale - hanno un buon curriculum di

investimenti nei Paesi africani e hanno recentemente firmato importanti accordi di collaborazione nel settore del gas.

**Dato che i fondi UE di prossima generazione contribuiranno anche a migliorare la strategia energetica del Paese, i recenti "timori di spesa" sono giustificati.** Oltre il 30% delle risorse assegnate all'Italia sosterrà la sua transizione verde investendo nell'efficienza energetica degli edifici residenziali e pubblici (15,3 miliardi di euro), nella mobilità sostenibile (34 miliardi di euro), nello sviluppo delle energie rinnovabili e dell'economia circolare e nel miglioramento della gestione dei rifiuti e delle acque (11,2 miliardi di euro). Nei primi due anni del programma, l'attivazione degli investimenti pubblici è stata moderata, quindi è necessario un forte recupero della capacità di spesa all'orizzonte per recuperare i ritardi. Tutti gli occhi rimangono puntati sulla capacità amministrativa dell'Italia di gestire una quantità di risorse senza precedenti.

**Un altro importante banco di prova per il governo sarà la dinamica fiscale di medio termine in un contesto di tassi di interesse più elevati, normalizzazione dell'inflazione e rallentamento della crescita economica (Figura 5).** Il debito pubblico italiano in rapporto al PIL è diminuito di oltre 5 punti percentuali nel 2022, scendendo al 144,4% (dal picco del 2020 al 155%) grazie all'alta inflazione. Ma il deficit pubblico è aumentato, a causa del nuovo metodo di contabilizzazione Eurostat per i crediti d'imposta ("superbonus"). Questo regime, in vigore dal 2020, prevede un credito d'imposta trasferibile del 110% alle famiglie per i lavori di ristrutturazione delle abitazioni (fino a 200.000 euro) per migliorare l'efficienza ambientale del parco immobiliare. Di conseguenza, il deficit fiscale ha raggiunto l'8% nel 2022, in calo rispetto al 9,0% del 2021 (revisione del -1,8%). Tuttavia, poiché la nuova metodologia dovrebbe aver prodotto principalmente revisioni al ribasso, ci aspettiamo ancora una tendenza al consolidamento del saldo pubblico nei prossimi anni (le nostre previsioni vedono il deficit al 4,7% nel 2023 e al 3,5% nel 2024). In effetti, il nuovo governo è più prudente dal punto di vista fiscale di quanto ci si aspettasse in precedenza, e alcune misure costose e poco mirate (ad esempio il superbonus e il reddito universale) sono state ritoccate negli ultimi mesi.

Figura 5: Italia - debito pubblico (dx) e saldo fiscale (% PIL)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

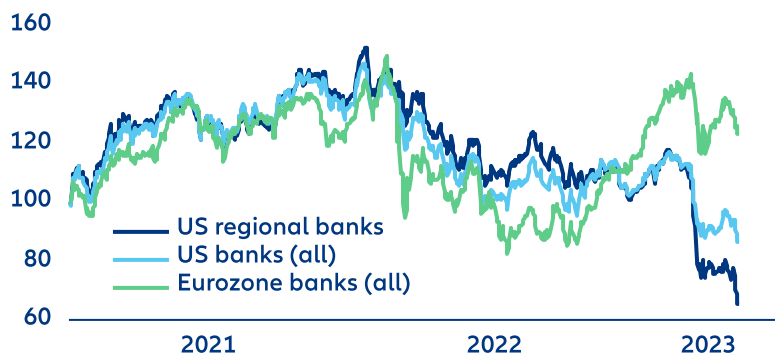
**Tuttavia, ci aspettiamo che la stretta monetaria della BCE abbia un impatto sulle tendenze fiscali italiane.** Anche con un livello di debito complessivo più elevato, i pagamenti per interessi sovrani sono diminuiti in percentuale del PIL fino al 2021, ma questa tendenza si è invertita nel 2022. In effetti, il rapido aumento dei tassi di interesse ha aumentato in modo significativo i costi di servizio del debito del governo italiano e ha sollevato preoccupazioni sulla sostenibilità del debito. Secondo le nostre stime, l'onere del debito pubblico si ridurrà solo temporaneamente nel 2023 (al 3,7% del PIL, dato l'impatto del rallentamento dei prezzi delle obbligazioni indicizzate all'inflazione) rispetto al 4,0% del 2022, ma aumenterà nuovamente nel 2024-2025 fino a circa il 4,2% del PIL. Nonostante l'agenzia italiana per la gestione del debito abbia assicurato scadenze sempre più lunghe (scadenza media ponderata intorno ai 7,6 anni), che contribuiscono a ridurre i rischi di rinnovo, la sostenibilità del debito rimarrà sotto i riflettori, soprattutto dopo il 2026.

**L'aumento dei costi di finanziamento metterà sotto pressione il bilancio pubblico italiano e potrebbe aumentare il rischio di frammentazione.** L'aumento del sostegno al settore pubblico dall'inizio della pandemia e per tutta la durata della crisi energetica ha ampliato il deficit di bilancio e ritardato il necessario consolidamento fiscale. Inoltre, ci aspettiamo che l'aggiustamento fiscale avvenga solo gradualmente, dato il contesto attuale, rendendo più difficile la riduzione degli elevati livelli di debito pubblico. In Italia, questo potrebbe anche aumentare il rischio di frammentazione, causando un ampliamento dello spread sovrano (finora contenuto). Tuttavia, le nostre stime suggeriscono che questo rischio rimane piuttosto contenuto, anche grazie all'efficace effetto di segnalazione dello strumento di protezione della trasmissione (TPI) della BCE.

## Verso un "momento Minsky": e se la crisi bancaria statunitense non fosse finita?

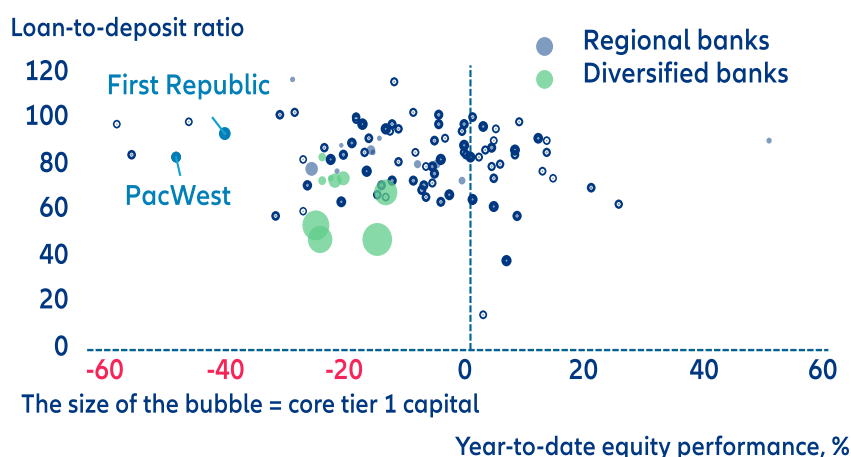
**L'entità degli attuali fallimenti bancari statunitensi supera già l'esperienza del 2008.** PacWest Bancorp e Western Alliance Bank sono diventate le ultime banche regionali statunitensi sotto stress, tra le preoccupazioni generali degli investitori sulla salute finanziaria di entrambi gli istituti di credito di medie dimensioni. Le azioni di entrambi gli istituti di credito hanno continuato a scendere ieri a causa dei persistenti deflussi di depositi innescati dalle elevate perdite non realizzate degli investimenti a reddito fisso (Figure 6 e 7). Entrambe le banche hanno perso più della metà della loro capitalizzazione di mercato negli ultimi due giorni. Ciò avviene subito dopo la riunione del Federal Open Market Committee (FOMC), in cui il presidente Powell ha dichiarato che le autorità di vigilanza si stanno avvicinando a contenere le turbolenze che quest'anno hanno già causato il fallimento di quattro banche (Silicon Valley Bank e Signature Bank a marzo, seguite dalla First Republic Bank la scorsa settimana). Lunedì scorso JPMorgan ha accettato di acquisire la banca in un accordo da 10,6 miliardi di dollari dopo che la FDIC ha rilevato il prestatore, rendendo il fallimento della banca statunitense il più grande dalla crisi finanziaria del 2008. Gli attivi totali delle tre banche fallite quest'anno superano già i 550 miliardi di dollari, superando il precedente record negativo di fallimenti bancari per un totale di 520 miliardi di dollari durante l'apice della crisi finanziaria globale del 2008 (25 fallimenti bancari, tra cui quello di Washington Mutual con un attivo totale di 432 miliardi di dollari).

Figura 6: Confronto tra le performance dei prezzi azionari delle banche statunitensi e quelle dell'Eurozona (indicizzate, 1/1/2021=100)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

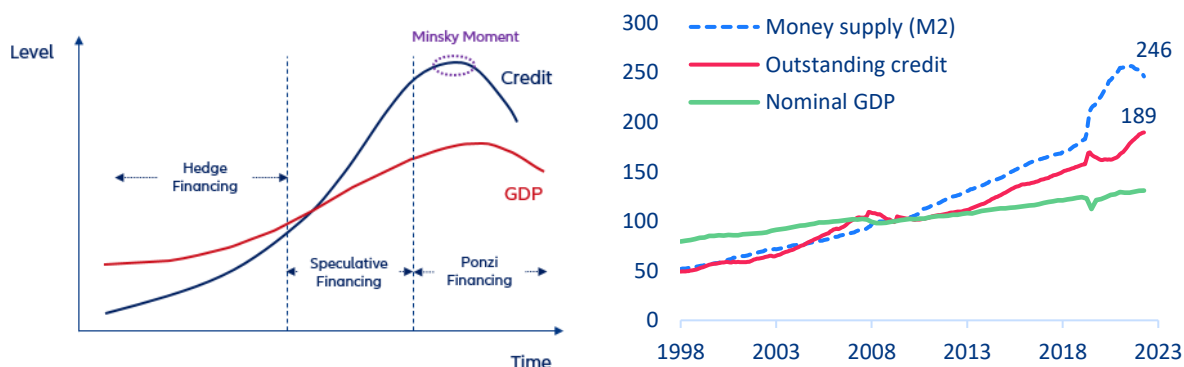
Figura 7: Banche statunitensi - performance azionaria e liquidità (rapporto prestiti/depositi)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

È improbabile che le tensioni nel settore bancario si attenuino con i tassi di interesse della Fed ormai al di sopra del 5%. Tuttavia, l'avvio di una riduzione dei tassi a breve termine richiederebbe condizioni di finanziamento sufficientemente rigide (soprattutto a causa di un maggiore rigore nei prestiti bancari) per ridurre la domanda e far scendere l'inflazione. I rimedi per le banche sono limitati, poiché non possono aumentare i tassi di deposito per fermare l'emorragia senza danneggiare i profitti, mentre il deterioramento delle condizioni di credito non genera una crescita dei volumi tale da compensare il calo dei margini, soprattutto perché la curva dei rendimenti invertita rende molto difficile la concessione di prestiti redditizi a lungo termine. I prestiti bancari hanno iniziato a diminuire per quanto riguarda i prestiti alle imprese e i prestiti immobiliari commerciali (CRE), anche se il credito al consumo e i prestiti immobiliari residenziali rimangono resistenti. Il PIL reale degli Stati Uniti è aumentato del +1,1% annualizzato nel primo trimestre, 0,8 punti percentuali in meno rispetto alle aspettative del consenso. Mentre i consumi hanno riaccelerato al 3,7%, gli investimenti fissi delle imprese hanno rallentato allo 0,7%. Ulteriori notizie negative da parte delle banche regionali potrebbero pesare ulteriormente sulla crescita del credito e sull'attività reale, aumentando la probabilità di una recessione statunitense nel corso dell'anno, che si propagherebbe nei settori in cui le banche regionali più piccole sono più attive, ossia i prestiti al credito e alle piccole imprese..

Figura 8: "Momento Minsky" stilizzato e dinamiche monetarie statunitensi (offerta di moneta, crescita del credito e crescita del PIL nominale (indicizzati, 1/1/2010=100)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Mentre i rischi di ricaduta sul più ampio sistema finanziario globale sono rimasti limitati, le probabilità di un "Momento Minsky" sono aumentate (Figura 8). Il termine "Momento Minsky" descrive un improvviso crollo dei valori degli asset dopo un periodo di crescita insostenibile, che spesso porta a una crisi finanziaria.

Il termine è stato coniato dall'economista Hyman Minsky (1919-96), il quale ha sostenuto che i periodi di stabilità e prosperità economica spesso portano a una maggiore assunzione di rischi da parte degli investitori e delle istituzioni finanziarie, che aumenta i disallineamenti tra attività e passività, la leva finanziaria e l'interconnessione, e quindi la vulnerabilità dell'intero sistema alle variazioni dei prezzi delle attività. La teoria di Minsky si basa sull'idea che la stabilità dei sistemi finanziari può portare all'autocompiacimento, in quanto gli investitori e le istituzioni diventano sempre più fiduciosi nella loro capacità di generare profitti. Questa fiducia porta a un aumento dei prestiti e della leva finanziaria, in quanto gli investitori si assumono sempre più rischi per massimizzare i loro rendimenti. Tuttavia, con l'aumentare dei rischi di questi investimenti, aumenta anche la probabilità di un crollo improvviso. Ciò può accadere quando gli investitori iniziano a perdere fiducia nelle attività sottostanti, provocando una rapida svendita e un forte calo del valore delle attività.

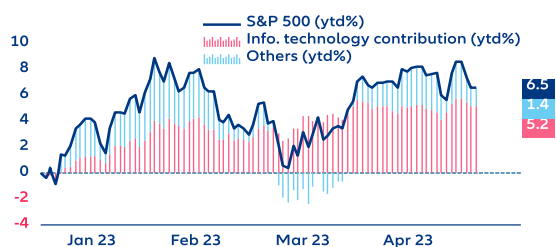
**Assisteremo a una nuova crisi del 2008 innescata dal rischio sistemico?** Dopo oltre un decennio in cui l'offerta di moneta è stata esplosiva e superiore alla crescita nominale, l'economia statunitense altamente finanziarizzata è chiaramente entrata in un regime di "finanziamento Ponzi", che tipicamente si scioglie in un "Momento Minsky". Le famiglie e le imprese devono continuare a contrarre prestiti per finanziare un debito crescente senza una prospettiva realistica di rimborso completo. Questo, a sua volta, può innescare una contrazione del credito e un'ondata di insolvenze e fallimenti, portando a una crisi finanziaria più ampia. Sebbene il paragone con la crisi dei subprime statunitensi e le sue implicazioni sistemiche possa essere allettante, vi sono importanti differenze: la valutazione del "materiale combustibile" (CRE) si è già corretta in modo significativo (sebbene vi sia ancora un rischio di ribasso) e quando le banche riducono i prestiti, tendono a colpire per primi i prestiti alle piccole imprese (più rischiosi) - non è nulla di straordinario. Tuttavia, dopo un lungo periodo di crescita eccessiva del credito che ha aumentato la leva finanziaria a livello di sistema, i responsabili politici devono agire rapidamente per rafforzare la fiducia nel settore bancario, al fine di mitigare i rischi di ricaduta dell'inasprimento quantitativo e di rafforzare gli ammortizzatori della rete di sicurezza finanziaria. A questo deve seguire un periodo di stabilizzazione, con un'attenzione particolare alla sostenibilità del debito, probabilmente a scapito di una crescita più elevata.

## **Mercati azionari - Il settore tecnologico risorge come una fenice dalle ceneri**

**Dopo un 2022 tumultuoso, il settore tecnologico ha tenuto a galla i mercati azionari statunitensi.** L'anno scorso è stato difficile per i mercati azionari a causa di una combinazione di tassi più alti, timori di recessione e utili in calo. Questi fattori hanno messo sotto pressione i bilanci societari, sia dal punto di vista spot che da quello prospettico. Nel 2023, tuttavia, l'aumento delle pressioni recessive, che ha portato a un orientamento più prudente, unito a una tenuta dei bilanci superiore al previsto in alcuni settori, sta portando a performance di mercato quasi a due cifre. Tuttavia, il settore tecnologico da solo rappresenta ben l'80% della performance dell'S&P 500 da inizio anno (5,15% del 6,5%, Figura 9), sollevando preoccupazioni sulla sostenibilità dell'attuale rally di mercato. In effetti, una parte significativa dell'attuale rally può essere ricondotta ai primi 10-15 titoli dell'S&P 500 in termini di capitalizzazione di mercato, e cinque dei sei maggiori sono società tecnologiche. Ciò significa che la performance attuale e futura del mercato azionario statunitense dipende in larga misura da pochi giganti che operano in un settore altamente ciclico (Figura 10).

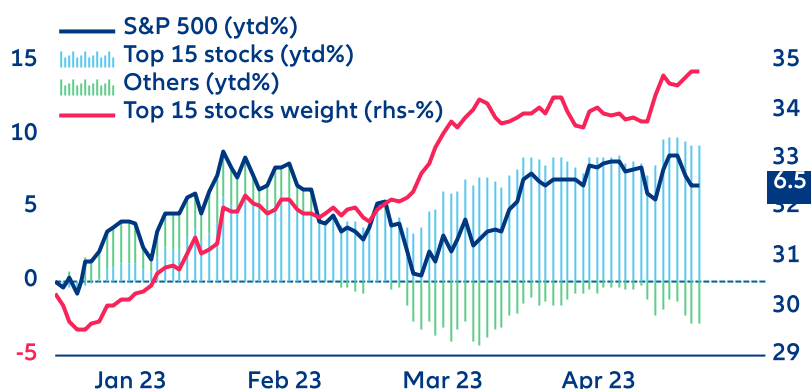


Figura 9: Il settore tecnologico domina la performance annuale statunitense (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

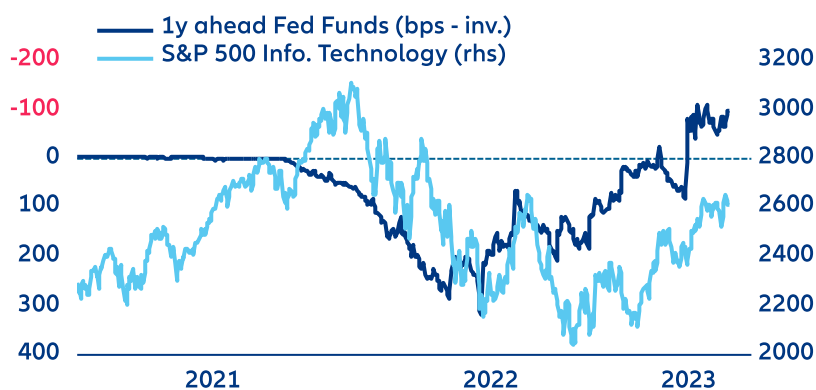
Figura 10: Performance dei 15 principali titoli dello S&P 500 (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Nonostante la necessità di cautela, ci sono due fattori che sostengono il rally azionario.** Il primo è il calo dell'inflazione unito alle crescenti pressioni recessive e agli elevati tassi a breve termine. Queste condizioni hanno indotto un aggiustamento delle aspettative politiche prospettiche e la previsione di un brusco cambio di rotta della politica monetaria nella seconda metà di quest'anno e nel 2024. Per questo motivo, e per l'innato profilo di lunga durata dei flussi di cassa delle società tecnologiche, che rende il settore molto sensibile alle variazioni dei tassi d'interesse, le società tecnologiche hanno assistito a un riprezzamento tecnico al rialzo delle valutazioni sia a breve che a lungo termine, che ha alimentato il rally azionario (Figura 11).

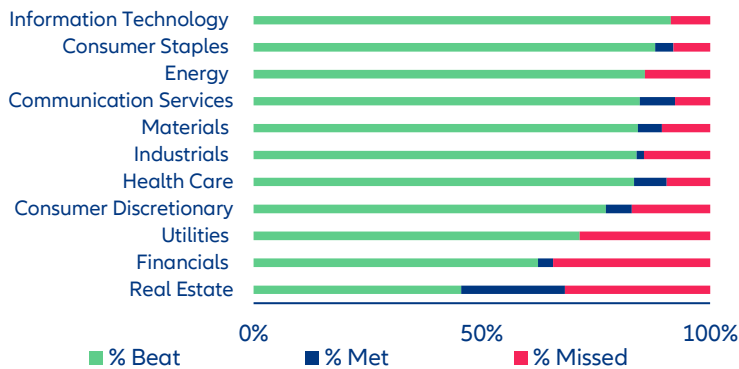
Figura 11: Tecnologia S&P 500 vs aspettative sui Fed Funds (USD e bps)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

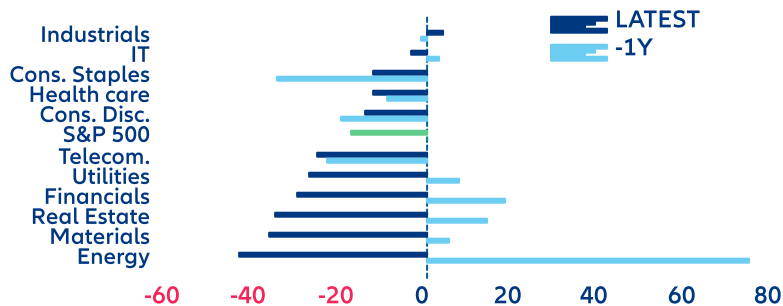
**Anche la stagione degli utili del 1° trimestre degli Stati Uniti ha contribuito, con i risultati del 69% delle società che hanno presentato relazioni fino ad ora che indicano una situazione migliore del previsto.** L'Information Technology è stata in testa, avendo battuto il 91% delle aspettative sugli utili e sovraperformando gli altri settori. Il settore tecnologico è anche al secondo posto per quanto riguarda le revisioni degli utili. Sebbene l'ampiezza delle revisioni degli utili sia leggermente negativa, il settore è comunque superiore a tutti i settori ad eccezione di quello industriale. Da un punto di vista fondamentale, ciò significa che il settore IT merita in parte la rilevanza che ha acquisito nella performance year-to-date dell'S&P 500, e che la sovraperformance del settore può essere "parzialmente" giustificata da fondamentali migliori delle aspettative (Figure 12 e 13).

Figura 12: Stagione degli utili del 1° trimestre degli Stati Uniti - Aspettative di utili per settore (69% di informazioni riportate)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 13: ampiezza delle revisioni degli utili negli Stati Uniti per settore (3mma)

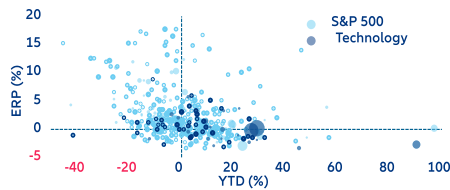


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Ampiezza delle revisioni degli utili: # aspettative di guadagno riviste al rialzo in % del totale # revisioni di guadagno

**Tuttavia, sebbene molti fattori influenzino la performance azionaria, le condizioni iniziali tendono a svolgere un ruolo cruciale nel determinare i risultati di medio-lungo periodo.** Purtroppo, se confrontati con altri mercati regionali come l'Eurozona, i mercati azionari statunitensi continuano a sembrare costosi come asset class, e questo è particolarmente vero per il settore tecnologico. Nel complesso, nonostante quasi 15 anni di continui rialzi, il settore tecnologico rimane un punto interrogativo per quanto riguarda la performance futura. A questo proposito, un'analisi più approfondita del premio per il rischio azionario del settore tecnologico rispetto all'intero S&P 500 rivela che la maggior parte delle società tecnologiche, soprattutto quelle più grandi, si trova vicino o addirittura all'interno dell'area del premio per il rischio azionario negativo, nonostante mostri una certa inclinazione verso i rendimenti annuali positivi. Sebbene possa continuare a sovraperformare nel breve periodo se i fondamentali migliorano e le aspettative politiche rimangono tranquille, è improbabile che mantenga una sovraperformance così ampia nel tempo. Di conseguenza, esitiamo a sovrappesare il settore tecnologico nel nostro posizionamento azionario. In

generale, preferiamo il reddito fisso di qualità rispetto all'azionario a livello di asset class, dati gli elevati rendimenti dei mercati del reddito fisso di alta qualità (Figura 14).

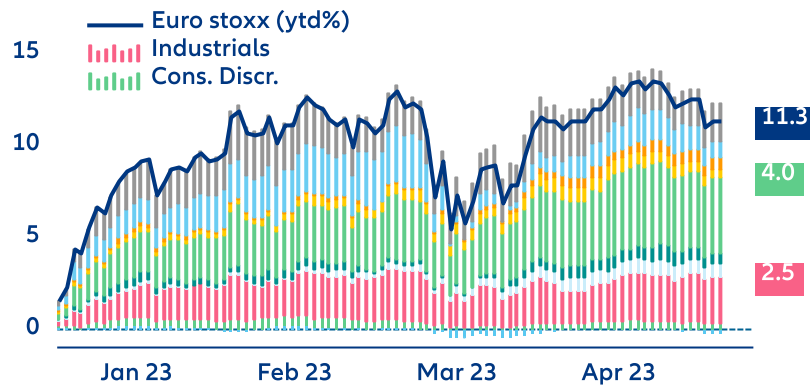
Figura 14: Premio al rischio dell'S&P500 e dei titoli tecnologici rispetto alla performance annuale (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: le dimensioni delle bolle indicano la capitalizzazione di mercato.

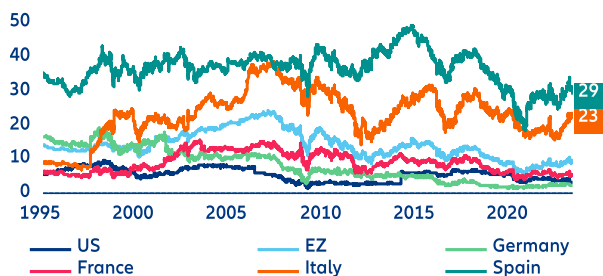
**La situazione dall'altra parte dell'oceano è molto diversa.** Il settore che ha contribuito maggiormente al recente rally del mercato è stato quello dei beni di consumo discrezionali, ma rappresenta solo il 35%. Tuttavia, sebbene l'Eurozona goda di valutazioni e fondamentali migliori rispetto al mercato azionario statunitense, ha le sue sfide. Le divergenze settoriali, in particolare per quanto riguarda la concentrazione del settore bancario, rendono necessario un approccio cauto quando si considerano alcuni mercati azionari regionali europei (Figura 15). A questo proposito, i mercati azionari regionali di Italia e Spagna sono fortemente dipendenti dai rispettivi settori bancari. Se da un lato questo settore ha parzialmente giustificato la significativa sovraperformance da inizio anno di queste regioni (~15%), dall'altro espone i loro mercati a un'estrema fragilità. Se la crisi bancaria regionale degli Stati Uniti si riversasse nell'Eurozona, questi mercati sarebbero particolarmente vulnerabili. Tuttavia, questo non è il nostro scenario di base (Figura 16).

Figura 15: Performance azionaria dell'Eurozona e maggiori contributi settoriali (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 16: Banche in % degli indici azionari regionali (%)



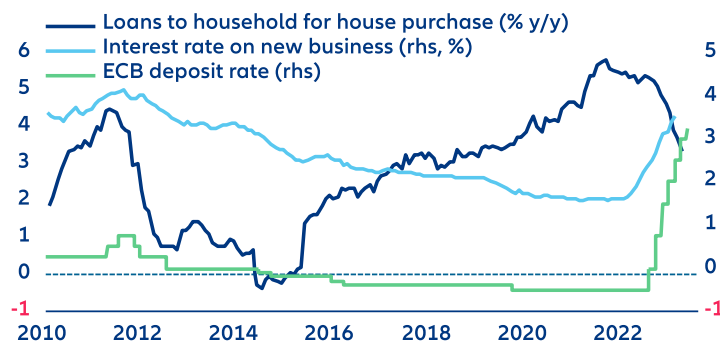
Fonti: FTSE, Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Nel complesso, prevediamo una performance di rendimento totale a una cifra per il 2023.** Ciò rende l'attuale rally azionario un po' troppo forte per i nostri gusti, ribadendo la nostra preferenza per il reddito fisso di qualità rispetto all'azionario nel 2023.

## Mercato immobiliare dell'Eurozona - casa (non) dolce casa?

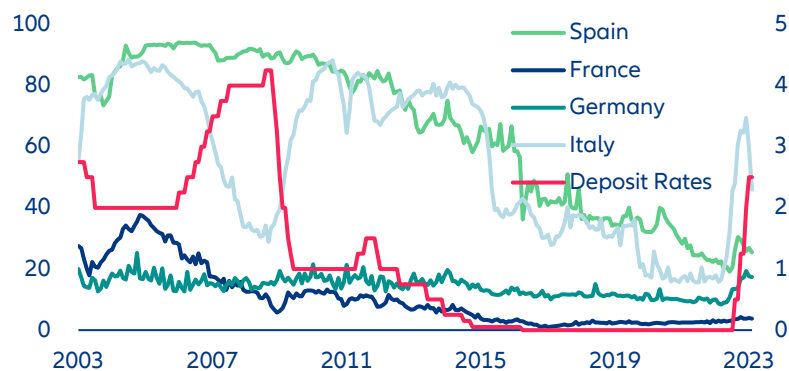
**Il rapido inasprimento delle condizioni di finanziamento pesa sempre più sul mercato immobiliare.** Poiché la BCE continua ad aumentare i tassi di interesse (+25 pb e altri 25 pb previsti nella prossima riunione), le famiglie si trovano ad affrontare costi di finanziamento più elevati per l'acquisto di abitazioni; i tassi di interesse per i nuovi mutui sono saliti al 2,05% a febbraio (dall'1,61% dell'aprile dello scorso anno). Inoltre, l'ultima Bank Lending Survey (BLS) della BCE, pubblicata all'inizio di questa settimana, ha confermato le prospettive fosche per il credito immobiliare, che si è già raffreddato al 3,3% annuo a marzo (dal 3,7% del mese precedente). Gli standard di credito per i prestiti per l'acquisto di case sono diventati più rigidi in tutte le principali economie dell'Eurozona, data la maggiore percezione del rischio e la minore tolleranza ad esso da parte delle banche. Anche la domanda di credito è diminuita, ma in misura minore rispetto al quarto trimestre del 2022, che ha visto il più alto tasso di contrazione del credito dall'inizio dell'indagine nel 2003 (Figura 17). È interessante notare che in alcuni Paesi i consumatori hanno optato per prestiti a tasso variabile, indicando che non vogliono "bloccare" i tassi elevati (Figura 18). Ciò suggerisce che si aspettano che i tassi saranno più bassi nel medio termine..

Figura 17: Prestiti dell'Eurozona per l'acquisto di abitazioni - crescita annuale rispetto ai tassi di interesse (nuove operazioni)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

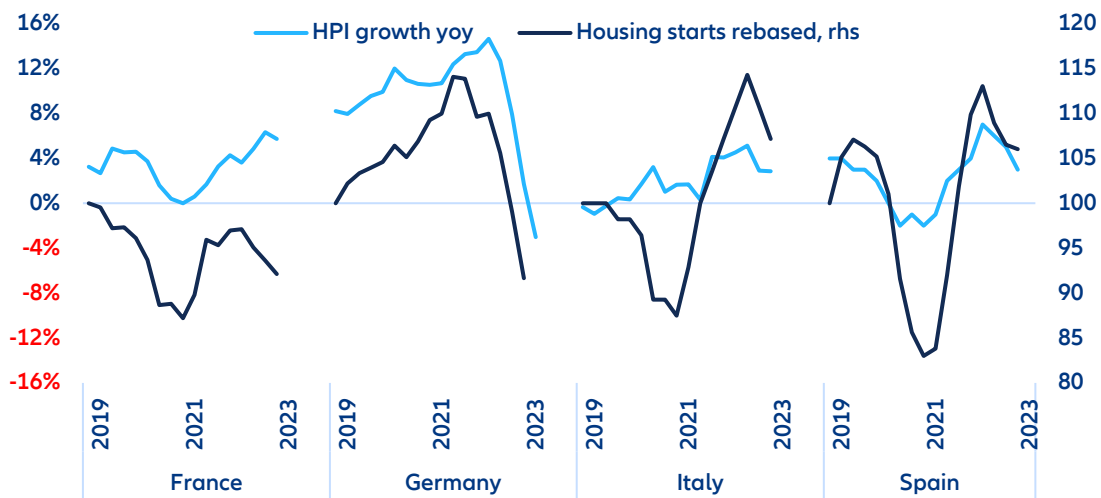
Figura 18: Quota di prestiti a tasso variabile (% del totale dei nuovi prestiti) rispetto al tasso di deposito della BCE



Fonti: BCE, Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Le limitazioni dell'offerta hanno rallentato il calo dei prezzi delle case (Figure 19 e 20).** La diminuzione dell'offerta di nuove abitazioni dall'inizio della pandemia (restrizioni all'attività, molteplici interruzioni della catena di fornitura e inflazione dei materiali) è destinata a continuare, poiché gli sviluppatori immobiliari mantengono un approccio cauto, date le cupe prospettive di crescita e l'aumento del costo dei prestiti. Gli avvii di abitazioni sono al di sotto dei livelli del 2019 in Germania e Francia, mentre in Italia e Spagna rimangono al di sopra ma in calo rispetto alla spinta post-Covid. Per quanto riguarda le case esistenti, le famiglie non hanno ancora sentito il bisogno di vendere e le misure straordinarie di protezione (ad esempio la moratoria sugli sfratti) hanno ridotto l'offerta; il rapido aumento del costo dei materiali ha inoltre allontanato la domanda dalle case da ristrutturare.

Figura 19: Evoluzione comparata dei prezzi nominali delle abitazioni (% a/a, sx) e degli inizi di attività abitative (dati aggiornati a dicembre 2018, dx.)



Fonti: Fonti nazionali, OCSE, Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: crescita dell'IPC in termini nominali; avviamenti di abitazioni come somma mobile, rielaborata a partire da dicembre 2018; le etichette sull'asse delle ascisse coincidono con l'inizio dell'anno..

Figura 20: Mappa di calore delle variazioni annuali delle variabili chiave per il settore immobiliare residenziale (z-scores)\*

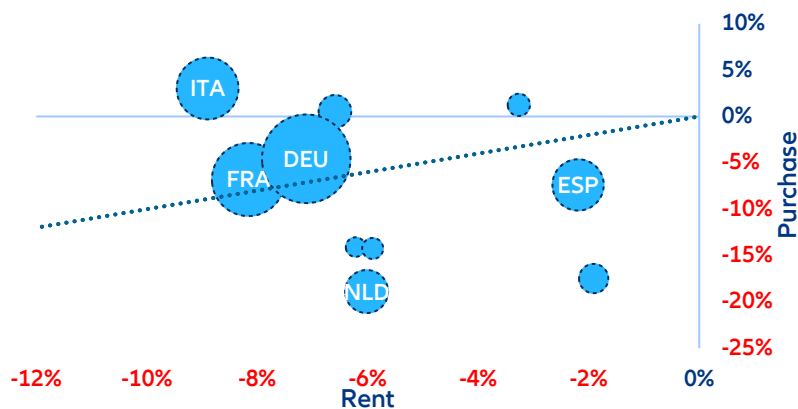
		Germany	France	Italy	Spain
Demand	Consumer sentiment	Light Blue	Light Blue	Light Blue	Light Blue
	Wages	Red	Light Red	Light Red	Light Red
	Delinquent loans	Grey	Grey	Grey	Grey
	Savings rate	Light Blue	Light Blue	Light Blue	Light Blue
		Light Blue	Light Blue	Light Blue	Light Blue
Supply	Building permits	Light Blue	Light Blue	Light Blue	Light Blue
	Business confidence	Light Blue	Light Blue	Light Blue	Light Blue
	Construction spending	Red	Light Red	Light Red	Light Red
	Housing starts	Dark Blue	Light Blue	Light Blue	Light Blue
	Supply new homes	Grey	Grey	Grey	Grey
Price	Nominal HPI	Light Blue	Light Blue	Light Blue	Light Blue
	Price-to-rent ratio	Light Red	Light Red	Light Red	Light Red
	Price-to-income ratio	Dark Blue	Light Blue	Light Blue	Light Blue
	Materials prices	Red	Light Red	Red	Light Red
Financial sector RE related	RE Equities	Dark Blue	Light Blue	Light Blue	Light Blue
	Residential loans	Light Red	Light Red	Light Red	Light Red
	Mortgage rate	Red	Light Red	Light Red	Light Red

Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: ultima data disponibile per ogni indicatore (z-scores); gli z-scores sono calcolati su un periodo di 20 anni, o il massimo disponibile quando la serie ha meno di 20 anni di storia; le celle grigie riflettono i dati mancanti.

**I mercati immobiliari di Francia e Germania sono i più a rischio di (ulteriori) correzioni dei prezzi.** Prevediamo correzioni dei prezzi reali delle case fino al 5% fino alla metà del 2024, il che equivarrebbe a una correzione cumulativa del 15% rispetto alla fine del 2021. In Francia, la domanda di nuovi mutui residenziali da parte delle famiglie è scesa ai minimi storici dalla seconda metà del 2022. L'Italia e la Spagna potrebbero arrancare con una stagnazione dei prezzi degli immobili. In Italia, il numero di potenziali acquirenti sul mercato immobiliare è già diminuito nell'ultimo anno e il tempo medio di vendita di una casa e lo sconto medio sui prezzi sono aumentati dopo aver toccato un minimo decennale all'inizio del 2022. Nel complesso, la carenza di alloggi è una caratteristica comune a tutti i Paesi, che controbilancerà le pressioni al ribasso sui prezzi e contribuirà a evitare un crollo. In questo contesto, sono sempre più frequenti le richieste di maggiori misure governative per l'edilizia abitativa a prezzi accessibili.

**Un maggior numero di alloggi sociali potrebbe essere la soluzione per aiutare gli acquirenti di prime case che sono sempre più esclusi dal mercato immobiliare.** Il disaccoppiamento tra prezzi delle case e salari si è aggravato con l'inflazione dei beni di prima necessità seguita alla guerra in Ucraina e all'inversione di rotta della politica monetaria. Le famiglie si trovano ora ad affrontare vincoli di bilancio su più fronti, e chi non ha ancora intrapreso l'acquisto di una casa non sarà probabilmente in grado di farlo nei prossimi due anni. In termini di accessibilità agli affitti, la situazione non è migliore, soprattutto in Italia, Germania e Francia.

Figura 21: Famiglie europee - perdite cumulative di accessibilità alla casa dal 2019 (rispetto all'affitto sull'asse x; rispetto all'acquisto sull'asse y)

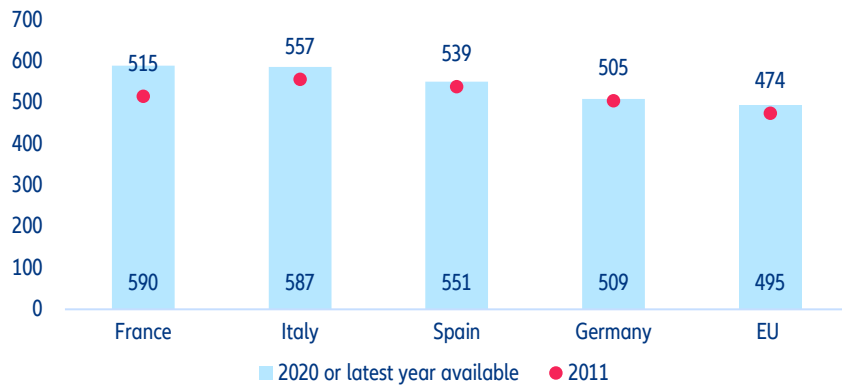


Fonti: OCSE, Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: l'accessibilità economica si basa solo sui prezzi; la dimensione della bolla si basa sul PIL; la misurazione dell'accessibilità economica si basa sul reddito disponibile nominale pro capite; i Paesi dell'EZ senza etichetta sono Austria, Belgio, Finlandia, Grecia e Portogallo; la linea tratteggiata rappresenta una perdita di accessibilità uguale per acquisti e affitti.

**Gli investimenti pubblici nell'edilizia sociale nell'Eurozona non sono aumentati in modo significativo dopo la crisi finanziaria globale.** La spesa pubblica per l'edilizia residenziale è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al PIL (0,4%). Le economie più grandi hanno addirittura diminuito la loro spesa relativa per l'edilizia residenziale: la Germania è passata dallo 0,5% del PIL nel 2009 allo 0,4% nel 2021, la Francia dall'1,0% allo 0,9% nello stesso periodo e la Spagna dallo 0,1% allo 0,0%. L'Italia è rimasta stabile allo 0,0% in entrambi gli anni. Questo potrebbe spiegare perché lo stock di alloggi sociali si aggira intorno al 3,2% in Germania, al 2,4% in Italia, al 14,0% in Francia e all'1,1% in Spagna. Anche i fornitori di alloggi sociali variano da Paese a Paese: in Italia, il 96% è fornito da agenzie pubbliche; in Francia, il 53% è fornito da enti no profit o cooperative e il 46% da agenzie pubbliche regionali. In Spagna, il 100% degli alloggi sociali è fornito da altri tipi di fornitori. I dati relativi alla Germania non sono molto disponibili, ma la maggior parte degli alloggi sociali è fornita da istituzioni pubbliche o cooperative. Quanto più il mercato immobiliare dipende dal settore privato, tanto più è vulnerabile ai cicli economici. Per quanto riguarda le politiche efficaci in materia di edilizia sociale, l'Eurozona potrebbe prendere spunto dalle iniziative di successo in Giappone e Scozia. In Giappone si sono dimostrati efficaci i programmi che incoraggiano la costruzione di alloggi

attraverso tasse di proprietà favorevoli, mentre la Scozia offre una serie di meccanismi di finanziamento per la costruzione di case a prezzi accessibili. Anche un'adeguata pianificazione urbanistica offre una via d'accesso per migliorare la crisi degli alloggi.

Figura 22: Abitazioni per mille abitanti



Fonti: OCSE, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione della responsabilità di cui sotto.

#### 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.

o implicite in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, 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 dei sinistri assicurati, compresi quelli derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero avere una maggiore probabilità di verificarsi, o essere 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,

salvo per le informazioni che devono essere divulgate per legge.

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