

Allianz Research | 12 Luglio 2024

Il Terzo Plenum cinese

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist for US-France-UK
maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Senior Investment Strategist and
Eurozone Economist
bjoern.griesbach@allianz.com

Jasmin Gröschl
Senior Economist for Europe
jasmin.groeschl@allianz.com

Françoise Huang
Senior Economist for APAC
francoise.huang@allianz-trade.com

Executive summary

Questa settimana esaminiamo quattro questioni critiche:

- **Terzo Plenum cinese:** Tutti gli occhi sono puntati sul Terzo Plenum cinese, che si terrà a Pechino la prossima settimana, per capire come i politici intendono combattere il rallentamento economico. Il governo centrale potrebbe assumersi maggiori responsabilità in materia di spesa e di debito per alleviare la pressione sui governi locali. Potrebbero essere prese in considerazione anche riforme fiscali più ampie. Per far fronte alle difficoltà del mercato immobiliare, stimiamo che sia necessario assorbire quasi altri 700 milioni di metri quadrati di scorte abitative, il che richiederebbe un finanziamento di 4 miliardi di RMB (3,2% del PIL). Ciò potrebbe rilanciare le vendite di abitazioni e la fiducia delle famiglie e aiutare gli sviluppatori a terminare i progetti in corso. Ma le recenti previsioni sono state inferiori alle aspettative e anche questa edizione potrebbe fornire solo indicazioni politiche in linea con l'approccio attuale.
- **Germania: investimenti pubblici al ribasso.** La Germania ha bisogno di 600 miliardi di euro di investimenti pubblici aggiuntivi nel prossimo decennio per rilanciare la crescita economica. Ma il suo ultimo bilancio non ci si avvicina nemmeno, nonostante il debito gestibile e i bassi tassi di interesse. Gli investimenti pubblici sono diminuiti di ben 21,7 miliardi di euro nel 2023 e anche le aziende private stanno sottoinvestendo, soprattutto nel settore manifatturiero. Un calo dell'1% delle prospettive economiche porta a una riduzione dell'attività di investimento del -1,8%, mentre l'aumento dell'incertezza delle politiche economiche determina un calo significativo del -17,4%. In questo contesto, l'aumento degli investimenti pubblici, la riduzione dell'incertezza della politica economica e il miglioramento del contesto imprenditoriale contribuirebbero a ravvivare la propensione agli investimenti privati.
- **Elezioni francesi: Il costo dell'incertezza.** Con nessun partito che ha ottenuto la maggioranza assoluta alle elezioni francesi, si apre la battaglia per la formazione del prossimo governo prima della presentazione del progetto di bilancio 2025, prevista per la fine di settembre. Lo scenario più probabile rimane un governo di minoranza moderato/centrista o tecnocratico, con il rischio di moderati scostamenti fiscali. Un governo di minoranza di sinistra è un'altra possibilità, anche se sarebbe più instabile e faticerebbe sia politicamente che legalmente a mantenere le promesse fondamentali dell'elettorato, come l'abolizione della riforma pensionistica o l'aumento del 14% del salario minimo. Secondo le nostre stime, l'aumento dell'incertezza politica farà perdere 0,1-0,2 punti percentuali alla crescita del PIL francese nel terzo e quarto trimestre.
- **BCE: Più dati per favore.** In occasione della riunione del 18 luglio, ci aspettiamo che la BCE faccia una pausa, mantenendo il tasso di deposito invariato al 3,75%, dopo un controverso taglio iniziale dei tassi a giugno. Manteniamo la nostra previsione di un altro

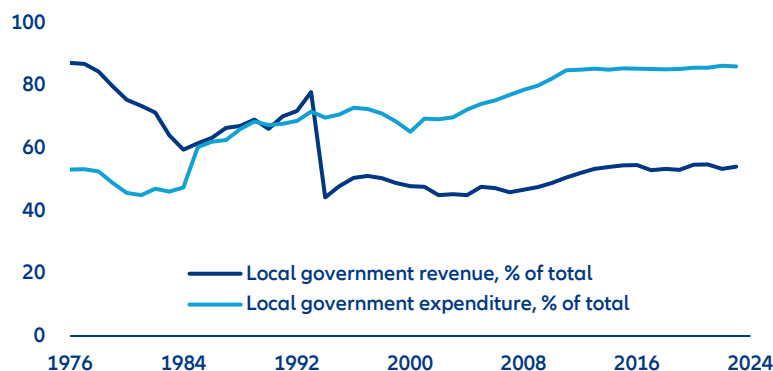
taglio di 25 pb a settembre, poiché i prossimi dati sull'inflazione e sui salari dovrebbero confermare che la disinflazione è in corso, nonostante alcune recenti sorprese al rialzo. L'inasprimento quantitativo è destinato a proseguire con il pilota automatico, dato che l'esito politico peggiore in Francia è stato evitato. Con l'attenuarsi dei rischi di frammentazione, non c'è motivo di aspettarsi un'attivazione a breve dello strumento di protezione della trasmissione (TPI) della BCE.

Il Terzo Plenum cinese: non trattenete il respiro

Con un'economia in rallentamento e tensioni geopolitiche in aumento, tutti gli occhi sono puntati sull'atteso Terzo Plenum cinese, in programma dal 15 al 18 luglio a Pechino. La riunione del Comitato centrale del Partito comunista cinese si svolge ogni cinque anni e tradizionalmente rivela la direzione a medio termine delle politiche economiche e delle riforme strutturali. Nelle dichiarazioni che verranno probabilmente rilasciate al termine del plenum, gli osservatori cercheranno indizi su come i responsabili politici cinesi intendono rilanciare l'economia in rallentamento nel contesto di crescenti tensioni geopolitiche. In particolare, le recenti dichiarazioni ufficiali e gli incontri ad alto livello suggeriscono che al plenum potrebbero essere discussi i temi delle finanze pubbliche, del settore immobiliare e del nuovo modello di crescita di alta qualità. Quest'ultimo si concentrerà probabilmente sul lato dell'offerta come di consueto, con la spinta tecnologica e innovativa a lungo termine nei settori industriali. Di seguito, esaminiamo le misure che potrebbero essere prese in considerazione per interrompere il ciclo di feedback negativo, in cui la flessione del settore immobiliare pesa sulle entrate degli enti locali, che a loro volta pesano sulla spesa fiscale e sull'attività economica, esacerbando la debolezza del mercato immobiliare.

Finanze pubbliche: riallocazione delle responsabilità di spesa tra governo centrale e locale e ampliamento della base imponibile. Le finanze degli enti locali sono state regolarmente oggetto di preoccupazione nell'ultimo decennio, con le attuali preoccupazioni che ruotano attorno all'aumento del debito (ufficiale e fuori bilancio) e al calo delle entrate fiscali nel contesto del crollo immobiliare. Il debito totale delle amministrazioni locali è passato da circa il 60% del PIL nel 2019 a oltre il 70% del PIL nel 2023 (con più di due terzi di debito fuori bilancio), in seguito agli anni di Covid-19 e al calo del settore immobiliare iniziato nel 2021. Dal 2021, infatti, la quota delle entrate derivanti dalla vendita di terreni sul totale delle entrate delle amministrazioni locali è scesa dal 30% al 20% nel 2023. In questo contesto, in occasione di una riunione economica chiave tenutasi nel dicembre 2023, i vertici del governo hanno dichiarato di voler prendere in considerazione un "nuovo ciclo di riforme fiscali e tributarie", facendo sperare che un ulteriore sostegno politico in questa direzione possa essere svelato con il Terzo Plenum. In particolare, le responsabilità fiscali tra il governo centrale e i governi locali potrebbero essere ristrutturare: i dati più recenti mostrano che i governi locali rappresentavano il 54% delle entrate totali di bilancio nel 2023, mentre rappresentavano l'86% delle spese di bilancio (Figura 1). Il governo centrale potrebbe quindi assumersi maggiori responsabilità di spesa e di debito per alleviare la pressione sui governi locali. Si potrebbero anche prendere in considerazione riforme fiscali più ampie per migliorare in modo sostenibile la struttura delle entrate dei governi locali, che attualmente dipendono fortemente dal settore immobiliare.

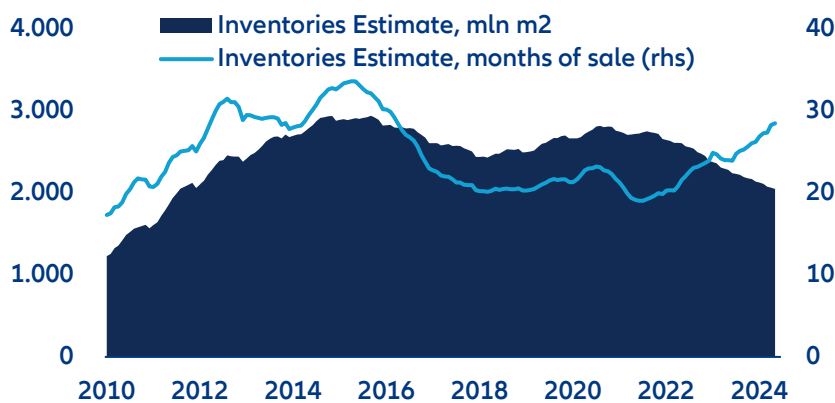
Figura 1: Entrate e spese delle amministrazioni locali, in % delle entrate e delle spese totali di bilancio (rispettivamente)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il settore immobiliare: assorbire le scorte di alloggi potrebbe costare circa 4 miliardi di RMB (3,2% del PIL). Sebbene inizialmente sia stata guidata dalle politiche per contenere i rischi finanziari legati ai costruttori, la crisi sta ora pesando sull'economia nazionale, a causa dei legami del settore con le finanze pubbliche e del suo impatto sulla fiducia delle imprese e dei consumatori. I responsabili politici hanno quindi messo in atto diverse misure per sostenere la domanda di alloggi e allentare le condizioni finanziarie per gli sviluppatori immobiliari sani e i progetti di costruzione *white-listed*, tra cui il taglio dei tassi di interesse, l'eliminazione della soglia minima dei tassi ipotecari, l'alleggerimento delle condizioni e delle restrizioni all'acquisto, la destinazione dei prestiti bancari al settore immobiliare, ecc. In particolare, l'ultimo pacchetto di sostegno di metà maggio ha incluso 300 miliardi di RMB di prestiti a basso costo da parte della banca centrale per i governi locali per l'acquisto delle scorte di alloggi esistenti. Sebbene questo sia probabilmente un passo nella giusta direzione per sostenere la domanda di alloggi, stabilizzare i prezzi e, in ultima analisi, ripristinare la fiducia, la portata rimane insufficiente. Stimiamo che attualmente vi siano circa 2 miliardi di metri quadrati di scorte abitative, pari a 28 mesi di vendite (Figura 2). Tornare al livello di scorte pre-crisi di 19 mesi di vendite (a giugno 2021), sulla base dell'attuale ritmo di vendite, implicherebbe la necessità di assorbire 677 milioni di metri quadrati di scorte di abitazioni. Considerando il prezzo medio delle abitazioni sul mercato e il fatto che il governo probabilmente effettuerà gli acquisti con uno sconto, l'assorbimento di 677 milioni di metri quadrati di scorte abitative richiederebbe circa 4 miliardi di RMB di finanziamenti (3,2% del PIL). Un piano di tale entità, anche se distribuito nell'arco di alcuni anni, darebbe una spinta alle vendite di alloggi e alla fiducia delle famiglie e aiuterebbe gli sviluppatori immobiliari a portare a termine i progetti in corso.

Figura 2: Scorte di abitazioni, in milioni di metri quadrati e in mesi di vendita



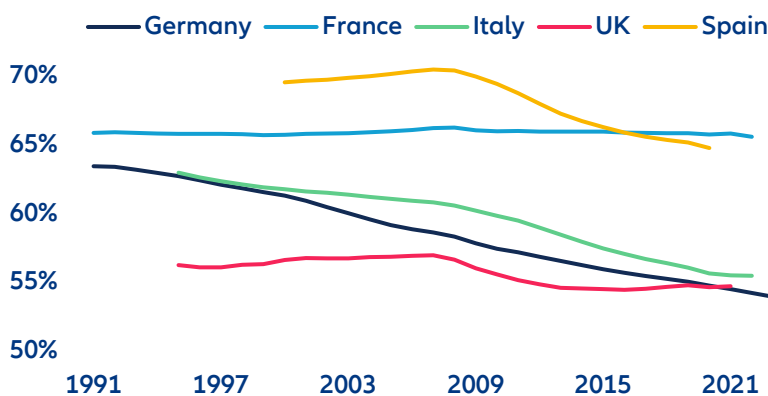
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Non trattenete il fiato: Il Terzo Plenum potrebbe disattendere le aspettative, limitandosi a fornire indicazioni politiche in linea con l'attuale (forse necessario) approccio moderato e graduale. Il prossimo appuntamento da tenere d'occhio sarà la riunione del Politburo di luglio. Storicamente, i terzi plenum hanno talvolta prodotto cambiamenti e riforme politiche fondamentali, a partire da quello del dicembre 1978 che ha dato il via alla "riforma e all'apertura". I plenum più recenti non hanno avuto lo stesso impatto. Il plenum del novembre 2013 si è impegnato a portare avanti le riforme economiche e l'allocatione delle risorse in base al mercato, ma l'attuazione è stata poi inferiore alle aspettative. L'ultimo Terzo Plenum, nel febbraio 2018, non si è nemmeno concentrato sulla politica economica, rompendo con la tradizione. L'imminente Terzo Plenum si terrà con circa otto mesi di ritardo rispetto alle previsioni. Molto probabilmente, le dichiarazioni di questo Terzo Plenum forniranno solo indicazioni politiche in linea con l'attuale approccio moderato e graduale alla gestione del rallentamento economico. Questo approccio potrebbe essere inferiore alle aspettative di un forte stimolo, ma potrebbe essere necessario per bilanciare il sostegno all'economia senza esacerbare i rischi strutturali (ad esempio, le finanze pubbliche). Nei mesi successivi al plenum potrebbero essere annunciati piani di attuazione concreti. Il prossimo appuntamento da tenere d'occhio sarà la riunione del Politburo di luglio, verso la fine del mese, che affronterà le misure politiche per il resto del 2024.

Germania: investimenti pubblici al risparmio

Troppo poco, troppo tardi? La Germania ha bisogno di 600 miliardi di euro di investimenti pubblici aggiuntivi nel prossimo decennio per rilanciare la crescita economica. Ma l'ultimo bilancio non ci si avvicina nemmeno. La coalizione di governo prevede un bilancio supplementare di circa 11 miliardi di euro per il 2024 a causa della minore crescita potenziale, mentre la spesa totale dovrebbe raggiungere i 489 miliardi di euro quest'anno, di cui 53 miliardi per gli investimenti. Nel 2025, il volume del bilancio è fissato a 481 miliardi di euro, con 57 miliardi di euro destinati agli investimenti e altri 40 miliardi di euro disponibili attraverso il fondo per il clima e la trasformazione e il prelievo EEG. Nonostante il debito pubblico sia previsto al 64% del PIL nel 2024 e al 61,8% nel 2025 - in media circa -25 punti percentuali in meno rispetto alle altre economie dell'Eurozona - il finanziamento non è una preoccupazione per la Germania. Secondo le proiezioni, nei prossimi due anni la spesa per interessi si manterrà appena al di sotto dell'1% del PIL, un valore inferiore di -2,3 punti percentuali rispetto alla media degli altri paesi dell'Eurozona, del Regno Unito e degli Stati Uniti. Ma gli investimenti non hanno contribuito in modo significativo al PIL dal 2018 e si prevede che rimarranno bassi fino alla fine del 2025. La sfida consiste nello stimolare la crescita, poiché i previsti 600 miliardi di euro necessari per gli investimenti nel prossimo decennio non sono stati messi a bilancio. La coalizione prevede 23 miliardi di euro di sgravi fiscali per le imprese che investono, distribuiti tra il 2025 e il 2026, sussidi per la mobilità elettrica, una riduzione delle imposte sull'elettricità e un sostegno alle componenti del prezzo dell'elettricità. Ma questo non sarà sufficiente per rivitalizzare l'invecchiamento dello stock di capitale della Germania, che è diminuito di -10 punti percentuali negli ultimi due decenni (Figura 3), e per guidare una crescita sostenibile.

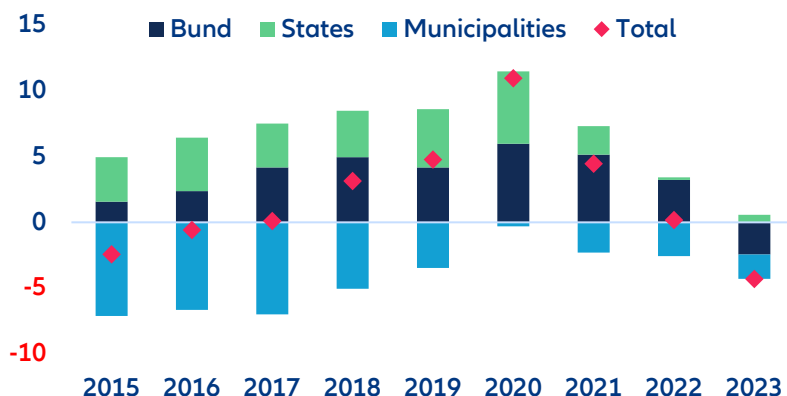
Figura 3: Quota di capitale fisso netto/lordo in %



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Dal 2004 gli investimenti pubblici in Germania hanno registrato una tendenza al ribasso. Questo sottoinvestimento ha colpito in particolare le infrastrutture pubbliche come ferrovie, autostrade e vie d'acqua, con un picco di perdita di -21,7 miliardi di euro nel 2023, che ha portato a un deterioramento nel tempo. Nei bilanci per il 2023 e il 2024, solo una piccola parte - rispettivamente il 2,2% e il 2,0% - è stata destinata agli investimenti stradali. La ferrovia e il trasporto pubblico sono andati leggermente meglio, con il 2,4% nel 2023 e il 3,8% nel 2024, grazie a fondi speciali per la Deutsche Bahn. Le proiezioni indicano che nel 2025 gli investimenti pubblici tedeschi saranno di poco inferiori al 3% del PIL, il secondo valore più basso tra le economie europee. Lo stock di investimenti fissi non ha mostrato alcuna crescita dal 2019, non solo a causa di stanziamenti di bilancio insufficienti, ma anche di un abituale sottoutilizzo dei fondi, soprattutto a livello comunale, dove la carenza di personale ha giocato un ruolo importante (Figura 4). Con la formazione netta di capitale fisso in calo negli ultimi quattro anni, l'inversione di tendenza richiederà più dei piani attuali del governo, e il rispetto rigoroso della politica di riduzione del debito non sarà probabilmente d'aiuto.

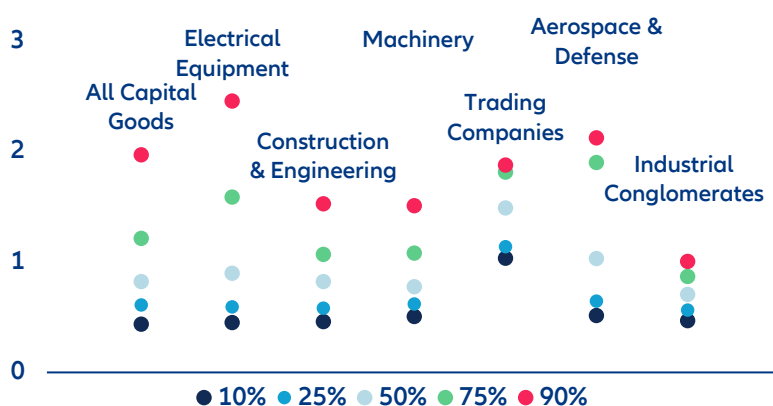
Figura 4: Investimenti netti, in miliardi di euro

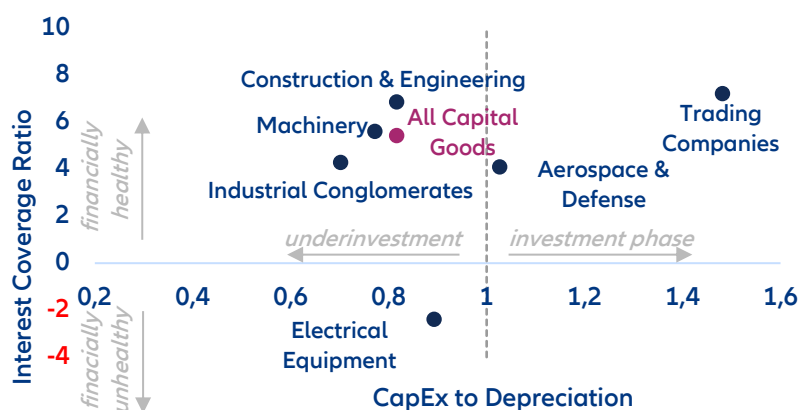


Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Allo stesso tempo, l'incertezza e la recessione economica stanno rallentando gli investimenti privati. Il rapporto tra investimenti e ammortamenti delle 98 maggiori società tedesche quotate in borsa è in calo dal 2018, indicando una diminuzione dell'attività di investimento in beni. Questo fenomeno è particolarmente visibile nel settore manifatturiero, in difficoltà dal 2019. Mentre le società commerciali hanno aumentato gli investimenti in beni nell'ultimo anno, le aziende del settore aerospaziale e della difesa e delle apparecchiature elettriche, così come i conglomerati industriali, hanno diminuito le attività di investimento. Solo le aziende di macchinari, costruzioni e ingegneria hanno mostrato livelli di investimento relativamente stabili. Nel 2023 si è registrata un'ampia disparità nei modelli di investimento delle aziende manifatturiere. Il 10% delle aziende top aveva un tasso di CapEx e di ammortamento pari a 2, mentre l'azienda manifatturiera media non sostituiva nemmeno i beni che si usuravano ($0,8 < 1$); il 10% inferiore sottoinvestiva massicciamente con un rapporto di appena 0,4 (Figura 5, a sinistra). Nonostante siano finanziariamente sane in base al rapporto di copertura degli interessi (ICR), le aziende manifatturiere tedesche investono in media troppo poco (Figura 5, a destra). Il difficile clima aziendale e la persistente incertezza economica hanno creato un ciclo negativo che sta influenzando le decisioni di investimento. Un lieve peggioramento delle prospettive economiche porta a una diminuzione del -1,8% dell'attività di investimento delle società tedesche quotate in borsa, mentre un aumento dell'1% dell'incertezza della politica economica si traduce in un significativo -17,4%. In questo contesto, l'aumento degli investimenti pubblici, la riduzione dell'incertezza della politica economica e il miglioramento del contesto imprenditoriale contribuirebbero a ravvivare l'interesse per gli investimenti privati.

Figura 5: Distribuzione del tasso di CapEx e di ammortamento per le aziende industriali tedesche (a sinistra) e rapporto mediano di copertura degli interessi rispetto a CapEx e ammortamento (a destra) nel 2023





Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research. Note: Campione di 98 società industriali tedesche quotate in borsa; un rapporto CapEx/ammortamento >1 significa che le industrie sono in una fase di investimento di capitale o non investono più in attività se <1. Un rapporto di 1 significa che le attività vengono sostituite man mano che si usano. Un rapporto ICR più basso indica una minore salute finanziaria, in quanto sono disponibili meno profitti operativi per far fronte ai pagamenti degli interessi.

Elezioni francesi: Il costo dell'incertezza

Con nessun partito che ha ottenuto la maggioranza assoluta alle elezioni francesi, si apre la battaglia per la formazione del prossimo governo prima della presentazione del progetto di bilancio 2025, prevista per la fine di settembre. Lo scenario più probabile rimane un governo di minoranza moderato/centrista o tecnocratico. Sebbene sia tradizione della V Repubblica (dal 1958) nominare primo ministro il leader del gruppo più numeroso dell'Assemblea nazionale (in questo caso si tratterebbe dell'alleanza di sinistra Nouveau Front Populaire), riteniamo più probabile che il presidente Macron nomini una figura centrista o moderata che otterrebbe l'appoggio implicito o esplicito di un maggior numero di deputati. Ciò renderebbe il governo intrinsecamente più stabile di uno di sinistra, dato il rischio ridotto di mozioni di sfiducia. La scadenza imminente è quella di fine settembre/inizio ottobre, quando il governo dovrà approvare il progetto di legge sul bilancio 2025. Inoltre, le agenzie di rating del credito emetteranno le loro decisioni aggiornate l'11 ottobre (Fitch), il 25 ottobre (Moody's) e il 29 novembre (S&P). Se il governo non avrà un bilancio da presentare entro quella data, potrebbero inserire la Francia nella lista di vigilanza negativa. Il rischio di una mozione di sfiducia aumenterebbe se il governo fosse costretto a far passare la legge di bilancio utilizzando l'articolo 49.3 per evitare il voto, mentre il mancato rispetto della scadenza del 31 dicembre potrebbe portare alla cessazione dell'attività del governo nel 2025 - un esito mai visto nella recente storia politica francese. In caso di stallo politico sul bilancio, lo scenario più probabile è che il governo attui le spese dell'anno precedente con decreti (senza la firma del Presidente) e che alla fine ottenga l'approvazione del Parlamento per riscuotere le tasse.

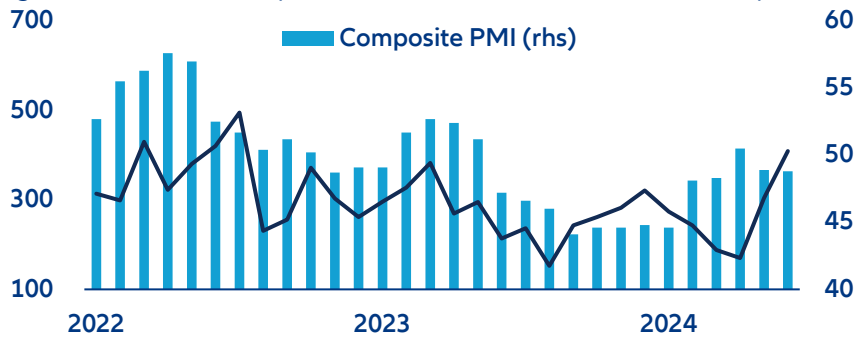
Un governo di minoranza di sinistra è un'altra possibilità, anche se sarebbe più instabile. L'attuazione di impegni elettorali come l'abolizione della riforma delle pensioni o l'aumento del 14% del salario minimo incontrerebbe la forte opposizione dei deputati di RN, LR e Ensemble, che minaccerebbero di far cadere il governo. Oltre all'opposizione politica, alcune delle promesse sarebbero anche giuridicamente difficili da attuare: anche se il governo cercasse di aggirare l'Assemblea e di usare decreti per aumentare il salario minimo o abbassare l'età pensionabile, è probabile che la magistratura respinga queste misure per mancanza di fondi. Ciò richiederebbe al governo di trovare nuovi fondi per colmare il deficit nella legge di bilancio¹, cioè attraverso il Parlamento. Dubitiamo che la RN sia d'accordo sull'aumento di nuove tasse e il Parlamento probabilmente respingerà la legge di bilancio² che include questo. Il Presidente Macron potrebbe anche rifiutarsi di firmare decreti e leggi. In terzo luogo, il Senato potrebbe bloccare il processo di approvazione delle leggi. Il governo del PNF sarebbe quindi costretto ad ammorbidire la sua posizione per rimanere al potere o sarebbe costretto a dimettersi.

¹ Più precisamente, nella legge sulla previdenza sociale associata alla legge di bilancio.

² Un altro ostacolo per abbassare l'età pensionabile per decreto è che il governo del PNF dovrebbe chiedere al Consiglio costituzionale di stabilire che l'età pensionabile approvata nella riforma del 2023 non doveva essere scritta nella legge.

L'aumento dell'incertezza politica farà perdere 0,1-0,2 punti percentuali alla crescita trimestrale nel breve periodo. Più a lungo dura l'incertezza, maggiori saranno gli effetti negativi sugli investimenti delle imprese e sulla spesa dei consumatori. Un aumento dell'Indice di Politica Economica (IPE) tende ad avere un effetto negativo significativo sulla crescita del PIL nel trimestre successivo. Il grafico 6 mostra che l'IPE è aumentato in modo sostanziale a maggio e a giugno, sulla scia dello scioglimento dell'Assemblea nazionale. È probabile che sia aumentato ulteriormente a luglio in seguito all'esito a sorpresa delle elezioni. Supponendo che sia aumentato della metà rispetto a giugno e che si mantenga a questo livello fino a settembre, in un contesto di continua incertezza politica, stimiamo che la crescita del PIL francese si ridurrebbe di circa -0,1 punti percentuali nel terzo trimestre del 2024 e fino a -0,2 punti percentuali nel quarto trimestre del 2024.

Figura 6: Indice PMI composito della Francia e indice di incertezza politica



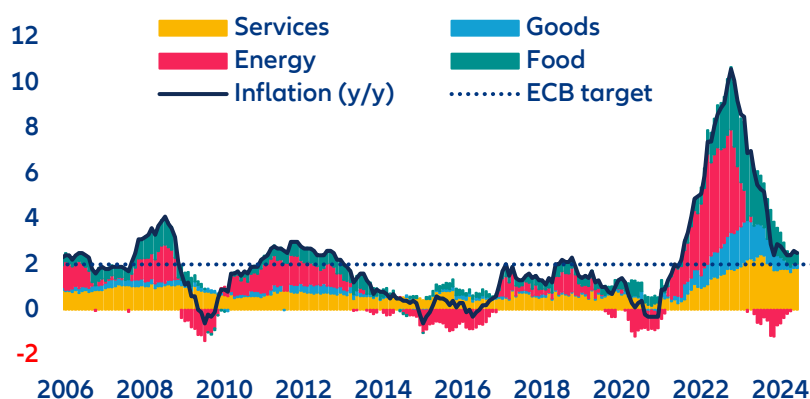
Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

BCE: Più dati per favore

Ci aspettiamo che la BCE faccia una pausa nella prossima riunione, prima di tagliare nuovamente a settembre, poiché sono necessari ulteriori dati per confermare il percorso verso la stabilità dei prezzi. Dopo il controverso taglio iniziale di giugno, la BCE si prenderà una pausa nella prossima riunione del 18 luglio, mantenendo il tasso di deposito al 3,75% (MLF: 4,50%, MRO: 4,25%). Nell'ultima riunione, la BCE ha fatto un po' di strada, impegnandosi troppo presto per un taglio, nonostante le sorprese positive dei dati sull'inflazione e sui salari emersi poco prima della riunione. Inoltre, le revisioni al rialzo per l'inflazione delle proiezioni trimestrali dello staff (2024: 2,5%, +0,2pp e 2025: 2,2%, +0,2pp) hanno reso difficile per il Presidente Lagarde giustificare il taglio nell'ultima conferenza stampa. È improbabile che la BCE commetta due volte lo stesso errore. In occasione del Forum annuale della BCE a Sintra, la Lagarde ha ribadito il suo mantra secondo cui sono necessari altri dati per sostenere un altro taglio, e sicuramente rafforzerà questo messaggio alla prossima riunione.

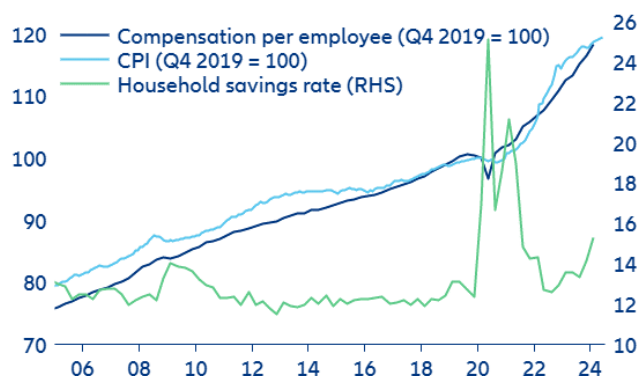
L'ultimo dato sull'inflazione è stato rassicurante ma non convincente. L'inflazione nell'Eurozona è scesa dal 2,6% a/a al 2,5% a giugno, ma l'inflazione di fondo è rimasta ferma al 3,0%. I prezzi nel settore dei servizi sono ancora in forte aumento (4,1% a/a o 6,0% m/m annualizzato e destagionalizzato). Ora rappresentano il contributo maggiore all'inflazione complessiva, seguiti da alimentari e beni. Il freno dell'energia, dovuto a effetti base negativi, è completamente svanito (Figura 7). La crescita dei salari ha riaccelerato al 4,2% annuo a giugno, secondo l'Indeed wage tracker mensile, che fornisce un quadro più frequente e aggiornato rispetto alla serie ufficiale trimestrale. Tuttavia, le famiglie non spendono i loro euro in più, ma scelgono di risparmiarli (Figura 8). Ciò è probabilmente dovuto a una combinazione tra l'aumento del risparmio precauzionale a causa dell'incertezza geopolitica e l'erosione del potere d'acquisto dovuta alla significativa diminuzione del reddito reale dopo anni di inflazione elevata. Se la diminuzione della domanda di consumi, nonostante l'aumento dei salari, è una buona notizia per l'inflazione, lo è altrettanto per la crescita economica.

Figura 7: Inflazione complessiva dell'Eurozona e contributi per sottocomponenti, in %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

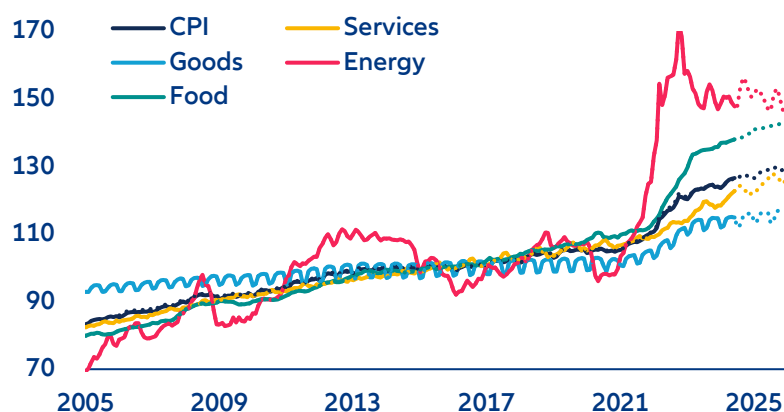
Figura 8: Salari nominali e IPC (indice) dell'Eurozona e tasso di risparmio delle famiglie (%)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La persistente deviazione tra le componenti dell'inflazione suggerisce che potrebbero esserci ancora delle sorprese nell'ultimo miglio. Le quattro principali sottocomponenti dell'IPC (beni, servizi, alimentari ed energia) sono cointegrate, il che significa che non dovrebbero discostarsi troppo l'una dall'altra nel lungo periodo. La Figura 9 mostra le nostre previsioni per ciascuna di queste quattro componenti, nonché il CPI principale risultante, che dal 2025 in poi dovrebbe crescere del 2%, in linea con le previsioni di consenso. Tuttavia, ciò significa che i livelli di prezzo delle quattro componenti rimarranno significativamente dispersi rispetto agli ultimi decenni. Ci si chiede quindi se sia possibile che i prezzi dell'energia siano superiori di circa il 30% rispetto a quelli dei servizi, quando in passato lo scostamento massimo era di circa +10%. Aneddoticamente parlando, i ristoranti (servizi) possono permettersi di aumentare i loro prezzi solo del 10%, ad esempio, se le bollette dell'elettricità (energia) e gli ingredienti (cibo) sono aumentati molto di più? Simili effetti di recupero ritardato possono essere osservati nel settore assicurativo (vedi [Allianz Global Insurance Report 2024](#)). Sebbene la storia spesso non sia un indicatore affidabile del futuro, se gli schemi del passato si confermano, lo sforzo di avvicinare queste componenti potrebbe portare a risultati inaspettati in termini di inflazione. Se i prezzi dei servizi aumentano bruscamente per colmare il divario con l'energia e gli alimenti, l'inflazione complessiva potrebbe superare le aspettative. Al contrario, se le tensioni geopolitiche si attenuano o si verifica una recessione, i costi dell'energia potrebbero diminuire più del previsto, riducendo la dispersione ma determinando un'inflazione complessiva inferiore alle attese. In conclusione, la previsione dell'inflazione presenta ancora un elevato grado di incertezza, anche se siamo apparentemente all'ultimo miglio.

Figura 9: IPC dell'Eurozona e sottocomponenti, indice (2015=100)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Note: Le linee tratteggiate indicano le previsioni di Allianz Research.

Ciononostante, continuiamo ad aspettarci un ulteriore taglio a settembre, mantenendo la nostra visione di lunga data di due tagli dei tassi nel 2024 seguiti da altri quattro tagli nel 2025. A settembre, la BCE avrà un'altra serie di dati trimestrali sui salari e altri due sull'inflazione. stampe a portata di mano. Ci aspettiamo che questi confermino le prospettive di disinflazione in corso, sostenendo così un altro taglio dei tassi rispetto a livelli di tasso di riferimento ancora altamente restrittivi. Nei prossimi mesi l'inflazione complessiva probabilmente toccherà o addirittura supererà l'obiettivo di inflazione del 2%, grazie agli effetti base favorevoli che forniscono ulteriore supporto a un taglio. Dopo settembre, prevediamo che la BCE rimanga in attesa poiché gli effetti base diventeranno nuovamente sfavorevoli, aumentando la pressione sull'opinione pubblica. Inoltre, il rischio di una crescente divergenza politica transatlantica costringerà la BCE a rinviare il ciclo di allentamento fino a quando la Fed non seguirà l'esempio (Figura 10).³ Altri quattro tagli dei tassi nel 2025 porteranno a un tasso terminale del 2,5%, che presuppone un tasso neutrale reale di circa lo 0,5%. Allo stesso tempo, la stretta quantitativa rimarrà con il pilota automatico. Poiché lo scenario peggiore dei risultati politici in Francia è stato evitato e i rischi di frammentazione dell'Eurozona si stanno nuovamente dissipando, non c'è motivo di aspettarsi che la BCE ritorni al *quantitative easing* attraverso il suo strumento TIP nel prossimo futuro.⁴

³ Si veda [2024_04_11_what_to_watch.pdf \(allianz.com\)](#) per cosa significherebbe una divergenza politica per l'euro e l'inflazione dell'Eurozona.

⁴ Consulta la nostra recente analisi sui potenziali risultati del mercato dopo le elezioni francesi [2024_06_28_what_to_watch.pdf \(allianz.com\)](#)

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