

Allianz Research | 3 Maggio\_ 2024

# Eurozona: accenni di ripresa appena in tempo per l'Eurovision

## Executive summary

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)

Björn Griesbach  
Senior Economist

[bjoern.griesbach@allianz.com](mailto:bjoern.griesbach@allianz.com)

Jasmin Gröschl  
Senior Economist

[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

Maddalena Martini  
Senior Economist

[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

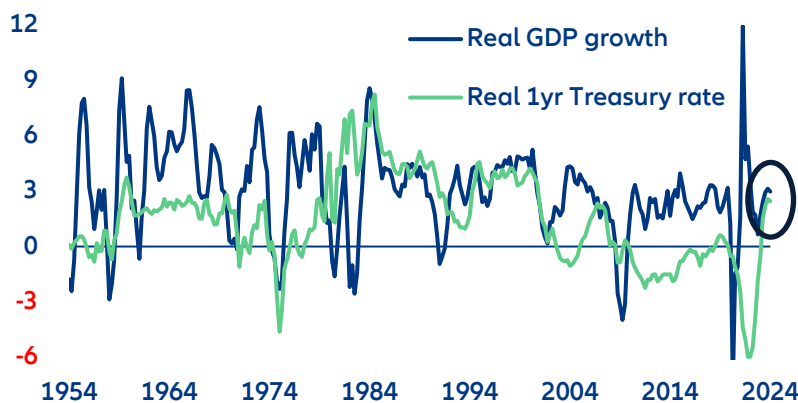
Questa settimana esaminiamo tre questioni critiche:

- **Stati Uniti: alti tassi di interesse per motivi fiscali.** Il 1° maggio, mentre 160 paesi celebravano la Festa del Lavoro, la Fed è stata tutt'altro che inattiva: i responsabili delle politiche della banca centrale hanno mantenuto i tassi fermi in una fascia compresa tra il 5,25% e il 5,5%. A parte una piccola sorpresa sul rapido rallentamento del Quantitative Tightening a partire da giugno, tutti gli occhi erano puntati sulla crescita elevata degli Stati Uniti e sull'inflazione vischiosa che mette in discussione il cosiddetto tasso terminale. Troviamo prove del fatto che l'attuale prezzo di mercato del 4% entro la fine del 2025 sembra in gran parte influenzato da una forte immigrazione e da una politica fiscale allentata. Il regime "crescita del 3%/tassi d'interesse del 4%", alimentato da una politica fiscale allentata, porterà la spesa per interessi e il rapporto debito/PIL a livelli record tra non molto. Le elezioni in corso "non fanno parte dei nostri pensieri", ha sottolineato il presidente Powell durante la conferenza stampa, ma il consolidamento fiscale finirà per pesare sulla crescita e sui tassi d'interesse. La nostra visione a medio termine del tasso d'interesse della Fed è quindi più vicina al 3%.
- **Eurozona: accenni di ripresa appena in tempo per l'Eurovision.** Appena in tempo per l'Eurovision a Malmö dal 7 all'11 maggio, l'Eurozona è uscita da cinque trimestri di stagnazione (+0,3% q/q nel 1° trimestre), indicando l'inizio di una graduale ripresa economica. Nel frattempo, la disinflazione in corso prosegue in linea con le aspettative, con l'inflazione di fondo scesa al 2,7% - il livello più basso in oltre due anni. Tuttavia, l'economia continua a mostrare una chiara divisione, con un settore dei servizi fiorente e un settore dei beni in ritardo, ciascuno dei quali influisce sulla crescita complessiva e sull'inflazione in modi diversi. In questo contesto, continuiamo a prevedere che la BCE avvierà due tagli dei tassi quest'anno, già a partire da giugno.
- **Correlazioni tra asset: La normalizzazione richiede tempo.** Le tradizionali correlazioni tra asset si sono spezzate durante il brusco aumento dei tassi di interesse del 2022-2023. Ora che i tassi di interesse hanno raggiunto il massimo in tutto il mondo sviluppato, i mercati si aspettano un'inversione di tendenza con la riduzione dell'inflazione e della resilienza economica. Tuttavia, poiché il primo taglio dei tassi negli Stati Uniti viene prezzato più in là nel tempo, il ritorno alle normali correlazioni tra gli asset sarà ritardato.

## Stati Uniti: alti tassi di interesse

L'elevata crescita degli Stati Uniti e l'inflazione vischiosa fanno salire le stime dei tassi "terminali" della Fed. Il tasso di interesse neutrale (detto anche terminale o di equilibrio) è il tasso al quale si assesta il tasso di riferimento della Fed (e di conseguenza i tassi di interesse di mercato) nel medio termine quando l'inflazione è al target e il PIL al suo potenziale. In quanto tale,  $R^*$  è un concetto di equilibrio che non dovrebbe cambiare con il ciclo economico, ma che può spostarsi gradualmente nel corso del tempo quando le forze strutturali si spostano. In linea di massima, la teoria economica sostiene che  $R^*$  è una funzione della crescita potenziale del PIL (che è la somma della crescita tendenziale dell'occupazione e della crescita tendenziale della produttività) e degli investimenti desiderati rispetto ai risparmi. Osservando empiricamente il periodo successivo alla Seconda Guerra Mondiale, il tasso di interesse reale osservato è stato strettamente allineato alla crescita del PIL reale solo negli anni '80 e '90 (Figura 1). Ciò dimostra che la crescita potenziale non è l'unico motore di  $R^*$ . In particolare, negli anni '50 e '70, e più recentemente negli anni 2000 e 2010,  $R^*$  era molto più basso. Molti fattori legati al risparmio e agli investimenti, ma anche la regolamentazione finanziaria, la repressione finanziaria e la politica monetaria hanno certamente giocato un ruolo nel deprimere  $R^*$ . Tuttavia, dall'inizio del 2024, con la crescita degli Stati Uniti forte e l'inflazione che rimane al di sopra dell'obiettivo del 2% della Fed nonostante i tassi di interesse elevati, gli operatori di mercato hanno alzato notevolmente le stime di  $R^*$ . I prezzi dei mercati finanziari indicano un tasso terminale della Fed pari al 4,25% a fine 2025, anche se le stime macroeconomiche lo collocano intorno al 3%. Notiamo anche che la crescita del PIL reale e i tassi di interesse reali sembrano molto più allineati dal 2022, segnalando che i precedenti fattori che deprimevano  $R^*$  si stanno attenuando (Figura 1).

Figura 1: Crescita del PIL reale e tasso reale del Treasury a 1 anno\* negli Stati Uniti (in %)



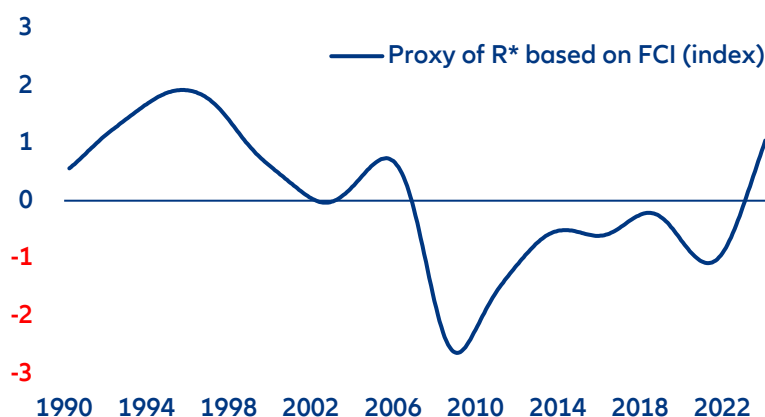
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research  
\*Deflazionato dal deflatore del PI

**Stimiamo che il tasso neutro sia attualmente ai massimi dalla fine degli anni '90, intorno al 4%.** Un altro modo per confermare se  $R^*$  è più alto è osservare le condizioni finanziarie. Se le condizioni finanziarie si inaspriscono, ciò segnala una posizione restrittiva della Fed, ossia un tasso attuale dei Fed Funds molto superiore a  $R^*$  (cioè  $R^*$  è basso). Utilizziamo l'indice delle condizioni finanziarie della Fed di Chicago<sup>1</sup> per valutare  $R^*$ . Il nostro indice  $R^*$  è calcolato come la differenza tra il FCI e l'attuale tasso di interesse reale (osservato) (tutti normalizzati), e filtrato con un filtro HP. Questo semplice approccio non fornisce una stima puntuale di  $R^*$ , ma ha il vantaggio di tenere implicitamente conto della relazione mutevole tra politica monetaria e attività economica.<sup>2</sup> Il nostro indice è riportato nella Figura 2. Esso indica che  $R^*$  è attualmente ai massimi dalla fine degli anni '90. Possiamo dedurre che  $R^*$  si aggira intorno al 2% in termini reali, o al 4% in termini nominali. Si tratta di un valore leggermente superiore alla nostra previsione di un tasso dei Fed Funds al 3,75% alla fine del 2025, per cui vediamo un modesto rischio di rialzo nel nostro scenario.

<sup>1</sup> L'FCI della Fed di Chicago comprende essenzialmente gli spread creditizi, ossia i tassi di interesse di mercato rispetto al tasso privo di rischio, anziché il livello assoluto dei tassi. Pertanto, è un indicatore migliore da utilizzare rispetto ad altri FCI per valutare  $R^*$ .

<sup>2</sup> Le stime macroeconomiche di  $R^*$ , come l'approccio di Laubach-William, hanno spesso il difetto di presupporre che la relazione tra politica monetaria e attività economica sia stabile nel tempo, in contrasto con l'evidenza empirica.

Figura 2: Stima dell'indice del tasso reale neutro statunitense (R\*) in base all'indice delle condizioni finanziarie (normalizzato)

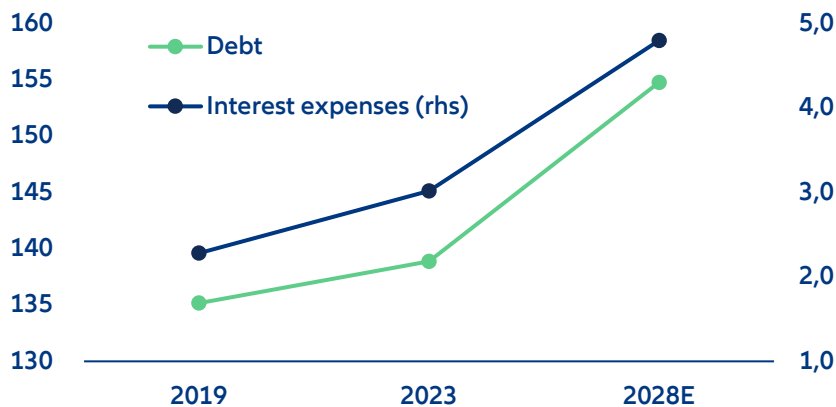


Fonti LSEG Datastream, Allianz Research

**Tuttavia, dubitiamo che l'economia statunitense sia entrata in un nuovo regime di alta crescita e alti tassi di interesse nel medio termine a causa dell'insostenibilità della politica fiscale.** Gran parte dell'attuale contesto di alti tassi di interesse e PIL si spiega con la forte immigrazione netta e gli ampi deficit fiscali. È probabile che i forti flussi migratori si riducano presto in seguito all'accordo bipartisan tra Democratici e Repubblicani al Congresso, che mira a reprimere con più forza l'immigrazione non autorizzata. Se Donald Trump vincerà la Casa Bianca e i repubblicani otterranno il controllo del Congresso a novembre, senza dubbio l'immigrazione diminuirà più drasticamente dal 2025. Le prospettive fiscali sono molto più incerte. Nessuno dei due candidati ha presentato piani ambiziosi e credibili per ridurre sostanzialmente il deficit. Ma il momento della resa dei conti arriverà, anche se il potenziale di crescita degli Stati Uniti è più elevato. A titolo illustrativo, abbiamo esaminato il deficit delle Amministrazioni Pubbliche<sup>3</sup>, il rapporto debito/PIL e spesa per interessi/PIL in uno scenario di "nuovo" regime di alta crescita e alti tassi d'interesse, in cui la crescita degli Stati Uniti è in media del 3% all'anno, i tassi d'interesse a breve termine raggiungono il 3,75% e i rendimenti dei Treasury a lungo termine il 4% nel periodo 2026-28. Si ipotizza che l'inflazione sia vicina all'obiettivo (2,1%) e che il saldo primario migliori di 0,3 punti percentuali, grazie alla maggiore crescita. Nel frattempo, le autorità fiscali mantengono gli ampi disavanzi primari strutturali ai livelli del 2023 (circa -4,7% del PIL). La Figura 3 illustra le proiezioni sui rapporti debito/PIL e spesa per interessi/PIL nel contesto di "alta crescita e alti tassi". Il rapporto interessi/PIL salirebbe al 4,8% del PIL entro il 2028, dal 3% del 2023 - un massimo storico nella storia recente. Allo stesso modo, il rapporto debito/PIL aumenterebbe rapidamente, passando dal 139% del PIL nel 2023 al 155% nel 2028. In sintesi, la combinazione di ampi disavanzi primari e di un differenziale tra crescita del PIL e tasso d'interesse meno favorevole (l'aumento del tasso d'interesse effettivo è maggiore dell'aumento della crescita del PIL) peggiorerebbe sostanzialmente le finanze pubbliche statunitensi. Sebbene non esista una soglia certa oltre la quale i mercati finanziari comincino a prendere atto e a richiedere premi più elevati sul debito statunitense, riteniamo che, a un certo punto, l'amministrazione americana sarà costretta a un consolidamento fiscale. Una politica fiscale restrittiva finirebbe per pesare sulla crescita - e sui tassi d'interesse - anche se l'entità rimane molto incerta. In definitiva, la combinazione di tassi d'interesse elevati, crescita elevata e politica fiscale allentata non è sostenibile nel medio termine. La nostra opinione sul tasso d'interesse della Fed a medio termine si aggira intorno al 3%.

<sup>3</sup> L'amministrazione generale comprende il governo federale e le amministrazioni statali e locali.

Figura 3: Rapporto debito pubblico/PIL e spesa per interessi/PIL negli Stati Uniti in un contesto di "alta crescita e alti tassi di interesse" (%)

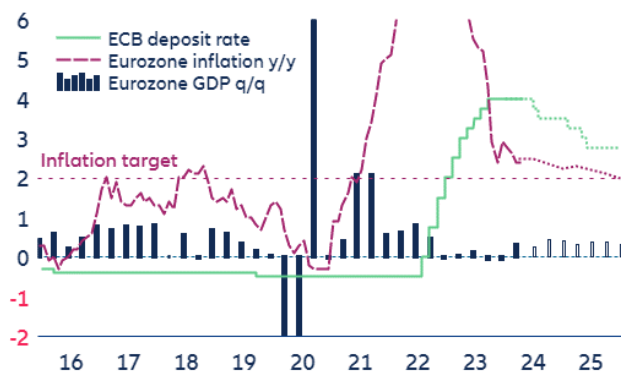


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

## Eurozona: Germogli di crescita appena in tempo per l'Eurovision.

**L'Eurozona sta riemergendo dalla stagnazione e la disinflazione procede lentamente ma costantemente.** Dopo cinque trimestri di stagnazione, l'economia dell'Eurozona è cresciuta a +0,3% q/q (1,3% annualizzato) nel 1° trimestre 2024, uscendo da una recessione tecnica nella seconda metà del 2023 dovuta alla revisione al ribasso del trimestre precedente. Le esportazioni nette dovrebbero aver contribuito positivamente, sostenute dalla robusta domanda statunitense e dal calo delle importazioni. Se si considerano i dati a livello nazionale, anche la domanda interna dovrebbe essere migliorata, grazie al proseguimento della ripresa degli investimenti e a una lieve ripresa dei consumi, ancora scarsi. Nel frattempo, l'inflazione complessiva si è mantenuta al 2,4% annuo in aprile, mentre l'inflazione di fondo è scesa di 0,2 punti percentuali al 2,7%, il valore più basso degli ultimi due anni. Ancora più incoraggiante è il fatto che il tasso d'inflazione di base mensile, che è esente da effetti base, sia sceso all'1,8% m/m annualizzato e destagionalizzato, superando così l'obiettivo d'inflazione della BCE. Nel complesso, i dati di questa settimana confermano le nostre aspettative e quelle della BCE di un processo di disinflazione lento ma costante e di una ripresa morbida della crescita, quest'ultima sostenuta dai consumi e dall'aumento dei salari reali. Pertanto, manteniamo la nostra richiesta di due tagli dei tassi quest'anno, seguiti da altri tre tagli nel 2025. Tuttavia, a meno che non si verifichino shock negativi sui dati prima di giugno, il taglio iniziale dei tassi potrebbe avvenire già a giugno, in anticipo rispetto alla nostra precedente previsione di luglio, dato che un numero maggiore di funzionari della BCE ha espresso la preferenza per un'azione più tempestiva (grafico 4).

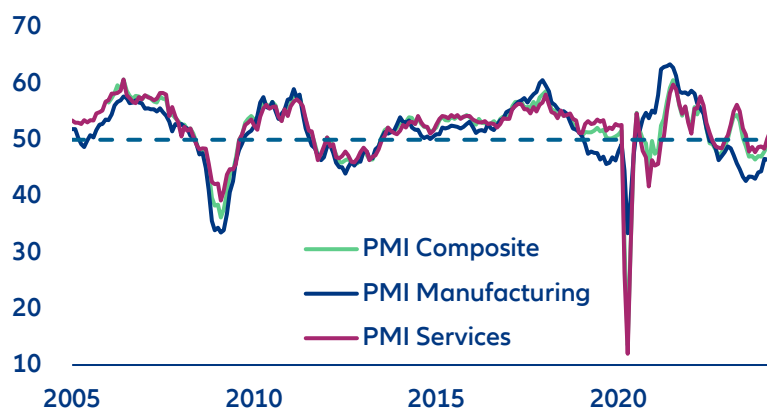
Figura 4: Prospettive di crescita, inflazione e politica monetaria dell'Eurozona



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

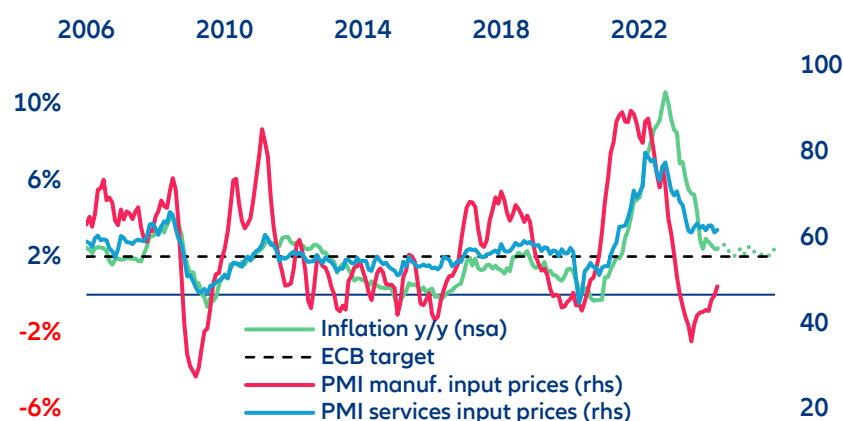
**Sotto la superficie, persistono significative divergenze economiche sia tra i vari paesi che tra i vari settori.** L'inflazione varia molto, da un minimo dello 0,6% in Finlandia a un massimo del 4,9% in Belgio. Tra le quattro maggiori economie, l'Italia rimane nella fascia più bassa con un'inflazione di appena lo 0,9%, seguita da Francia e Germania entrambe al 2,2%, mentre la Spagna ha raggiunto un massimo di quattro mesi del 3,3%, in gran parte dovuto all'aumento dei prezzi dei generi alimentari. Tuttavia, la divergenza più evidente non è tra i Paesi, ma piuttosto tra i settori economici. Mentre il settore dei servizi registra una domanda robusta e in crescita, quello manifatturiero continua a diminuire. Questa insolita e duratura divergenza è particolarmente evidente nelle indagini tra i responsabili degli acquisti (PMI), riportate nella Figura 5. Presumibilmente l'economia dell'Eurozona è ancora in fase di aggiustamento dopo due importanti shock di fornitura: Covid-19 e il conflitto in Ucraina, con il conseguente aumento dei prezzi dell'energia. Anche la suddivisione settoriale continua a trasmettere l'andamento dell'inflazione. L'inflazione del settore dei servizi nell'Eurozona è ancora la forza trainante dell'inflazione di fondo, anche se alla fine ha iniziato a decelerare leggermente al 3,7% a/a in aprile dopo aver mantenuto un tasso del 4,0% per cinque mesi consecutivi. Tuttavia, i dettagli delle indagini PMI rivelano che i prezzi degli input nel settore dei servizi continuano a crescere fortemente rispetto alle medie storiche (Figura 6). Ciò conferma la nostra opinione che la disinflazione continuerà ad essere lenta da qui in avanti, poiché la maggior parte del paniere dei consumi (45%) deriva dai servizi.

Figura 5: Continua la divergenza settoriale dell'Eurozona da Covid-19



Fonti: S&P, Allianz Research

Figura 6: I prezzi dei fattori produttivi continuano a crescere fortemente nel settore dei servizi



Fonti: S&P, LSEG Datastream, Allianz Research

Note: La linea verde tratteggiata indica le previsioni di Allianz Research.

**La Germania è riuscita a evitare la recessione, grazie all'aumento degli investimenti nell'edilizia e delle esportazioni.** Tuttavia, il calo della spesa delle famiglie dipinge un quadro meno ottimistico. Sebbene vi siano segnali positivi, con i servizi che contribuiscono alla crescita economica, il settore manifatturiero continua a destare

preoccupazione. Nel primo trimestre del 2024, il PIL tedesco è cresciuto del +0,2% q/q dopo un calo (rivisto) alla fine del 2023 del -0,5%. Nonostante il crescente ottimismo di consumatori, imprese e investitori, le sfide persistono. La debolezza del settore industriale, il calo dell'attività edilizia dopo un inverno mite, gli alti tassi di interesse che incidono sugli investimenti e la scarsa domanda di esportazioni sono i problemi principali. Sebbene il mercato del lavoro sia ancora solido, con salari in aumento e inflazione in rallentamento, le famiglie rimangono caute nella spesa. Con una flessibilità fiscale limitata e i dibattiti in corso sul bilancio pubblico per il 2025 - con un deficit stimato di almeno 20 miliardi di euro - prevediamo una crescita modesta del +0,1% nel 2024 e del +0,9% nel 2025.

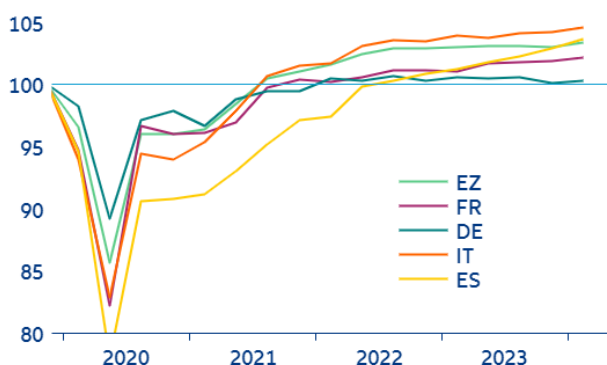
**L'economia francese mostra segnali incoraggianti di accelerazione, ma il consolidamento fiscale peserà sulle prospettive.** Il PIL francese è cresciuto del +0,2% q/q nel 1° trimestre 2024. Anche la crescita del PIL per il 3° trimestre 2023 è stata rivista leggermente al rialzo (+0,1pp). La ripartizione per spese e produzione è stata complessivamente positiva. I consumi delle famiglie hanno registrato un'accelerazione a +0,4%, alimentata da un rimbalzo dei consumi alimentari e da un buon incremento dei servizi (in particolare, trasporti e ospitalità). Ciò si è riflesso in un forte aumento della produzione di servizi commerciabili (+0,8%). Un'altra nota positiva è stata la ripresa degli investimenti delle imprese (+0,5%, dopo il -0,8%), con una forte spesa sia nei prodotti manifatturieri che nei servizi. Le esportazioni hanno avuto un buon andamento (+0,5%, rivisto al rialzo nel 4°-23° trimestre), con un aumento delle spedizioni di prodotti agroalimentari e di altri prodotti manifatturieri. Tuttavia, ciò non si è riflesso in un aumento della produzione manifatturiera (-0,1%), poiché le aziende hanno continuato a destoccare. Il punto debole è stato l'investimento residenziale (-1,5%). Tuttavia, la produzione edilizia si è stabilizzata (+0%), il che suggerisce che la spesa non residenziale ha registrato forti guadagni (infrastrutture e attività commerciali). Il consolidamento fiscale non è ancora visibile, con i consumi pubblici che continuano a registrare buoni guadagni (+0,6%). Tuttavia, con 10 miliardi di euro di risparmi già varati per il resto dell'anno, altri 10 miliardi di euro probabili (ossia lo 0,7% del PIL in totale per il 2024) e, come rivelato nel progetto di bilancio di aprile, 30 miliardi di euro previsti per il 2025 (1,1% del PIL), il margine per un forte rimbalzo della crescita rimarrà contenuto.

**L'economia italiana si è dimostrata nuovamente resistente, ma i fattori sottostanti nascondono delle sorprese?** Il PIL è stato rivisto al ribasso a +0,1% q/q da una solida crescita del +0,2% nel quarto trimestre del 2023, quando la politica monetaria restrittiva e la debolezza della domanda globale hanno colpito maggiormente l'economia. Tuttavia, nel primo trimestre dell'anno l'attività italiana si è espansa leggermente al di sopra delle nostre aspettative e di quelle del consenso, con un +0,3% q/q, confermando che l'Italia sta guidando la corsa nell'era post-pandemia (Figura 7). Secondo il comunicato preliminare, la domanda interna - scorte lorde - ha avuto un effetto negativo, mentre le esportazioni nette hanno contribuito positivamente. Dal lato dell'offerta, l'agricoltura, l'industria e i servizi hanno tutti registrato un aumento del valore aggiunto. Tuttavia, il settore manifatturiero è uscito dalla contrazione solo a marzo, quando il PMI è salito a 50,4 dopo quasi un anno al di sotto della soglia di recessione. Ma visto che ad aprile è sceso a 47,3, con un calo sia della produzione che dei nuovi ordini, è chiaro che il settore non è ancora fuori dai guai. È anche probabile che gli incentivi fiscali del Superbonus abbiano lasciato un ultimo segno. In prospettiva, il rallentamento dell'attività edilizia peserà sulle prospettive di investimento, solo in parte compensato dalla spesa del Fondo di rotazione e dalla ripresa della fiducia. Inoltre, nonostante l'Italia mostri uno dei tassi di inflazione più bassi dell'Eurozona, ci aspettiamo che i consumi riprendano solo a partire dal secondo trimestre dell'anno. Infine, le crescenti pressioni fiscali offuscano le prospettive dell'economia italiana.

**Spagna: la forte crescita è destinata a rimanere?** L'economia spagnola è cresciuta del +0,7% q/q nel primo trimestre del 2024, ben al di sopra del consenso e delle nostre aspettative (+0,4% e +0,3%, rispettivamente), mantenendo il ritmo visto nell'ultimo trimestre del 2023. La crescita è stata trainata sia dalla domanda interna che da quella esterna. I consumi delle famiglie sono cresciuti del +0,3% e gli investimenti hanno registrato un forte rimbalzo del +2,6% dopo il calo registrato nel secondo semestre del 2023. Le esportazioni e le importazioni sono cresciute rispettivamente del +2,4% e del +1,1%. Questo innalzerebbe meccanicamente le nostre previsioni per il 2024 da +1,9% a +2,4%, ma rimaniamo cauti sulle prospettive, data la comprovata volatilità degli investimenti fissi lordi e l'incertezza sull'effettiva spesa dei fondi del FNG fino al 2024.



Figura 7: Continua la divergenza del PIL tra le economie dell'Eurozona da Covid-19, PIL normalizzato (2019=100)

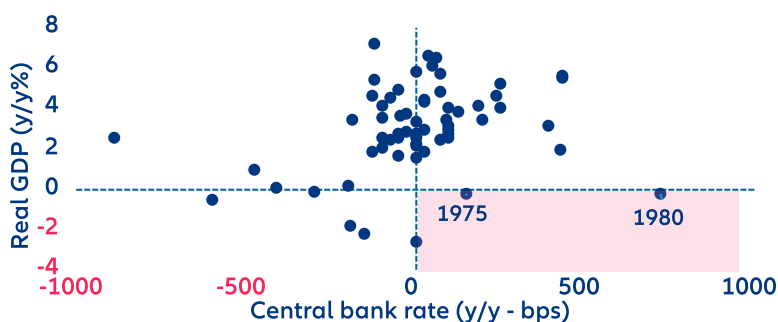


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

## Correlazioni tra asset: La normalizzazione richiede tempo

**L'incertezza sui tempi del cambio di politica mantiene instabili le valutazioni degli asset.** L'evoluzione delle aspettative sui tassi di interesse è stata cruciale nel plasmare le proiezioni future dei prezzi di varie classi di attività, fungendo da barometro vitale del futuro contesto economico e dei costi di finanziamento delle imprese. Tuttavia, questa correlazione positiva tradizionalmente costante si è modificata a partire dal 2022, quando le pressioni della stagflazione hanno alterato le dinamiche di mercato, determinando un'inversione degli impatti convenzionali delle aspettative di politica monetaria. In passato, le banche centrali hanno tipicamente aumentato i tassi di interesse quando le economie mostravano segni di surriscaldamento, uno scenario spesso accompagnato da un aumento degli utili aziendali. Tuttavia, il 2022 ha segnato una svolta rispetto a questo schema abituale, poiché le pressioni della stagflazione - un mix di crescita economica stagnante e inflazione elevata - hanno indotto un cambiamento nelle dinamiche di mercato. Gli investitori hanno riposizionato le loro aspettative, preparandosi a uno scenario che ricorda la metà degli anni '70 e l'inizio degli anni '80, quando le banche centrali, di fronte a un'inflazione in forte aumento, furono costrette ad aumentare i tassi anche in un contesto di recessione. Il riposizionamento è avvenuto anche se gli Stati Uniti sono finalmente riusciti a evitare una vera e propria recessione (grafico 8).

Figura 8: PIL reale USA vs tasso sui Fed Funds

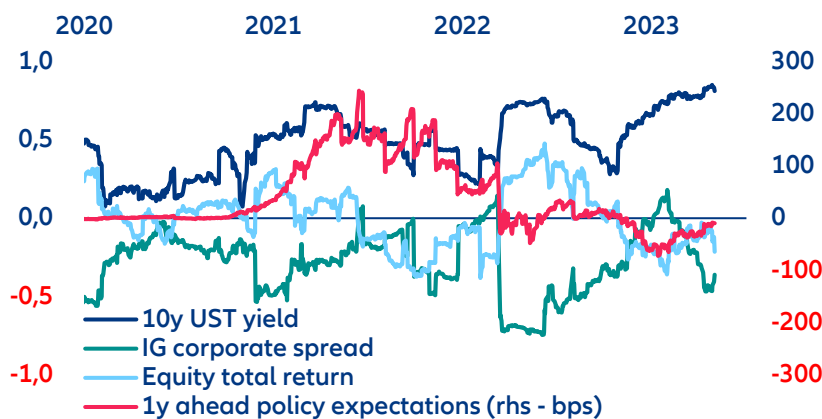


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

In questo panorama economico, e in particolare nei mercati azionari, un cambiamento notevole si è verificato nel 2022, quando la tradizionale correlazione positiva tra l'aumento dei tassi di riferimento e il rafforzamento dei rendimenti azionari, determinata dalla solidità dei fondamentali aziendali, è diventata negativa in seguito all'anticipazione di un contesto di stagflazione. Questo cambiamento ha sottolineato la crescente preoccupazione

che l'aumento dei tassi di policy possa non solo combattere l'inflazione, ma anche presagire una recessione. L'impatto è stato avvertito anche lungo la curva dei rendimenti, intensificando l'effetto di trascinamento dalla parte breve a quella lunga. Per contro, il mercato delle obbligazioni societarie si è mantenuto resistente, poiché nonostante l'aggiustamento al rialzo delle aspettative sui tassi, la domanda di obbligazioni societarie è proseguita senza sosta, sostenuta da una solida capacità di servizio del debito che è stata rafforzata da significative emissioni obbligazionarie durante il periodo di bassi rendimenti della pandemia. Tuttavia, nel quarto trimestre del 2023, quando i mercati hanno preso in considerazione l'anticipazione del picco dei tassi - posizione confermata dalla cessazione dei rialzi dei tassi da parte delle banche centrali - le correlazioni sono tornate a essere altamente volatili e prive di direzionalità, in quanto gli operatori di mercato hanno iniziato a dibattere sui tempi e sull'entità della svolta politica. A questo proposito, i mercati hanno iniziato a riposizionarsi, prevedendo tagli dei tassi dovuti all'indebolimento dello slancio economico e all'allentamento delle pressioni inflazionistiche all'inizio del 2024. Tuttavia, questo aggiustamento iniziale del mercato è stato di breve durata, in particolare negli Stati Uniti, dove un contesto economico sorprendentemente resistente, unito a un'inflazione più persistente, suggerisce che qualsiasi potenziale taglio dei tassi potrebbe essere spostato più in là nel corso dell'anno. La continua incertezza sull'entità e la tempistica della svolta politica continua a far oscillare frequentemente le correlazioni di mercato tra il positivo e il negativo, rendendo difficile distinguere una chiara tendenza di breve periodo e offuscando la reale rilevanza delle aspettative sui tassi di riferimento come predittore o determinante dei futuri rendimenti del mercato dei capitali (Figura 9).

Figura 9: correlazioni a rotazione a 3 m tra le variazioni giornaliere delle aspettative di politica a 1 anno e le classi di attività



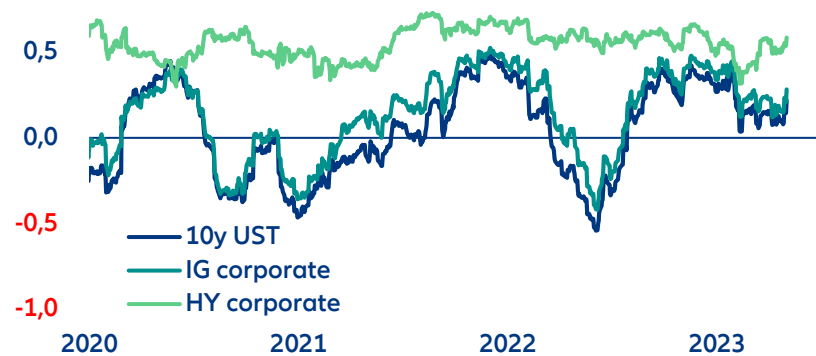
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Nonostante l'attuale equilibrio instabile, si prevede che nel corso dell'anno si concretizzerà una svolta politica che porterà a un graduale ritorno alle dinamiche di mercato tradizionali.** Questo cambiamento previsto dovrebbe vedere i mercati azionari stabilizzarsi o migliorare grazie alla riduzione dei costi di finanziamento, mentre il credito alle imprese potrebbe oscillare lateralmente o allargarsi leggermente con la riduzione dei tassi di interesse da parte delle banche centrali. Anche i rendimenti a lungo termine dovrebbero diminuire, influenzati dai movimenti nella parte breve della curva. Tuttavia, fino a quando il primo taglio dei tassi non sarà confermato, le correlazioni tra le



classi di attività continueranno probabilmente a fluttuare e la chiarezza delle future decisioni politiche nel plasmare le valutazioni e i prezzi attuali rimarrà oscura (Figura 10).

Figura 10: Correlazioni a 3 mesi tra i rendimenti giornalieri dell'azionario USA e i rendimenti di altre asset class 1,0



Fonti : LSEG, Datastream, Allianz Research

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