

Allianz Research

# Lo spread italiano mette di nuovo alla prova la BCE?

13 Ottobre 2023

**Ludovic Subran**  
Chief Economist

[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

**Ana Boata**  
Head of Economic Research  
[ana.boata@allianz-trade.com](mailto:ana.boata@allianz-trade.com)

**Maxime Darmet**  
Senior Economist for France & US  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

**Pablo Espinosa Uriel**  
Investment Strategist, Emerging Markets & Alternative Assets  
[pablo.espinosa-uriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-uriel@allianz.com)

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

**Bjoern Griesbach**  
Senior Investment Strategist  
[bjoern.griesbach@allianz.com](mailto:bjoern.griesbach@allianz.com)

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

**Maddalena Martini**  
Senior Economist for Italy, Greece  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

**Patricia Pelayo Romero**  
Senior Economist, Insurance & ESG  
[patricia.pelayo-romero@allianz.com](mailto:patricia.pelayo-romero@allianz.com)

**Nikhil Sebastian**  
Data Analyst  
[nikhil.sebastian@allianz-trade.com](mailto:nikhil.sebastian@allianz-trade.com)

**Markus Zimmer**  
Senior Economist, ESG  
[markus.zimmer@allianz.com](mailto:markus.zimmer@allianz.com)

## Executive Summary

- **Allacciate le cinture di sicurezza.** A settembre i rendimenti globali si sono avvicinati ai massimi pre-crisi finanziaria sulla base dell'aspettativa di tassi di politica delle banche centrali più alti e più a lungo. L'ascesa dei rendimenti reali ha riacceso le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito sia in Europa che negli Stati Uniti. Inoltre, il rapido aumento dei tassi di interesse sta mettendo nuovamente alla prova il sistema finanziario.
- **Lo spread italiano mette di nuovo alla prova la BCE?** Anche i rendimenti italiani sono balzati, portando gli spread a 200 pb e mettendo così in discussione il triplice scudo italiano (ed europeo) contro una ripetizione del 2012: (i) il TPI della BCE, (ii) la credibilità fiscale del bilancio 2024 e (iii) la strategia retail per diversificare la base di investitori (in quest'ordine).
- **Buon (?) compleanno del CBAM.** Concepito per garantire condizioni di parità ai produttori dell'UE in un contesto di aumento dei prezzi del carbonio, il meccanismo di aggiustamento delle frontiere per il carbonio (Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM) impone alle imprese d'oltremare, che in precedenza beneficiavano di standard ambientali meno rigorosi, di sostenere un costo del carbonio simile a quello delle loro controparti dell'UE. Restano problemi.
- **L'India è aperta agli affari (obbligazionari).** L'inclusione dell'India nei principali indici di obbligazioni sovrane in valuta locale di J.P. Morgan dovrebbe portare significativi afflussi passivi e attivi, abbassare i costi di finanziamento delle imprese e segnalare il rinnovato impegno dell'India ad aprirsi agli investitori stranieri.
- **Celebrare il Nobel di Claudia Goldin con un appello all'azione!** In onore del premio Nobel per l'economia di quest'anno, Claudia Goldin, abbiamo calcolato che le donne in Australia, Francia, Germania, Italia, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti continuano a regalare 950 miliardi di euro di lavoro non retribuito in eccesso ogni anno. Ricordate: l'aumento del lavoro a distanza non deve distogliere l'attenzione dalla riforma della fornitura pubblica e della qualità dei servizi di assistenza all'infanzia, così come dei regimi fiscali per i secondi lavoratori, che sono essenziali per aumentare il numero di donne nella forza lavoro.

## Allacciate le cinture di sicurezza

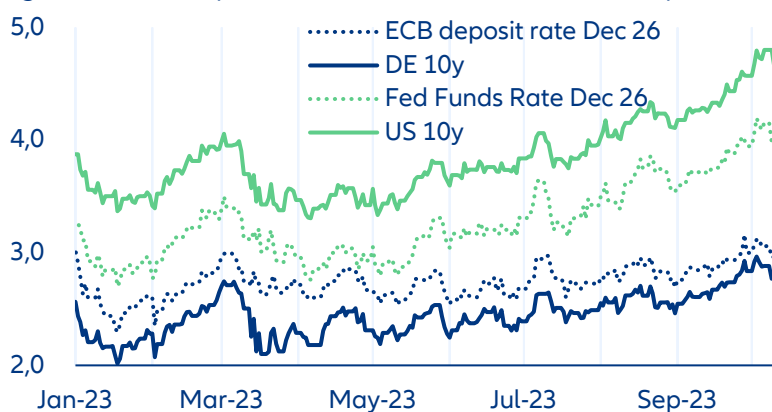
I rendimenti globali si sono avvicinati ai massimi pre-crisi finanziaria a settembre sull'aspettativa di tassi di politica delle banche centrali più alti e più a lungo. Il sell-off obbligazionario globale ha nuovamente accelerato dall'inizio di settembre, con un aumento dei rendimenti a 10 anni di circa 70 pb negli Stati Uniti fino a un picco del 4,8% e di 50 pb in Germania al 2,9%, prima di ritirarsi questa settimana dopo lo scoppio del conflitto in Israele (Figura 1). Questa tendenza deriva in gran parte dalle prolungate aspettative di rialzo dei tassi delle banche centrali. Ad esempio, il tasso di policy della BCE previsto per la fine del 2026 è salito al 3,1% dal 2,7% del mese precedente. Ciò si traduce ancora in circa 90 pb di tagli da parte della BCE rispetto all'attuale tasso di deposito del 4,0%, ma è inferiore di 40 pb rispetto alle aspettative del mese scorso. Un quadro simile emerge negli Stati Uniti, dove il tasso di policy previsto dalla Fed per la fine del 2026 è salito al 4,2% dal 3,5% del mese precedente. Per essere chiari, il mercato si aspetta ancora che la Fed riduca la sua politica restrittiva dall'attuale livello del 5,25-5,5%, ma di circa 70 pb in meno rispetto al mese precedente (Figura 2). In particolare, il sell-off è stato pronunciato all'estremità lunga della curva dei rendimenti, con i rendimenti statunitensi a 30 anni che sono aumentati in modo simile a quelli a 10 anni - un evento raro. Considerando l'intero terzo trimestre, i rendimenti statunitensi a 30 anni sono aumentati di ben 90 pb, un evento che si è verificato solo una volta nella storia recente (nel primo trimestre del 2009 dopo il picco della crisi finanziaria).

Figura 1: Rendimenti a lungo termine, %



Fonti: Fed, Refinitiv Datastream, Allianz Research

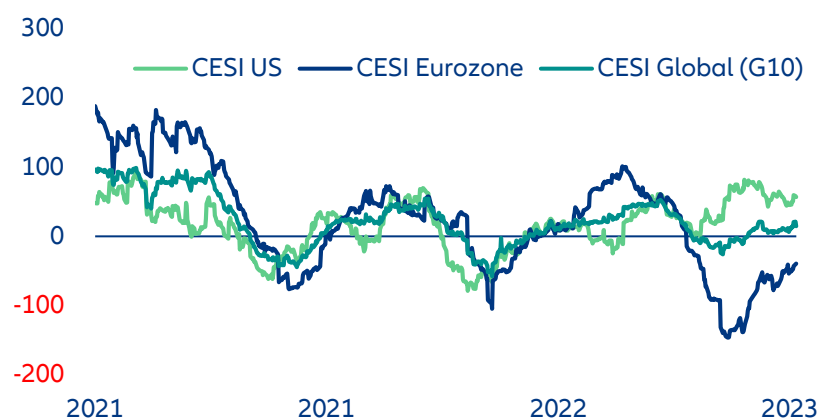
Figura 2: Tassi e aspettative di tasso delle banche centrali per la fine del 2026, %



Fonti: Fed, Refinitiv Datastream, Allianz Research

**I tassi di interesse sono destinati a rimanere "più alti a lungo" a causa di un'economia statunitense sorprendentemente forte e nonostante i dati deboli dell'Eurozona.** Lo scenario di tassi elevati prolungati è determinato da diversi fattori. In primo luogo, gli Stati Uniti hanno registrato un flusso costante di dati economici positivi, evidenziati dal solido rapporto sul mercato del lavoro pubblicato venerdì scorso. L'indice di sorpresa economica di Citi (CESI) indica che gli Stati Uniti hanno mantenuto un atteggiamento positivo da luglio (Figura 3). Pertanto, nonostante la persistente disinflazione, i mercati prevedono un prolungato intervento monetario da parte della Fed per raggiungere i suoi obiettivi di inflazione. La situazione europea è invece più complessa. I dati hanno costantemente disatteso le già modeste aspettative, con il CESI dell'Eurozona che è rimasto negativo per tutto il 3° trimestre. Di conseguenza, il sell-off dei tassi europei sembra influenzato più dalle tendenze statunitensi che dalle dinamiche locali. Un preoccupante scenario di domanda e offerta complica ulteriormente le cose su entrambe le sponde dell'Atlantico: Gli Stati Uniti stanno emettendo ogni mese un debito senza precedenti di 300 miliardi di dollari (100 miliardi di dollari netti), con una tendenza al rialzo. Se questa tendenza continua, circa un terzo del debito avrà un tasso cedolare del 4-5%, con conseguenti elevati costi futuri di servizio del debito. Considerando l'inasprimento quantitativo della Fed e la limitata domanda aggiuntiva da parte di entità estere come fondi statali e banche centrali, l'ammontare del debito per gli investitori nazionali sensibili al prezzo è in aumento.

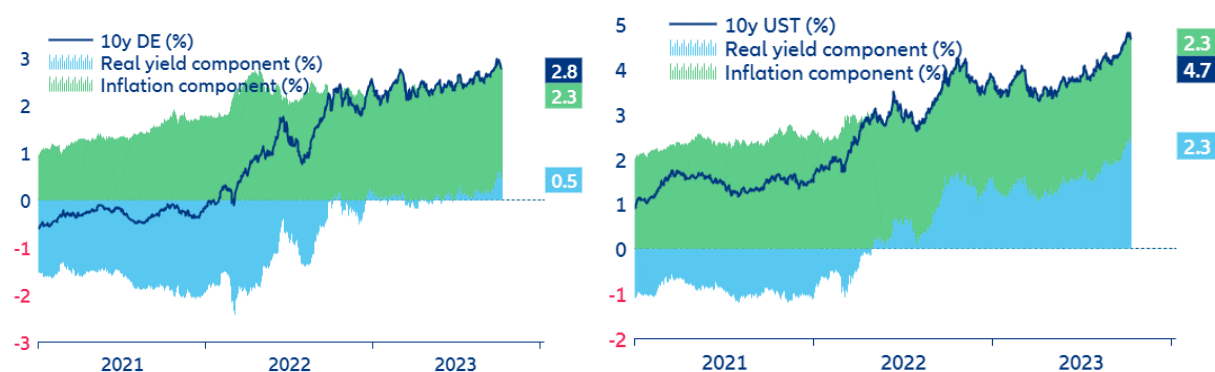
Figura 3: Indice di sorpresa economica Citi (CESI)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

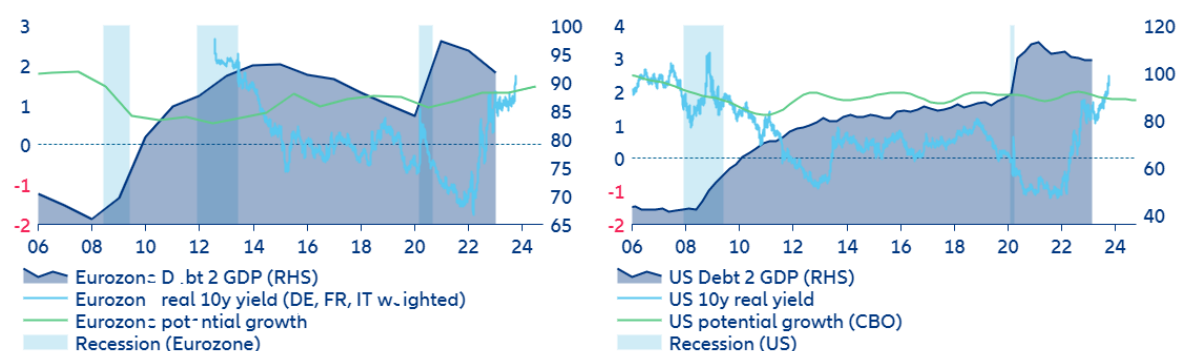
**L'aumento dei rendimenti reali mette a rischio la sostenibilità del debito.** L'aumento dei rendimenti reali ha guidato prevalentemente l'incremento dei rendimenti nominali. Ad esempio, i rendimenti reali a 10 anni degli Stati Uniti sono passati dall'1,9% al 2,4%, mentre quelli della Germania sono passati dallo 0,1% allo 0,6%. Il persistere di tassi di interesse di mercato elevati rappresenta un rischio per la sostenibilità del debito. Negli Stati Uniti, la crescita potenziale (1,8%) è ora inferiore al tasso di interesse reale (2,4%). Il delta di 0,6 punti percentuali è il più alto degli ultimi decenni e il divario è preoccupante se si considera l'attuale rapporto debito/PIL (Figura 4) e la mancanza di consolidamento fiscale all'orizzonte. La situazione attuale è simile in Europa se consideriamo i tassi governativi ponderati a 10 anni dell'Eurozona anziché quelli della sola Germania. In questo caso, lo scenario  $r > g$  ha coinciso con le crisi del debito dell'Eurozona - ovviamente, un periodo in cui si è materializzato il rischio di sostenibilità del debito.

Figura 4: Rendimenti reali e nominali in Germania e negli Stati Uniti, %



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

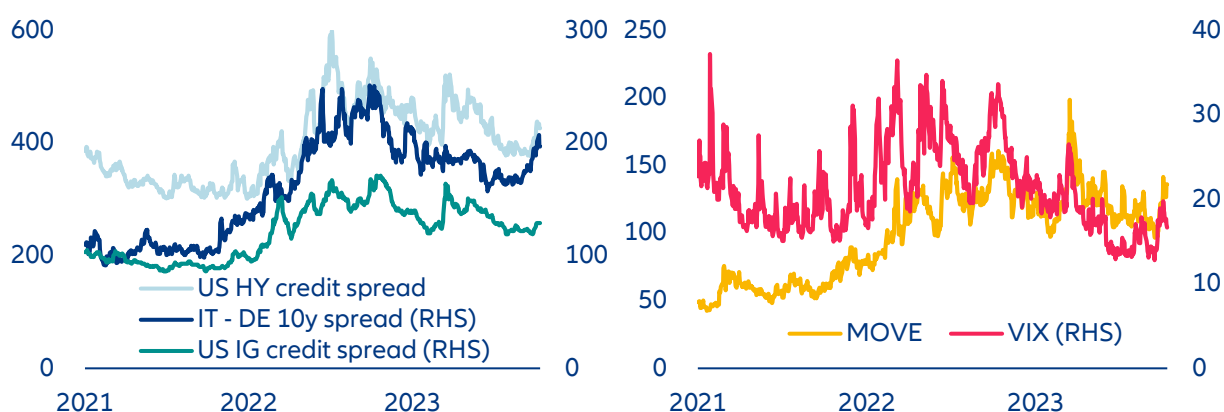
Figura 5: Rendimenti reali, crescita potenziale e debito/PIL nell'Eurozona e negli USA



Fonti Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Dai fondi pensione e dalle assicurazioni alle banche e agli hedge fund, fino alla periferia dell'Eurozona e ai mercati emergenti, i rapidi aumenti dei tassi di interesse stanno mettendo nuovamente alla prova il sistema finanziario.** Sebbene i mercati del rischio e i loro indicatori rimangano elevati ma non in territorio di crisi, la situazione potrebbe cambiare rapidamente. L'indice VIX, che misura la volatilità prevista per l'S&P 500 nei prossimi 30 giorni, rimane al di sotto di 20, il che suggerisce che non ci sono imminenti turbolenze (Figura 6). Tuttavia, l'indice MOVE, simile al VIX ma per i tassi di interesse, rimane elevato, segnalando una continua volatilità del mercato dei tassi USA. Questa settimana il FMI ha presentato il suo stress test, rivelando che se i tassi persistono a questi livelli, 55 banche - che detengono attività per un totale di 5,5 trilioni di dollari USA, ovvero circa il 5% delle 900 banche esaminate a livello globale - potrebbero essere a rischio se i tassi delle banche centrali rimangono elevati. Oltre alle banche, sono sotto osservazione anche altre entità finanziarie come le assicurazioni sulla vita e i fondi pensione. Sebbene abbiano probabilmente affrontato perdite non realizzate, potrebbero non aver bisogno di attualizzarle, date le loro passività a lungo termine. Anche i mutuatari, soprattutto quelli del credito societario ad alto rendimento, del debito dei mercati emergenti e dei paesi indebitati dell'Eurozona, dovranno fare i conti con l'aumento dei costi di finanziamento. Al momento, gli spread rimangono elevati ma non in modalità crisi. I recenti tragici eventi in Medio Oriente hanno indotto una fuga verso la qualità, invertendo alcuni dei recenti movimenti dei rendimenti e alleviando la pressione delle settimane precedenti. Per il momento, i mercati finanziari rimangono in una cauta modalità di attesa.

Figura 6: Indicatori di rischio, %

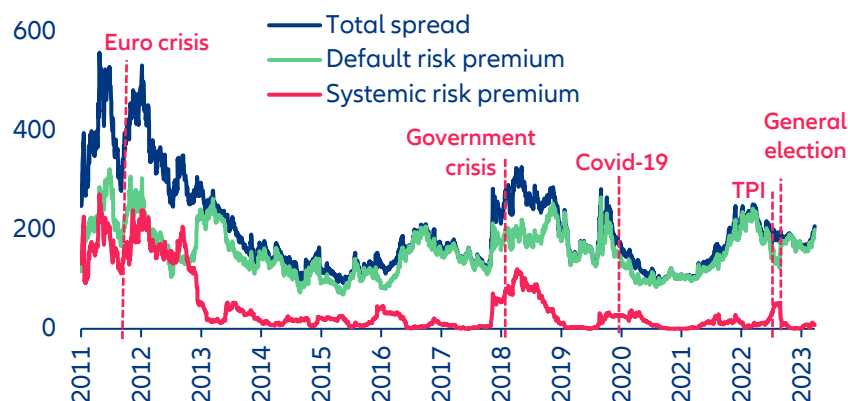


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

## Lo spread italiano mette di nuovo alla prova la BCE?

**Gli spread italiani si sono ampliati dopo le revisioni di bilancio del governo: crescita più bassa, deficit più alto e debito/PIL stabile. In questo contesto, i bulloni dello strumento di protezione della trasmissione (TPI) della BCE sono nuovamente messi in discussione.** I rendimenti governativi a 10 anni hanno toccato i livelli più alti dal 2012, sfiorando il 5%, e gli spread sul Bund tedesco sono saliti a 200 pb, circa 40 pb in più rispetto alla fine di agosto e il livello più alto da gennaio di quest'anno. Nel luglio 2022, quando la BCE ha annunciato lo strumento, lo spread dei titoli di Stato a 10 anni tra Germania e Italia aveva raggiunto i 250 pb e da allora non è mai stato così alto. Si ritiene che l'IPT sia performante e che abbia già contribuito a mantenere bassi gli spread periferici sin dal suo lancio. L'innescò per l'attivazione rimane volutamente vago, preservando così il suo effetto deterrente. Il punto di attivazione si trova chiaramente intorno ai 300 pb (livelli visti durante la crisi di Covid-19, ma molto al di sotto di quelli visti durante la crisi del debito dell'Eurozona, con picchi superiori ai 500 pb). Anche se non sarà utilizzato a breve, potrebbe ripartire il dibattito sui criteri per il suo utilizzo, che richiedono all'Italia di aderire a politiche fiscali e macroeconomiche sane e sostenibili. In questo contesto, il progetto di bilancio 2024, che verrà presentato, e la posizione dell'Italia durante le discussioni sul nuovo quadro fiscale dell'UE saranno cruciali per valutare i prerequisiti per l'utilizzo dello strumento. Inoltre, e forse come prima linea di difesa, il reinvestimento flessibile del PEPP potrebbe potenzialmente alleviare le tensioni di mercato fino alla sua conclusione prevista per il dicembre 2024, dato che finora è stata utilizzata qualsiasi deviazione significativa dalla chiave di capitale dei Paesi.

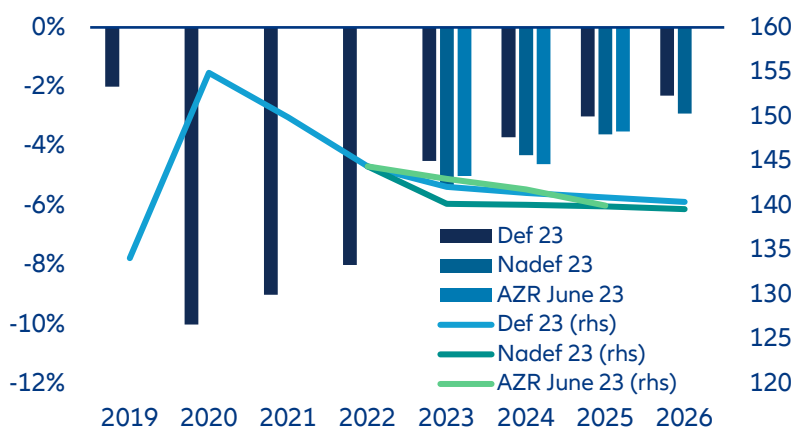
Figura 7: Scomposizione dello spread dei titoli di Stato a 10 anni Germania-Italia



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Credibilità fiscale nel mirino.** Le preoccupazioni persistenti riguardano infatti le prospettive di crescita a medio termine e gli sforzi di consolidamento necessari per indirizzare il rapporto debito/PIL verso una traiettoria discendente sostenibile e credibile. In particolare, le stime del PIL del governo sono state riviste allo 0,8% per il 2023 (dall'1,0%) e all'1,0% per il 2024 (con un calo di 0,5 punti). Queste cifre, pur essendo più caute, appaiono ancora ottimistiche se confrontate sia con le previsioni di consenso sia con le nostre proiezioni (rispettivamente +0,5% e +0,7%). Più preoccupante è la mancanza di una riduzione significativa del rapporto debito/PIL nei prossimi anni, che rimarrà stabile intorno al 140% dal 2023 al 2026. Ciò fa seguito all'annuncio di un deficit fiscale per il 2023 pari al 5,3% del PIL, in aumento rispetto al precedente obiettivo del 4,5% fissato ad aprile (Figura 8). L'insieme di questi fattori crea un mix perfetto che potrebbe contribuire alle turbolenze del mercato in autunno, in un contesto di mesi intensi per le agenzie di rating. Tuttavia, pur prevedendo una moderata tensione sui mercati fino alla fine dell'anno, non prevediamo il ripetersi di gravi episodi di stress finanziario come quelli sperimentati nell'ultimo decennio.

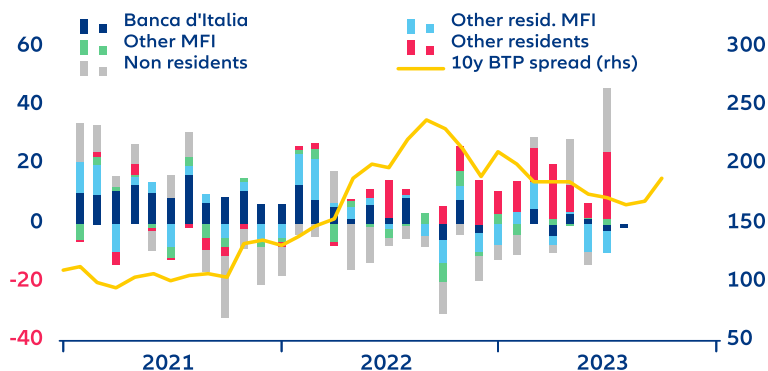
Figura 8: Italia - Revisione delle previsioni di bilancio (le barre rappresentano il disavanzo pubblico (in % del PIL) e le linee il debito pubblico (in % del PIL)



Fonti: Refinitiv Datastream, Ministero delle Finanze, Allianz Research

**Il recente forte appetito per il debito italiano fornisce anche un certo cuscinetto contro le crescenti preoccupazioni di sell-off.** La domanda privata interna è aumentata significativamente dalla metà del 2022 (Figura 9), quando è iniziato il Quantitative Tightening (QT). Contemporaneamente, l'agenzia di gestione del debito ha riorientato la propria attenzione verso gli investitori retail, introducendo una serie di emissioni legate all'inflazione o alla crescita (BTP Italia, BTP Futura, BTP Valore) che hanno suscitato reazioni positive sui mercati. I residenti in Italia detengono attualmente il 12% del debito pubblico nazionale. Stabilizzare una base di investitori locale e meno volatile si rivela fondamentale, soprattutto in considerazione dell'ingente quota di debito da rifinanziare nel prossimo anno.

Figura 9: Italia - Titoli di debito pubblico, flussi mensili in miliardi di euro



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: per luglio 2023 sono disponibili solo i dati relativi alle partecipazioni di Banca d'Italia



## Buon (?) compleanno del CBAM

**Il meccanismo di aggiustamento delle frontiere per il carbonio (Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM) dell'UE è appena iniziato...** Quindici anni dopo che i funzionari dell'UE hanno introdotto per la prima volta l'idea di una tariffa per il carbonio sulle importazioni<sup>1</sup>, e due anni dopo che l'attuale CBAM<sup>2</sup> è stata proposta, è entrata in vigore nell'UE a partire dal 1° ottobre, iniziando la cosiddetta fase di transizione. Due anni dalla proposta all'attuazione sembrano essere una tempistica rispettabile per un'iniziativa così controversa, ma è dolorosamente ovvio che la fase di transizione richiederà soluzioni pragmatiche al volo e un bel po' di learning by doing. Concepito per garantire condizioni di parità ai produttori dell'UE in un contesto di aumento dei prezzi del carbonio, il CBAM impone alle aziende d'oltremare, che in precedenza beneficiavano di standard ambientali meno rigorosi, di sostenere un costo del carbonio simile a quello delle loro controparti dell'UE.

**Di conseguenza, gli importatori di sei settori ad alta intensità di carbonio<sup>3</sup> (ferro, acciaio, cemento, alluminio, fertilizzanti, produzione di energia elettrica e idrogeno) saranno ora tenuti a comunicare le loro emissioni all'UE su base trimestrale.** A partire dal 1° gennaio 2026, i meccanismi si fanno seri: agli esportatori verrà applicata una tassa di aggiustamento basata su questi dati per pareggiare la disparità dei costi del carbonio tra i beni dell'UE e quelli dei paesi terzi. Gli importatori dovranno pagare questa tassa ogni anno acquistando certificati di emissione. Il CBAM mira a promuovere una produzione globale più pulita e a prevenire la "rilocalizzazione delle emissioni di carbonio", dissuadendo le imprese dal trasferirsi in regioni con normative ambientali più permissive. Ma la rendicontazione delle "emissioni incorporate" (simile a un'impronta di carbonio) è già di per sé un'impresa impegnativa e costosa. I critici del CBAM sottolineano anche i potenziali ostacoli burocratici per gli importatori e le autorità dell'UE, le possibili incoerenze dovute alle diverse procedure doganali e di verifica delle emissioni nei vari Stati membri e le preoccupazioni sulla condivisione di informazioni riservate. Inoltre, un numero limitato di verificatori accreditati comporta potenziali colli di bottiglia nella verifica delle emissioni. Non tutti gli Stati membri hanno istituito autorità competenti e alcune piattaforme essenziali sono ancora in fase di sviluppo..

**...Ma sarà completamente funzionante solo nel 2032.** Il prezzo del carbonio degli importatori nell'ambito del CBAM è fissato dal prezzo medio settimanale dei certificati di emissione del sistema di scambio delle quote di emissione dell'UE (ETS) per i produttori nazionali dell'UE. Tuttavia, a partire dal 2026, solo una parte delle emissioni sarà esposta al CBAM, poiché l'obbligo di acquisire certificati di emissione viene introdotto proporzionalmente alla graduale eliminazione dell'assegnazione gratuita di certificati di emissione alle industrie nell'ambito del sistema ETS dell'UE. Ciò significa che il CBAM sarà pienamente operativo solo nel 2032. Questa introduzione proporzionale è una concessione per conformarsi alle regole dell'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC), in quanto il mantenimento dell'attuale prassi di assegnazione gratuita di quantità limitate di certificati di emissione a industrie selezionate dell'UE, mentre in prospettiva viene addebitato agli importatori, è considerato un comportamento anticoncorrenziale. I produttori extra-UE possono anche compensare gli oneri CBAM utilizzando i pagamenti per le tasse sul carbonio o i certificati di emissione nazionali e la speranza è che ciò finisca per incentivare i Paesi ritardatari a introdurre essi stessi politiche di tariffazione del carbonio. Sebbene la Commissione europea abbia delineato le linee guida per la rendicontazione, resta da vedere quanto funzioneranno i processi di verifica e quanto sarà facile e comune per gli importatori imbrogliare..

**Gli esportatori dell'UE devono ancora fare i conti con le lacune in termini di equità<sup>4</sup>.** Idealmente, il CBAM dell'UE non solo fornirebbe condizioni di parità per i prodotti venduti sul mercato dell'UE, ma anche per i produttori con sede nell'UE che vendono i loro prodotti sui mercati extra-UE. Ciò sarebbe possibile concentrandosi sull'imposizione di un prezzo del carbonio solo sui prodotti venduti localmente nell'UE, combinata con una base

---

<sup>1</sup> Già nel 2008, i funzionari dell'UE avevano proposto una "tariffa sul carbonio" (il termine CBAM non era ancora stato coniato) sulle importazioni. L'allora presidente francese Nicolas Sarkozy fu tra i più accesi sostenitori e invitò i leader europei a "esaminare l'opzione di tassare i prodotti importati da Paesi che non rispettano il Protocollo di Kyoto". La Francia è stata il principale attore a spingere il CBAM e a portarlo alla sua forma attuale..

<sup>2</sup> Consultate il nostro approfondimento sul CBAM in [European climate policy goes global](#).

<sup>3</sup> Una revisione nel 2030 determinerà se altri prodotti, come i prodotti chimici e i polimeri, entreranno a far parte dell'elenco CBAM..

<sup>4</sup> Consultate la nostra panoramica delle potenziali insidie nel nostro rapporto [EU CBAM: Well-intended is not necessarily well done](#).

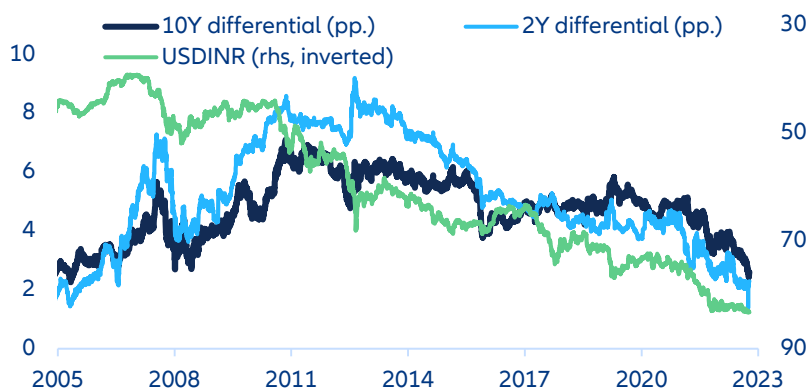
di prodotti molto più ampia, che includa importanti prodotti complessi a valle oltre ai beni di base attualmente coperti. Questo approccio darebbe ai produttori nazionali il diritto di reclamare i prelievi sul carbonio quando esportano un prodotto. È consigliabile una revisione futura e un ampliamento della base di prodotti del CBAM dell'UE per esplorare le opzioni offerte dalla possibilità di fissare il prezzo del carbonio a livello di prodotto, ma di determinare le relative emissioni e riscuotere i prelievi più a monte. È questo, ad esempio, il modo in cui funziona il sistema nazionale tedesco di scambio di quote di emissione sulla combustione fossile per il riscaldamento e il trasporto, che prevede la riscossione di tasse a livello di vendita all'ingrosso, pur mirando alle emissioni a valle..

**Sebbene sia fondamentale per gli obiettivi dell'UE di ridurre le emissioni di gas serra e raggiungere la neutralità climatica entro il 2050, il CBAM ha già suscitato notevoli reazioni da parte dei principali partner commerciali, tra cui India, Cina e Australia.** I paesi più colpiti sono la Russia, la Cina, il Regno Unito, la Turchia, l'India, la Corea del Sud, gli Stati Uniti e l'Ucraina, anche se quest'ultima dovrebbe essere esentata dalle norme. Brasile, Sudafrica e India, tra gli altri, hanno etichettato la mossa dell'UE come "discriminatoria". Di fatto, l'India ha proposto una propria tassa sul carbonio per le esportazioni dell'UE, mentre la Cina chiede una valutazione della politica dell'Organizzazione mondiale del commercio. L'Australia ha criticato la misura per il potenziale arresto della crescita globale, e gli Stati Uniti, che non hanno una tariffazione nazionale del carbonio, stanno spingendo per un'esenzione. Per quanto riguarda il Regno Unito, il calo dei prezzi nel suo sistema di scambio delle quote di emissione (UK ETS) potrebbe indurre gli esportatori del Regno Unito a rientrare nel campo di applicazione del CBAM dal 2026. Il prezzo ETS del Regno Unito è sceso a un minimo di 33 GBP/tonnellata, inferiore alla metà dell'aliquota dell'UE, in seguito all'annuncio di rinviare o eliminare gli obiettivi netti pari a zero. Si teme inoltre che il CBAM possa ripercuotersi negativamente su alcuni dei paesi meno sviluppati del mondo, in particolare in Africa<sup>5</sup>.

## L'India è aperta alle attività (obbligazionarie)

**L'inclusione dell'India nei principali indici J.P. Morgan per le obbligazioni sovrane in valuta locale dei mercati emergenti è un evento positivo, ma con più di un decennio di ritardo.** Si prevede che la mossa porterà circa 20-25 miliardi di dollari di flussi passivi più altri 5-10 miliardi di dollari attivi fino all'inizio del 2025 in un mercato di oltre 1.300 miliardi di dollari. Tuttavia, la situazione globale non è delle migliori per i mercati emergenti poiché il rapido aumento dei rendimenti negli Stati Uniti e in altri mercati più sicuri riduce l'attrattiva dei loro rendimenti e il rischio per l'INR (Figura 10). Ciò è diverso da quanto accaduto dopo il 2009, che ha portato a una crescita significativa degli investimenti nel debito in valuta locale emesso dai mercati emergenti (Figura 11).

Figura 10: differenziale di rendimento nominale tra i titoli di Stato in INR e i titoli del Tesoro statunitensi.

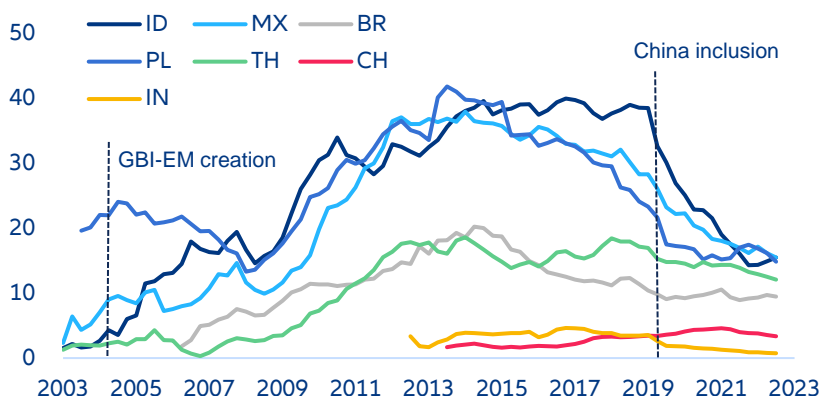


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

<sup>5</sup> Si veda il nostro report [EU Carbon Border Adjustments & developing country exports: Saving the worst for the last.](#)



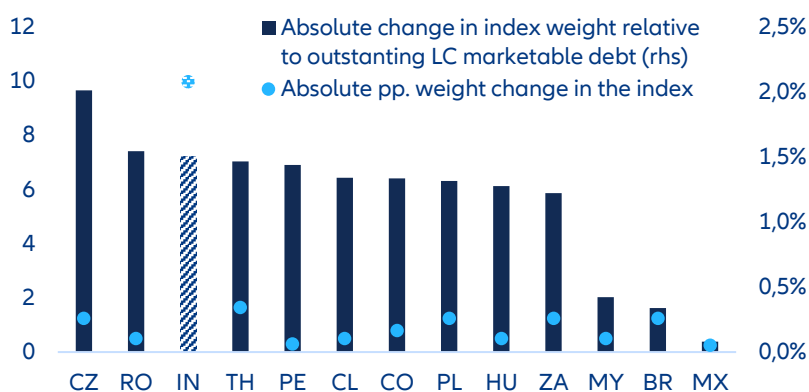
Figura 11: Quota di partecipazione degli investitori stranieri al mercato delle obbligazioni sovrane in valuta locale, in %



Fonti: IIF, LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: l'inclusione della Cina è stata scaglionata in 10 mesi (come avverrà per l'India), la linea verticale segna l'inizio.

**Non è detto che i rendimenti indiani subiscano grandi cambiamenti di mercato.** Come si può vedere nella Figura 12, il fatto che l'esposizione in INR dell'India sia considerevolmente maggiore (in termini di USD) rispetto a quella della maggior parte dei paesi presenti nell'indice renderà i suoi rendimenti meno (o almeno ugualmente) sensibili all'inclusione rispetto a quelli di altri paesi EM, che vedranno la loro quota ridotta. Questo è in particolare il caso dei Paesi dell'UE orientale, che continuano a essere i più esposti al rischio di shock inflazionistici e sono di conseguenza quelli in cui il ciclo di allentamento potrebbe essere più accidentato. Anche altre piccole economie dell'America Latina ne risentiranno, mentre tra gli altri Paesi asiatici sarà la Thailandia a subire l'impatto maggiore. Nel caso dell'India, si stima che l'effetto diretto sia inferiore a 50 pb, il che lascerebbe le nostre stime originali per i rendimenti a 10 anni al 6,5% entro la fine del 2024 e al 6,35% entro la fine del 2025..

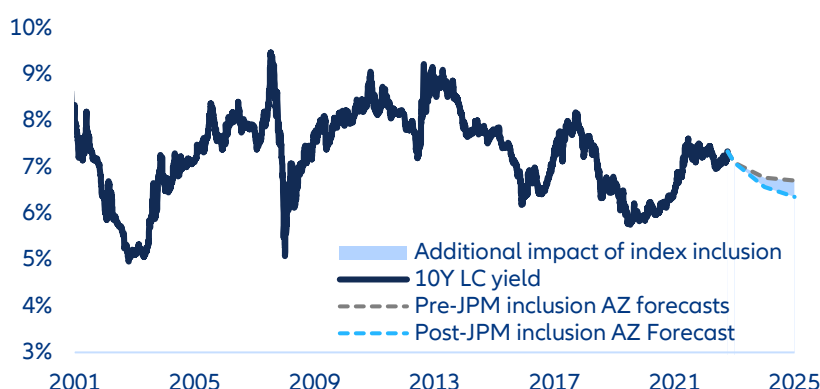
Figura 12: Entità della variazione del peso dell'indice rispetto al debito pubblico dei Paesi



Fonti: LSEG Eikon, Bloomberg, JPMorgan, Allianz Research.

Note: \1 Solo le variazioni dell'India rappresentano un aumento; \2 calcolato come: (variazione % dei pesi \* debito totale benchmarkato a GBI EM) / LC sov. Debito negoziabile del Paese, senza considerare le filiali. Per Cina, Indonesia (entrambe con un peso massimo del 10%), Turchia ed Egitto (entrambe con un peso minimo dell'1%) abbiamo ipotizzato che non ci siano cambiamenti, anche se questo potrebbe cambiare, soprattutto perché l'inclusione dell'Egitto nel benchmark è in fase di revisione

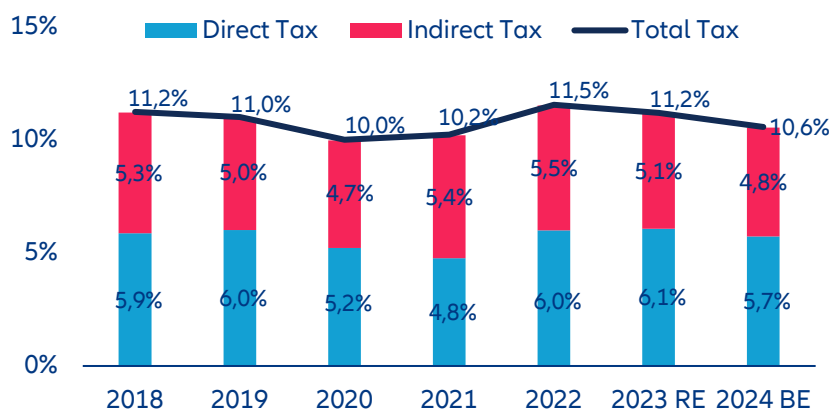
Figura 13: Rendimenti delle obbligazioni sovrane in valuta locale dell'India (10Y)



Fonte: LSEG Datastream, Allianz Research

**I vantaggi maggiori sono profondi.** L'India ha registrato deficit fiscali intorno al 6-8% del PIL, rendimenti del debito intorno al 6-8% e un debito pubblico vicino al 90% del PIL. L'inclusione dei titoli di Stato nell'indice può rappresentare un'opportunità indiretta per aumentare le entrate pubbliche future e ridurre i deficit fiscali. I costi di indebitamento delle imprese sono parametrati ai titoli di Stato e quindi un calo dei rendimenti dei titoli di Stato indurrà una riduzione dei costi di indebitamento e stimolerà gli investimenti privati e la spesa in conto capitale, che sono rimasti deboli dal 2011. L'effetto moltiplicatore degli investimenti attraverso la creazione di posti di lavoro e di reddito aggregato sarà particolarmente rilevante per gli obiettivi a lungo termine dell'India nel contesto della strategia China Plus One e nella transizione verso energie e industrie più verdi. Un reddito aggregato più elevato comporterebbe un aumento della quota di entrate fiscali raccolte attraverso le imposte dirette e indirette, che sono rimaste basse, rispettivamente al 6,1% e al 5,1%, sulla base delle stime rivedute per il 2022-23 (Figura 14).

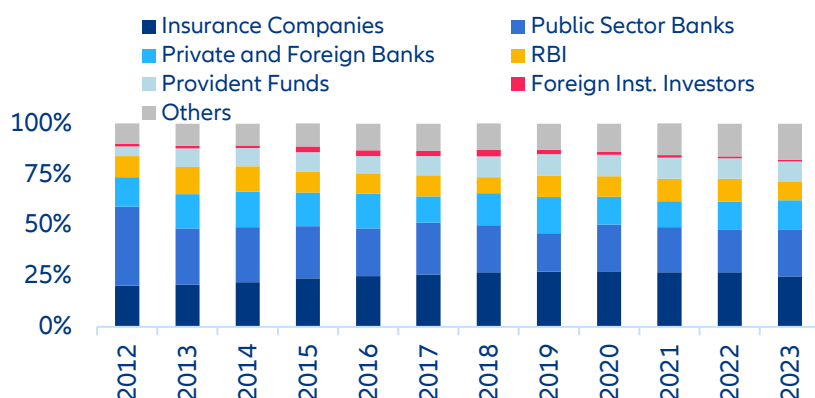
Figura 14: Entrate fiscali in % del PIL



Fonti: Ministero delle Finanze indiano, Allianz Research. Note: RE - Stime rivedute, BE - Stime di bilancio

Molte istituzioni di proprietà dello Stato e i risparmiatori locali sono i principali detentori di titoli di Stato, come mostra la Figura 15. Questa proprietà ha impedito ai rendimenti di salire, ma ha anche portato a squilibri. Questi includono la mancanza di incentivi per una struttura del debito pubblico più equilibrata e possibili pressioni inflazionistiche dovute all'aumento dell'offerta di moneta. Inoltre, ciò porta a una concentrazione dei rischi, all'esclusione degli investimenti privati e a conflitti di interesse tra i diversi governi. L'ingresso di investitori stranieri contribuirebbe a ridurre molti di questi rischi grazie a un pool di creditori più diversificato, che essendo più sensibile ai parametri di sostenibilità del debito aumenterebbe anche la pressione sul governo per ridurre il deficit. Sul versante negativo, questo lascerà il Paese più esposto agli shock finanziari globali.

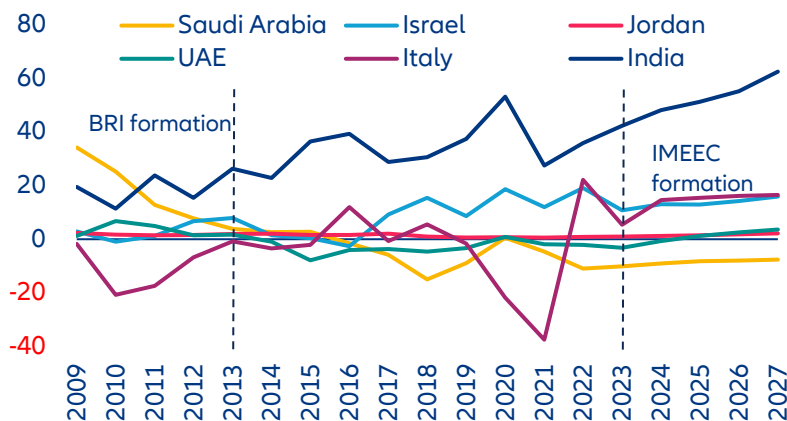
Figura 15: Possesso di titoli delle amministrazioni pubbliche (%)



Fonti: Reserve Bank of India, Eichengreen, Gupta, & Ahmed, 2023, Allianz Research. Nota: i fondi previdenziali sono schemi di risparmio tipicamente utilizzati per la pianificazione della pensione

**Spicca lo sforzo di apertura dell'India.** Dal 2019 si è registrato un crescente interesse per gli investimenti in India, soprattutto da parte delle economie del Medio Oriente e dell'Occidente. Ad esempio, gli Stati Uniti hanno investito quasi 32 miliardi di dollari, i Paesi Bassi circa 13 miliardi di dollari e gli Emirati Arabi Uniti circa 9 miliardi di dollari. Inoltre, si prevede che la creazione del corridoio economico India-Medio Oriente agisca da catalizzatore nella mobilitazione degli investimenti (Figura 16) e acceleri il commercio e la crescita economica attraverso la creazione di posti di lavoro, il miglioramento dell'efficienza delle reti di trasporto e la riduzione delle emissioni di gas serra. Oltre ai fattori a lungo termine che rendono l'India una destinazione interessante per gli investimenti, come la classe media in crescita, l'urbanizzazione e il suo dividendo demografico, l'India si è posta obiettivi ambiziosi guadagnando rilevanza globale in mezzo alle crescenti preoccupazioni geopolitiche legate alla Cina. L'incoraggiamento e la facilitazione degli investimenti esteri giocheranno un ruolo importante, rafforzando allo stesso tempo la posizione della rupia indiana.

Figura 16: Flussi netti di investimenti diretti, miliardi di USD



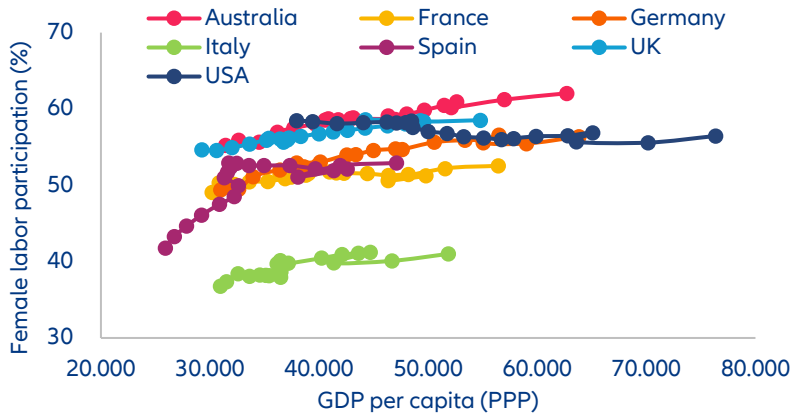
Fonti: EIU, Allianz Research. Nota: i Paesi sono l'India e i membri comuni della Belt and Road Initiative e del corridoio economico India-Medio Oriente-Europa.

## Celebrare il Nobel di Claudia Goldin con un appello all'azione

La vincitrice del premio Nobel per l'economia di quest'anno è stata una pioniera della ricerca sui tassi di partecipazione femminile alla forza lavoro, che nell'ultimo decennio sono rimasti stagnanti anche nelle economie avanzate. Claudia Goldin ha individuato una relazione a forma di U tra lo sviluppo economico e la partecipazione delle donne alla forza lavoro, che ha attribuito alle rigide convenzioni sociali che determinano quali siano i lavori adatti alle donne. Se la partecipazione femminile alla forza lavoro era elevata quando

l'agricoltura dominava le economie, è crollata con l'avvento dell'industria manifatturiera, che richiedeva molto lavoro, prima di risalire con l'aumento dei lavori impiegatizi, ritenuti più rispettabili per le donne. Ma nonostante la trasformazione strutturale delle economie, il calo della fertilità alimentato dalla disponibilità di contraccettivi e l'aumento dell'istruzione femminile, la partecipazione femminile alla forza lavoro è rimasta sostanzialmente stagnante in tutto il mondo. Solo la Spagna e l'Australia hanno registrato miglioramenti significativi.

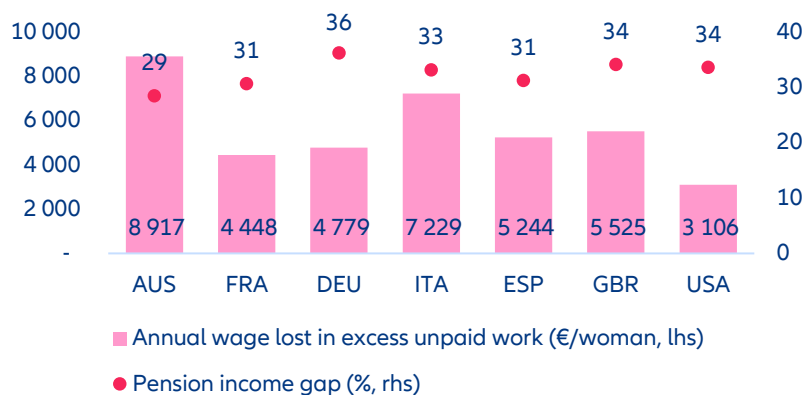
Figura 17: Tasso di partecipazione femminile alla forza lavoro (età compresa tra 16 e 54 anni) e PIL pro capite



Fonti: Banca Mondiale, FMI, Datastream, Allianz Research

**Le donne continuano a sostenere il peso del lavoro di assistenza non retribuito: Abbiamo calcolato che le donne in Australia, Francia, Germania, Italia, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti si fanno carico di 950 miliardi di euro di lavoro non retribuito in eccesso ogni anno.** La "she-cession" scatenata dalla pandemia di Covid-19 ha evidenziato come l'onere del lavoro di cura non retribuito ricada ancora in modo sproporzionato sulle donne. Per calcolare il costo di questo eccesso di lavoro non retribuito svolto dalle donne, esaminiamo la differenza tra il tempo trascorso nel lavoro non retribuito per genere (indagine OCSE), moltiplicato per il numero di donne di età superiore ai 15 anni in sette Paesi. Stimiamo poi le ore totali in base al salario minimo nazionale e lo convertiamo in euro. Scopriamo che le donne si fanno carico di un "eccesso" di lavoro non retribuito del valore di 950 miliardi di euro all'anno. La Figura 18 mostra il "salario perso" annuo per donna. Questo ha conseguenze per tutta la vita: A causa delle carriere più brevi, del minor numero di ore dedicate al lavoro retribuito e dei salari più bassi, le donne dei Paesi OCSE ricevono in media pensioni inferiori del 25% rispetto agli uomini; nell'UE questa cifra è del 29%.

Figura 18: Salario annuale in "eccesso" di lavoro non retribuito per donna e divario pensionistico di genere

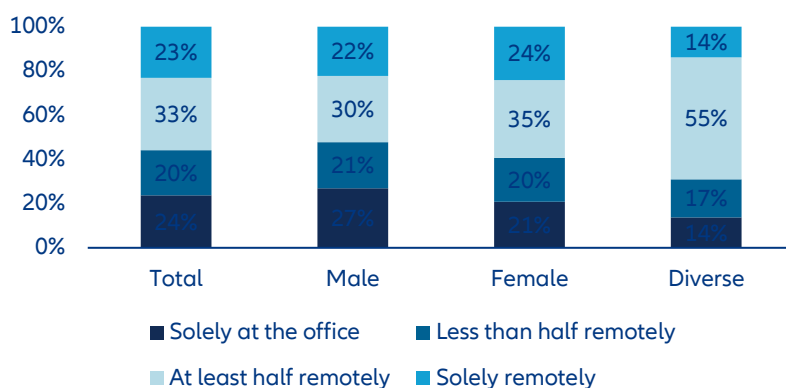


Fonti: Istituti statistici nazionali, Eurostat, OCSE, Allianz Research

**Il lavoro a distanza può livellare il campo di gioco?** I dati delle indagini provenienti da diverse fonti suggeriscono che il lavoro a distanza sta aiutando le donne, e in particolare le madri, a rientrare nella forza lavoro, in quanto

riduce il costo dell'assistenza all'infanzia eliminando le ore di pendolarismo da casa all'assistenza all'infanzia all'ufficio e viceversa, riducendo il tempo dedicato all'assistenza all'infanzia. - Non perché non si dedichino più alla cura dei figli, ma perché la riduzione delle ore di pendolarismo in ufficio può ridurre il tempo dedicato alla cura dei figli. Negli Stati Uniti, ad esempio, questo può rappresentare fino al 30% di uno stipendio medio. Nel nostro sondaggio rappresentativo di adulti in Australia, Francia, Germania, Italia, Spagna, Regno Unito e USA<sup>6</sup>, più donne hanno dichiarato che vorrebbero lavorare da casa almeno la metà del tempo. Inoltre, alla domanda su quali siano le minacce al mercato del lavoro, il 31% delle donne ha scelto soluzioni inadeguate per la cura dei figli, rispetto al 24% degli uomini che ha fatto lo stesso riferimento. L'aumento di accordi a distanza e flessibili sia per gli uomini che per le donne potrebbe garantire una più equa distribuzione delle responsabilità di cura dei figli tra i genitori. Ma questo curerebbe solo un sintomo e non la malattia dell'inadeguatezza dei servizi per l'infanzia. E non è priva di aspetti negativi: Le donne che vorrebbero fare carriera potrebbero avere più difficoltà ad accedere alle opportunità di consulenza, networking e apprendimento, peggiorando il divario retributivo di genere..

Figura 19: Come vorrebbe lavorare in futuro?



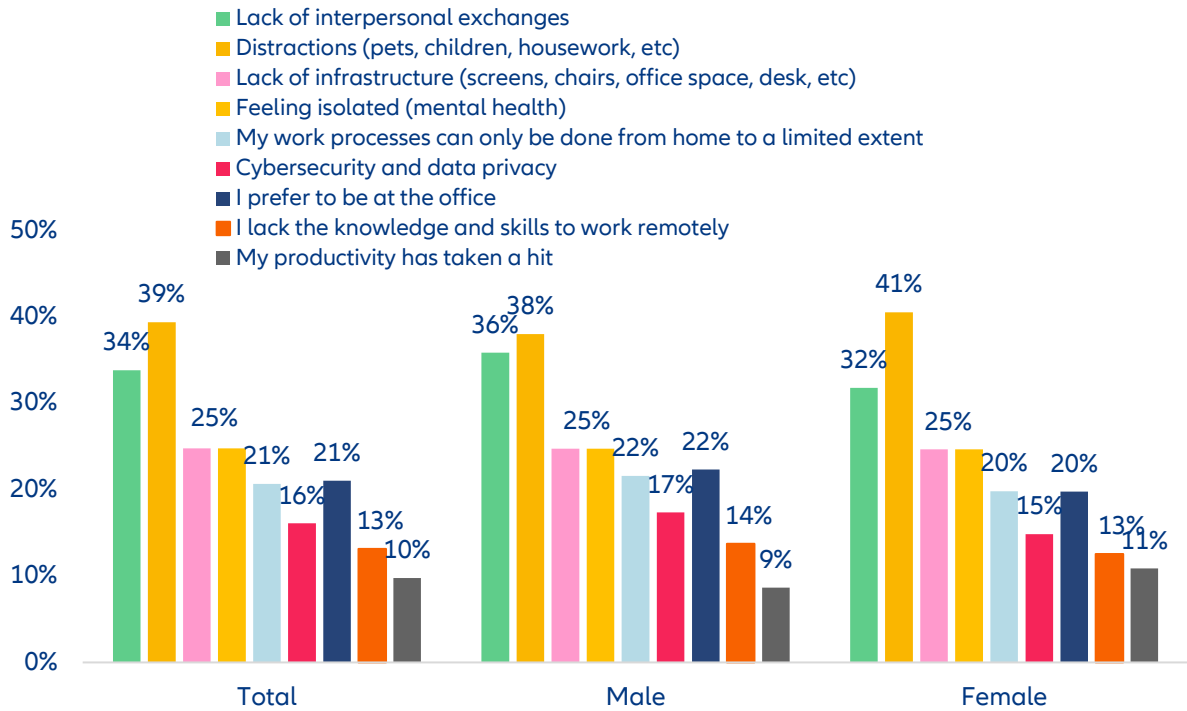
Fonti Qualtrics, Allianz Research

**L'aumento del lavoro a distanza non deve distogliere l'attenzione dalla necessità di misure strutturali: la riforma dell'offerta pubblica e della qualità dei servizi di assistenza all'infanzia, così come dei regimi fiscali per i secondi lavoratori, sono essenziali per aumentare il numero di donne nella forza lavoro.** Garibaldi e Wasmer (2010)<sup>7</sup> mostrano che l'offerta di lavoro femminile è molto sensibile alle variazioni delle aliquote fiscali, soprattutto quando le attività di mercato sono altamente sostituibili con la produzione domestica. Molti partner e famiglie mettono in comune i loro redditi e decidono insieme l'offerta di lavoro, a seconda della tassazione familiare. Pertanto, le decisioni sull'offerta di lavoro e l'impatto distorsivo delle imposte devono essere considerate non solo a livello individuale, ma anche a livello familiare. Se una famiglia massimizza il reddito, è influenzata dai sistemi fiscali che implicitamente trattano in modo diverso i lavoratori secondari delle coppie rispetto ai singoli individui. Affinché le donne possano prosperare nella forza lavoro, i governi devono anche investire in soluzioni per l'assistenza all'infanzia, mentre le aziende devono creare spazi per lo sviluppo, l'apprendimento e la creazione di reti per le donne.

<sup>6</sup> ~1.000 intervistati per paese, condotto durante l'estate.

<sup>7</sup> Garibaldi, Pietro e Wasmer, Etienne (2010). Aumentare l'occupazione femminile: Riflessioni e strumenti politici. Rivista dell'Associazione economica europea.

Figura 20: Quali sono le sfide attuali che deve affrontare quando lavora da casa?



Fonti Qualtrics, Allianz Research



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

#### DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

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

#### NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

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