

Allianz Research | 27 Settembre 2024

# Beni durevoli: pronti per un rimbalzo nel 2025

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

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

Françoise Huang  
Senior Economist for Asia Pacific  
[francoise.huang@allianz-trade.com](mailto:francoise.huang@allianz-trade.com)

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

Maxime Lemerle  
Lead Analyst, Insolvency  
Research  
[maxime.lemerle@allianz-trade.com](mailto:maxime.lemerle@allianz-trade.com)

Yao Lu  
Investment Strategist  
[yao.lu@allianz.com](mailto:yao.lu@allianz.com)

Luca Moneta  
Senior Economist for Emerging  
Markets  
[luca.moneta@allianz-trade.com](mailto:luca.moneta@allianz-trade.com)

## Nel sommario

Questa settimana esaminiamo quattro questioni critiche:

- **Cina: le autorità cercano di aumentare la fiducia in vista del 75° anniversario.** Il super pacchetto della PBOC comprende misure per i tassi di interesse e la liquidità, il settore immobiliare e il mercato azionario, oltre a indicazioni inaspettate sulle future mosse politiche. Per risollevare la fiducia interna dalla stagnazione saranno necessarie altre misure, in particolare ulteriori spese fiscali, che secondo il Politburo di questa settimana dovrebbero essere imminenti. L'economia dovrebbe avvicinarsi all'obiettivo di crescita ufficiale di quest'anno, pari a "circa il 5%", ma i rischi restano ancora al ribasso. Per il 2025, i rischi per la nostra previsione (+4,3%) potrebbero essere al rialzo.
- **Variazioni trimestrali del rischio paese e settore: normalizzazione completata.** Abbiamo aggiornato 14 Paesi, riflettendo la ripresa in atto delle prospettive economiche. Tuttavia, la strada da percorrere rimane irregolare, poiché permangono politiche protezionistiche e tensioni geopolitiche. Per quanto riguarda i settori, abbiamo riscontrato un miglioramento limitato delle prospettive di rischio, con nove rialzi e cinque ribassi. I declassamenti si sono verificati in tutte le regioni, per lo più da rischio medio a rischio sensibile, in particolare nel settore automobilistico a causa degli sviluppi negativi in Germania e Svizzera, nonché nel settore retail in Cina a causa delle deboli prospettive per i consumatori cinesi.
- **Beni durevoli: pronti per un rimbalzo nel 2025.** Dopo la grande riapertura del 2021, è seguito un rallentamento pronunciato sia nel 2022 che nel 2023, a causa di effetti di saturazione, esacerbati dall'aumento dei tassi di interesse. Nel 2024, le vendite dovrebbero rimanere fiacche in Germania (+2%), Francia (+3%), Stati Uniti (+2%) e Italia (5%), con un leggero rallentamento nel Regno Unito (-1%). Ma cinque fattori pongono le basi per una forte ripresa nel 2025: (i) i costi di finanziamento stanno scendendo; (ii) i consumatori si stanno allontanando dai servizi costosi; (iii) i beni acquistati nel 2021 dovranno presto essere sostituiti; (iv) l'innovazione tecnologica stimolerà la domanda, in particolare per i dispositivi alimentati dall'intelligenza artificiale e (v) anche le interruzioni della catena di fornitura si stanno attenuando.
- **Il grande ciclo di allentamento: le banche centrali devono trovare un equilibrio tra tassi di cambio, inflazione e crescita.** Il taglio della Fed è un importante colpo di coda per il mercato globale dei cambi dopo anni di volatilità e deprezzamenti diffusi rispetto al dollaro USA. Ma la strada da percorrere non è così chiara. Troviamo quattro gruppi di Paesi con priorità diverse: 1) Europa emergente, Cile e Colombia (rilanciare la crescita senza trascurare le pressioni inflazionistiche). 2) la maggior parte delle economie avanzate in Europa, la Cina e la Thailandia (stimolo alla crescita ma meno pressioni inflazionistiche). 3) La maggior parte dell'Asia, il resto dell'America Latina, il Sudafrica e la Norvegia (la debolezza dei tassi di cambio e le preoccupazioni

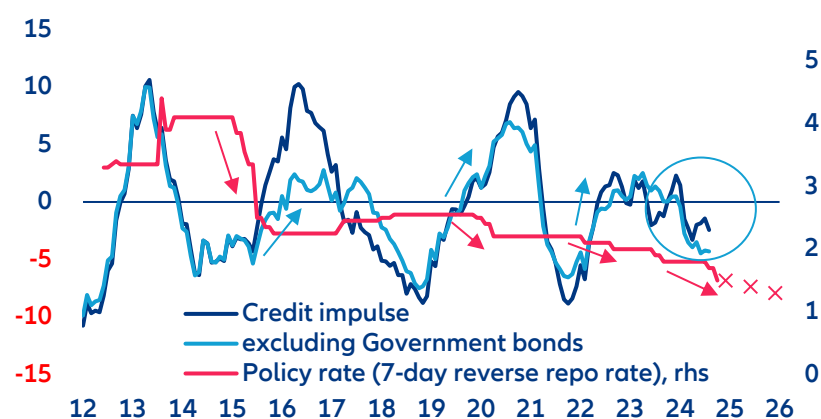
per la stabilità finanziaria rallenteranno il ritmo dell'allentamento). 4) Grandi economie africane, Turchia e Argentina (per ripristinare la fiducia nel tasso di cambio e ridurre l'inflazione). La Svizzera e il Giappone sono due paesi in cui potrebbe essere necessario un intervento per gestire le pressioni di apprezzamento.

## Cina: le autorità cercano di aumentare la fiducia in vista del 75° anniversario

**Questa settimana i responsabili politici cinesi hanno annunciato un super pacchetto di allentamento monetario per ripristinare la fiducia, insieme all'impegno a fornire un maggiore sostegno fiscale.** Il 24 settembre la PBOC ha lanciato un forte messaggio di allentamento monetario, con diverse misure che riguardano i tassi e la liquidità, il settore immobiliare e il mercato azionario, oltre a indicazioni inaspettate sulle future mosse politiche. L'annuncio è stato accolto positivamente dai mercati ed è sicuramente un passo nella giusta direzione per cercare di ripristinare la fiducia interna, che rimane in fase di stallo. Il 26 settembre, inoltre, la riunione del Politburo si è inaspettatamente concentrata sulle politiche economiche, impegnandosi a fornire ulteriori misure di sostegno, in particolare l'allentamento fiscale. Tutto ciò avviene prima dell'anniversario della Repubblica Popolare Cinese del 1° ottobre, il 75° di quest'anno, un periodo festivo solitamente favorevole ai consumi e al mercato immobiliare.

**L'allentamento monetario è diventato urgente, dato il rallentamento della domanda interna e il calo dell'inflazione, ma è probabilmente ancora insufficiente per invertire la tendenza al ribasso del credito al settore privato.** Il tasso PcT a sette giorni sarà tagliato di 20 pb e il Governatore prevede che questo porterà a un calo di circa 30 pb dei tassi sulle operazioni di prestito a medio termine e di circa 20-25 pb dei tassi prime sui prestiti e dei tassi sui depositi. Ci aspettavamo in effetti una serie di tagli entro la fine dell'anno, ma di entità inferiore (-10 pb). Per il prossimo anno, manteniamo la nostra previsione di due tagli dei tassi di riferimento di -10 pb ciascuno. Inoltre, il coefficiente di riserva obbligatoria (RRR) per le banche sarà ridotto di 50 pb, liberando 1 trilione di RMB di liquidità a lungo termine (equivalente allo 0,8% del PIL). Con una mossa insolita, il governatore ha dichiarato che il RRR potrebbe essere ulteriormente ridotto di 25-50 pb nel corso dell'anno. Anche noi ci aspettavamo un taglio entro la fine dell'anno (ma di -25 pb). Alla luce della forward guidance del Governatore, aggiungiamo un ulteriore taglio alle nostre previsioni per quest'anno. Per il prossimo anno, manteniamo la nostra previsione di due tagli dei RRR di -25 pb ciascuno. Tuttavia, condizioni di finanziamento più facili e meno costose non sono sufficienti da sole a invertire la tendenza al ribasso del credito al settore privato, come suggerito dall'impatto dell'allentamento monetario degli ultimi anni (cfr. Figura 1). Tuttavia, forniranno condizioni favorevoli all'aumento della spesa fiscale, che a nostro avviso sarà necessario per stabilizzare l'economia nel suo complesso.

Figura 1: Impulso del credito (complessivo e senza titoli di Stato), tasso di riferimento e previsioni (%)

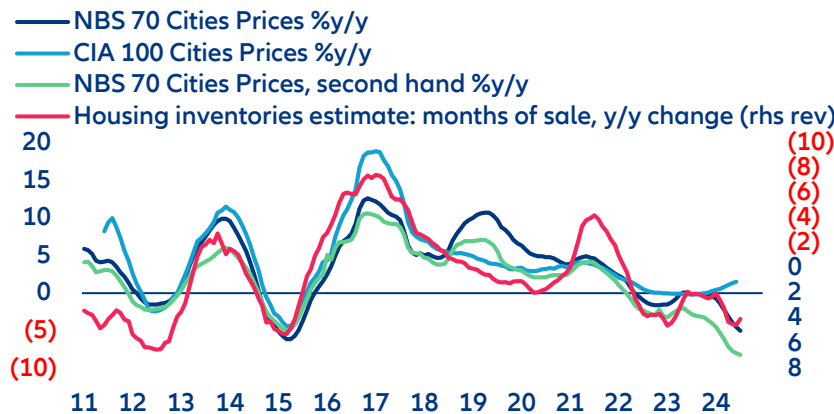


Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

**Le misure di rilancio del settore immobiliare saranno d'aiuto, ma è improbabile che riescano ad arginare la crisi immobiliare in atto...** La banca centrale ha annunciato una riduzione media di 50 punti percentuali dei tassi di interesse per i mutui esistenti, che secondo le sue stime comporterebbe una riduzione dei pagamenti degli interessi per 150 milioni di persone. Secondo le nostre stime, ciò rappresenta il 2,4% del reddito disponibile annuale di questo

gruppo, o lo 0,3% della spesa per consumi delle famiglie prevista per il 2024 (0,1% del PIL previsto). Inoltre, l'acconto minimo richiesto per le seconde case sarà ridotto al 15% (dal precedente 25%), ma l'impatto di questa misura sarà probabilmente modesto. A maggio è stato ridotto l'acconto richiesto per i primi acquisti, che sono più importanti, e la misura ha avuto un impatto limitato sulle vendite e sui prezzi delle abitazioni (cfr. Figura 2). Infine, le banche commerciali possono ora utilizzare il 100% della linea di credito di 300 miliardi di RMB per finanziare i prestiti concessi alle imprese statali per l'acquisto di appartamenti invenduti (dal precedente 60%). In confronto, avevamo stimato che sarebbero stati necessari 4 miliardi di RMB in totale per riportare le scorte di alloggi ai livelli pre-crisi<sup>1</sup>.

Figura 2: Prezzi delle abitazioni % a/a e variazione delle scorte a/a



Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

**...Mentre il mercato azionario probabilmente vedrà un sollievo a breve termine, con un impatto macroeconomico limitato.** Le autorità hanno annunciato un programma di swap di liquidità per un importo iniziale di 500 miliardi di RMB, che consentirà a fondi, assicurazioni e società di intermediazione mobiliare di prendere in prestito direttamente dalla PBOC per acquistare azioni. Inoltre, 300 miliardi di RMB di prestiti a basso costo della PBOC saranno forniti alle banche commerciali per sostenere i riacquisti di azioni delle società quotate. In reazione, l'indice CSI 300 è salito del 10% nei tre giorni successivi all'annuncio del pacchetto. Tuttavia, rimaniamo cauti sulle prospettive dei titoli azionari cinesi nel contesto del continuo giro di vite del governo sui settori chiave, tra cui quello tecnologico e finanziario, nell'ambito del programma di "prosperità comune". In ogni caso, poiché oltre il 70% della ricchezza delle famiglie cinesi è costituita da immobili, è improbabile che l'impatto macroeconomico di un rimbalzo dei titoli azionari attraverso un effetto ricchezza sia massiccio.

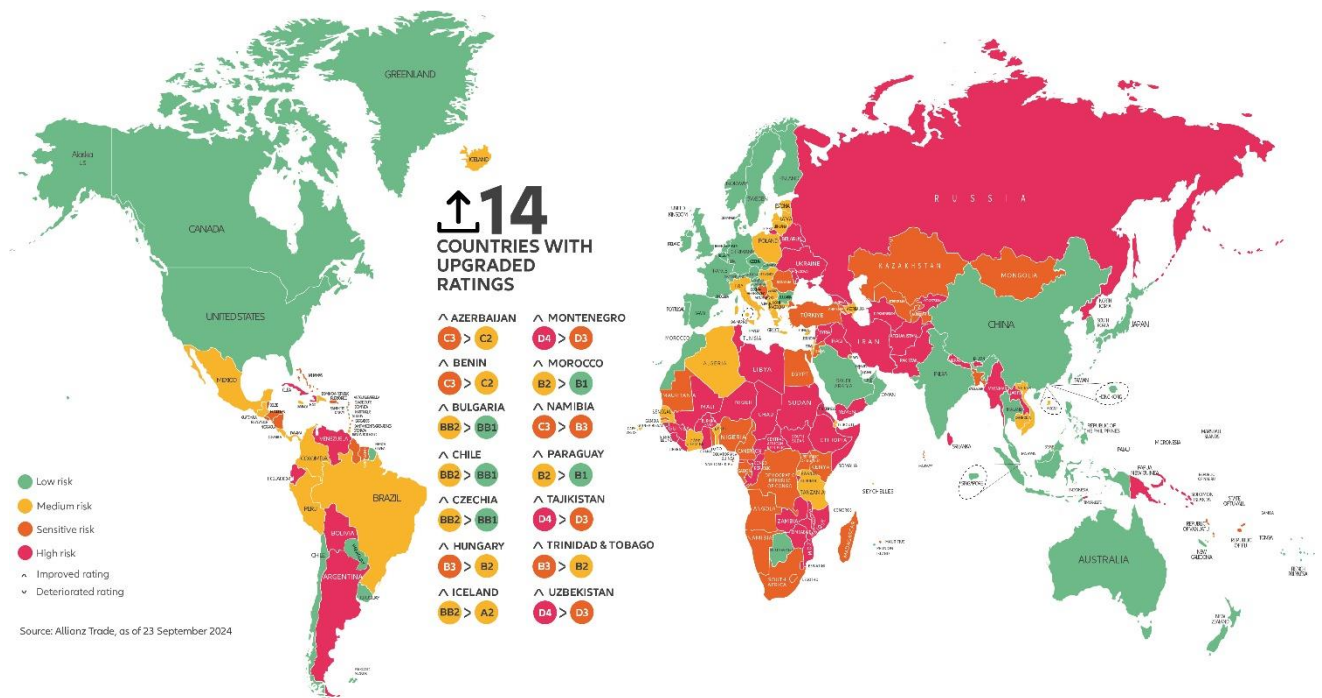
**Nel complesso, mentre il super pacchetto della PBOC invia un forte segnale di fiducia, i responsabili politici devono ancora fornire un maggiore sostegno sul fronte fiscale.** È probabile che presto arriveranno ulteriori dettagli. Finora quest'anno l'allentamento monetario non è riuscito a invertire il rallentamento del credito e della domanda interna. Di conseguenza, al di là dell'effetto annuncio del superpacchetto di questa settimana, sarà importante che le autorità facciano seguito con ulteriori spese fiscali, che ci aspettiamo. Il 26 settembre, il Politburo e le notizie successive hanno suggerito che le quote di emissione di titoli di Stato (obbligazioni speciali del governo centrale a lunghissimo termine e obbligazioni speciali del governo locale) saranno presto aumentate, sostenendo lo stimolo fiscale in parte a favore dei consumatori. Gli ulteriori cicli di allentamento delle politiche avviati con gli annunci di questa settimana supportano la nostra opinione che l'economia cinese dovrebbe essere vicina al raggiungimento dell'obiettivo di crescita ufficiale di quest'anno, pari a "circa il 5%", anche se permangono rischi al ribasso. Per l'anno prossimo, i rischi per le nostre previsioni (attualmente a +4,3%) potrebbero essere al rialzo. Nel lungo periodo, la chiave per evitare una giapponesizzazione dell'economia cinese sta nello stabilizzare i prezzi degli immobili, nel ripristinare in modo duraturo la fiducia, nell'ancorare le aspettative di crescita a lungo termine e nel riequilibrare con successo il modello economico. Oltre al potenziamento del settore industriale e dell'alta tecnologia, si potrebbero trovare sacche di crescita sul versante dei consumatori attuando misure per un modello di crescita più inclusivo e rafforzando la rete di sicurezza sociale.

<sup>1</sup> Si veda [What to Watch](#) from 12 July 2024.

## Variazioni trimestrali del rischio paese e settore: normalizzazione completata

Dopo quasi cinque anni, il panorama globale del rischio paese mostra finalmente segni di miglioramento rispetto al periodo pre-pandemia. In questo trimestre abbiamo aggiornato 14 Paesi: Azerbaigian, Benin, Bulgaria, Cile, Repubblica Ceca, Ungheria, Islanda, Montenegro, Marocco, Namibia, Paraguay, Tagikistan, Trinidad e Tobago e Uzbekistan. I miglioramenti riflettono la ripresa delle prospettive economiche osservata da diversi trimestri (cfr. Figura 3). Sebbene la fine del ciclo di politica monetaria restrittiva sembri in grado di dare una boccata d'ossigeno a molte economie, permangono le preoccupazioni relative ai rischi politici e al contesto economico strutturale. Questi fattori continuano ad avere un impatto sui tassi di cambio e a influenzare le traiettorie di politica monetaria in varie economie.

Figura 3: Mappa del rischio paese, fine settembre 2024



Fonti: Allianz Research (versione ingrandita qui)

**La strada da percorrere rimane accidentata.** I rischi politici associati al limitato accesso alla liquidità in valuta forte continuano a rappresentare una sfida, complicando potenzialmente il trasferimento e la convertibilità della valuta. Ciò crea vulnerabilità nelle economie in cui il consenso politico e la forza istituzionale non sono garantiti. Inoltre, sebbene si preveda che la riduzione dei tassi d'interesse alleggerisca le condizioni finanziarie, l'effetto di trascinamento reale rimane incerto, in particolare per i Paesi che devono ancora contenere la spesa fiscale e/o per quelli che mantengono un consistente spread dei tassi d'interesse. Inoltre, sia le variabili endogene, come la stabilità istituzionale, gli ostacoli normativi e le politiche protezionistiche, sia i fattori esogeni, come le tensioni internazionali, possono influenzare significativamente le prospettive di rischio. Questi fattori potrebbero ostacolare i progressi nel miglioramento delle condizioni economiche, nonostante le dinamiche finanziarie globali siano più favorevoli.

**Il miglioramento del contesto di rischio per i settori è limitato: nove sono in aumento e cinque in diminuzione.** Per il quinto trimestre consecutivo, questo rappresenta un numero basso di variazioni in una prospettiva storica, anche escludendo il particolare periodo durante e subito dopo la pandemia di Covid-19. In primo luogo, ciò riflette la mancanza di slancio dell'economia globale, con una crescita costante ma inferiore al potenziale, tra rischi di recessione in diminuzione nell'Eurozona ma in aumento negli Stati Uniti, la Cina che gestisce il suo rallentamento economico e l'incombente consolidamento fiscale. Il secondo fattore è la fase iniziale dell'atteso allentamento delle condizioni finanziarie e monetarie e il terzo è il numero di incertezze geopolitiche che si profilano. Come nel 2°

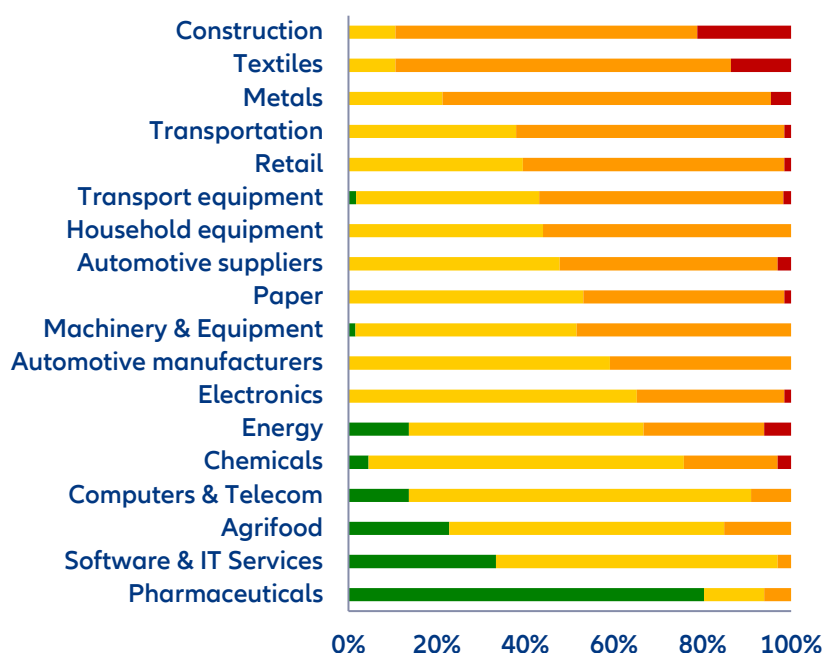
trimestre, le migliori valutazioni del rischio si riscontrano soprattutto nel settore dei trasporti in America Latina (Panama) e in Asia (Cina), nonché nel settore della carta in Messico e Spagna. La Spagna si distingue con altri due settori chiave, quello agroalimentare e quello chimico, che vedono il loro rating di rischio passare da sensibile a medio (Figura 4). Inoltre, vale la pena notare che i servizi informatici in Messico e le costruzioni a Panama sono usciti dalla categoria ad alto rischio, mentre i prodotti farmaceutici in Brasile sono tornati a basso rischio. Al contrario, si sono verificati declassamenti in tutte le regioni, per lo più da rischio medio a rischio sensibile, con il settore automobilistico in prima linea a causa delle modifiche apportate in Germania e Svizzera, nonché il commercio al dettaglio in Cina a causa delle deboli prospettive dei consumatori cinesi. Nel complesso, questi aggiustamenti hanno portato a un altro saldo leggermente positivo delle variazioni dei rating, prolungando una tendenza in atto da due anni, e a un quadro globale dei rating sostanzialmente stabile. Al terzo trimestre del 2024, quest'ultimo mostra una piccola maggioranza di settori (55%) sul lato positivo (rischio basso o medio). Tuttavia, i rating settoriali sono per lo più a rischio medio (46%) o sensibile (41%) in tutte le regioni (Figura 5). La dispersione complessiva del rischio rimane evidente tra la regione relativamente più sicura (Asia) e quella più rischiosa (America Latina). Nel complesso, i settori a basso rischio sono ancora meno numerosi (10%) rispetto a prima della pandemia (15% nel 4° trimestre 2019). Sei settori si distinguono ancora per il più lento ritorno ai livelli di rischio precedenti alla pandemia e alla guerra in Ucraina: commercio al dettaglio, prodotti chimici e tessili, seguiti da mezzi di trasporto<sup>2</sup>, produttori di automobili e costruzioni. La dispersione complessiva del rischio rimane evidente tra la regione relativamente più sicura (Asia) e quella più rischiosa (America Latina). Nel complesso, i settori a basso rischio sono ancora meno numerosi (10%) rispetto a prima della pandemia (15% nel 4° trimestre 2019). Sei settori si distinguono ancora per il più lento ritorno ai livelli di rischio precedenti alla pandemia e alla guerra in Ucraina: commercio al dettaglio, prodotti chimici e tessili, seguiti da mezzi di trasporto, produttori di automobili e costruzioni. La dispersione complessiva del rischio rimane evidente tra la regione relativamente più sicura (Asia) e quella più rischiosa (America Latina). Nel complesso, i settori a basso rischio sono ancora meno numerosi (10%) rispetto a prima della pandemia (15% nel 4° trimestre 2019). Sei settori si distinguono ancora per il più lento ritorno ai livelli di rischio precedenti alla pandemia e alla guerra in Ucraina: commercio al dettaglio, prodotti chimici e tessili, seguiti da mezzi di trasporto, produttori di automobili e costruzioni.

Figura 4: Variazioni dei rating di rischio settoriali nel terzo trimestre del 2024

Sector	Country	Change in grade	From (Q2 24)	To (Q3 24)
Agrifood	Spain	Upgrade	●(sensitive)	●(medium)
Chemicals	Spain	Upgrade	●(sensitive)	●(medium)
Construction	Panama	Upgrade	●(high)	●(sensitive)
IT services	Mexico	Upgrade	●(high)	●(sensitive)
Paper	Spain	Upgrade	●(sensitive)	●(medium)
Paper	Mexico	Upgrade	●(high)	●(sensitive)
Pharmaceuticals	Brazil	Upgrade	●(medium)	●(low)
Transportation	China	Upgrade	●(sensitive)	●(medium)
Transportation	Panama	Upgrade	●(sensitive)	●(medium)
Automotive manufacturers	Germany	Downgrade	●(medium)	●(sensitive)
Automotive manufacturers	Switzerland	Downgrade	●(medium)	●(sensitive)
Machinery equipment	Slovakia	Downgrade	●(medium)	●(sensitive)
Metals	Mexico	Downgrade	●(sensitive)	●(high)
Retail	China	Downgrade	●(medium)	●(sensitive)

Fonte: Allianz Research, sulla base del [Sector Risk Methodology](#) e il [Q3 2024 Sector Risk Map](#)

Figura 5: rating del rischio settoriale a fine settembre 2024, in numero di paesi, per livello di rischio

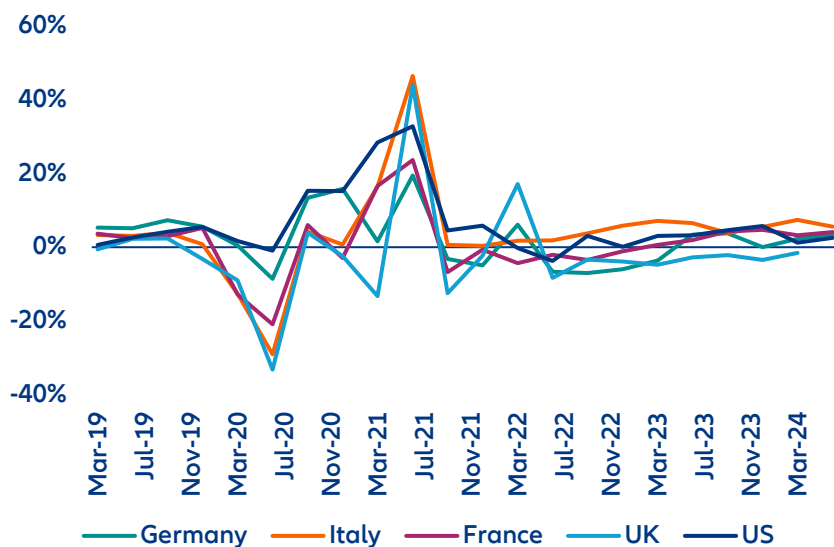


Fonte: Allianz Research

## Beni durevoli: ripresa nel 2025

**La corsa sulle montagne russe sta per finire per i beni durevoli.** Nel 2021, la pandemia ha trasformato le abitudini di spesa dei consumatori, con chiusure e misure di allontanamento sociale che hanno spinto le famiglie a rinnovare gli spazi abitativi, a investire in nuovi computer ed elettronica per facilitare il lavoro a distanza e ad acquistare sistemi di intrattenimento domestico, mentre le spese per i viaggi e il tempo libero sono diminuite. Di conseguenza, la spesa aggregata in beni durevoli è aumentata di circa il +17% annuo negli Stati Uniti, del +13% in Italia e del +7% in Francia (Figura 6). Ma questo effetto di saturazione ha portato a un rallentamento pronunciato nel 2022 e 2023, esacerbato dall'aumento dei tassi di interesse che ha dissuaso i consumatori dall'effettuare grandi acquisti, come elettronica ed elettrodomestici di fascia alta. Le vendite globali di PC hanno subito un brusco calo del -16% nel 2023, il calo maggiore dai primi anni 2000. Analogamente, le spedizioni globali di smartphone sono diminuite dell'11% nello stesso periodo. Nel 2024, le vendite di beni durevoli dovrebbero rimanere fiacche, con una crescita del +2% in Germania, del +3% in Francia, del +2% negli Stati Uniti e del 5% in Italia, mentre il Regno Unito dovrebbe registrare un leggero rallentamento del -1%. Tuttavia, la situazione dovrebbe cambiare nel 2025, grazie alla spinta dei cicli di consumo post-pandemia e alle condizioni economiche più favorevoli.

Figura 6: Spesa dei consumatori in beni durevoli (a/a %)

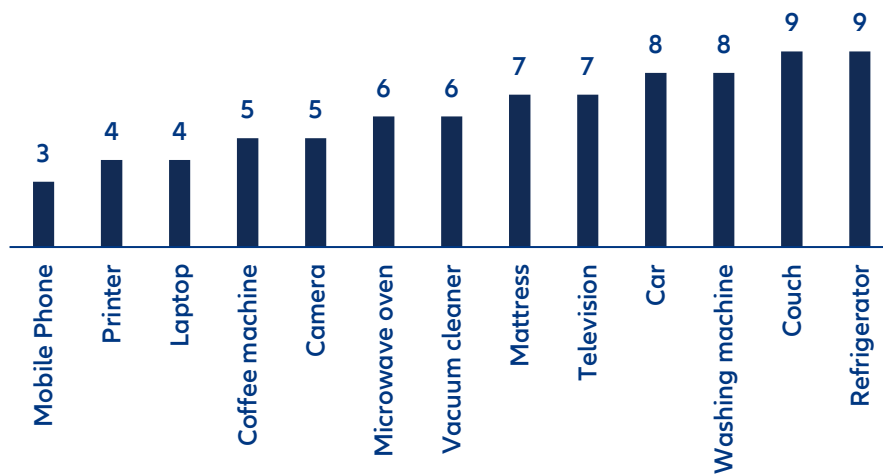


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Il calo dei tassi d'interesse e l'abbandono dei servizi sosterranno i beni durevoli nel 2025.** Con l'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche, le banche centrali stanno allentando la politica monetaria in tutto il mondo, il che migliorerà l'accesso dei consumatori ai finanziamenti, rendendo più facile l'acquisto di beni di grande valore. Anche i salari aggiustati per l'inflazione continuano a crescere. Inoltre, i modelli di consumo vengono rimodellati da un progressivo spostamento dai servizi ai beni. Dopo una forte ripresa post-pandemia, la spesa nel settore dei servizi, compresi viaggi, ristoranti e tempo libero, ha iniziato a perdere slancio. Nell'Eurozona, la spesa per i servizi è rallentata ad appena +0,5% annuo nel 2° trimestre 2024, rispetto al +2,3% dell'estate 2023. Analogamente, negli Stati Uniti, la spesa dei consumatori per i servizi sta mostrando segni di stanchezza, con una crescita significativamente ridotta a causa dell'affievolirsi della domanda repressa dell'era della pandemia. Questa decelerazione della spesa per i servizi dovrebbe riorientare il reddito disponibile verso i beni durevoli.

**Sostituzione, innovazione e catene di fornitura più fluide significano un aumento delle vendite.** Il ciclo di vita naturale dei beni durevoli, molti dei quali hanno una durata di vita di tre-cinque anni (Figura 7), suggerisce che il ciclo di sostituzione ricomincerà entro il 2025, provocando una nuova ondata di domanda. Un altro fattore che attira i consumatori verso i beni durevoli e in particolare i nuovi prodotti elettronici, i computer e gli smartphone sono i recenti progressi tecnologici, in particolare l'intelligenza artificiale, i dispositivi per la casa intelligente e l'informatica avanzata. Questi non solo stanno creando nuove categorie di prodotti, ma stanno anche spingendo la domanda di sostituzione dei modelli più vecchi. L'ascesa degli elettrodomestici guidati dall'intelligenza artificiale, come i frigoriferi intelligenti in grado di gestire l'inventario o le lavatrici dotate di intelligenza artificiale che ottimizzano l'utilizzo di acqua ed energia, sta spingendo i consumatori ad aggiornare i dispositivi esistenti. Inoltre, si prevede che i progressi nei settori dell'informatica e dell'elettronica, tra cui l'adozione di chip abilitati all'intelligenza artificiale e una maggiore potenza di elaborazione nei computer portatili e desktop, determineranno un ciclo di aggiornamento significativo. Si prevede che le spedizioni globali di dispositivi alimentati dall'intelligenza artificiale, tra cui altoparlanti intelligenti, sistemi di sicurezza domestica ed elettrodomestici connessi, raggiungeranno 1,5 miliardi di unità entro il 2025, rispetto a 1,1 miliardi di unità nel 2023, evidenziando il forte potenziale di crescita di questi prodotti. Anche la resilienza della catena di approvvigionamento, che ha rappresentato una sfida significativa per il settore, sta migliorando. Le gravi interruzioni registrate durante la pandemia, tra cui la carenza di semiconduttori che ha afflitto l'industria elettronica e degli elettrodomestici, si sono in gran parte attenuate. Nonostante alcuni problemi persistenti (ad esempio la crisi del Mar Rosso), l'attenuazione delle strozzature nelle forniture sta consentendo ai produttori di soddisfare meglio la domanda e di evitare i lunghi tempi di consegna che hanno frustrato i consumatori negli anni scorsi. Ad esempio, i tempi di consegna dei semiconduttori sono scesi da una media di 26 settimane nel 2022 a sole 12 settimane a metà del 2024. Catene di fornitura più fluide dovrebbero consentire al settore di aumentare i ricavi nel 2025.

Figura 7: Durata di vita di attrezzature e apparecchiature selezionate (in anni)

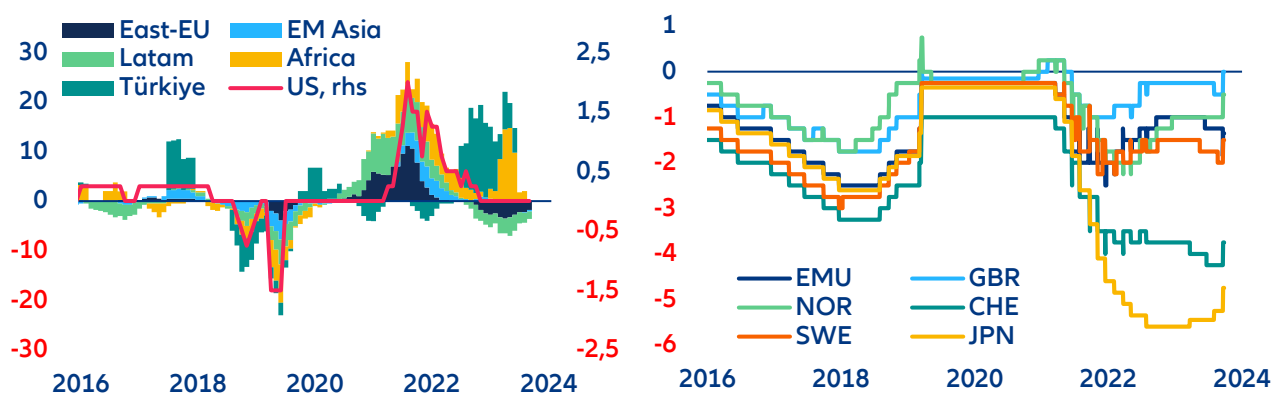


Fonti: varie, Allianz Research

## Il grande ciclo di allentamento: le banche centrali devono trovare un equilibrio tra tassi di cambio, inflazione e crescita

Il panorama monetario globale si sta modificando in seguito al taglio dei tassi da parte della Federal Reserve statunitense, con l'inflazione che si avvicina agli obiettivi delle banche centrali. Ma il percorso della politica monetaria rimane tutt'altro che uniforme. Mentre le banche centrali sono entrate in una nuova fase di aggiustamenti delle politiche, il ciclo di allentamento della Fed spicca, non perché sia stata la prima a tagliare i tassi (Figura 8), ma per il suo impatto significativo sulla scena globale. Sebbene questo possa essere il segnale di un più ampio movimento verso tassi più bassi, la realtà è più complessa. I Paesi di tutto il mondo avranno più spazio per tagliare, ma si trovano di fronte a priorità economiche diverse: alcuni sono ancora alle prese con pressioni inflazionistiche, altri iniziano il ciclo con valute molto indebolite e altri ancora si concentrano principalmente sul sostegno alla crescita.

Figura 8: Variazione dei tassi di riferimento EM rispetto al trimestre precedente per regione (sinistra), tassi di riferimento rispetto alla Fed per AE selezionate (destra)



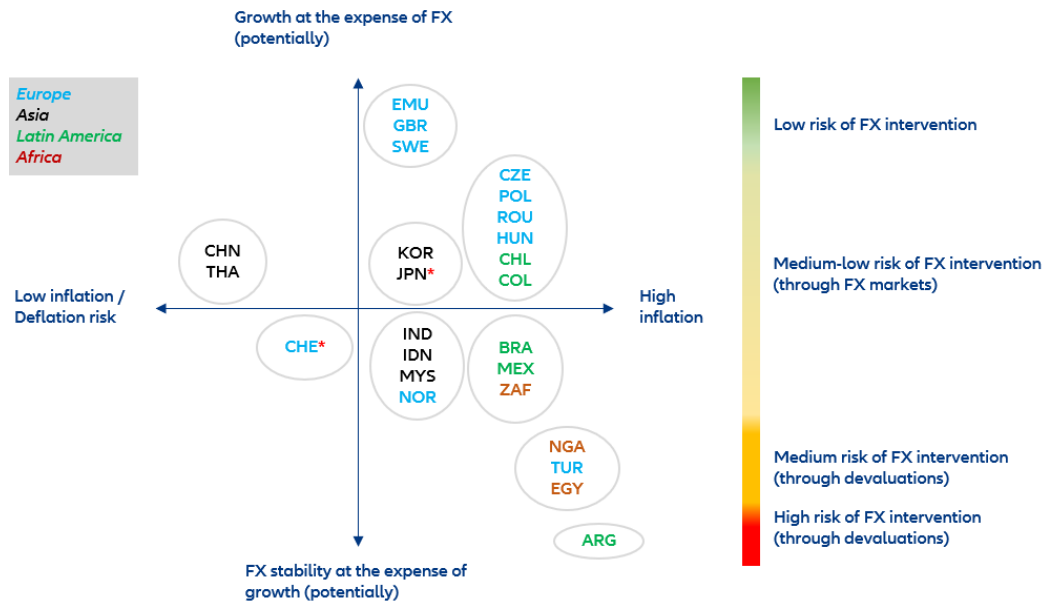
Fonte: Refinitiv, Allianz Research.

**Questo ciclo di allentamento è diverso (ovviamente!), ma gli sforzi per evitare il deprezzamento della valuta continueranno.** La Fed è partita forte con un taglio di 50 pb, ma ci aspettiamo che raggiunga un atterraggio morbido attraverso un percorso ordinato e regolare verso i tassi terminali. Questo renderà il ciclo attuale molto diverso da quelli precedenti (crisi finanziaria globale e 2019-2020), che si sono conclusi bruscamente con tagli di emergenza e un atterraggio tutt'altro che morbido. Pertanto, ci aspettiamo che le ripercussioni globali siano diverse, anche se non esenti da rischi. Inoltre, la Fed sta iniziando a tagliare i tassi in un momento in cui il dollaro USA si trova in uno dei suoi punti più forti della storia recente, mentre nel 2007 si trovava in uno dei suoi punti più bassi non



solo rispetto alle valute delle altre economie avanzate, ma anche rispetto alle valute dei mercati emergenti. Infine, ma non meno importante, a differenza del ciclo di inasprimento del 2005-2007, quello che lo ha preceduto è stato tormentato dall'instabilità finanziaria e da bruschi aggiustamenti dei tassi di cambio, che hanno reso le banche centrali più consapevoli della fragilità dei tassi di cambio stabili e della loro importanza. Non ci aspettiamo che i Paesi utilizzino queste situazioni favorevoli per iniziare una corsa globale a stimolare la crescita attraverso massicci tagli dei tassi, ma piuttosto che rimangano cauti nei confronti di potenziali pressioni valutarie (Figura 9, che funge anche da riferimento per i dettagli regionali).

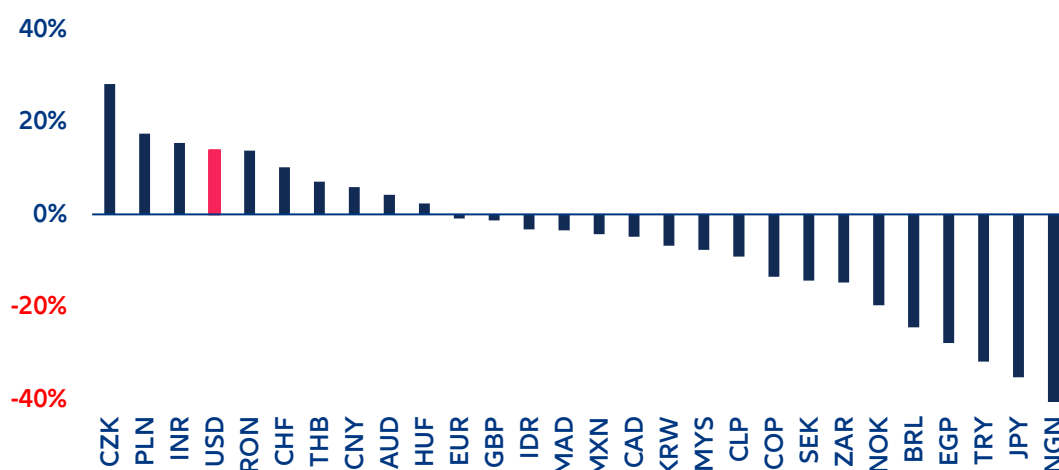
Figura 9: Priorità delle banche centrali nella fissazione dei tassi d'interesse e relativo rischio di intervento sui cambi



Fonte: Ricerca Allianz. Evidenziamo con un asterisco rosso (\*) i paesi in cui il rischio di interventi sul forex potrebbe essere utilizzato anche per frenare l'apprezzamento, sia perché la valuta è già forte ai fini della politica del cambio (Svizzera) sia perché i movimenti potrebbero innescare un'eccessiva volatilità (Giappone). Per le valute con una politica di crawling peg, consideriamo come interventi sul forex solo quelle azioni che andrebbero oltre quelle necessarie per mantenere l'attuale politica di crawling. L'ordine dei paesi all'interno di un cluster non ha un significato aggiuntivo.

**Le economie in Europa si concentreranno principalmente sul bilanciamento della debole crescita e delle persistenti pressioni inflazionistiche.** Sebbene anche la stabilità dei cambi sia motivo di preoccupazione, l'atteggiamento più accomodante della Fed, in particolare il recente taglio di 50 punti base, fornisce una certa flessibilità a breve termine alle banche centrali europee per apportare aggiustamenti politici. Nelle economie avanzate, questo sarà soprattutto il caso dell'EUR e della GBP. Nel frattempo, le banche centrali di Norvegia e Svezia dovranno prestare maggiore attenzione al tasso di cambio, che ha sostanzialmente indebolito questo ciclo (tenendo conto anche dei prezzi del petrolio nel caso della Norvegia). Nelle economie emergenti dell'Europa orientale, le pressioni inflazionistiche dovrebbero rimanere elevate. Mentre le banche centrali della regione – in particolare quelle che gestiscono la corona ceca (CZK), lo zloty polacco (PLN) e il leu rumeno (RON) – potrebbero potenzialmente beneficiare di un certo deprezzamento valutario poiché le loro valute rimangono tra le più sopravvalutate (Figura 10), la loro capacità di allentare la politica sarà limitata. Pertanto, si prevede che i differenziali di tasso di interesse leggermente superiori alla storia recente rispetto all'Eurozona persisteranno, estendendosi potenzialmente al di sopra dei recenti livelli storici fino al 2026. Il caso più peculiare nella regione è la Banca nazionale svizzera, che, a causa della sicurezza del franco status di rifugio e con un'inflazione al di sotto del target, si preoccupa principalmente di gestire un tasso di cambio stabile con il dollaro americano e l'euro. Nel contesto attuale, con un franco già forte (uno dei motivi delle deboli pressioni inflazionistiche), oltre ai tagli dei tassi previsti, potrebbe essere necessario intervenire sul forex per fermare potenziali apprezzamenti.

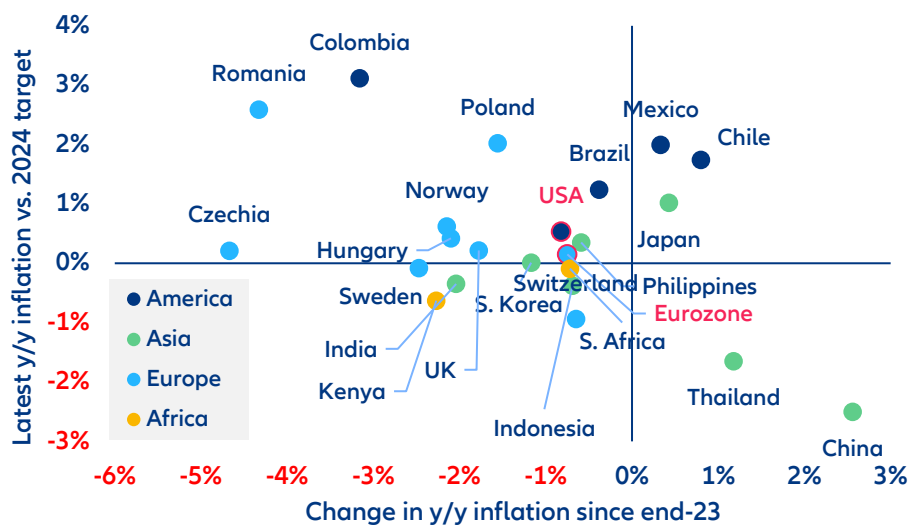
Figura 10: sopra/sottovalutazione relativa delle valute selezionate in base al REER



Fonte: indici JP Morgan REER, LSEG Datastream, Allianz Research. Queste considerazioni di valutazione si basano esclusivamente sui tassi di cambio effettivi reali (REER) per fungere da indicazione, ma non devono essere considerate come una dichiarazione assoluta poiché molti fattori che influenzano i tassi di cambio non vengono considerati. Il punto di riferimento per confrontare i valori attuali è la media storica dal 2000.

**Le banche centrali asiatiche procederanno con cautela nell’allentamento monetario, bilanciando la necessità di crescita con le preoccupazioni sulla stabilità finanziaria.** Dopo due anni pericolosi, le valute asiatiche hanno mostrato una certa resilienza nel 2024, soprattutto dopo il recente indebolimento del dollaro statunitense. La maggior parte dei paesi della regione è rimasta in linea con i propri obiettivi di inflazione, pur mantenendo una solida crescita economica. Le banche centrali non hanno quindi fretta di attuare tagli aggressivi dei tassi e probabilmente adotteranno un approccio più misurato, data la potenziale volatilità derivante dal cambiamento del contesto macroeconomico e dalle imminenti elezioni presidenziali statunitensi. Per Cina e Thailandia, tuttavia, la debole crescita economica e le pressioni deflazionistiche rimangono una sfida chiave (Figura 11), creando un bisogno più urgente di un’ulteriore espansione monetaria. Una Fed accomodante è sicuramente benvenuta poiché offre più spazio per tagli dei tassi senza esacerbare le pressioni sui deflussi di capitali. La Cina, in particolare, rimane un punto focale chiave per la regione, esercitando un’influenza significativa sulle altre valute asiatiche attraverso i collegamenti commerciali. Ci aspettiamo che seguirà ulteriore sostegno fiscale e monetario, con la PBoC che ha recentemente annunciato un pacchetto di stimoli più ampio del previsto in risposta alle sfide economiche in corso e al taglio dei tassi della Fed. È probabile che questo atteggiamento favorevole alla crescita fornisca uno slancio positivo al CNY e vada a beneficio delle valute strettamente collegate come TWD, AUD e NZD. Infine, mentre il Giappone è in un ciclo di rialzo dei tassi a differenza della maggior parte delle altre economie, è probabile che la sua banca centrale adotti un approccio altrettanto cauto, dato il potenziale di una maggiore volatilità del mercato e il rischio di un rapido apprezzamento dello JPY.

Figura 11: pressioni inflazionistiche in alcune economie avanzate ed emergenti



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. I paesi con elevati scostamenti dall'obiettivo (Argentina, Turchia, Nigeria, Egitto) sono esclusi per garantire la leggibilità.

**Le valute dell’America Latina sono state tra le peggiori performance quest’anno, ma il ciclo di allentamento statunitense sosterrà la ripresa poiché è probabile che gli afflussi di capitale si rafforzino e le banche centrali ottengano più spazio per ulteriori tagli.** Una combinazione di fattori macroeconomici e idiosincratici ha determinato la debolezza della valuta dell’America Latina: l’inizio anticipato del ciclo di allentamento da parte della regione in contrasto con i tagli ritardati negli Stati Uniti, la massiccia liquidazione del carry trade con JPY all’inizio di agosto nonché le incertezze politiche in Messico e preoccupazioni fiscali in Brasile. Il MXN e il BRL si sono entrambi svalutati di oltre il 10% rispetto al dollaro, mentre il CLP, il COP e il PEN hanno tutti registrato cali, anche se in misura minore. Dopo il grande taglio dei tassi da parte della Fed, la propensione per gli asset più rischiosi è destinata a riprendersi, posizionando favorevolmente il Latam con i suoi rendimenti elevati e fondamentali relativamente solidi. Le banche centrali della regione che hanno interrotto i cicli di allentamento negli ultimi mesi probabilmente riprenderanno i tagli dei tassi per sostenere la crescita economica. In alcuni paesi in cui i rischi di inflazione sono riemersi – in particolare il Brasile, che ha recentemente aumentato i tassi – l’allentamento monetario potrebbe procedere con maggiore cautela e l’ampliamento dei differenziali di tasso di interesse con gli Stati Uniti contribuirà a un ulteriore rafforzamento della valuta.

**Le economie con tassi di interesse ufficiali a doppia cifra devono ripristinare la fiducia prima di beneficiare sostanzialmente del ciclo di allentamento globale.** Questo è il caso di alcune grandi economie africane<sup>2</sup>, la Turchia e in generale i paesi che hanno impiegato più tempo per reagire all’inasprimento globale e allo shock negativo sui termini di scambio del 2022, o che hanno fatto/non hanno potuto fare tutto ciò che era necessario, probabilmente per attenuare le conseguenze economiche negative. Negli ultimi due anni, questi paesi hanno dovuto svalutare le loro valute e procedere con rialzi insolitamente elevati. Sebbene l’allentamento globale rappresenti un vantaggio per questi paesi, l’obiettivo fondamentale è ripristinare la fiducia, obiettivo che sarà raggiunto principalmente affrontando le pressioni inflazionistiche senza ostacolare l’economia e/o la sostenibilità del debito, e che potrebbe comportare ulteriori azioni politiche (sotto forma di aumenti dei tassi di interesse o sotto forma di svalutazioni poiché altri tipi di interventi sul forex sono limitati dalle scarse riserve). Un caso particolare all’interno di questo gruppo è l’Argentina, dove il cambiamento delle politiche economiche attuato dal presidente Milei ha in una certa

<sup>2</sup> Proprio questa settimana, la Banca Centrale della Nigeria ha aumentato nuovamente i tassi di interesse principali a 50 punti base, al 27,25%, sommandosi ad un aumento di 800 punti base da febbraio.

misura rafforzato la fiducia, ma non ha ancora prodotto i risultati sperati (ad esempio sulle pressioni inflazionistiche). Sebbene una delle misure iniziali fosse stata quella di svalutare il peso a quello che allora si riteneva fosse il suo valore equo, il sistema di ancoraggio strisciante implementato da allora non è sembrato essere sufficiente a riflettere le pressioni al ribasso<sup>3</sup>.

**In termini di performance dei mercati finanziari, dopo alcuni anni difficili, il forex dovrebbe diventare un contribuente netto per gli asset ex-USD.** Considerata l'elevata valutazione dell'USD e i fattori positivi che il ciclo di allentamento porta con sé, prevediamo che il contributo del forex alla performance degli asset ex USD diventi ampiamente positivo. Il passaggio a un orientamento monetario più accomodante (e l'assenza di un atterraggio duro dell'economia) dovrebbe incoraggiare gli afflussi di capitale verso i mercati emergenti. Tassi di interesse più bassi miglioreranno anche le prospettive di credito dei mercati emergenti, riducendo i costi di finanziamento e rafforzando la sostenibilità del debito, sostenendo ulteriormente la crescita e le opportunità di investimento in queste regioni.

---

<sup>3</sup> La svalutazione al valore equo nel dicembre 2023 è stata approssimata osservando i tassi del mercato nero. Tuttavia, lo spread tra i tassi ufficiali e quelli del mercato nero si è nuovamente ampliato.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di 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 potrebbero 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 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, tranne che 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