

Allianz Research

# Calo dell'inflazione in USA: quanto è merito della Fed?

Cosa guardare: Decisione sui tassi di interesse della BCE, elezioni spagnole e recessione commerciale in corso

21 Luglio 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  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

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

Andreas Jobst  
Head of Macroeconomic and  
Capital Markets Research  
[andreas.jobst@allianz.com](mailto:andreas.jobst@allianz.com)

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

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

Marco Caccia  
Research Assistant  
[marco.caccia@allianz.com](mailto:marco.caccia@allianz.com)

## Cosa osservare

- **Prossima riunione del Consiglio direttivo della BCE** - non molto più alto, ma per un periodo più lungo
- **Elezioni spagnole** - basse conseguenze economiche, alto impatto sociale e politico (sovranazionale)
- **L'affossamento del commercio globale è un dato di fatto** - gli ultimi dati provenienti dalla Cina e dal Sud-Est asiatico confermano la nostra visione di una recessione commerciale di circa -0,9% nel 2023

## In primo piano - La disinflazione immacolata degli Stati Uniti: Quanto dobbiamo ringraziare la Fed?

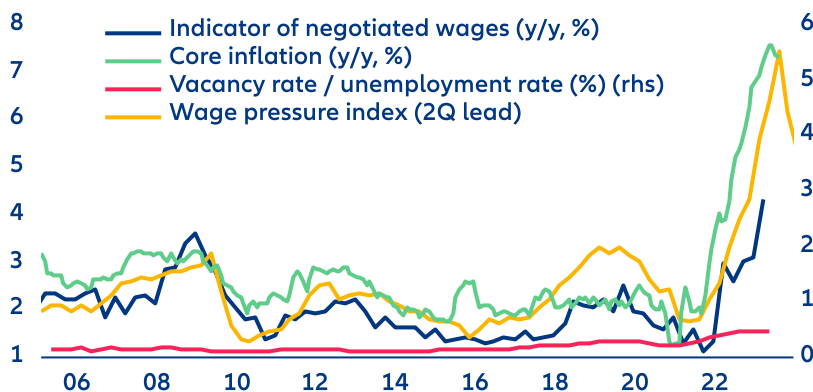
- **La metà del calo dell'inflazione statunitense rispetto all'anno scorso è merito della Fed.** Il calo dell'inflazione al 3% in giugno ha rallegrato i mercati. Troviamo che la Fed abbia contribuito a ridurre l'inflazione attraverso due canali: (i) raffreddando la crescita della domanda aggregata (-2pps) e (ii) riuscendo a mantenere ancorate le aspettative di inflazione (-3pps). In totale, la Fed ha fatto scendere l'inflazione di -5 punti percentuali negli ultimi 12 mesi.
- **Il venir meno delle perturbazioni della catena di approvvigionamento ha contribuito in egual misura al calo dell'inflazione.** Il mix tra l'impennata della domanda di beni durante la pandemia e le interruzioni delle catene di approvvigionamento globali legate alla pandemia (in particolare in Asia) è stato il primo fattore scatenante, spingendo l'inflazione statunitense ai massimi storici. Ora che le catene di approvvigionamento globali funzionano normalmente, l'inflazione dei beni è diminuita e ciò ha contribuito a ridurre l'inflazione statunitense di -5 punti percentuali.
- **Tuttavia, i fattori di spinta della domanda hanno fatto salire l'inflazione di quasi +4pps.** La crescita del PIL statunitense è stata notevolmente resistente all'inasprimento della Fed grazie a fattori di compensazione quali la forza del mercato del lavoro, la solida crescita dei consumi delle famiglie finanziata dall'eccesso di risparmio e l'allentamento della politica fiscale (da inizio 2023).
- **In prospettiva, prevediamo che l'inflazione statunitense si aggirerà intorno al 2,5-3,0% fino alla fine del 2023, per poi raggiungere il 2% circa entro l'estate del**

**2024.** I rapidi cali dell'inflazione sono ormai alle spalle grazie al fatto che l'inflazione energetica diventerà meno negativa nei prossimi mesi. Tuttavia, l'inflazione di fondo e l'inflazione alimentare dovrebbero continuare a diminuire grazie alla riduzione dei costi dei fattori produttivi, alla compressione dei margini aziendali e al rallentamento della crescita salariale. Prevediamo che l'inflazione complessiva e di fondo si attesterà intorno al 2% entro l'estate del 2024. La nostra previsione di un atterraggio morbido del mercato del lavoro è compatibile con un ritorno dell'inflazione al 2%.

## Riunione del Consiglio direttivo della BCE: non molto più in alto, ma per più tempo

È probabile che l'economia dell'Eurozona rimanga in recessione tecnica, registrando un altro trimestre di crescita negativa nel 2° trimestre, mentre l'inflazione rimane scomodamente alta e le condizioni di finanziamento sempre più rigide pesano sull'attività interna. Gli attuali dati delle indagini suggeriscono che il debole slancio della crescita è proseguito negli ultimi mesi tra il rallentamento della produzione, il calo dei volumi degli ordini e la straordinaria riduzione degli investimenti. I recenti dati sulla produzione e sugli ordini di maggio suggeriscono che l'Eurozona registrerà un altro trimestre di crescita negativa. Gli indicatori di fiducia segnalano una chiara inversione di tendenza rispetto alla dinamica positiva dei dati soft dall'inizio dell'anno, sostenuta da una rotazione verso i servizi, che hanno portato lo slancio della crescita. Allo stesso tempo, il mercato del lavoro, ancora relativamente rigido, ha mantenuto alte le pressioni salariali, ma l'inflazione ostinatamente elevata ha intaccato i redditi reali delle famiglie, che si stanno riprendendo lentamente, mantenendo bassi i consumi (Figura 1). Nel complesso, la domanda aggregata sta ristagnando, il che dovrebbe contribuire a rafforzare la tendenza disinflazionistica degli ultimi mesi.

Figura 1: Eurozona - Dinamica salariale e inflazione di base



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: l'indice di pressione salariale si basa sulla misura del sondaggio dei limiti alla produzione dovuti alla scarsità di manodopera e sulle aspettative di inflazione a breve termine

**Anche se l'inflazione è rallentata, soprattutto a causa dell'impatto delle misure di sostegno del governo, le pressioni sui prezzi si ridurranno solo lentamente nella seconda metà di quest'anno.** Prevediamo che i governi ridurranno sempre più la spesa, poiché l'aumento dei tassi d'interesse richiede un consolidamento fiscale. L'inflazione annuale è ancora vicina al triplo dell'obiettivo di stabilità dei prezzi del 2% fissato dalla BCE. L'inflazione globale è scesa al 5,5% annuo a giugno (6,1% annuo a maggio), grazie al calo dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari (-5,6% annuo e 11,7% annuo) - nonostante l'aumento dell'inflazione in Germania - e l'inflazione di fondo è aumentata (di nuovo) al 5,4% annuo (5,3% annuo a maggio), ma rimane al di sotto del record storico del 5,7% annuo a marzo. Tuttavia, l'inflazione energetica scenderà

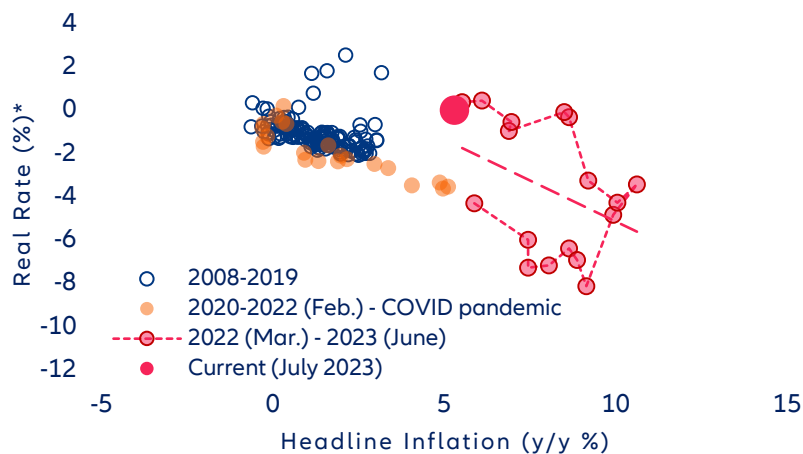
precipitosamente nei prossimi trimestri (a causa di forti effetti disinflazionistici di base) e rappresenterà meno del 10% dell'inflazione complessiva quest'anno.

**Dato l'attuale contesto di stagflazione, la BCE dovrebbe formulare un orientamento sul percorso dei tassi di policy che non rallenti eccessivamente la domanda aggregata e che tenga conto del fatto che l'impatto economico di condizioni di finanziamento più rigide opera con un ritardo ancora maggiore.**

L'aumento dei tassi doma l'inflazione attraverso la restrizione del credito, che ha un impatto completo sulla domanda (consumi e investimenti) con un ritardo, storicamente di 12-18 mesi. Il drastico calo dell'offerta di moneta nell'Eurozona indica che la riduzione del credito ha già rallentato i consumi e gli investimenti, contribuendo a ridurre l'inflazione. Tuttavia, vi sono ragioni per ritenere che questa volta il ritardo sia leggermente maggiore (con conseguente diminuzione dell'efficacia della politica monetaria restrittiva per normalizzare l'inflazione): (1) perché gran parte dell'inflazione è stata determinata dall'offerta (prezzi dell'energia e dei generi alimentari) e (2) l'allentamento quantitativo straordinario prima dello shock inflazionistico, unitamente a una posizione fiscale allentata durante la pandemia e la crisi energetica, ha mantenuto elevati sia la liquidità a livello di sistema che il risparmio in eccesso, sostenendo la domanda aggregata. Vi sono anche altri fattori che spiegano perché la BCE abbia impiegato così tanto tempo per invertire la tendenza dell'inflazione fino ad oggi:

- *Onere del debito delle famiglie:* l'aumento dei tassi ipotecari ha un forte impatto sull'offerta di nuove case e sulla domanda di case esistenti, che preservano la ricchezza delle famiglie; inoltre, negli ultimi anni molte famiglie sono passate al tasso variabile e ai mutui ipotecari.
- *Onere del debito delle imprese:* diminuisce il rischio di rinnovo grazie all'allungamento del profilo di scadenza del debito (ma il costo di rifinanziamento è significativamente più alto in 1-2 anni).
- *Minore intensità di capitale degli investimenti:* gli intangibili/software sono meno sensibili alle condizioni di finanziamento più rigide
- *Sostegno fiscale:* il consolidamento fiscale è ridotto in media quest'anno (ad esempio, impulso fiscale negativo di solo 0,5% nell'Eurozona).

Figura 2: Eurozona - Tassi reali e inflazione complessiva



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: \*/ definito come tasso di policy meno le aspettative di inflazione a breve termine (1 anno).

**La BCE manterrà un percorso di politica monetaria restrittiva basato su un approccio a tre pilastri, facendo dipendere le future modifiche dei tassi di policy dai dati economici e finanziari in arrivo, dalla dinamica dell'inflazione sottostante e dalla forza della trasmissione della politica monetaria.** Mentre l'inflazione si sta raffreddando, le pressioni sui prezzi di fondo sono ancora troppo forti perché la BCE possa fare una pausa. L'inflazione dei servizi rimarrà elevata per il resto dell'anno, con un'accelerazione dei salari sulla scia di una domanda sempre robusta, in particolare per il turismo. L'elevata inflazione di fondo

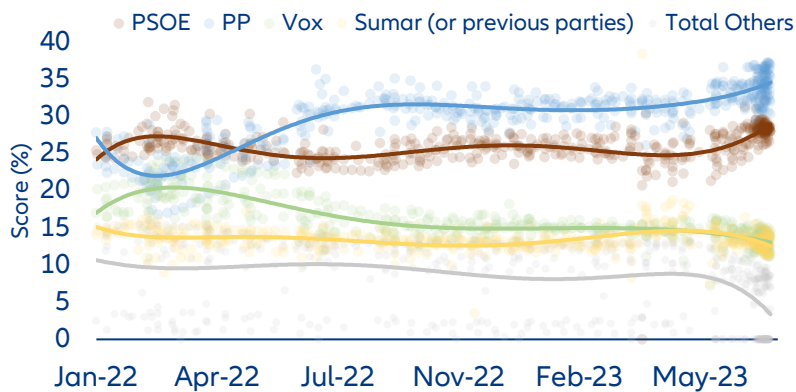
rafforzerà la convinzione del Consiglio direttivo della BCE sulla necessità di ulteriori aumenti dei tassi. Il forte apprezzamento dell'euro da giugno dovrebbe inoltre pesare sulle prospettive di inflazione e crescita.

**Manteniamo la nostra previsione, contenuta nell'Economic Outlook di giugno, secondo cui la BCE effettuerà un rialzo di 25 pb in occasione del Consiglio direttivo della prossima settimana, che è diventato il consenso del mercato nelle ultime settimane.** Prevediamo inoltre un ulteriore rialzo di 25 pb a settembre per un tasso finale del 4,0%, con la BCE che manterrà un atteggiamento restrittivo fino alla metà del 2024 e potrà tagliare i tassi nel 2024 solo se le previsioni di dicembre di quest'anno (o di marzo 2023) mostreranno che l'obiettivo di inflazione del 2% può essere raggiunto nel medio termine. Data l'attuale divergenza tra le previsioni di inflazione dello staff della BCE e delle banche centrali nazionali (BCN) dell'Eurosistema, le preoccupazioni per la stabilità finanziaria e la sostenibilità del debito potrebbero politicizzare la decisione di tagliare i tassi nella seconda metà del prossimo anno. Ciò influenzerà anche la rapidità con cui i tassi reali sono effettivamente aumentati e la misura in cui stanno restringendo le condizioni di finanziamento di per sé senza ulteriori aumenti dei tassi (Figura 2).

## Elezioni spagnole - basse conseguenze economiche, alto impatto sociale e politico (sovranaZIONALE)

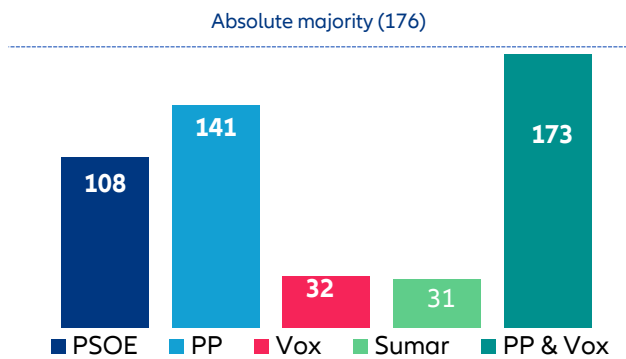
**Una svolta di 180 gradi in arrivo?** Sulla scia delle pesanti sconfitte nelle recenti elezioni regionali e locali del 28 maggio, il Primo Ministro Pedro Sanchez del Partito Socialista dei Lavoratori (PSOE) ha chiesto elezioni anticipate in Spagna, che si terranno il 23 luglio (anziché a dicembre come inizialmente previsto). Con questa decisione, il premier Sanchez spera di evitare ulteriori danni al suo partito e di interrompere lo slancio positivo dei partiti di centro-destra. Resta da vedere se questa strategia darà i suoi frutti. Gli ultimi sondaggi (Figura 3) continuano a mostrare uno spostamento a destra, con il Partido Popular (PP) di Alberto Nunez Feijoo che batte i socialisti (PSOE) del premier Sanchez. Tuttavia, il PSOE ha ridotto il crescente divario con la destra dopo le elezioni regionali, indicando che l'esito delle elezioni generali rimane incerto.

Figura 3: Intenzioni di voto



Fonti: varie fonti, Allianz Research

Figura 4: Stime del numero di seggi che ciascun partito conquisterà secondo gli ultimi sondaggi



Fonti: Fonti multiple, Allianz Research. Nota: le stime si basano sulla media degli ultimi sondaggi (consegnati il 17 luglio).

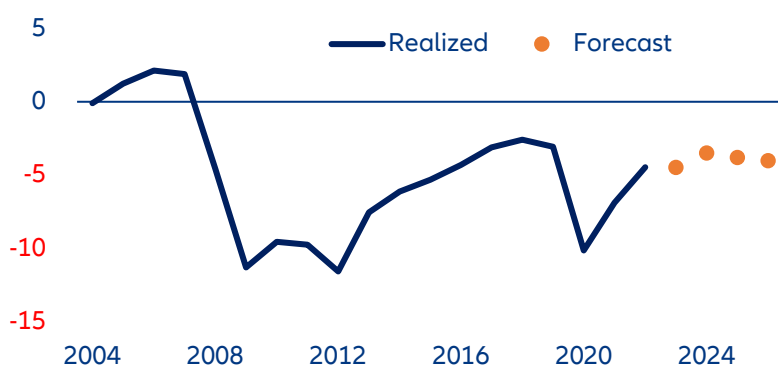
**Un significativo cambiamento sociale (forse) dietro l'angolo.** Nell'ultimo decennio, il panorama politico spagnolo ha subito una significativa trasformazione, con un notevole aumento del numero di partiti. Questa frammentazione ha portato a una maggiore instabilità, poiché è necessario formare governi di coalizione, spesso sulla base di un fragile consenso. I sondaggi indicano che il partito di centro-destra PP probabilmente otterrà il maggior numero di voti, ma non la maggioranza necessaria per formare un governo. Per ottenere la maggioranza dei 350 seggi necessari a formare un governo, il PP dovrebbe quasi certamente allearsi con il partito di estrema destra VOX (Figura xx), una mossa che potrebbe dare all'estrema destra un ruolo nel governo spagnolo per la prima volta dalla fine della dittatura di Francisco Franco nel 1975. È probabile che le misure controverse sull'immigrazione, l'aborto e il genere tornino all'ordine del giorno, poiché il partito sostiene chiaramente la difesa dei valori "tradizionali" spagnoli e della nazione spagnola nei confronti delle minacce interne ed esterne (secessionisti e immigrati, rispettivamente). Si noti, tuttavia, che secondo i recenti sondaggi, una maggioranza parlamentare (176 seggi) per un'alleanza di destra (PP-VOX) non è ancora assicurata (Figura 4), ma dato che il PP ha una storia di risultati elettorali migliori di quelli indicati dai sondaggi, la possibilità di una maggioranza parlamentare è abbastanza probabile.

**Un nuovo governo di destra potrebbe avere un impatto sull'attuale politica economica.** Il governo di sinistra del premier Pedro Sanchez ha adottato una serie di misure e riforme volte ad aumentare la spesa e/o i diritti sociali. Ad esempio, per finanziare le varie misure di stimolo fiscale annunciate l'anno scorso per contenere la crisi energetica, il governo ha introdotto imposte temporanee sui profitti inattesi nei settori dell'energia e delle banche per raccogliere circa 6 miliardi di euro nei prossimi due anni. Se dovesse salire al potere un governo di destra, è probabile che queste misure vengano annullate, poiché i due partiti hanno approcci diversi alla tassazione. Mentre l'attuale governo di sinistra del PSOE propone di ridurre l'onere fiscale sulle famiglie con persone a carico e di mantenere l'imposta sugli immobili, il PP ha sottolineato la necessità di ridurre l'imposta sul reddito delle persone fisiche (IRPF) per le persone che guadagnano meno di 40.000 euro all'anno (circa l'85% del totale) e di ridurre l'IVA sui beni di prima necessità per compensare l'inflazione. È inoltre probabile che un governo di destra cerchi di allentare alcune delle norme introdotte dalla nuova riforma del lavoro. Sul fronte dell'energia, la prevista chiusura delle centrali nucleari nel 2027 potrebbe essere ritardata per garantire l'approvvigionamento energetico. Tuttavia, la portata di questi cambiamenti politici dipenderà dal consenso tra i partner della coalizione e dalla forza della loro maggioranza.

**Indipendentemente da chi vincerà, il consolidamento fiscale sarà fondamentale.** La riattivazione delle regole fiscali europee nel 2024 aumenterà la pressione sulle misure di consolidamento fiscale. Indipendentemente dall'esito delle elezioni, sarà inevitabile intervenire sulle finanze pubbliche, limitando così qualsiasi tentativo di perseguire politiche fiscali più espansive. Sebbene la ripresa economica nel 2021-2022 e l'aumento dell'inflazione a seguito della crisi energetica abbiano contribuito a migliorare il rapporto deficit/PIL e il rapporto debito/PIL, il prossimo governo spagnolo dovrà agire maggiormente in futuro. Mentre un governo di sinistra probabilmente aumenterebbe le tasse, un'alleanza di destra si

concentrerebbe molto probabilmente sulla riduzione dei costi (Figura 5). Si noti che lo sforzo fiscale da compiere nei prossimi anni sarà probabilmente significativo, considerando la pressione che sarà esercitata dalla riforma pensionistica entrata in vigore quest'anno, che lega le pensioni all'indice di inflazione dell'anno precedente. Il FMI stima che tale riforma potrebbe aumentare la spesa pensionistica del 3,2-3,5% entro il 2050, oltre all'1pp dovuto all'invecchiamento della popolazione. Nel contesto del National Recovery and Resilience Plan (NRPP), la Commissione europea ha chiesto al governo spagnolo di reintrodurre un fattore di aggiustamento che adegui le prestazioni pensionistiche iniziali alle variazioni dell'aspettativa di vita e al meccanismo di equità intergenerazionale. La mancata adozione di queste misure ridurrebbe le future tranche di fondi UE per la ripresa assegnate alla Spagna, che è stata uno dei principali beneficiari del meccanismo.

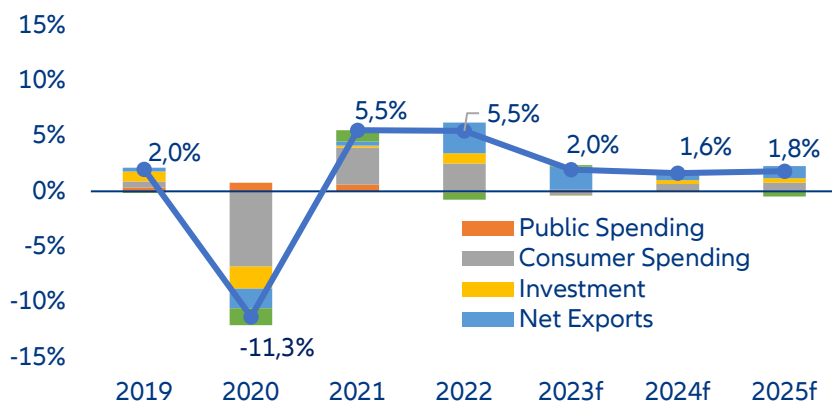
Figura 5: Saldo di bilancio (% del PIL)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**I rischi economici e finanziari dovrebbero essere limitati, indipendentemente dal fatto che il prossimo governo sia di destra o di sinistra.** L'economia spagnola ha mantenuto un buon slancio, con un'attività economica finalmente vicina ai livelli pre-crisi. Nel primo trimestre dell'anno è stato uno dei Paesi che ha registrato le migliori performance dell'Eurozona, grazie alle esportazioni nette, in particolare di servizi, sostenute dalla continua ripresa del turismo. Inoltre, l'economia spagnola ha beneficiato di alcune differenze strutturali, come un settore industriale relativamente più piccolo rispetto alla Germania, ad esempio. È proprio l'industria ad alta intensità energetica che ha sofferto di più per l'aumento dei prezzi dell'energia e per il rallentamento del commercio manifatturiero globale.

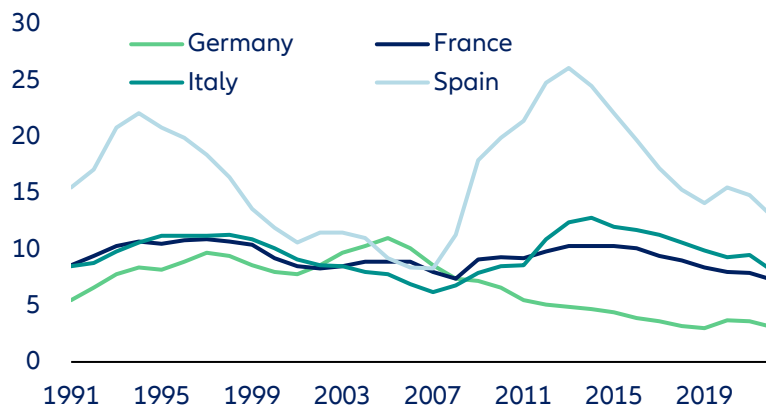
Figura 6: Contributi alla crescita del PIL reale



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Prevediamo che la Spagna crescerà del +2% nel 2023, superando i principali paesi dell'Eurozona. Gli indicatori anticipatori suggeriscono che la ripresa è proseguita nel secondo trimestre.** Per la seconda metà dell'anno, ci aspettiamo che la debolezza dei consumi privati osservata finora si atteni, grazie ai miglioramenti del reddito reale derivanti dal calo osservato dell'inflazione (prevediamo che l'inflazione complessiva raggiunga il 3,8% nel 2023 e il 3,4% nel 2024) e dagli aumenti salariali previsti (4,6% nel 2023 e 4,1% nel 2024).

Figura 7: Tasso di disoccupazione (%)

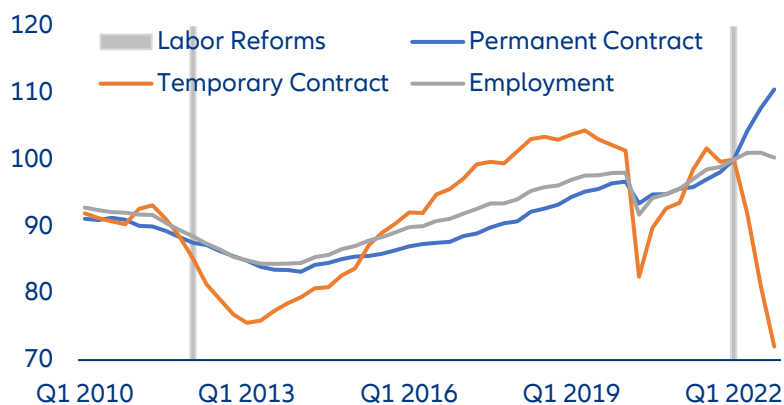


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Tuttavia, il Paese continua a dover affrontare sfide dovute a debolezze strutturali come l'elevato debito e la bassa produttività, oltre a una consolidata sottoperformance del mercato del lavoro, caratterizzata da un'elevata e persistente disoccupazione e dal lavoro temporaneo, in gran parte superiore ai livelli riscontrati tra i colleghi europei (Figura 6). Per affrontare quest'ultimo problema, il governo spagnolo ha adottato una nuova riforma del lavoro alla fine del 2021, ripristinando alcuni dei diritti dei lavoratori persi in passato e, soprattutto, affrontando il problema dell'alta incidenza del lavoro temporaneo nel Paese. Ad oggi, notiamo che la riforma ha portato a un importante cambiamento nel profilo occupazionale, con un forte aumento dei contratti a tempo indeterminato (Figura 7). Tuttavia, è ancora troppo presto per trarre conclusioni definitive sulla riforma e sul suo impatto sul funzionamento del mercato del lavoro<sup>1</sup>.

Figura 8: Contratto di lavoro per tipo

<sup>1</sup> Vedere il nostro report [No quick wins: More jobs but little productivity in the Eurozone](#)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

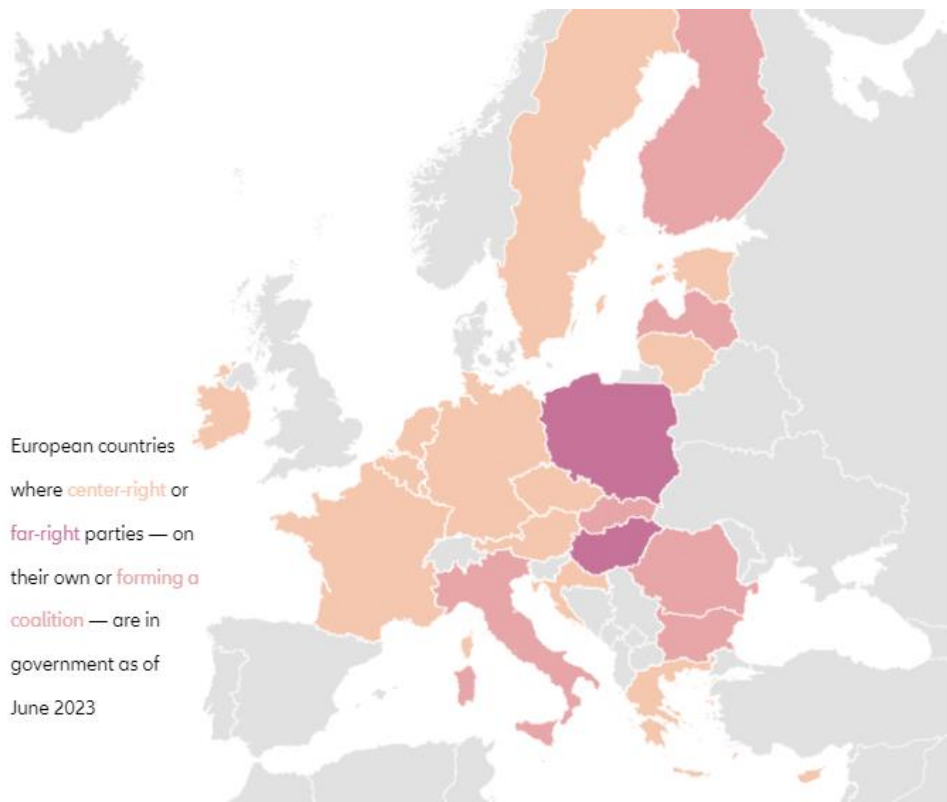
Anche se ci aspettiamo la formazione di una coalizione<sup>2</sup> dopo le elezioni, rimane la possibilità che il PP e Vox non riescano a raggiungere un accordo, il che porterebbe a un parlamento appeso, rendendo necessarie nuove elezioni e prolungando l'incertezza politica. In questo scenario, le riforme potrebbero essere ritardate. In ogni caso, la formazione del nuovo governo potrebbe richiedere tempo. L'attività parlamentare riprenderà dopo la formazione delle nuove Camere; la sessione costituyente è prevista per il 17 agosto, e dovrà essere completato un processo di investitura che coinvolge il re Felipe VI di Spagna, incontri tra i partner e diverse votazioni in Assemblea. Finora i mercati non hanno reagito al potenziale cambiamento politico. Tuttavia, la continua incertezza sulle future politiche governative potrebbe pesare sulla fiducia degli investitori e ostacolare l'attività di investimento.

**I risultati delle elezioni potrebbero anche spostare gli equilibri in Europa.** Dato che le elezioni arrivano meno di un mese dopo che la Spagna ha assunto la presidenza del Consiglio dell'UE, un'alleanza PP-Vox permetterebbe all'estrema destra di stabilire l'agenda delle riunioni del Consiglio. Uno spostamento a destra in Spagna metterebbe molto probabilmente in dubbio i difficili negoziati sulle regole fiscali del prossimo anno e l'improbabile alleanza del governo spagnolo con i Paesi Bassi potrebbe essere messa in pericolo. Anche altre iniziative, come la promozione di una crescita economica sostenibile, la promozione della coesione sociale e territoriale, il rafforzamento dell'identità europea e il consolidamento della lotta al cambiamento climatico, potrebbero incontrare un ostacolo. Inoltre, data la recente ascesa dei partiti tradizionali e di estrema destra in tutta l'UE (Figura 9), e con l'UE che si appresta a eleggere un nuovo Parlamento europeo l'anno prossimo, questa tendenza a destra a livello nazionale potrebbe significare una Bruxelles più conservatrice in un momento in cui si prenderanno decisioni critiche su questioni come l'espansione a est dell'UE, il commercio con la Cina e il controllo dello Stato di diritto nei Paesi dell'UE.

Figura 9: Paesi europei in cui i partiti di centro-destra o di estrema destra formano (o fanno parte di) governi (giugno 2023)

<sup>2</sup> Dopo le elezioni regionali di fine maggio, Vox e PP si sono accordati per formare governi nella regione di Valencia e in molte città come Toledo. Sono inoltre in corso trattative per formare patti simili nelle regioni di Aragona, Isole Baleari ed Estremadura.



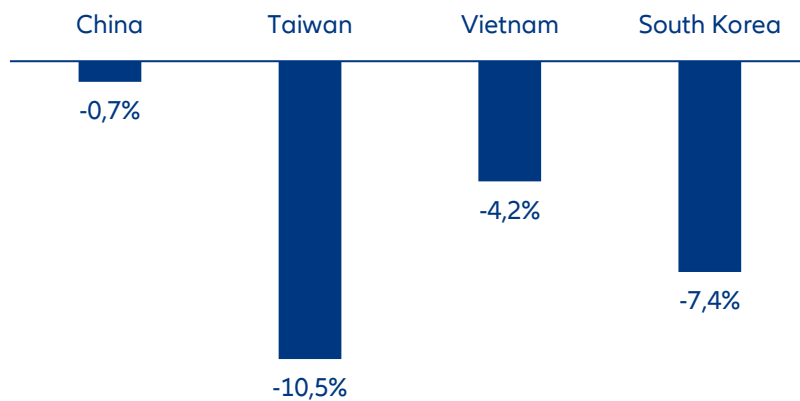


Fonti: Politico, Allianz Research

## L'affossamento del commercio globale è un dato di fatto

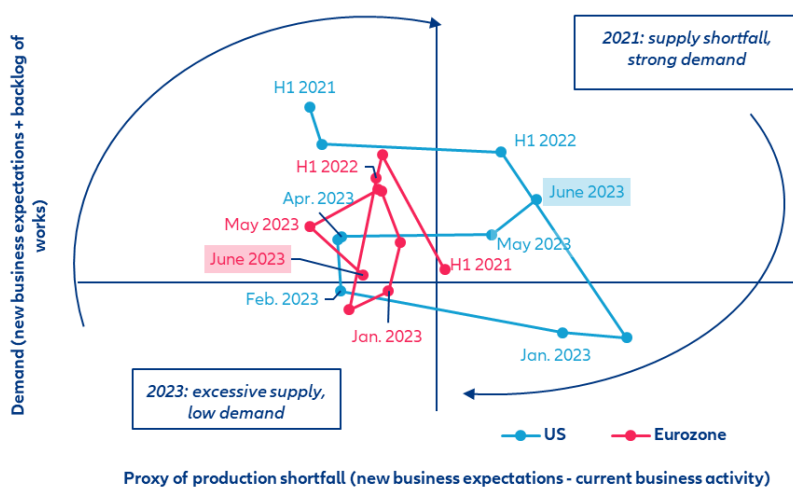
**Recessione del commercio di beni in corso.** Dopo essere entrato in recessione tecnica (-1,9% q/q nel 4° trimestre 2022 e -0,7% q/q nel 1° trimestre 2023), il commercio globale ha continuato a deludere in aprile (-1,4% m/m). Gli ultimi dati della Cina - un indicatore del commercio globale - dipingono un quadro piuttosto cupo. La Cina è alle prese con un'intensificazione della recessione commerciale: il valore dei beni spediti all'estero è crollato del -12,4% annuo a giugno, il calo annuale più marcato dall'inizio della pandemia nel febbraio 2020. La crescita delle esportazioni cumulative su 12 mesi è ora in territorio negativo (Figura 10). Ma questa tendenza non è specifica della Cina: Anche altre potenze commerciali asiatiche hanno registrato un crollo delle esportazioni. Dal -23% annuo di Taiwan al -11% annuo del Vietnam e al -6% annuo della Corea del Sud, i dati segnalano un rallentamento sempre più marcato del commercio globale, dovuto principalmente alla diminuzione della domanda da parte dei consumatori, in particolare di beni, e alle minori intenzioni di investimento delle imprese. Dopo aver speso a dismisura in beni di consumo durante la pandemia, i consumatori si sono orientati verso il settore dei servizi (Figura 11), riducendo così la domanda di computer, elettronica e apparecchiature domestiche, per citarne alcuni. Anche i costi di finanziamento stanno frenando la spesa dei consumatori e delle imprese, in particolare negli Stati Uniti e in Europa, aggiungendo un ulteriore livello di pressione sul commercio globale. Questi sviluppi sono in linea con la nostra previsione di un calo del commercio globale del -0,9% in termini di volume nel 2023, seguito da una timida ripresa.

Figura 10: Variazione delle esportazioni cumulative su 12 mesi (giugno 2023, a/a %)



Fonti: CEIC, Allianz Research

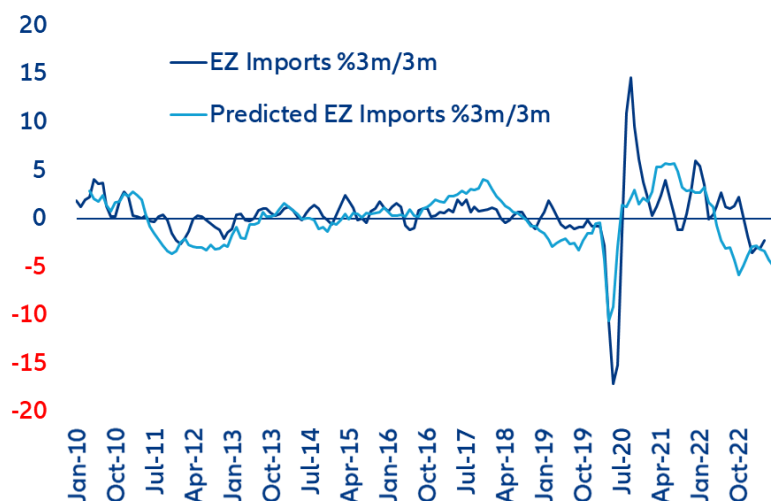
Figura 11: Domanda e offerta nel settore dei servizi



Fonti: S&P Markit, Allianz Research

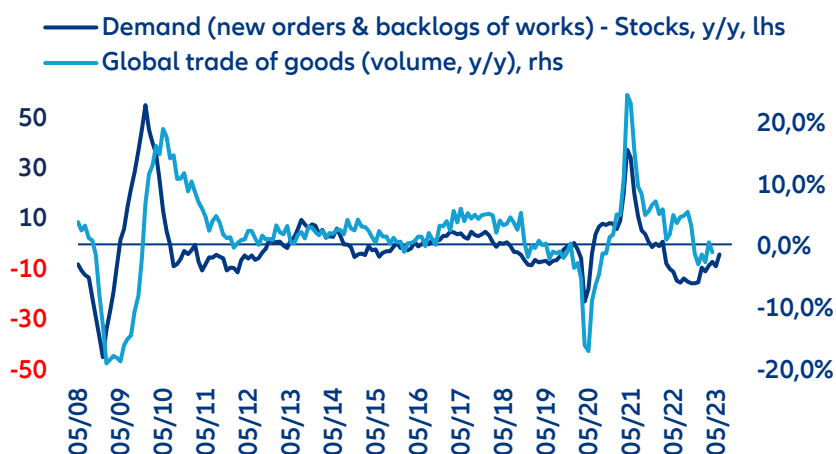
**Nell'Eurozona, la riduzione della domanda spiega il 75% del calo dei vincoli della catena di approvvigionamento interna, mentre il resto deriva dalla riduzione dei vincoli dell'offerta interna, che sostiene la produzione nazionale. Il punto di raccordo sarà probabilmente raggiunto all'inizio dell'autunno.** Utilizzando indicatori derivati dalle indagini S&P PMI, costruiamo un indicatore delle condizioni di capacità della catena di approvvigionamento e troviamo una relazione statisticamente significativa con la crescita del volume e dei prezzi delle importazioni. Per l'Eurozona, questo indicatore suggerisce che il calo della domanda e l'allentamento dei vincoli di offerta hanno ridotto la crescita delle importazioni a favore dei mercati interni, riducendo di conseguenza le pressioni sui prezzi delle importazioni. Di conseguenza, le nostre stime suggeriscono che la crescita sequenziale (% 3m/3m) delle importazioni e dei prezzi all'importazione ha continuato a diminuire a maggio e giugno, con un calo compreso tra -3% e -4% delle importazioni e tra -0,5% e -1,5% dei prezzi all'importazione (Figura 12). Tuttavia, una proiezione del commercio futuro con un anticipo di cinque mesi mostra che il calo potrebbe aver toccato il fondo, poiché le imprese hanno continuato a destoccare le scorte, dati i vincoli di finanziamento, in particolare a causa dell'elevato fabbisogno di capitale circolante, e che la crescita del volume del commercio globale dovrebbe diventare positiva all'inizio dell'autunno (Figura 13). A quel punto, il previsto stimolo cinese di almeno l'1% del PIL e l'attenzione alle infrastrutture e alla spesa per i consumi dovrebbero iniziare a dare i loro frutti..

Figura 12: Crescita sequenziale delle importazioni - previsioni e valori realizzati



Fonti: Refinitiv, Allianz research

Figura 13: indicatore del commercio globale di beni in volume



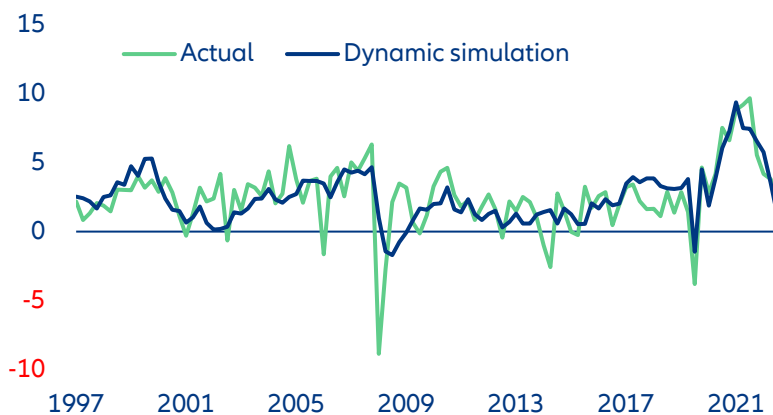
Fonti: S&P Markit, Allianz Research

**Cosa potrebbe innescare una ripresa commerciale duratura?** Ad esempio, una ricalibrazione delle politiche fiscali delle principali economie verso una posizione più favorevole potrebbe stimolare la spesa dei consumatori e gli investimenti delle imprese. Anche una svolta nella politica monetaria e un alleggerimento dei costi di finanziamento creerebbero un ambiente più favorevole al commercio. Oltre a ciò, i cambiamenti strutturali fornirebbero una spinta più sostenuta al commercio globale (ad esempio, un'inversione di rotta rispetto alla recente tendenza alla "deglobalizzazione", la risoluzione delle tensioni geopolitiche, le politiche strutturali per costruire capacità di esportazione e infrastrutture commerciali).

## In evidenza - Inflazione USA: Quanto dobbiamo ringraziare la Fed?

**La Fed può prendersi tutto il merito del calo dell'inflazione statunitense?** La scorsa settimana, l'inflazione statunitense misurata dall'IPC per il mese di giugno si è attestata al +3% a/a, rallegrando i mercati con la prospettiva di una normalizzazione dell'inflazione. Ma la politica monetaria più restrittiva della Fed può prendersi tutto il merito? Per scoprirlo, utilizziamo un semplice schema basato sulla curva di Phillips, tenendo conto dei seguenti fattori: la crescita sequenziale q/q dell'inflazione CPI headline (spiegata dal suo ritardo), l'output gap (una proxy della domanda aggregata), il prezzo del petrolio, l'indice Global Supply Chain Pressure (prodotto dallo staff della Fed di New York) e le aspettative d'inflazione a un anno di distanza (prodotte dalla Fed di Cleveland, un mix di misure basate su sondaggi e mercato) (Figura 14).

Figura 14: inflazione sequenziale trimestrale dell'IPC statunitense (% q/q annualizzato): effettiva rispetto alla simulazione basata sul modello



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

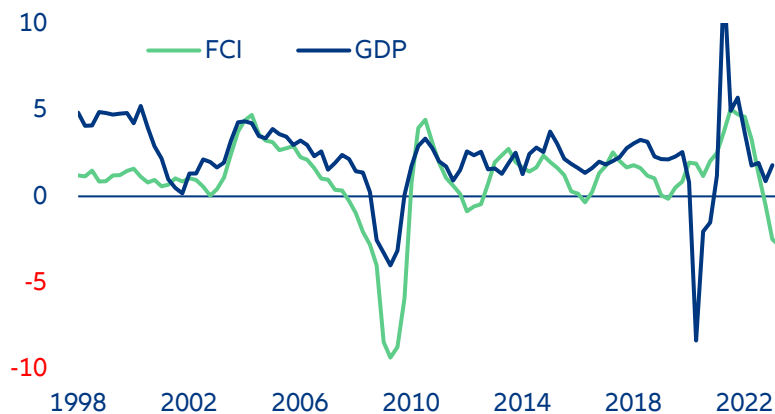
**Sebbene l'affievolimento delle perturbazioni della catena di approvvigionamento abbia fatto la parte del leone, riteniamo che la Fed abbia contribuito altrettanto.** L'inflazione statunitense è scesa di -7 punti percentuali nell'ultimo anno. A prima vista, sembra che la maggior parte dell'allentamento derivi dalla fine delle interruzioni della catena di approvvigionamento (-5pp), con contributi relativamente minori da parte di altri fattori (diminuzione dei prezzi del petrolio: -0,6pp; diminuzione delle aspettative di inflazione: -0,3pp). Ma questo non significa che la Fed non abbia svolto alcun ruolo nella riduzione dell'inflazione. Se non avesse inasprito la politica monetaria, la domanda aggregata - che la Fed influenza attraverso le condizioni finanziarie - sarebbe stata ancora più forte, facendo salire l'inflazione. Inoltre, senza l'impegno forte e credibile della Fed a riportare l'inflazione al 2%, le aspettative di inflazione si sarebbero spostate verso l'alto, facendo salire anche l'inflazione effettiva.

**La Fed ha fatto scendere l'inflazione di -2pps attraverso il canale della domanda.** Stimiamo innanzitutto l'impatto della Fed sul canale della domanda esaminando l'effetto di trascinamento del PIL del nostro indice delle condizioni finanziarie interne (FCI)<sup>3</sup>. Possiamo quindi dedurre l'impatto finale del trascinamento del PIL (un output gap più basso) sull'inflazione attraverso la nostra curva di Phillips. Come mostra la Figura 15, il nostro FCI indica condizioni finanziarie molto rigide fino al secondo trimestre del 2023. Tuttavia, la crescita del PIL rimane notevolmente resistente: molti fattori, tra cui l'eccesso di risparmio, la tesaurizzazione della manodopera, l'impennata dei profitti e dei redditi indotti dall'inflazione rispetto alle spese per interessi, hanno attenuato l'effetto della stretta della Fed sulla domanda aggregata. Dal 2° trimestre 2022 al 2° trimestre 2023, tuttavia, l'inasprimento delle condizioni finanziarie indotto dalla Fed ha fatto crollare il PIL di -3 punti percentuali, secondo il nostro FCI. In altre parole, in assenza della stretta della

<sup>3</sup> Il nostro FCI presenta una forte correlazione con il tasso reale del Tesoro a un anno, l'effettivo orientamento della politica della Fed, il che significa che la Fed ha un impatto diretto sulla domanda aggregata attraverso il canale delle condizioni finanziarie. Il nostro FCI include i rendimenti reali delle imprese, i prezzi reali delle case e i prezzi reali delle azioni ed è costruito utilizzando un quadro VAR che collega queste tre variabili al PIL.

Fed, il PIL sarebbe stato più alto di 3 punti percentuali. L'inflazione, a sua volta, sarebbe stata più alta di 2 punti percentuali, secondo la nostra curva di Phillips.

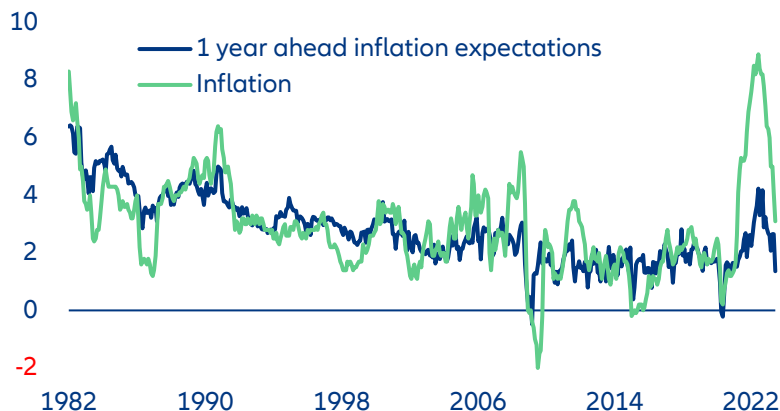
Figura 15: Crescita del PIL statunitense (% a/a) e contributo del FCI alla crescita del PIL (pp)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**In secondo luogo, il canale di segnalazione della Fed ha contribuito a ridurre l'inflazione di altri -3pp nell'ultimo anno.** I rialzi aggressivi dei tassi hanno contribuito ad allentare l'inflazione anche grazie a un effetto di segnalazione, in cui l'impegno indiscutibile della Fed a riportare l'inflazione al suo obiettivo del 2% ha ancorato le aspettative di inflazione. In effetti, il livello dell'inflazione è determinato principalmente dalle aspettative di inflazione: una volta che gli shock esterni si attenuano, l'inflazione effettiva torna gradualmente al livello implicito nelle aspettative di inflazione, che sono rimaste per lo più ben ancorate vicino all'obiettivo del 2% della Fed durante lo shock inflazionistico, a parte un picco temporaneo (Figura 16). La presenza di una banca centrale credibile e con un obiettivo di inflazione ha quindi svolto un ruolo chiave nell'allentare le pressioni inflazionistiche..

Figura 16: Inflazione e aspettative di inflazione a un anno di distanza



Fonti: Refinitiv Datastream, Cleveland Fed, Allianz Research

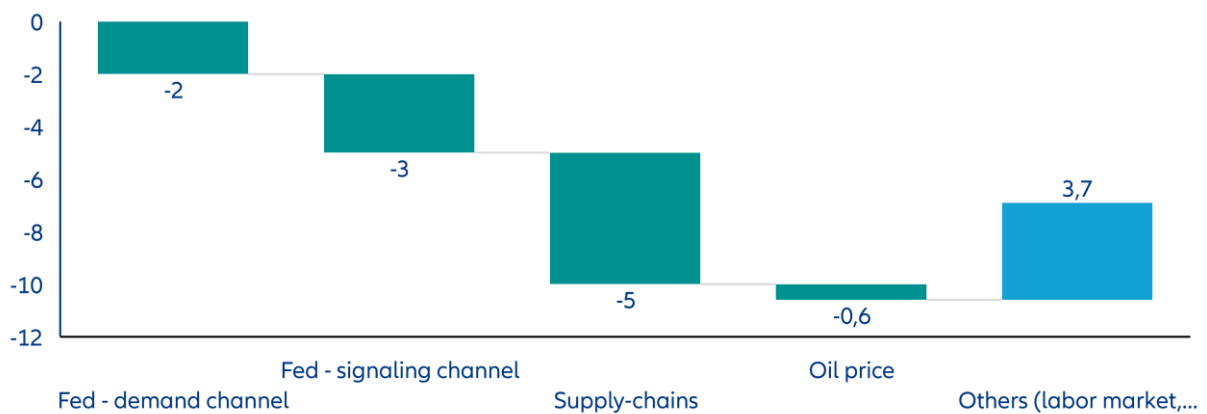
Per approssimare questo canale di effetto di segnalazione, stimiamo un'equazione per le aspettative di inflazione, che sono spiegate dall'obiettivo del 2% della Fed e dall'inflazione ritardata. La nostra stima mostra che l'obiettivo della Fed ha un coefficiente molto più alto rispetto all'inflazione ritardata, coerentemente con la credibilità della Fed.<sup>4</sup> Eseguiamo quindi un modello controfattuale in cui invertiamo i coefficienti, a partire dal secondo trimestre del 2022. In questo controfattuale, la Fed è meno credibile (gli agenti privati formano le loro aspettative più sull'inflazione ritardata) e di conseguenza le aspettative di

<sup>4</sup> Troviamo che il coefficiente sull'obiettivo della Fed (aspettative prospettiche) è tre volte più grande del coefficiente sull'inflazione ritardata (aspettative retrospettive).

inflazione salgono. Inserendole nella nostra curva di Phillips (ipotizzando che tutte le altre variabili non cambino rispetto allo scenario di riferimento), scopriamo che tra il secondo trimestre del 2022 e il secondo trimestre del 2023 l'inflazione sarebbe stata più alta di 3 punti percentuali.

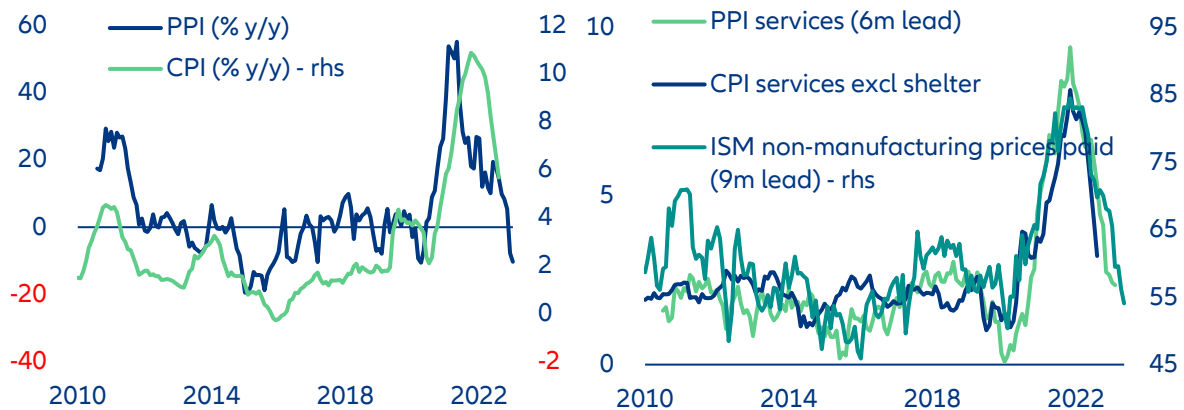
Con la Fed che spinge l'inflazione di -5pp, la risoluzione delle interruzioni della catena di approvvigionamento che contribuisce con altri -5pp e il calo dei prezzi del petrolio -0,6pp.<sup>5</sup>, ciò significa che altri fattori hanno parzialmente compensato questi effetti disinflazionistici nella misura di +3,7pps (ottenuto come residuo), coerentemente con la notevole tenuta della crescita del PIL. Presumiamo che la forza del mercato del lavoro, la solida crescita dei consumi delle famiglie finanziata dall'eccesso di risparmio e l'allentamento della politica fiscale (dall'inizio del 2023) siano tra questi fattori di spinta dell'inflazione (Figura 17).

Figura 17: Contributi al calo dell'inflazione CPI annualizzata q/q tra il 2° trimestre 2022 e il 2° trimestre 2023 (-7 punti)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 18: Inflazione alimentare (sinistra) e inflazione dei servizi (destra)



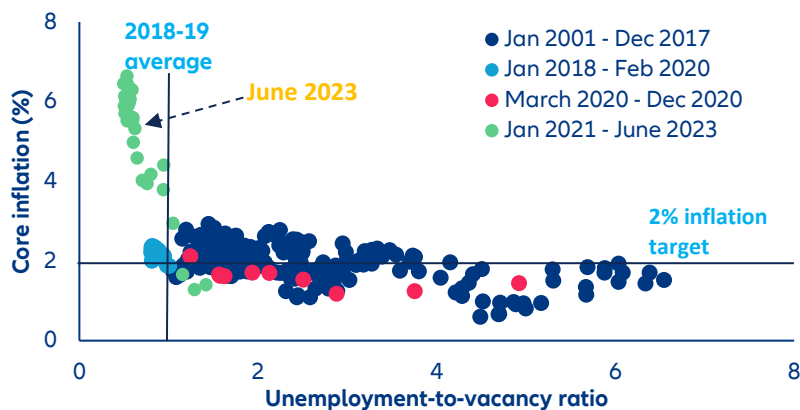
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

<sup>5</sup> Vale la pena ricordare che la politica monetaria più restrittiva degli Stati Uniti ha contribuito a spingere al ribasso l'inflazione anche attraverso canali internazionali (date le dimensioni dell'economia statunitense), di cui non teniamo conto nella nostra analisi. L'effetto potrebbe essere significativo, in primo luogo attraverso una minore domanda di materie prime sui mercati internazionali (gli Stati Uniti sono uno dei principali consumatori di materie prime) e in secondo luogo attraverso una minore domanda di beni importati, contribuendo ad alleviare le interruzioni della catena di approvvigionamento a livello globale (gli Stati Uniti sono il principale importatore di beni).

**In prospettiva, prevediamo che l'inflazione statunitense si attesti intorno al 2,5-3,0% fino alla fine del 2023, per poi raggiungere il 2% circa entro l'estate del 2024.** Poiché ci aspettiamo una graduale ripresa del prezzo del petrolio e effetti base sfavorevoli, l'inflazione energetica dovrebbe diventare meno negativa nei prossimi mesi, spingendo al rialzo l'inflazione complessiva. D'altro canto, gli indicatori prospettici segnalano un rapido calo dell'inflazione alimentare e dei servizi (esclusi gli alloggi) che spingono nella direzione opposta (Figura 18). Nel complesso, queste forze opposte dovrebbero mantenere l'inflazione complessiva un po' al di sotto del 3%, al 2,7% in media fino alla fine del 2023. Vediamo che l'inflazione continuerà a diminuire fino al 2024, in linea con la nostra previsione che l'economia attraverserà una fase di debolezza con una crescita sequenziale q/q di circa lo 0% tra la fine del 2023 e la metà del 2024. Prevediamo che l'inflazione sia headline che core si attesterà intorno al 2% entro l'estate del 2024. Si noti che la nostra curva di Phillips indica un'inflazione ancora più bassa.

**L'atterraggio morbido del mercato del lavoro è compatibile con un'inflazione del 2%.** Come abbiamo spiegato nel nostro recente rapporto, riteniamo che il mercato del lavoro continuerà verso un atterraggio morbido nei prossimi 18 mesi, anche se l'economia si indebolisce. Abbiamo spiegato che la combinazione tra la compressione dei margini aziendali e la riduzione delle offerte di lavoro dovrebbe essere compatibile con un tasso di inflazione (core) di circa il 2% entro il prossimo anno, con solo un piccolo aumento del tasso di disoccupazione. Un recente documento della Fed di San Francisco avvalorava la tesi che una bassa inflazione è compatibile con un mercato del lavoro rigido: Mostra che solo un piccolo aumento del tasso di disoccupazione può riportare l'inflazione al 2%, secondo una curva di Phillips non lineare (Figura 19). Il tasso di disoccupazione (attualmente pari a 0,6) deve solo aumentare moderatamente per raggiungere il livello del 2018-19 (0,9), quando il mercato del lavoro era rigido e l'inflazione di fondo era intorno al 2%. Ciò è coerente con la nostra opinione che la maggior parte dell'aggiustamento del mercato del lavoro sarà determinato dalla diminuzione dei posti di lavoro vacanti e che il tasso di disoccupazione aumenterà moderatamente (al 4,2% entro il secondo trimestre del 2024) mentre l'inflazione si assesterà intorno al 2%.

Figura 19: Curva di Phillips non lineare del mercato del lavoro



Fonti: Refinitiv Datastream, San Francisco Fed, Allianz Research

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.