

Allianz Research

Stati Uniti: Crisi del credito in atto?

Cosa guardare: Prospettive economiche della Turchia, credito dell'Eurozona, orologio di Minsky, nuovo quadro fiscale del Brasile

06 Aprile 2023

Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Eric Barthalon
Head of Capital Markets
Research
eric.barthalon@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist
maxime.darmet@allianz-trade.com

Roberta Fortes
Senior Economist
roberta.fortes@allianz-trade.com

Maddalena Martini
Senior Economist
maddalena.martini@allianz.com

Manfred Stamer
Senior Economist
manfred.stamer@allianz-trade.com

Cosa osservare

- **Türkiye** - L'attività economica mostra una certa resistenza, ma i rischi esterni restano elevati.
- **Credito dell'Eurozona** - Si sprema più che si contrae.
- **Orologio di Minsky** - La prossima goccia che fa traboccare il vaso.
- **Il nuovo quadro fiscale del Brasile** - Fine dell'incertezza?

In evidenza - Stati Uniti: Crisi del credito in atto?

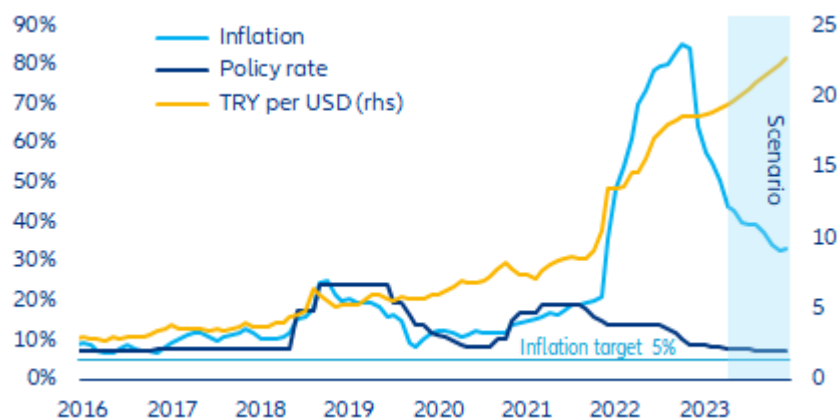
- - **L'economia statunitense si è dimostrata straordinariamente resistente alla più forte stretta monetaria degli ultimi decenni.** Mentre il mercato immobiliare ha iniziato a risentire della crisi già nell'estate del 2022, il PIL del primo trimestre del 2023 dovrebbe mostrare una solida domanda interna di fondo, sostenuta da una robusta spesa per i consumi.
- - **L'orientamento politico molto restrittivo della Fed non si è tradotto in un inasprimento delle condizioni finanziarie di mercato.** Anche le recenti turbolenze bancarie non hanno portato a un inasprimento delle condizioni di finanziamento in generale, poiché i rendimenti dei Treasury sono scesi e il mercato azionario è rimasto solido (escluse le azioni bancarie).
- - **Tuttavia, gli standard di prestito si sono rapidamente inaspriti dall'anno scorso e il calo dei prezzi degli immobili è destinato ad accelerare.** Gli standard di credito delle banche per i nuovi prestiti e i prezzi degli immobili fanno già presagire un notevole freno al PIL nella seconda metà del 2023, a causa degli effetti negativi sulla ricchezza e della contrazione dei prestiti bancari. La flessione dei prezzi degli immobili è lungi dall'essere conclusa, secondo i segnali inviati dagli aggregati monetari.
- - **La politica monetaria restrittiva della Fed raggiungerà probabilmente il suo massimo impatto verso la fine del 2023/inizio 2024.** Il PIL subirà un calo di almeno -2 punti percentuali. La tempistica esatta è soggetta a grandi incertezze. I rischi sono al ribasso se le misure delle condizioni finanziarie basate sul mercato si adegueranno a un livello più compatibile con la posizione di fondo della Fed. Un maggiore stress bancario potrebbe essere il catalizzatore.

Turchia - L'attività economica mostra resilienza, ma i rischi esterni restano elevati

Prevediamo che nel 2023 la crescita economica della Turchia rimarrà robusta e che i due terremoti avranno solo un impatto economico negativo di breve durata. Nonostante il forte deprezzamento della valuta e l'aumento dell'inflazione nel 2022, l'economia turca ha evitato la recessione e l'anno scorso è cresciuta del +5,6%. I danni alle infrastrutture critiche causati dai tragici terremoti nel sud-est della Turchia sembrano limitati ed è improbabile che la produzione economica ne risenta in modo drammatico, poiché la regione colpita non ospita industrie chiave, rappresenta solo il 10% del PIL e non tutta la produzione sarà colpita (ad esempio l'agricoltura). Di conseguenza, l'impatto sul PIL non sarà così pronunciato come quello del terremoto del 1999 nel nord-ovest della Turchia, che colpì il cuore industriale. Vale anche la pena ricordare che, per una peculiarità della contabilità nazionale, il PIL può essere effettivamente più alto dopo un disastro naturale, perché i lavori di ricostruzione vengono conteggiati come un aumento della produzione, mentre la distruzione iniziale dei beni non viene registrata come una perdita. Rispetto alle previsioni precedenti al disastro, ci aspettiamo un'attività economica complessiva leggermente inferiore nella prima metà dell'anno, ma una maggiore espansione nella seconda metà. I primi indicatori segnalano un rimbalzo economico nel 1° trimestre 2023 rispetto a un debole 4° trimestre 2022, nonostante la catastrofe. Il PMI manifatturiero è passato da una media di 46,7 punti nel 4° trimestre a 50,6 nel 1° trimestre e l'indice di fiducia dei consumatori è aumentato da 76,1 nel 4° trimestre a 80,6 nel 1° trimestre. Nel complesso, abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita del PIL reale per il 2023, portandole a +3,1% (da +1,9% a fine 2022).

L'inflazione diminuirà ma resterà comunque elevata nel 2023 a causa del continuo deprezzamento della valuta e delle politiche monetarie ancora allentate. L'inflazione dei prezzi al consumo è scesa da un massimo storico di 24 anni dell'85,5% a/a nell'ottobre 2022 al 50,5% nel marzo 2023, principalmente a causa di effetti base, poiché l'impatto del forte deprezzamento della lira turca alla fine del 2021 e il forte aumento dei prezzi delle importazioni di energia sui prezzi al consumo hanno iniziato a diminuire. Tuttavia, ci aspettiamo che la lira rimanga volatile e vulnerabile e che si deprezzi ulteriormente nel 2023, con le imminenti elezioni politiche del maggio 2023 e la potenziale incertezza politica legata a quell'evento come potenziali punti di innesco per un nuovo indebolimento della valuta. Inoltre, i prezzi dell'energia sono destinati a rimanere elevati rispetto al 2019-2021, anche se di recente si sono leggermente moderati. Nel complesso, ci aspettiamo che l'inflazione complessiva rimanga al di sopra del 30% annuo fino alla fine del 2023 e che superi in media il 40% quest'anno (Figura 1). Ciononostante, è probabile che la Banca centrale della Repubblica di Turchia (CBRT) continui il suo orientamento di politica monetaria non ortodossa e che riduca ulteriormente il tasso d'interesse di riferimento di circa 100 punti base entro la fine dell'anno, dall'attuale 8,5%.

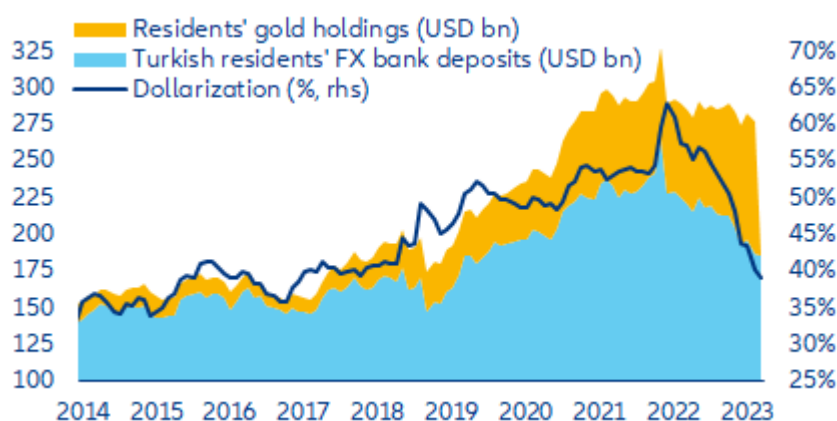
Figura 1: Turchia - indicatori monetari



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Le politiche di "lirizzazione" della Turchia hanno funzionato per quanto riguarda i depositi bancari, ma i residenti hanno in gran parte sostituito i depositi in valuta estera con depositi in oro come copertura dell'inflazione. Dalla fine del 2021, le autorità turche hanno intrapreso una politica di lirizzazione per stabilizzare la valuta tra le pressioni esercitate da una serie di tagli dei tassi d'interesse, nonostante l'impennata dell'inflazione. I depositi bancari dei residenti turchi indicano che la politica ha funzionato. Dopo l'adozione di numerose norme nel 2022 per dissuadere l'uso di valuta estera (FX) - compresi i depositi in lire protetti dal deprezzamento garantito dallo Stato - la quota dei depositi bancari in FX dei residenti è scesa da un picco del 63% nel dicembre 2021 al 39% nel marzo 2023. Ciò ha permesso alla CBRT di raggiungere in anticipo l'obiettivo di portare la quota dei depositi in lire al 60%. Dubitiamo però che questo sia sufficiente per raggiungere il secondo obiettivo, ovvero stabilizzare la valuta più a lungo. Anche i residenti turchi non sembrano convinti. Da fine 2021 a febbraio 2023 hanno aumentato le loro disponibilità in oro di 28 miliardi di dollari, a fronte di un calo di 41 miliardi di dollari dei depositi bancari in valuta nello stesso periodo. In altre parole, molti residenti turchi si sono rivolti all'oro come copertura dall'inflazione (la Figura 2 mostra che questa tendenza è iniziata già dopo la crisi valutaria del 2018 e si è intensificata nel 2022). Ciò contrasta anche con l'invito rivolto dal Presidente Erdogan nel dicembre 2021 ai cittadini turchi a convertire i loro depositi in oro in lire..

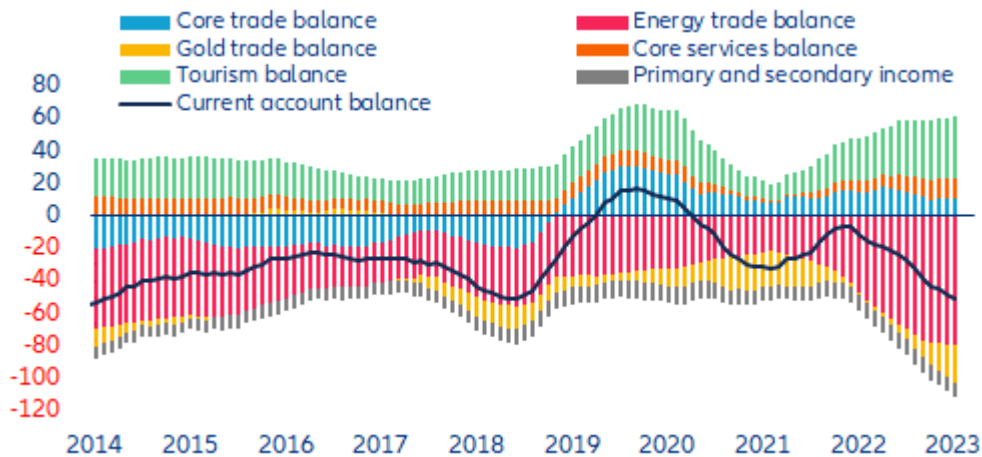
Figura 2: Detenzione di oro e valuta da parte dei residenti turchi e (de)dollarizzazione dei depositi bancari



Fonti: Statistiche nazionali, Refinitiv, Allianz Research

La politica di lirizzazione ha anche contribuito indirettamente all'aumento del deficit delle partite correnti della Turchia dal 2022. L'aumento delle disponibilità auree dei residenti turchi ha portato a un'impennata delle importazioni di oro. Su una base mobile di 12 mesi, il deficit commerciale dell'oro è passato da soli -2 miliardi di dollari nel dicembre 2021 a -24 miliardi di dollari nel gennaio 2023, rappresentando quasi la metà del deficit totale delle partite correnti di -52 miliardi di dollari (circa -5,5% del PIL). Mentre il deficit commerciale dell'energia rimane il principale responsabile del crescente deficit esterno della Turchia, il deficit commerciale dell'oro sta ora aggiungendo una parte significativa (Figura 3) e deve essere pagato con valuta estera..

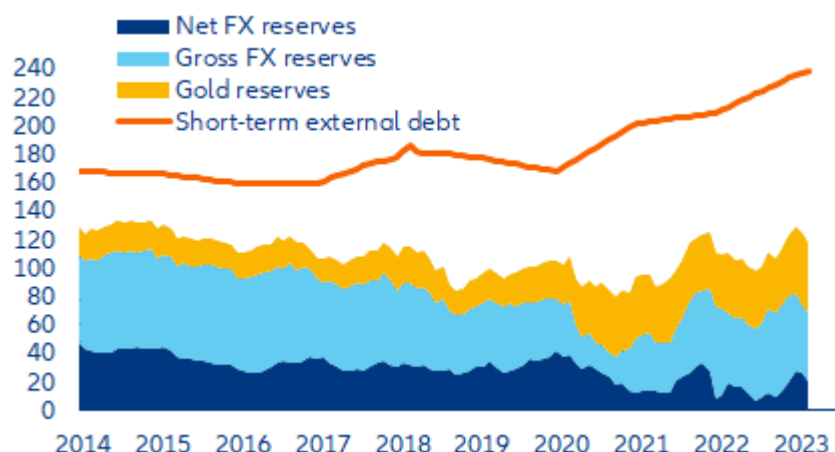
Figura 3: Componenti chiave del conto corrente (miliardi di dollari, somma mobile di 12 mesi, ultimo punto dati = gennaio 2023)



Fonti: Statistiche nazionali, Refinitiv, Allianz Research

In particolare, le riserve internazionali della Turchia rimangono pericolosamente basse, riflettendo un rischio di liquidità esterna ancora molto elevato. Le riserve valutarie lorde della CBRT si attestavano a 69 miliardi di dollari a fine febbraio 2023, lo stesso valore di un anno prima, ma hanno mostrato una notevole volatilità. Dopo essere scese a un minimo di 57 miliardi di dollari a metà del 2022, sono salite a un massimo temporaneo di 83 miliardi di dollari a dicembre, prima di scendere nuovamente all'inizio del 2023. In ogni caso, le riserve lorde in valuta estera hanno coperto meno di tre mesi di importazioni dall'inizio del 2022 (attualmente 2,4 mesi; tre mesi sono considerati appena sufficienti). In altri termini, il livello delle riserve valutarie lorde appare molto peggiore, poiché coprono solo il 30% circa di tutti i pagamenti del debito estero in scadenza nei prossimi 12 mesi (stimati in circa 235 miliardi di dollari), ben al di sotto di un rapporto adeguato del 100%. Il quadro diventa ancora più preoccupante se si considerano le riserve nette in valuta (che escludono tutti i depositi in valuta parcheggiati presso la CBRT dalle banche locali), che attualmente ammontano a meno di 20 miliardi di dollari. Nel complesso, le riserve in valuta della CBRT sono troppo basse per difendere la TRY a lungo. Inoltre, nell'eventualità di uno shock esterno che porti a deflussi di capitale duraturi dai mercati emergenti nel loro complesso, o dalla Turchia in particolare, le imprese turche avrebbero difficoltà ad ammortizzare o a rinnovare il debito in valuta in scadenza. Anche tenendo conto delle attuali riserve auree della CBRT (che sono meno liquide di quelle in valuta), le riserve totali coprono appena la metà del debito a breve termine della Turchia (cfr. Figura 4). La CBRT potrebbe a un certo punto dover ricorrere ai controlli sui capitali per difendere la TRY o evitare la valuta in caduta libera..

Figura 4: Riserve internazionali e debito estero a breve termine (base delle scadenze residue), miliardi di USD



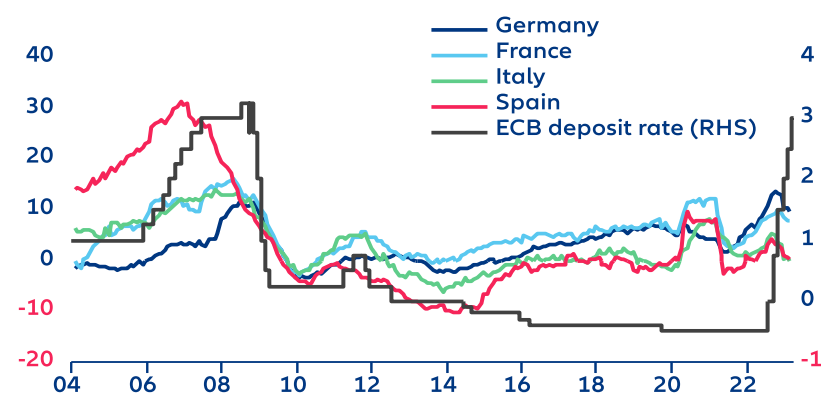
Fonti: Statistiche nazionali, Refinitiv, Allianz Research

Il credito dell'Eurozona: una stretta piuttosto che un'accelerazione

Oltre al forte aumento dei tassi di interesse, le attuali turbolenze nel settore bancario hanno sollevato ulteriori preoccupazioni sulle prossime dinamiche di crescita del credito nell'Eurozona. Dal luglio 2022, la BCE ha aumentato i tassi di 300 pb, contribuendo a normalizzare l'inflazione al 6,9% a marzo da un picco del 10,6% nell'ottobre 2022. Tuttavia, a causa dell'aumento dei tassi di prestito, la crescita del credito al settore privato ha iniziato a rallentare a ottobre (il tasso annuo è sceso al 6,6% dal 7,1% del mese precedente) e poi ha continuato a scendere piuttosto lentamente (4,3% a/a a febbraio 2023).

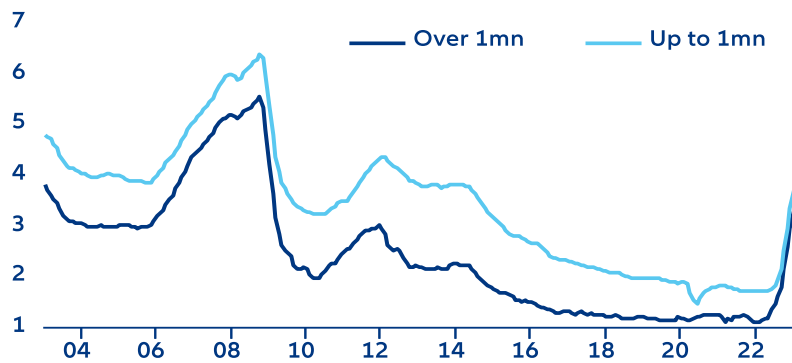
Non prevediamo un arresto improvviso dei flussi di credito nei prossimi trimestri. Tuttavia, la tendenza al calo continuerà, dato che la domanda si sta raffreddando, a causa dell'aumento dei costi di finanziamento, e le banche continuano a inasprire gli standard di credito. L'incidente di UBS-Credit Suisse ha portato gli istituti di credito europei sotto i riflettori dopo oltre un decennio di sforzi e miglioramenti successivi alla crisi del debito sovrano. Sulla scorta di questo episodio, riteniamo che ora le banche privilegeranno lo stato di salute dei loro bilanci ed esamineranno attentamente le richieste di prestito invece di aumentare i volumi di credito. Analogamente all'inasprimento delle condizioni di prestito per il credito alle imprese osservato durante la Grande Crisi Finanziaria del 2008/2009, alla fine del 2022 gli standard di credito si erano già inaspriti per le imprese delle quattro grandi economie dell'Eurozona. Riteniamo che probabilmente si inaspriranno ulteriormente, dato che le banche devono far fronte alla pressione dell'aumento dei tassi d'interesse (grafico 7).

Figura 5: Crescita annuale dei prestiti alle SNF rispetto al tasso di deposito della BCE (%)



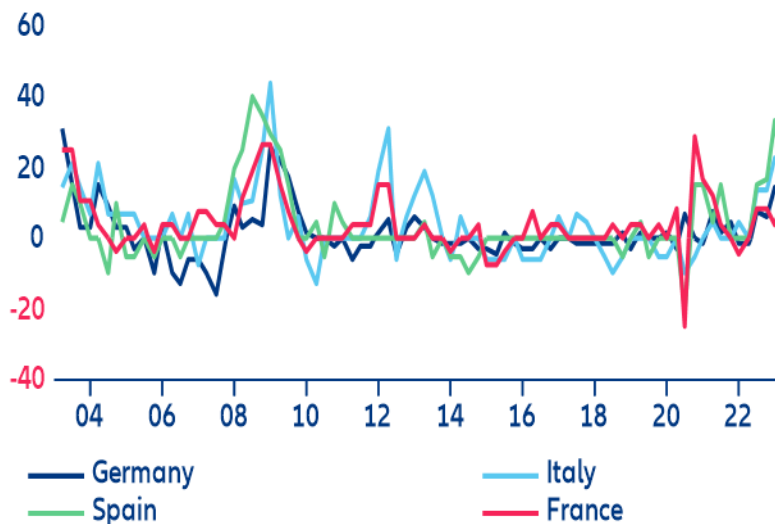
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 6: Eurozona - tassi di prestito alle società non finanziarie, nuovi prestiti (%)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

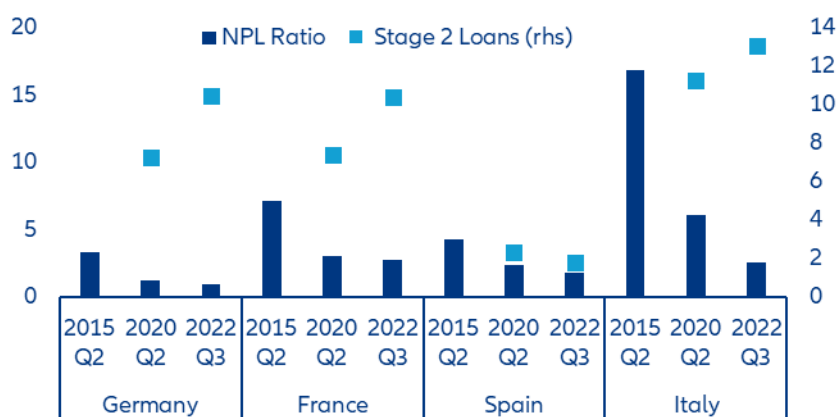
Figura 7: Indagine sui prestiti bancari della BCE - standard di credito per i prestiti alle imprese (indice di diffusione)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Il deterioramento della qualità delle attività rimane un indizio precoce di una contrazione del credito. In passato, cicli di inasprimento più brevi (ad esempio, gennaio 2006: 2,5 anni e +225 pb; agosto 2011: 4 mesi e +50 pb) hanno comportato tassi di crescita dei prestiti negativi in tutta l'Eurozona (Figura 5), data la più profonda contrazione dell'attività economica e le condizioni dei portafogli di prestiti delle banche in quel momento, che impedivano loro di erogare credito. Sebbene la qualità degli attivi delle banche sia migliorata, anche durante la pandemia (i rapporti NPL continuano a diminuire), si osserva un aumento dei prestiti di fase 2 (prestiti con un significativo deterioramento della qualità del credito dal riconoscimento iniziale) a partire dalla metà del 2020 (Figura 8). Ci si aspetta un moderato aumento degli NPL, ma non così grande come quello registrato durante le crisi precedenti, che avrebbe provocato un'improvvisa interruzione dei flussi di credito.

Figura 8: Qualità dell'attivo delle IFM - rapporto NPL (%) e prestiti di secondo livello (destra), %

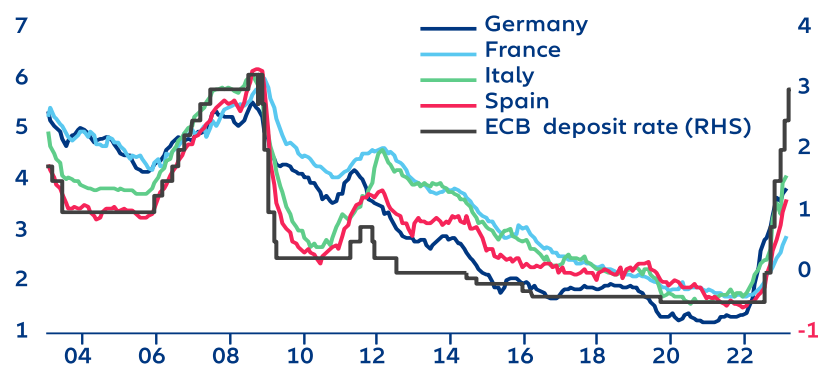


Fonti: BCE SWD, Allianz Research

I prestiti per l'acquisto di abitazioni sono sotto i riflettori, con potenziali ricadute sul settore immobiliare.

Rispetto ai prestiti alle imprese, i prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un indebolimento più graduale negli ultimi mesi, nonostante i tassi ipotecari siano più che raddoppiati negli ultimi sei mesi (Figura 9); la crescita dei prestiti è scesa al 3,7% annuo a febbraio dal 5,3% annuo del luglio 2022. Questo fenomeno è particolarmente rilevante in Italia, Germania e Spagna, mentre in Francia il passaggio è stato più moderato a causa delle leggi bancarie locali.

Figura 9: Tassi di interesse per i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (nuove attività) rispetto al tasso di deposito della BCE (%)



Fonti: BCE SDW, Allianz Research

L'orologio di Minsky - La prossima goccia che fa traboccare il vaso

L'inasprimento della politica monetaria sta rivelando le crepe del sistema finanziario globale. Alla base del modello Fisher-Minsky-Kindleberger di bolle e crisi finanziarie c'è l'idea che la stabilità generi instabilità. In effetti, dalla Grande Crisi Finanziaria fino al 2021, i mercati dei capitali hanno vissuto un lungo periodo di bassa inflazione e bassi tassi di riferimento che, insieme al pervasivo azzardo morale, hanno favorito una caccia sfrenata al rendimento. L'indebitamento totale è aumentato, poiché gli investitori hanno finanziato attività rischiose prendendo in prestito fondi da banche e società non assimilabili a banche. Dal 2021, il passaggio a una politica monetaria più restrittiva ha rivelato le molteplici forme che assume la leva finanziaria, dal reverse factoring (Greensill Capital) e dai total return equity swap (Archegos) agli interest rate swap (fondi pensione britannici), ai prestiti più o meno correttamente dichiarati (Adani) e all'eccessiva emissione di strumenti finanziari (FTX). Nel caso della Silicon Valley Bank, più vicina al centro del sistema finanziario, è stata la combinazione di rischio di trasformazione (finanziamento di attività a lunga scadenza con depositi a vista), rischio di interesse (un ampio portafoglio di obbligazioni a lunga scadenza) e rischio

di tesoreria (eccessiva concentrazione dei depositi dei depositanti della SVB in un'unica banca) a rivelarsi letale. Questi errori sono così gravi che è difficile non pensare che l'azzardo morale abbia giocato un ruolo nella loro nascita. Infine, la scomparsa del Crédit Suisse mostra come l'esposizione a incidenti periferici (Greensill, Archegos) possa contribuire a far crollare le istituzioni sistemiche..

Da dove arriverà il prossimo incidente finanziario? La risposta generalmente accettata è: dalle istituzioni finanziarie non bancarie.¹ In varia misura, le NBFi sono effettivamente esposte a un rischio bidimensionale notoriamente letale: il rischio di trasformazione (o disallineamento attività/passività) sommato al rischio di mercato sulle loro attività. E le NBFi sono cresciute molto dal 2007-2008 fino a superare i 60 miliardi di dollari su scala globale nel 2020.

Negli Stati Uniti, alla fine del 2021, le attività delle NBFi erano 2,3 volte superiori a quelle delle banche, guidate dai fondi aperti azionari (26,5% del totale), dai fondi pensione (a prestazione definita) (14,6%), dagli ETF (12,9%), dai fondi aperti obbligazionari (10,1%), dai fondi del mercato monetario (9,5%) e dagli assicuratori vita (9,1%). I fondi pensione erano esposti soprattutto alle azioni e alle obbligazioni societarie, gli ETF alle azioni e gli assicuratori vita alle obbligazioni societarie. Purtroppo, questo tipo di matrice dettagliata delle partecipazioni incrociate (chi possiede cosa?) è incompleta: non dice nulla sull'esposizione agli immobili commerciali o, più in generale, agli asset alternativi. Eppure, le richieste di ritiro che ha dovuto affrontare il Real Estate Income Trust di Blackstone dimostrano che gli asset non quotati non sono immuni da una crisi di liquidità. Poiché questo tipo di matrice dettagliata di partecipazioni incrociate non è disponibile in altre giurisdizioni, non ci sono informazioni sufficienti per valutare appieno il rischio di contagio nel sistema finanziario globale.

Brasile - Nuovo quadro fiscale, fine dell'incertezza?

Nuovo governo, vecchia sfida. Con il rapporto debito/PIL che potrebbe avvicinarsi al 100% del PIL entro il 2026², il consolidamento fiscale è in cima all'agenda del nuovo governo brasiliano. La scorsa settimana, il Ministero delle Finanze ha annunciato un nuovo quadro fiscale per sostituire il tetto di spesa in vigore dal 2017. La proposta limita la variazione della spesa al 70% della variazione delle entrate osservata nei 12 mesi precedenti (fino a luglio). Inoltre, stabilisce un limite minimo e massimo per la crescita della spesa reale, che non può essere inferiore allo 0,6% o superiore al 2,5% all'anno.³ Inoltre, il quadro normativo prevede un obiettivo di avanzo primario (più o meno 0,25%) e un meccanismo di blocco delle spese in caso di mancato rispetto. Pertanto, se l'avanzo supera il limite superiore della banda, viene utilizzato per gli investimenti dell'anno successivo. Se è inferiore al limite minimo, la spesa aumenta meno nell'anno successivo: 50% dell'aumento delle entrate. Con le nuove regole, il governo stima di poter raggiungere un surplus entro il 2025⁴.

Il quadro normativo presenta diversi aspetti positivi, ma il diavolo si nasconde nei dettagli. Il limite alle spese generali, la possibilità di correggere la rotta e l'impegno a risparmiare persino alcune entrate sono tutti passi nella giusta direzione. Tuttavia, uno dei problemi principali è il legame tra spese ed entrate, perché è molto difficile tagliare le spese, molte delle quali sono fisse. Anche la spesa discrezionale è molto difficile da tagliare, soprattutto in tempi in cui le entrate fiscali crescono meno o addirittura diminuiscono. Il governo non ha ancora stabilito come verranno effettuati esattamente i tagli alla spesa. Affinché il nuovo quadro fiscale sia credibile in un periodo di mancata crescita del PIL, deve essere accompagnato da una riforma della spesa.

¹ *Federal Reserve Bank of New York, marzo 2023, Staff report n. 1057, Non-Bank Financial Institutions and Banks' Fire-Sale Vulnerabilities (Istituzioni finanziarie non bancarie e vulnerabilità delle banche)..*

² *Si veda il nostro report [Brazilian elections: The calm before the storm?](#)*

³ *Ad esempio, se le entrate crescono del 6%, la regola del 70% consente alle spese di aumentare del 4,2%, ma il tetto massimo sarà del 2,5%, per cui il ritmo delle spese sarà sempre inferiore a quello delle entrate.*

⁴ *Per il 2023 si prevede un deficit primario dello 0,5% del PIL. Nel 2024, il deficit sarebbe pari a zero. E nel 2025 si registrerebbe un avanzo dello 0,5% del PIL.*

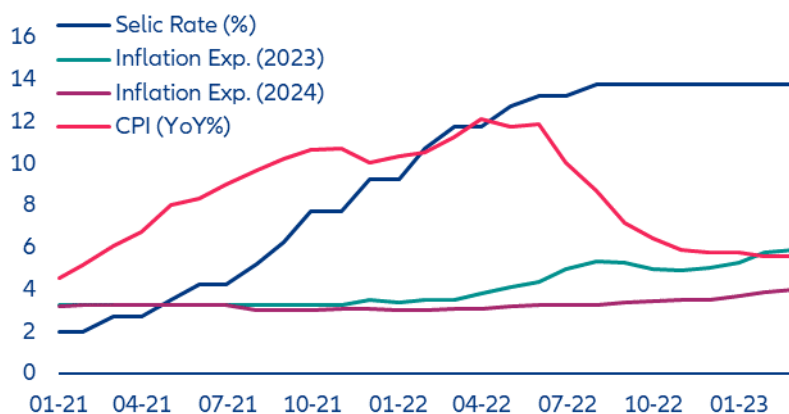
Di conseguenza, il governo dovrà aumentare in modo significativo le proprie entrate. Negli ultimi anni, il governo brasiliano ha beneficiato di entrate consistenti grazie all'aumento dell'inflazione, al boom dei prezzi delle materie prime e alla riapertura dell'economia dopo le serrate di Covid-19. Poiché è improbabile che queste condizioni si ripetano, il governo dovrà trovare nuove fonti di entrate per raggiungere gli ambiziosi obiettivi di risultato primario, importanti per stabilizzare il rapporto debito pubblico/PIL

Secondo il Ministro delle Finanze, le entrate devono aumentare tra i 100 e i 150 miliardi di reais per rendere il piano credibile e bilanciare i conti pubblici. Per raggiungere questo obiettivo, la strategia del governo sarebbe quella di tassare chi non paga le tasse. Si prevede infatti che presto saranno annunciate nuove misure che, tra l'altro, aumenteranno la tassazione in nuovi segmenti (ad esempio le scommesse sportive elettroniche), tasseranno i fondi di investimento e cercheranno anche di ridurre le esenzioni fiscali, anche se quest'ultima ipotesi sarà probabilmente difficile da attuare dal punto di vista politico. Per ora non è stato preso in considerazione un aumento delle tasse, ma non si può escludere del tutto nel medio termine, poiché il governo dovrà ancora confrontarsi con il Congresso e le lobby politiche sulle altre modifiche fiscali. Molto probabilmente cercherà di affrontare il tema dell'imposta sul reddito in una seconda fase della riforma fiscale in corso.

Nel complesso, il quadro potrebbe portare a una convergenza del debito molto lenta. Il successo dipende da un aumento significativo delle entrate e/o da un incremento della crescita del PIL reale, che non ci aspettiamo superi il +2,5% entro il 2026. Pertanto, riteniamo che il governo sia stato piuttosto ottimista nel fissare i parametri per i tassi di interesse e la crescita del PIL reale, il che suggerisce un probabile aggiustamento degli obiettivi di avanzo primario.

Sebbene i mercati abbiano reagito positivamente all'annuncio - il BRL si è apprezzato dell'1,2% - è troppo presto per dichiarare vittoria. Poiché sono necessari ulteriori chiarimenti, ci aspettiamo volatilità nel breve termine. Nel frattempo, nonostante le pressioni del governo sulla banca centrale, non ci aspettiamo un taglio immediato dei tassi d'interesse fino a quando non verrà rilasciato un quadro fiscale solido e credibile e le aspettative di inflazione non si ridurranno.

Figura 10: Tasso di interesse e inflazione in Brasile



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

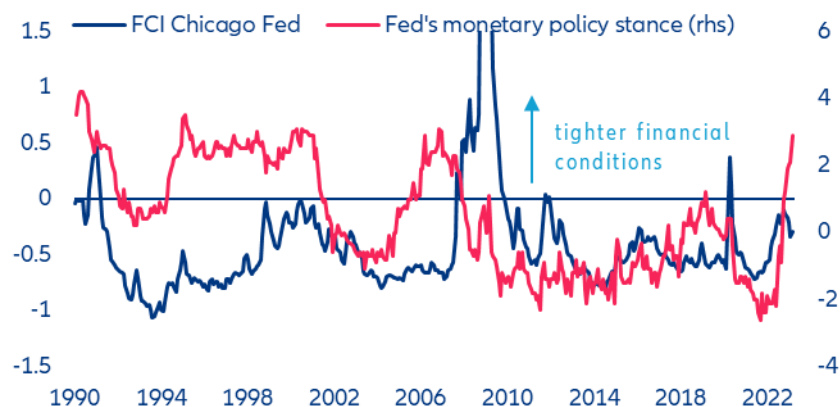
Stati Uniti - Crisi del credito in atto?

La stretta monetaria più forte degli ultimi decenni da parte della Fed ha finora colpito il mercato immobiliare statunitense, ma l'economia nel suo complesso è rimasta straordinariamente resistente. Nel 2022 la Fed ha avviato la stretta monetaria più rapida dagli anni Ottanta. I tassi di interesse sono stati alzati per la prima volta in questo ciclo nel marzo 2022, ma il ritmo dei rialzi è stato accelerato dal giugno 2022. La Fed ha effettuato quattro aumenti successivi dei tassi di 75 pb fino a novembre 2022. Il bilancio ha iniziato a ridursi nel luglio 2022 attraverso il ritiro dei titoli garantiti da ipoteca (MBS) e dei Treasury.

Essendo il settore economico più sensibile ai tassi di interesse, il mercato immobiliare è stato il primo a risentirne, con un crollo delle transazioni e dell'attività edilizia a partire dall'estate 2022. Tuttavia, l'economia statunitense nel suo complesso ha mostrato poche crepe finora. Il PIL ha registrato un'espansione superiore al trend del +3,2% nel T3 2022 e del +2,6% nel T4 2022 (annualizzato). Ma il quadro economico sottostante è meno roseo. La crescita delle vendite finali nazionali - un indicatore migliore dello stato di salute dell'economia interna, che esclude l'effetto del commercio netto e delle oscillazioni delle scorte - si è fermata a un poco brillante +0,7% nel 4° trimestre 2022. Tuttavia, ci aspettiamo che il PIL sia cresciuto di un robusto +2% nel T1 2023 (i dati saranno resi noti il 27 aprile), e che la domanda interna sottostante abbia effettivamente preso ritmo, sostenuta dalla spesa dei consumatori. Quindi la domanda è: quando la Fed finirà per far crollare l'economia?

Le misure delle condizioni finanziarie basate sul mercato appaiono troppo allentate rispetto all'orientamento restrittivo della Fed. L'orientamento monetario della Fed è meglio misurato dal tasso di interesse reale, perché ciò che conta in ultima analisi per le imprese e le famiglie che hanno bisogno di prendere in prestito denaro è il tasso di interesse reale, non quello nominale. Tuttavia, riteniamo che un errore di fondo di alcuni analisti finanziari sia quello di prendere in considerazione l'inflazione corrente per calcolare il tasso di interesse reale. Poiché l'interesse è una variabile prospettica (cioè quanto sarà dovuto a una certa data futura), il confronto con l'inflazione è anch'esso prospettico (cioè quanto cambieranno i prezzi a quella stessa data futura). La nostra misura preferita della posizione della Fed è quindi definita dal rendimento dei buoni del Tesoro a 1 anno, deflazionato dalle aspettative di inflazione a 1 anno, derivate dalla Fed di Cleveland (una misura che si basa sia sui prezzi delle obbligazioni che sui dati dei sondaggi). In base a questa metrica, i tassi reali sono saliti al di sopra del 2%, il massimo dal 2007 (grafico 11).

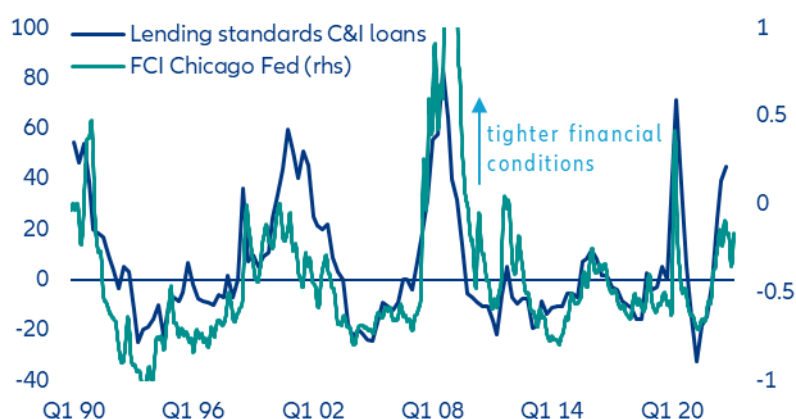
Figura 11: Posizione monetaria della Fed e indice delle condizioni finanziarie (FCI)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Anche dopo che la Fed avrà smesso di alzare i tassi di interesse - pensiamo che il picco sarà raggiunto a maggio - i tassi reali continueranno probabilmente a crescere, poiché le aspettative di inflazione si riducono. Dalla crisi finanziaria globale del 2007-08, i tassi reali hanno una stretta correlazione con le condizioni finanziarie (misurate dalla Fed di Chicago, ancora Figura 11). Le condizioni finanziarie sono misurate dai prezzi di varie attività finanziarie, come i prezzi delle azioni, gli spread creditizi e i rendimenti dei Treasury. In effetti, il FCI è attualmente vicino alla sua media storica, ben lungi dall'essere in territorio restrittivo (e nonostante le turbolenze bancarie). Al contrario, gli standard di prestito delle banche - non inclusi negli ICF tradizionali (perché misurati con una frequenza molto più bassa) - si sono notevolmente inaspriti negli ultimi tre trimestri (Figura 12). Anche in questo caso le condizioni finanziarie appaiono troppo allentate e sono destinate a inasprirsi, tanto più che ci aspettiamo un ulteriore inasprimento degli standard di prestito nei prossimi trimestri sulla scia delle turbolenze nel settore bancario. Con condizioni finanziarie (esclusi gli standard di prestito delle banche) ancora lontane dall'essere rigide, non sorprende che l'economia statunitense sia stata così resistente..

Figure 12: Banks' lending standards & financial conditions index (FCI)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Ci si chiede quindi perché i mercati finanziari non siano in sintonia con la posizione della Fed. Riteniamo che una spiegazione convincente sia che i mercati soffrano (ancora) di perplessità, giudicando erroneamente la posizione della Fed. Infatti, i tassi reali misurati con l'inflazione corrente appaiono ancora bassi, illudendo il mercato che la posizione della Fed non sia molto restrittiva (Figura 13). Un cuneo così ampio tra i tassi reali basati sull'inflazione attesa e quelli basati sull'inflazione corrente non è mai stato osservato nella storia recente.

Figura 13: Tassi di interesse reali



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

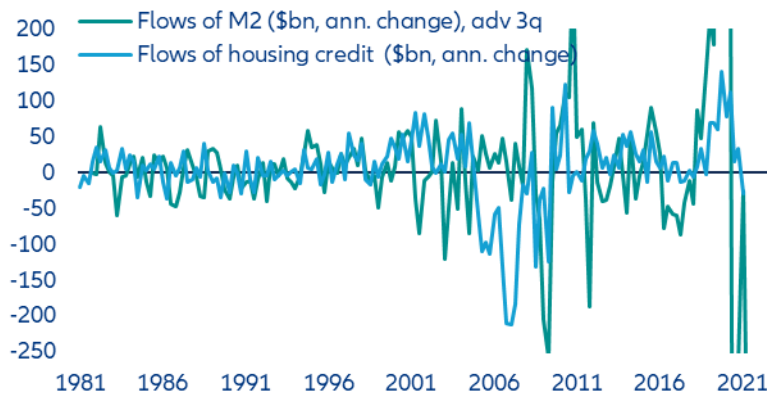
Ma l'inasprimento degli standard di prestito e il calo dei prezzi delle case sono già presenti nella nostra previsione. Stimiamo che avranno il massimo impatto sul PIL all'inizio del 2024 - quasi due anni dopo l'inizio del rialzo dei tassi da parte della Fed - per un valore di -2 punti percentuali. Non sappiamo con certezza se, o di quanto, le condizioni finanziarie di mercato si inaspriranno nelle prossime settimane o mesi. Tuttavia, anche se le condizioni finanziarie di mercato non si inaspriscono ulteriormente, riteniamo che il calo dei prezzi reali delle case e l'inasprimento degli standard di prestito avranno un peso crescente sull'economia a partire dalla seconda metà del 2023..

La nostra ricerca precedente⁵ ha dimostrato che l'inasprimento degli standard di prestito segnala un forte calo dei prestiti commerciali e industriali e dei prestiti con carta di credito dalla seconda metà del 2023 al

⁵ *Matrimonio riparatore svizzero - Quale sarà il prossimo? 24 marzo 2023 (Riserva Federale degli Stati Uniti: ancora un rialzo dei tassi).*

primo trimestre del 2024. Ora analizziamo l'impatto sul PIL dei prezzi delle case utilizzando il nostro modello statistico proprietario che collega il PIL, i prezzi reali delle azioni, i rendimenti reali delle imprese a 10 anni e i prezzi reali delle case (utilizzando l'indice S&P Case-Shiller). Come abbiamo già evidenziato in precedenza, la rapida contrazione dei flussi M2 segnala una forte riduzione dei flussi di credito immobiliare nei prossimi tre trimestri (Figura 14). Questo a sua volta suggerisce che il processo di costruzione delle case potrebbe diminuire del -10-15%. I prezzi reali delle case hanno iniziato a diminuire nel giugno 2022 e ora sono a -5,7% dal loro picco.

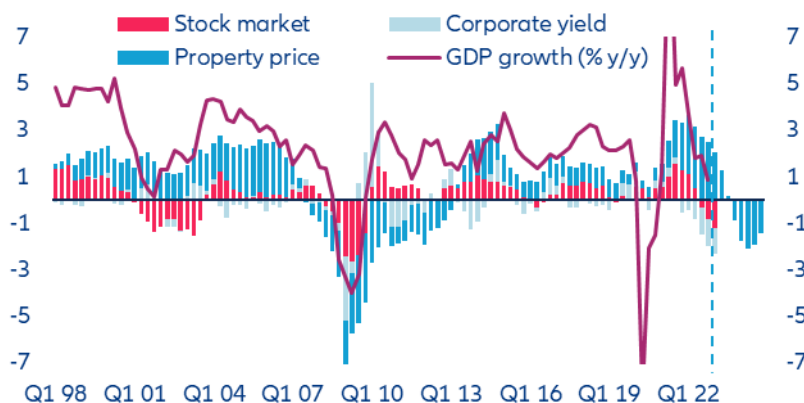
Figura 14: Flussi di M2 e credito immobiliare



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Inseriamo questa previsione sui prezzi delle case nel nostro modello statistico per valutare l'impatto sul PIL (mantenendo i prezzi delle azioni e i costi di finanziamento al loro ultimo livello). Il nostro modello considera gli effetti di ritardo delle condizioni finanziarie sulla crescita del PIL, sulla base di una stima che va dai primi anni '90 al 2019. Scopriamo che i prezzi delle case stavano ancora sostenendo il PIL annuale di ben +2pps nel 1° trimestre 2023 (Figura 15). Ma entro il 4° trimestre del 2023, i prezzi delle case dovrebbero iniziare a trascinare l'economia (di circa -1pp) e raggiungeranno l'impatto massimo nel 2024, con un calo di -2pp.

Figura 15: Allianz FCI e crescita del PIL

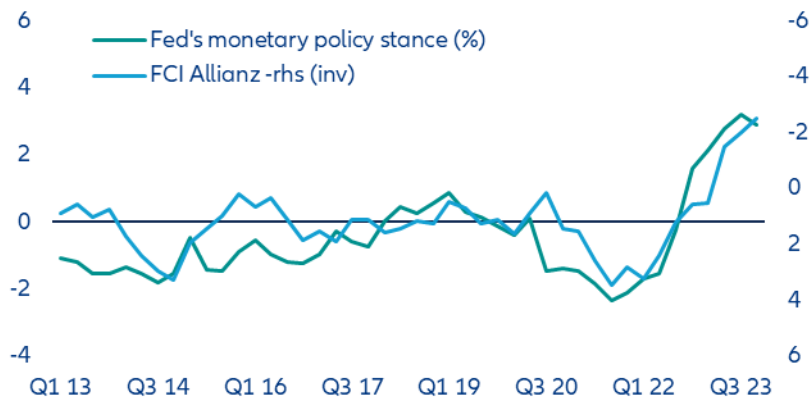


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Un aggiustamento delle condizioni finanziarie di mercato potrebbe far calare il PIL di -2pps cumulativi quest'anno. Esaminiamo ora l'impatto sul PIL di un inasprimento delle condizioni finanziarie di mercato utilizzando un modello macro semplice e molto stilizzato (vedi appendice). Il modello è trimestrale e si compone di quattro equazioni: una curva IS (per misurare l'impatto del flusso di capitali sul PIL), una curva di Phillips, una legge di moto sull'aspettativa di inflazione e un'equazione FCI. L'equazione del FCI presuppone che il FCI ritorni a un livello compatibile con la posizione della Fed entro il terzo trimestre del

2023 (Figura 16). Ciò significa un rapido inasprimento delle condizioni finanziarie. Utilizziamo il nostro FCI interno, che è un mix di condizioni di finanziamento basate sul mercato (prezzi delle azioni e costi dei prestiti) e prezzi delle case. L'unica variabile esogena del modello è il rendimento nominale del Tesoro a 1 anno, controllato dalla Fed. Inseriamo le nostre previsioni per il rendimento del Tesoro a 1 anno: 5,15% in media nel 2° trimestre 2023, 5,25% nel 3° trimestre 2023 e 4,9% nel 4° trimestre 2023. In base a queste ipotesi, il PIL subirebbe un calo cumulativo di 2 punti percentuali tra il secondo e il terzo trimestre del 2023, per poi recuperare a partire dal quarto trimestre del 2023.

Figura 16: Previsione Allianz FCI e Fed stance



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Nel complesso, i nostri due approcci suggeriscono che la politica monetaria della Fed raggiungerà probabilmente il suo massimo impatto intorno alla fine del 2023/inizio 2024. Le nostre due stime basate su approcci diversi non si sommano (si sovrappongono parzialmente), ma suggeriscono che la combinazione di un riassetto dei prezzi nei mercati finanziari e di una contrazione del credito/caduta dei prezzi delle case avrebbe un impatto considerevole sulla crescita. In linea di massima, essi sostengono la nostra previsione di una recessione negli Stati Uniti nella seconda metà del 2023, con un probabile calo del PIL del -1%. Nel caso in cui la situazione dovesse peggiorare, ci aspetteremmo una recessione ritardata ma più profonda (a partire dal 4° trimestre 2023 anziché dal 3° trimestre).

APPENDICE: Modello macro stilizzato statunitense

- **IS curva**

$$y_t = \alpha \cdot y_{t-1} + FCI_t + FS_t$$

Il divario tra prodotto effettivo e potenziale y_t è determinato dal suo sfasamento, dal FCI e dalla posizione fiscale FS . FCI e FS sono già espressi in termini di impatto sulla crescita, quindi il loro coefficiente è pari a 1. In questa analisi si assume che la posizione fiscale sia neutrale nell'orizzonte di previsione. La crescita del PIL è ricavata dall'output gap e dalla crescita potenziale. Si ipotizza che la crescita potenziale sia dell'1,9% nell'orizzonte di previsione.

- **Phillips curva**

$$\pi_t = \beta_1 \cdot \pi_{t-1} + \beta_2 \cdot oil_t + \beta_3 \cdot GSCP_t + \beta_4 \cdot \pi_{t-1}^e + \beta_5 \cdot y_t$$

Il tasso di inflazione π_t è determinato dal suo effetto ritardato, dal prezzo del petrolio oil_t , dall'indice di pressione della catena di fornitura globale $GSCP_t$ (costruita dalla NY Fed), dalle aspettative di inflazione a 1 anno di distanza π_t^e (misurato dalla Cleveland Fed), e dal divario di produzione.

- **Legge del movimento**

$$\pi_t^e = c_1 \cdot \pi_{t-1} + c_2 \cdot \pi^{target}$$

Le aspettative di inflazione sono determinate dall'inflazione passata e dall'obiettivo di inflazione della Fed del 2%.

- **FCI equazione**

$$FCI_t = d \cdot (i_t - \pi_t^e)$$

Le condizioni finanziarie FCI sono determinate dall'orientamento monetario della Fed, definito come il tasso del Tesoro a 1 anno i_t deflazionate dalle aspettative di inflazione. i_t e FS_t sono le uniche due variabili esogene del modello, in quanto controllate dai responsabili delle politiche (la Fed e il governo).

Il modello è trimestrale ed è stimato sul periodo 1Q1997-3Q2022 (tranne che per l'equazione FCI).

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali. Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

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

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