

Allianz Research | 28 Giugno 2024

Aggiornamento trimestrale sul rischio paese e settore

Executive summary

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco-Carrera

Lead Investment Strategist

jordi.basco_carrera@allianz.com

Maxime Darmet

Senior Economist

maxime.darmet@allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel

Investment Strategist

pablo.espinosa-uriel@allianz.com

Bjoern Griesbach

Senior Investment Strategist &
Economist

bjoern.griesbach@allianz.com

Patrick Hoffmann

Economist

patrick.hoffmann@allianz.com

Maxime Lemerle

Lead Advisor, Insolvency Research

maxime.lemerle@allianz-trade.com

Yao Lu

Sector Advisor

yao.lu@allianz-trade.com

Luca Moneta

Senior Economist for Emerging
Markets

luca.moneta@allianz-trade.com

Questa settimana analizziamo tre questioni critiche:

- **Variazioni trimestrali del rischio paese e settore: Il percorso della ripresa.** Alla fine del secondo trimestre del 2024, abbiamo migliorato 15 Paesi e ne abbiamo declassati due, poiché la crescita economica globale sembra destinata a risalire al +2,8% per il biennio 2024-25. Allo stesso tempo, 15 settori hanno ricevuto un upgrade e otto un downgrade, riflettendo anche il leggero miglioramento ciclico. Le prospettive per i trasporti e l'energia sono migliorate, mentre il settore delle attrezzature per la casa è in difficoltà. Il rischio settoriale complessivo rimane stabile, con il rischio maggiore in America Latina e minore in Asia.
- **Il rischio di incagli nel settore immobiliare commerciale europeo.** La revisione della direttiva sul rendimento energetico nell'edilizia sta ponendo il settore edilizio europeo sotto maggiore attenzione. Nonostante i significativi progressi verso gli obiettivi di riduzione delle emissioni, esistono grandi differenze tra i Paesi e sono necessari maggiori sforzi sia per la decarbonizzazione dell'approvvigionamento energetico che per l'aumento dell'efficienza energetica attraverso le ristrutturazioni. Stimiamo che i costi totali di ristrutturazione degli immobili non residenziali nei Paesi EZ-4 siano di circa 165 miliardi di euro per raggiungere l'obiettivo di conformità a 1,5°C fissato per il 2024. In assenza di ristrutturazione, riteniamo che i portafogli delle banche europee potrebbero avere un patrimonio immobiliare commerciale del valore di 400 miliardi di euro a rischio di incaglio nel prossimo decennio.
- **Elezioni francesi: Il buono, il brutto e il cattivo per i mercati.** Lo status quo, con un parlamento appeso, vedrebbe gli investitori cercare di comprare il ribasso, con il premio al rischio sugli asset francesi che si allenta ma rimane leggermente al di sopra dei livelli pre-elettorali. In questo scenario "positivo", i rendimenti francesi a 10 anni sarebbero vicini a 60 pb alla fine del 2024; gli spread societari *investment-grade* sarebbero a 120 pb sia nel 2024 che nel 2025 e i mercati azionari sarebbero in rialzo del +7% nel 2024 e del +10% nel 2025. Se un governo di estrema destra o di estrema sinistra dovesse salire al potere, vediamo due possibili risultati di mercato. Lo scenario "negativo" sarebbe un aumento persistente del premio di rischio francese dovuto a un deficit fiscale strutturalmente più elevato e a una moderata retorica antieuropea e anticorporativa, con conseguenze negative per i mercati finanziari nazionali ma un contagio limitato al resto d'Europa. In questo caso, gli spread dei titoli di Stato francesi raggiungerebbero i 90 pb, gli spread del credito societario quasi 200 pb e i mercati azionari -6%. Lo scenario "brutto" non sarebbe una ripetizione della crisi dell'euro del 2012, ma metterebbe alla prova: (i) la capacità della BCE di limitare le conseguenze finanziarie, (ii) la flessibilità della nuova Commissione con deficit eccessivi, interventismo e una posizione antieuropea e (iii) la volontà dei partner, soprattutto della Germania, di essere costruttivi (e pazienti). Questa situazione di dilemma del prigioniero (nessuno vuole una

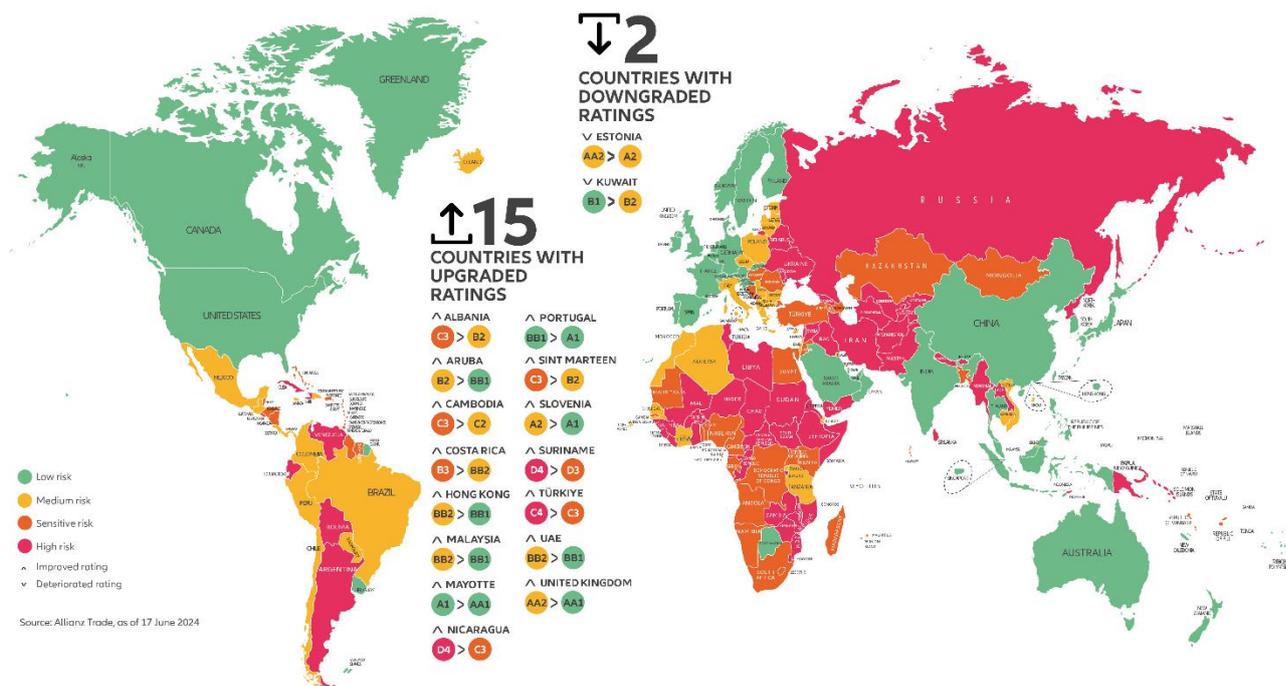
Francia debole) potrebbe ancora far sì che gli spread dei titoli di Stato francesi raggiungano i 120 pb; gli spread del credito societario i 250 pb e i mercati azionari il -12%, così come gli spread italiani si allargherebbero fino a 400 pb prima che la BCE intervenga con il TPI.

Variazioni trimestrali del rischio paese e settore: Tracciati i percorsi di ripresa

Il rischio paese a livello globale mostra segnali di miglioramento nonostante il persistere dell'incertezza e dei rischi geopolitici. Nel secondo trimestre del 2024 abbiamo migliorato il rating di rischio di 15 Paesi e ne abbiamo declassati due. Si prevede una leggera ripresa della crescita economica globale, che dovrebbe attestarsi al +2,8% nel 2024-25, dopo aver toccato il fondo nella prima metà dell'anno. Tuttavia, il settore manifatturiero deve ancora fare i conti con un eccesso di offerta e una domanda debole, soprattutto nell'Eurozona, dove permangono rischi di recessione. Con l'inflazione che rallenta, le banche centrali degli Stati Uniti e dell'Eurozona stanno adottando un approccio cauto all'allentamento della politica monetaria, che si ripercuote sulla politica monetaria dei mercati emergenti.

In Europa, **UK** e **Portogallo** stanno tracciando percorsi di ripresa e prudenza fiscale in mezzo a ricalibramenti politiche. La forte crescita del PIL nel Regno Unito e l'efficace gestione dell'inflazione segnalano prospettive più rosee, mitigate dalle preoccupazioni per i prezzi dei servizi, la continua crescita dei salari e un potenziale cambio di governo. L'economia portoghese, sostenuta dal turismo e dai finanziamenti dell'UE, mantiene prospettive positive nonostante un contesto politico più frammentato. La resistenza della **Slovenia** alle sfide regionali, segnalata da una crescita sana del PIL e dalla prudenza fiscale, è in netto contrasto con l'aggravarsi della recessione e la persistente inflazione dell'**Estonia**, esacerbata dalla guerra in **Ucraina**. L'adozione di una politica economica più ortodossa da parte della **Turchia** a metà del 2023 ha portato a miglioramenti significativi dei suoi saldi esterni, con il deficit delle partite correnti sceso a meno del 3% del PIL e il debito estero ridotto al 45% del PIL. Nonostante il sostanziale aumento del tasso di riferimento, il Paese ha mantenuto una forte crescita del PIL reale, che ha portato a un miglioramento del rating a breve termine. Tuttavia, permangono problemi persistenti, tra cui il deficit fiscale, l'inflazione elevata, la rapida espansione del credito, gli investimenti esteri ancora ridotti e le basse riserve valutarie. Spostandoci più a est, il **Kuwait** si trova ad affrontare venti contrari di natura economica e politica, mentre gli **Emirati Arabi Uniti**, grazie all'elevata domanda di consumi e agli investimenti strategici, indicano un'economia diversificata e dinamica, anche se con rischi di ribasso legati alle strategie di investimento a lungo termine. In Asia, la **Malesia** e **Hong Kong** sono pronte per una crescita continua, facendo leva sui punti di forza nazionali e sul commercio internazionale. In America Latina, la forte traiettoria di crescita del **Costa Rica** si riflette nei risultati fiscali, mentre un approccio più pragmatico in **Nicaragua** ha favorito migliori condizioni di liquidità.

Figura 1: Mappa del rischio paese a fine giugno 2024



Fonte: Allianz Research, [Q2 Country Risk Map](#)

Dando un'occhiata ai settori¹, troviamo un leggero miglioramento del contesto di rischio, con 15 aumenti e 8 diminuzioni. Si tratta comunque di un numero basso di variazioni in una prospettiva storica, anche escludendo il particolare periodo durante e dopo la pandemia Covid-19. Segue due trimestri con un saldo netto di variazioni dei rating vicino allo zero (nonostante 13 e 23 casi rispettivamente nel 1° trimestre 2024 e nel 4° trimestre 2023). Questo miglioramento limitato riflette (i) la prolungata debolezza delle prospettive economiche globali, con il persistere del rischio di recessione nell'Eurozona e l'aumento negli Stati Uniti, e la Cina che gestisce il suo rallentamento della crescita, nonché (ii) il ritardato allentamento delle condizioni finanziarie e monetarie e (iii) il numero di rischi e incertezze (geopolitiche) che si profilano. Migliori valutazioni del rischio si riscontrano soprattutto nel settore dei **trasporti** in America Latina (Cile, Perù) e in Asia (Malesia, Singapore), nonché nel settore **energetico** in Europa (Croazia, Grecia, Slovenia), dove la valutazione del rischio è passata da sensibile a media (Figura 2). Inoltre, vale la pena notare che il settore delle **costruzioni** in Spagna è uscito dalla categoria ad alto rischio, mentre il settore **agroalimentare** in Marocco è tornato a basso rischio. Al contrario, si sono verificati declassamenti sia in Europa occidentale che nelle Americhe, tutti da rischio medio a sensibile, con le apparecchiature domestiche in prima linea a causa di cambiamenti in Canada, Danimarca, Norvegia e Svizzera. Nel secondo trimestre del 2024, il quadro globale dei rating rimane simile a quello del trimestre precedente, con una piccola maggioranza di settori (55%) in positivo (rischio basso o medio). Tuttavia, i rating settoriali sono per lo più a rischio medio (46%, ossia +1pp q/q) o sensibile (41%, ossia -1pp) in tutte le regioni (Figura 3). La dispersione complessiva del rischio è evidente tra la regione relativamente più sicura (Asia) e quella più rischiosa (America Latina). Nel complesso, i settori a basso rischio sono ancora meno numerosi (10%) rispetto a prima della pandemia (15% nel quarto trimestre 2019) e tre settori si distinguono ancora per il più lento ritorno ai livelli di rischio pre-crisi: i fornitori di **autoveicoli**, la vendita al **dettaglio** e i prodotti **chimici**, seguiti dalle attrezzature per la **casa** e dal **tessile**.

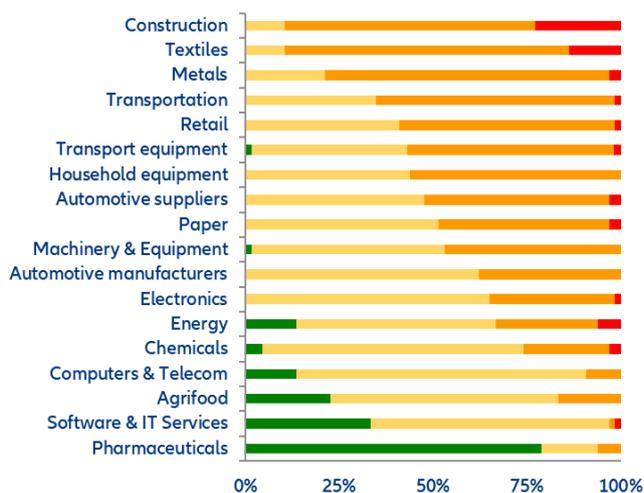
Figura 2: Variazioni dei rating di rischio settoriali nel secondo trimestre del 2024

¹ Esaminiamo quasi 1.200 industrie (18 settori in 66 Paesi).

Settore	Paese	Cambiamento nella valutazione	Da (Q1 24)	A (Q2 24)
Agroalimentare	Marocco	upgrade	●	●
Produttori di automobili	Algeria	upgrade	●	●
Automotive fornitori	Algeria	upgrade	●	●
Automotive fornitori	Danimarca	upgrade	●	●
Computer & telecom	Turchia	upgrade	●	●
Costruzioni	Spagna	upgrade	●	●
Energia	Croazia	upgrade	●	●
Energia	Grecia	upgrade	●	●
Energia	Slovenia	upgrade	●	●
Macchinari e attrezzature	Cile	upgrade	●	●
Attrezzature per I trasporti	Norvegia	upgrade	●	●
Trasporti	Cile	upgrade	●	●
Trasporti	Malaysia	upgrade	●	●
Trasporti	Peru	upgrade	●	●
Trasporti	Singapore	upgrade	●	●
Agroalimentare	Ecuador	downgrade	●	●
Computer & telecom	Colombia	downgrade	●	●
Attrezzature per la casa	Canada	downgrade	●	●
Attrezzature per la casa	Danimarca	downgrade	●	●
Attrezzature per la casa	Norvegia	downgrade	●	●
Attrezzature per la casa	Svizzera	downgrade	●	●
Macchinari e attrezzature	Lussemburgo	downgrade	●	●
Farmaceutica	Colombia	downgrade	●	●

Fonte: Allianz Research, basato sul [Sector Risk Methodology](#) e il [Q2 2024 Sector Risk Map](#).

Figura 3: Valutazioni del rischio settoriale a fine giugno 2024, in numero di paesi, per livello di rischio



Fonte: Allianz Research

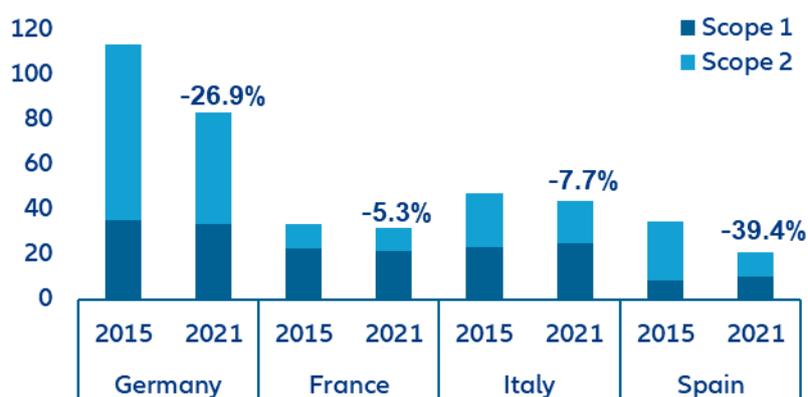
Il rischio di incagli nel settore immobiliare commerciale europeo

Responsabile di circa il 40% del consumo totale di energia e del 35% delle emissioni di CO2 legate all'energia, il settore dell'edilizia è al centro delle ambizioni dell'UE in materia di zero emissioni. Ciò si riflette nella legislazione UE sul Green Deal, che stabilisce un obiettivo ambizioso per il settore di ridurre le emissioni del -60% entro il 2030, con un obiettivo esteso di riduzione del -80-89% entro il 2040 rispetto ai livelli del 2015. Questo obiettivo è leggermente più ambizioso dell'obiettivo generale di decarbonizzazione dell'UE, che prevede una riduzione del 55% entro il 2030. Dal punto di vista normativo, le linee guida per la decarbonizzazione del settore sono state fissate

dalla nuova Direttiva sul rendimento energetico degli edifici (EPBD), in base alla quale il settore edilizio deve eliminare gradualmente le caldaie a combustibile fossile a partire dal 2025 e rispettare un requisito di emissioni nette in loco pari a zero per gli edifici di nuova costruzione dopo il 2030. Per gli edifici non residenziali, l'elemento centrale di indirizzo è un sistema di classificazione dell'efficienza energetica, combinato con standard minimi di prestazione energetica (MEPS) che saranno progressivamente inaspriti. Questo approccio è volto a promuovere il graduale inverdimento dell'intero parco edilizio, imponendo la ristrutturazione degli edifici con le peggiori prestazioni nel tempo. L'obiettivo attuale è di rinnovare il 16% degli edifici meno efficienti entro il 2030 e il 26% entro il 2033.

Alcune delle maggiori economie dell'UE hanno compiuto progressi significativi verso il raggiungimento degli obiettivi del Green Deal per gli immobili non residenziali. Ma ci sono notevoli differenze tra i Paesi, in particolare per quanto riguarda le emissioni legate all'elettricità (Ambito 2) (vedi Figura 4). Ad esempio, la Germania fa ancora molto affidamento sul carbone, che rappresenterà il 26,1% della sua produzione di elettricità nel 2023. La Francia, invece, beneficia delle sue centrali nucleari, che generano oltre il 60% dell'elettricità del Paese, con emissioni Scope 2 significativamente inferiori rispetto alle emissioni dirette (Scope 1). La Spagna, invece, negli ultimi anni ha registrato un aumento sostanziale dell'energia rinnovabile da fonte solare, che ha portato a una riduzione significativa delle emissioni di Ambito 2 e a una diminuzione complessiva delle emissioni per gli edifici non residenziali pari a -39,4% rispetto al 2015.

Figura 4: Riduzione delle emissioni negli edifici non residenziali (in MtCOEe/anno). L'etichetta al 2021 indica la riduzione delle emissioni aggregata di entrambi gli ambiti.

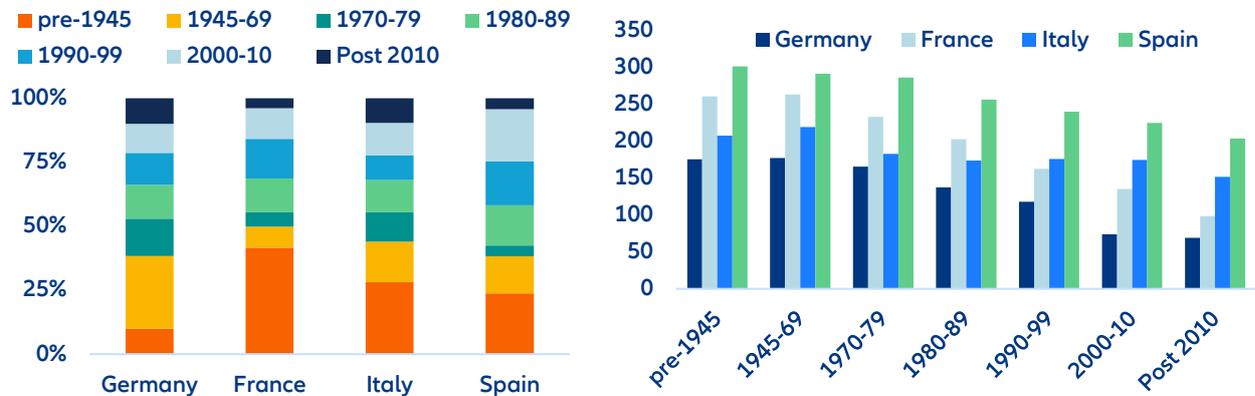


Fonte: Osservatorio del patrimonio edilizio dell'UE, Allianz Research.

Anche l'età dell'edificio (che può influire sulla ventilazione o sull'isolamento) e il motivo dell'uso dell'energia (riscaldamento o raffreddamento, in relazione alla posizione geografica) sono fondamentali. Lo stock di edifici non residenziali è molto eterogeneo, ma tutti hanno una caratteristica comune: più del 75% è stato costruito prima degli anni 2000 e meno del 10% è stato costruito dopo la crisi finanziaria globale (Figura 5). Ciò significa che sono stati costruiti senza i più recenti progressi tecnici e con una logica diversa per quanto riguarda il consumo energetico. Se consideriamo il percorso 2024 coerente con il mantenimento dell'aumento della temperatura a 1,5°C (Figura 6), circa il 60% degli uffici tedeschi e francesi sarebbe già non conforme. In Italia e Spagna, l'edificio medio costruito negli anni 2010 (cioè il più efficiente dello stock) ha già emissioni superiori a quelle consentite in termini di kWh/m².

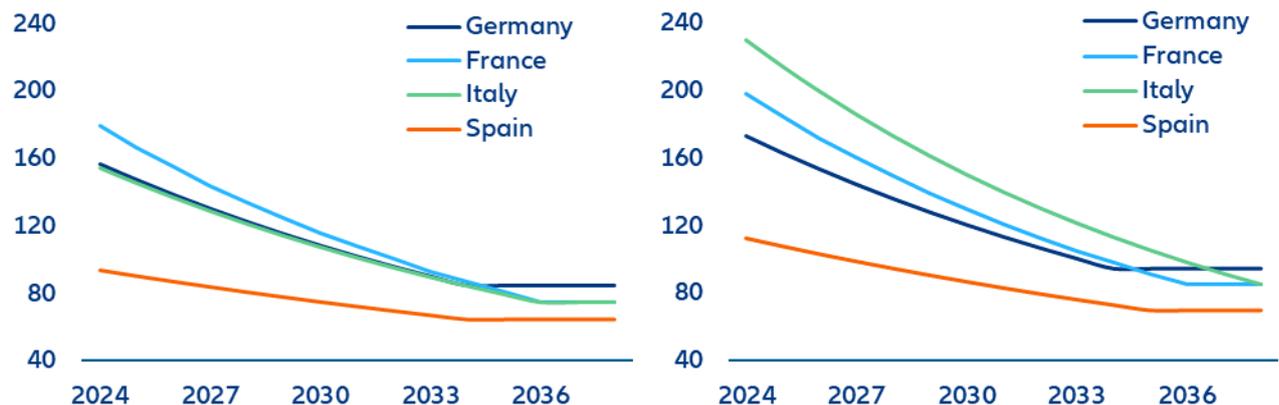
Nel caso degli edifici multifamiliari, sarebbe superiore al 60% per Francia, Germania e Italia. La Spagna è l'unico Paese che ottiene risultati migliori in questa categoria a causa della più lenta diffusione dell'aria condizionata.

Figura 5: Profilo degli edifici non residenziali: struttura per età (a sinistra) e consumo energetico medio (in kWh/m² anno, a destra).



Fonti: Osservatorio del patrimonio edilizio dell'UE, Allianz Research

Figura 6: Percorsi di emissione coerenti con gli edifici a 1,5°C (a sinistra: uffici; a destra: alberghi e ristoranti); in kWh/m² anno

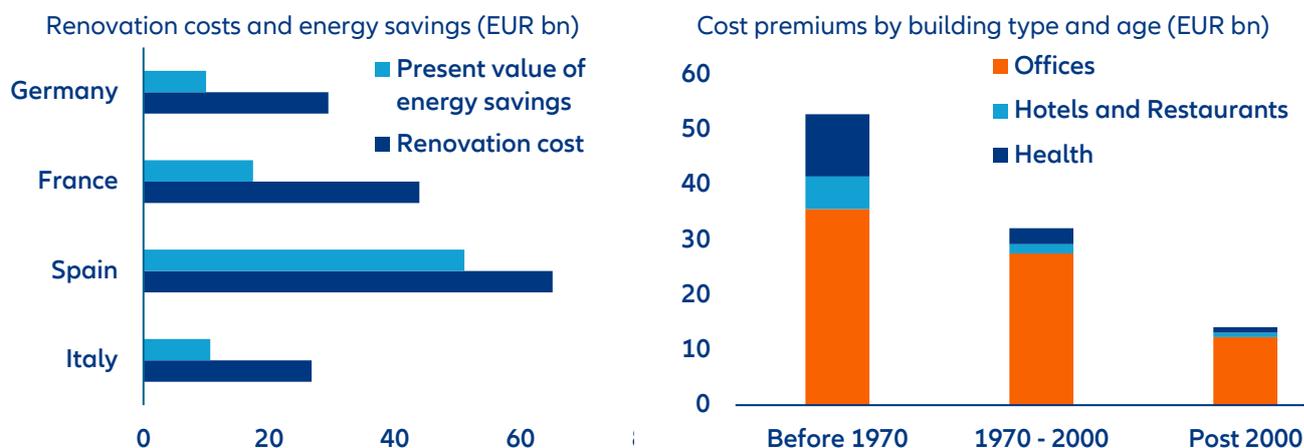


Fonti: CRREM (Carbon Risk Real Estate Monitor), Allianz Research

Tuttavia, tutti i Paesi devono compiere ulteriori progressi sostanziali dal lato della domanda per migliorare l'efficienza del proprio patrimonio edilizio, il che richiederà costose ristrutturazioni su larga scala. Ipotizzando una vita utile post ristrutturazione di 20 anni, stimiamo che i costi totali di ristrutturazione per gli immobili non residenziali in Germania, Francia, Spagna e Italia siano pari a circa 165 miliardi di euro per raggiungere l'obiettivo di conformità a 1,5°C stabilito per il 2024 (Figura 7). Sebbene i risparmi derivanti dalla riduzione delle bollette energetiche dopo la ristrutturazione siano sostanziali - si prevede che il consumo totale di energia diminuisca del -67,2%, con un valore attuale dei risparmi energetici totali nei quattro Paesi per 20 anni pari a 89,1 miliardi di euro - rimane un premio in tutte le nazioni. La Spagna si distingue nonostante il suo profilo edilizio relativamente più recente, con i più alti costi di ristrutturazione previsti (65 miliardi di euro) e i più alti risparmi energetici totali (51 miliardi di euro) a causa di obiettivi molto più ambiziosi per il 2024 e di prestazioni energetiche più scarse in tutte le età degli edifici. Al contrario, la Francia, con il profilo edilizio più vecchio e costi unitari di ristrutturazione relativamente elevati, dovrebbe avere il divario più ampio tra i costi di ristrutturazione e i risparmi energetici. Esaminando le diverse tipologie ed età degli edifici, si nota che i premi di costo sono particolarmente elevati per gli edifici adibiti a uffici, a causa del loro attuale elevato consumo energetico e delle estese esigenze di ristrutturazione, e per gli edifici costruiti prima del 1970, che sono generalmente i meno efficienti dal punto di vista energetico (Figura 15). Sebbene l'attuale normativa europea si rivolga solo gradualmente agli edifici con le peggiori prestazioni, gli immobili che ora sono fuori dal campo di applicazione potrebbero presto rientrarvi man mano che il patrimonio

edilizio diventa più efficiente dal punto di vista energetico. Tuttavia, è probabile che le ristrutturazioni aumentino il valore degli asset e l'attrattiva del mercato.

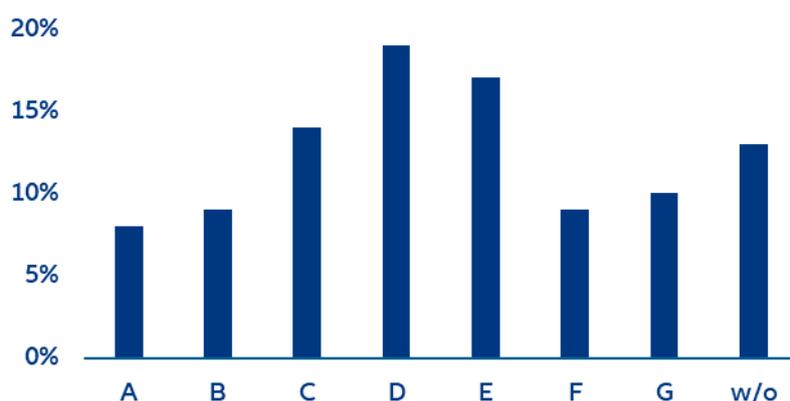
Figura 7: Analisi costi-benefici del rinnovamento energetico in Germania, Francia, Spagna e Italia



Fonti: CRREM, Commissione Europea, Eurostat, LSEG datastream, Allianz Research

In assenza di ristrutturazioni, stimiamo che i portafogli delle banche europee potrebbero avere 400 miliardi di euro di immobili commerciali che rischiano di diventare attività incagliate nel prossimo decennio. Per gli operatori del mondo immobiliare, i regolamenti edilizi rappresentano una minaccia diretta alla valutazione dei portafogli in un momento in cui l'immobiliare commerciale sta già soffrendo a causa degli alti tassi di interesse, dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e dei cambiamenti strutturali, come la normalizzazione del lavoro ibrido in alcuni sottosectori. Ma le perdite di valutazione non sono l'unico problema. L'elenco comprende anche la probabile necessità di costose ristrutturazioni, il rischio più elevato di sfitto e l'aumento dei costi di finanziamento e assicurazione, dato che anche le banche e le assicurazioni devono affrontare obiettivi climatici più severi. Di conseguenza, prevediamo una crescente selettività negli investimenti in immobili commerciali, con un'attenzione particolare sia alle tipologie di asset che ai livelli di efficienza energetica. Questa selettività è legata anche al rischio reale che molti edifici che non soddisfano gli standard di efficienza energetica diventino a lungo andare beni incagliati. In effetti, i precedenti stress test dell'EBA e della BCE hanno trascurato i rischi di transizione per gli immobili derivanti dai cambiamenti normativi, concentrandosi maggiormente sui rischi fisici e sui rischi di transizione basati sull'intensità di carbonio del settore. Ad esempio, nello scenario di stress test 2022, l'impatto cumulativo sui prezzi degli immobili commerciali causato dai rischi di transizione nello "scenario disordinato", modellato attraverso un brusco aumento delle emissioni di anidride carbonica, sarebbe di 2pp in meno di crescita rispetto allo scenario di base su tre anni. D'altra parte, l'impatto sui prezzi degli immobili commerciali di gravi inondazioni è stato compreso tra il -3% - per le aree meno colpite - e il -45% per quelle più colpite. Pertanto, l'estrapolazione delle perdite in questi scenari per l'attuale shock normativo dovrebbe essere presa con cautela. In alternativa, i dati sui rating EPC della BCE mostrano che solo il 50% dell'esposizione immobiliare ha un rating D o superiore (Figura 8). Ipotizzando queste proporzioni, si evince che un'esposizione immobiliare commerciale del valore di 400 miliardi di euro dovrebbe essere sottoposta a ristrutturazione o rischierebbe di rimanere incagliata.

Figura 8: Esposizioni garantite da mutui e immobili per rating EPC, banche EZ

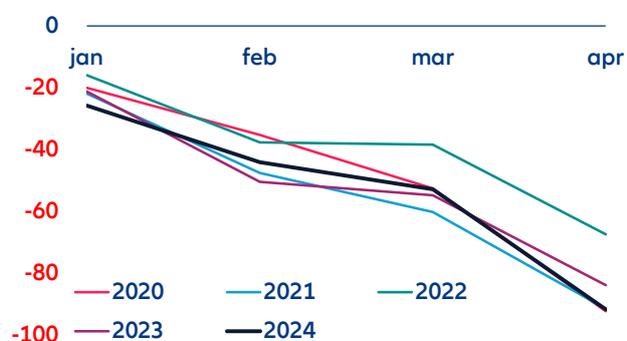


Fonti: BCE, Allianz Research. W/o: esposizione bancaria senza etichette assegnate.

Elezioni francesi: Il buono, il brutto e il cattivo per i mercati

Prima delle elezioni, la Francia avrebbe dovuto correggere il proprio deficit fiscale di circa 1 punto percentuale all'anno per i prossimi quattro anni (110 miliardi di euro di aggiustamento). Nelle nostre precedenti pubblicazioni settimanali², abbiamo dimostrato che questo problema di finanziamento potrebbe raddoppiare con piattaforme programmatiche radicali. La fiscalità sarà centrale per i mercati. Prima dello scioglimento dell'Assemblea Nazionale, il governo francese puntava a un deficit pubblico del 5,1% del PIL nel 2024 (dopo il 5,5% del 2023), seguito da una riduzione molto ambiziosa al 4,1% del PIL nel 2025 che doveva essere alimentata da 35 miliardi di euro di risparmi programmati. L'ultimo aggiustamento commisurato risale al periodo 2011-16 e ha fatto rima con crescita zero. Se dovesse salire al potere un governo tecnocratico (il nostro scenario di base), senza che nessun partito abbia la maggioranza, ci aspetteremmo l'approvazione di un mini-bilancio in autunno, con poche modifiche fiscali e di spesa. Il prossimo governo potrebbe cercare di ottenere un modesto risparmio di 5 miliardi di euro all'anno per tranquillizzare la Commissione europea (e i mercati finanziari), ad esempio non rinnovando alcuni crediti ai ministeri o congelando le fasce di reddito. In questo scenario, il deficit pubblico verrebbe contenuto appena al di sotto del 5% del PIL nel 2025, vale a dire una deviazione ancora significativa da quanto annunciato, ma un risultato migliore rispetto a quello ottenuto con un governo di estrema sinistra o di estrema destra (il deficit aumenterebbe invece rispettivamente al 5,7% o al 6,0% del PIL). Nel caso di una maggioranza del PNF, alcune misure saranno essenziali per evitare l'aumento del deficit, mentre nel caso del RN, il fabbisogno finanziario potrebbe essere massiccio, anche se la previsione del deficit è difficile: dal 14 giugno al 24 giugno, le spese previste sono state divise per tre perché la loro credibilità è stata messa in discussione. I dettagli sono disponibili nelle nostre edizioni settimanali precedenti.

Figura 9: deficit di bilancio cumulativo della Francia per anno fino ad aprile (miliardi di euro)



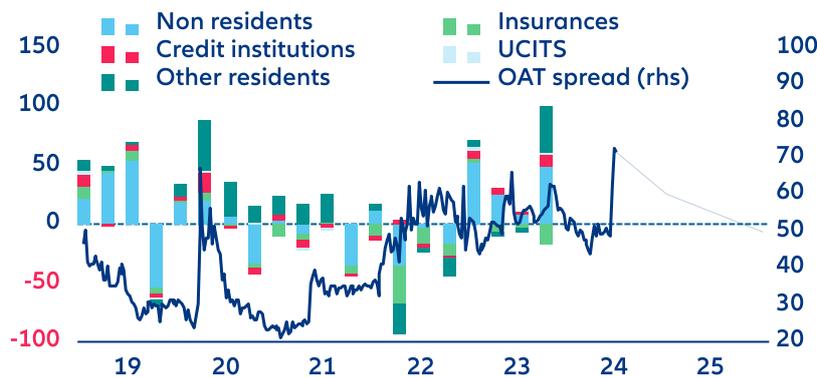
Fonti: Ministero delle Finanze francese, Allianz Research.

² [What to watch | June 21, 2024 \(allianz.com\)](#) e [What to watch | June 14, 2024 \(allianz.com\)](#)

Un parlamento tecnocratico o sospeso vedrebbe i mercati cercare di acquistare il ribasso, con gli investitori che richiederebbero un premio di rischio leggermente più alto sugli asset francesi rispetto ai livelli pre-elettorali.

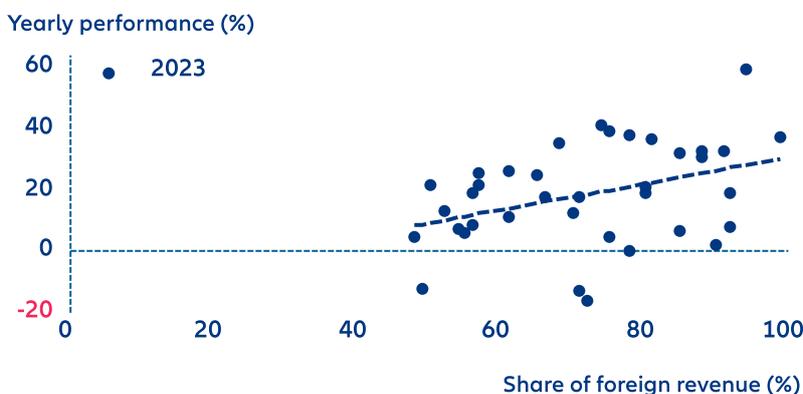
L'impatto economico e di mercato principale deriverebbe dal tempo necessario per trovare un accordo su un Primo Ministro, sia esso una figura tecnocratica/centrista o un membro del partito più grande in Parlamento. Tuttavia, l'instabilità intrinseca di un governo così fragile e il rischio che vengano indette nuove elezioni legislative già nel luglio 2025, o addirittura la possibilità che il Presidente Macron si dimetta in qualsiasi momento, porteranno gli investitori a richiedere un premio di rischio strutturalmente più elevato per gli asset francesi rispetto ai prezzi pre-elettorali. In questa situazione, ci aspettiamo che gli spread OAT francesi a 10 anni finiscano il 2024 vicino a 60 pb (+20 pb rispetto alle nostre previsioni prima delle elezioni europee) e che in seguito scendano lentamente grazie a una traiettoria del deficit più chiara (che potrebbe avere un impatto sull'offerta e sui rating nel medio termine) e a una diminuzione dell'incertezza politica ed economica. Questo scenario è anche il più favorevole per gli investitori internazionali, che sono stati i principali artefici della domanda relativamente forte di titoli di Stato francesi nell'ultimo anno (Figura 10). Per quanto riguarda gli asset rischiosi, la bassa esposizione ai ricavi locali delle società francesi quotate in borsa offre una resistenza strutturale alle dinamiche economiche locali (Figura 11). Di conseguenza, ci aspettiamo effetti negativi limitati sulle nostre previsioni di base per il debito societario e le azioni. Tuttavia, questo non significa che non ci sarà alcun impatto. Indipendentemente dall'esito delle elezioni, ci aspettiamo un cambiamento verso un ambiente meno favorevole alle imprese, che probabilmente eserciterà una pressione al ribasso sulle aspettative di rendimento sia del credito che delle azioni. In numeri, prevediamo che gli spread societari *investment-grade* convergeranno verso 120 pb sia per il 2024 che per il 2025 e che i mercati azionari raggiungeranno rendimenti totali del +7% nel 2024 e del +10% nel 2025.

Figura 10: Variazioni trimestrali del possesso di obbligazioni in Francia e spread OAT a 10 anni in miliardi di euro (sx) e bps (rhs)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

Figura 11: Esposizione dei ricavi del CAC 40 Francia ex-Francia



Fonti: Datastream Worldscope, LSEG Datastream, Allianz Research.

Se dovesse salire al potere un governo di estrema destra o di estrema sinistra, vediamo due possibili esiti di mercato. Lo scenario "negativo" sarebbe un aumento persistente del premio di rischio francese a causa di un deficit fiscale strutturalmente più elevato e di una moderata retorica antieuropea e anticorporativa, con conseguenze negative per i mercati finanziari nazionali ma un contagio limitato al resto d'Europa (Tabella 1).

Una vittoria della maggioranza di una delle coalizioni più radicali, sia di destra che di sinistra, innescherebbe sicuramente un ulteriore movimento di *risk-off* negli *asset* francesi. Soprattutto, un aumento significativo del già elevato deficit fiscale al 5,7% nel 2025 (maggioranza di destra) o al 6,0% (maggioranza di sinistra, cfr. tabella 1) provocherebbe un ulteriore ampliamento degli spread dei titoli di Stato francesi ad almeno 90 pb. Questi movimenti sarebbero in linea con almeno uno o due ulteriori declassamenti del rating sovrano (Figura 13). Tuttavia, se l'avversione al rischio rimanesse all'interno dei confini francesi, la BCE non interverrebbe di certo perché i tassi di interesse assoluti per la Francia non sarebbero a un livello tale da minacciare il "funzionamento del mercato". Infatti, i rendimenti dei titoli di Stato francesi a 10 anni sono ora quasi allo stesso livello di prima dell'annuncio delle elezioni, nonostante l'aumento degli spread rispetto alla Germania, dovuto alla domanda di beni rifugio che ha fatto scendere i rendimenti tedeschi. Pertanto, anche se gli spread francesi dovessero aumentare di 90 pb, i livelli di rendimento assoluti sarebbero comunque inferiori ai massimi del 2023, che erano superiori al 3,5% (Figura 12). Un tale livello non dissuaderebbe gli investitori dall'acquistare i titoli di Stato francesi, preservando il funzionamento del mercato - una condizione cruciale per l'intervento della BCE nei mercati obbligazionari attraverso lo strumento di protezione della trasmissione (TPI). Semplicemente, non ci sarebbe alcuna giustificazione per sostenere il debito francese se i tassi d'interesse sono ancora molto al di sotto di quelli di altri Paesi dell'Eurozona, in particolare dell'Italia, dove attualmente si aggirano intorno al 4%. Tuttavia, in questo scenario, gli *asset* rischiosi francesi soffrirebbero in modo significativo, con gli spread del credito societario che sfiorerebbero i 200 pb e i mercati azionari che subirebbero una correzione del -6%. Ciononostante, ci aspettiamo che la diversificazione degli utili e la solidità dei fondamentali delle aziende francesi attenuino l'impatto, evitando un risultato peggiore. Tuttavia, i rischi legislativi per il settore privato rimarrebbero elevati e l'incertezza del mercato potrebbe rimanere alta. Sul fronte macro, la fuga di capitali potrebbe continuare, ma riguarderebbe soprattutto la Francia e non l'Europa. I primi segnali sono visibili nell'andamento da un anno all'altro dei conti Target2, che sono diminuiti nel caso della Francia mentre altri detentori di conti negativi, in particolare l'Italia, sono migliorati (Figura 14). Poiché l'ultimo dato di questa serie mensile è di aprile, questa dinamica non riflette ancora l'aumento del nervosismo a seguito delle elezioni lampo, ma accompagna il sentimento già depresso alla luce dell'aumento del deficit e del declassamento del rating sovrano da parte di S&P.

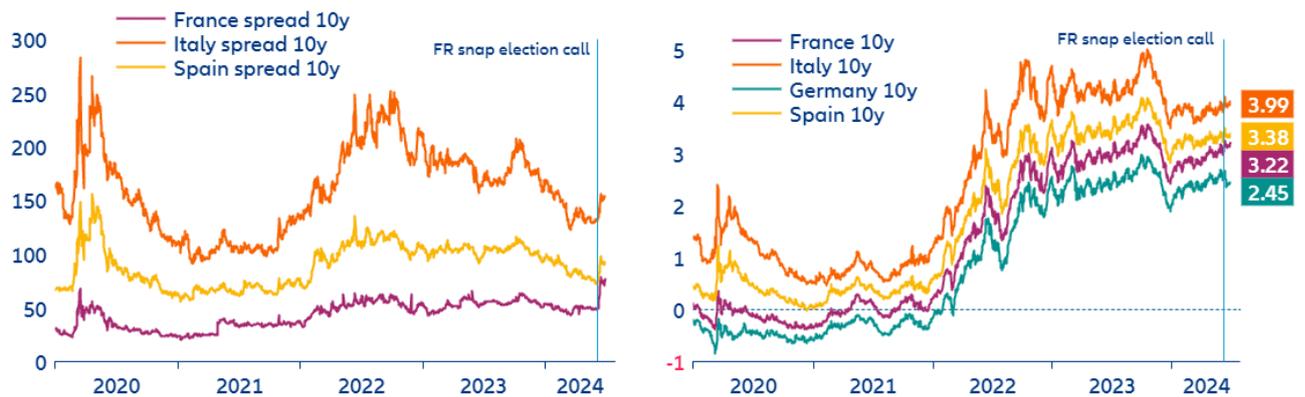
Tabella 1: Tabella riassuntiva delle elezioni francesi

			Technocratic-Front Republicain (50%)			Majority Rassemblement National (25%)		Majority Nouveau Front Populaire (25%)	
			<i>Moderate fiscal tightening of 0.2% GDP to assuage markets and EC. GDP growth unchanged in 2025</i>			<i>Fiscal expansion of 1% GDP spread over 2025-26; GDP growth shelved by -0.3pp in 2025 as tighter financial conditions bite</i>		<i>Fiscal expansion of 1.2% GDP spread over 2025-26; Strong increase in minimum wage; GDP growth shelved by -0.3pp in 2025 as tighter financial conditions bite</i>	
Economic indicators	Unit	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Real GDP growth	%	1.1	0.9	1.3	0.8	1.0	0.8	1.0	
Inflation	%	4.9	2.3	1.8	2.3	1.7	2.3	2.2	
Fiscal deficit	% of GDP	5.5	5.2	4.9	5.3	5.7	5.4	6.0	

Market outcomes			Buy the dip (50%)			Increased FR risk premium (40%)		Euro crisis (10%)	
Market indicators	Unit	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
10y OAT spread	%	53	60	50	90	70	120	90	
ECB activates TPI				No		Unlikely		Likely	
IG – Corp. spread	bps	133	120	120	190	150	250	190	
CAC40	%	16.5	+7	+10	-6	+5	-12	+9	
House price	%	-1.5	-2.4	+1.6	-3.2	+1.2	-3.7	+1.7	

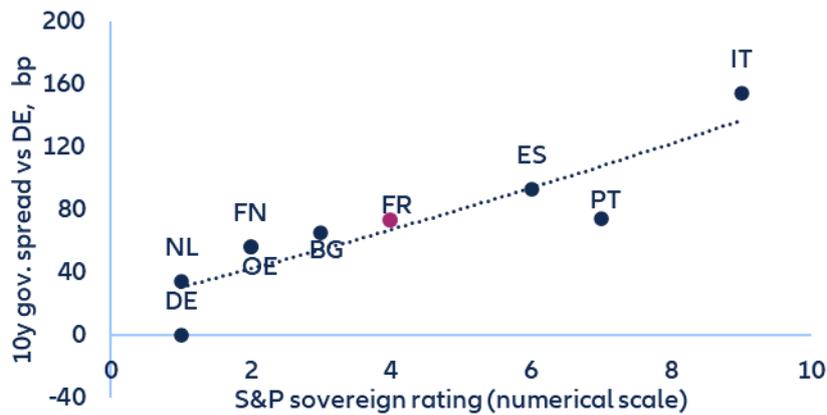
Fonte: Allianz Research

Figura 12: Spread delle obbligazioni sovrane a fine anno, in punti base e rendimenti in euro %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 13: Rating sovrano e spread dei titoli di Stato in bps



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 14: Conti Target 2 in miliardi di euro

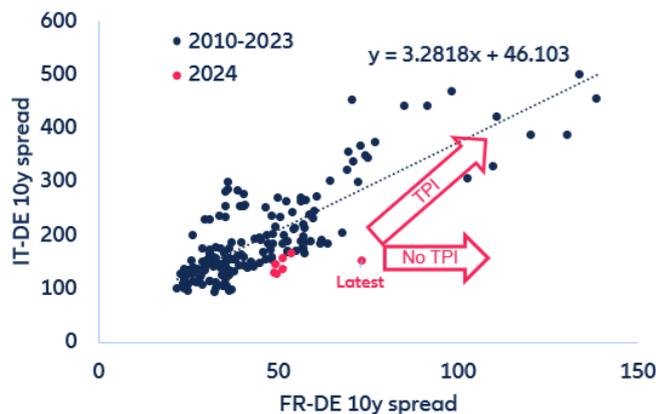


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nella peggiore delle ipotesi, potremmo assistere al ripetersi dello scenario di mercato della "crisi dell'euro" del 2012. Ma questa volta il "put della BCE" sarebbe in atto fin dall'inizio. Se il nuovo governo francese dovesse adottare una posizione contraria all'UE, potrebbe innescare un contagio significativo sui mercati dell'Eurozona. Un

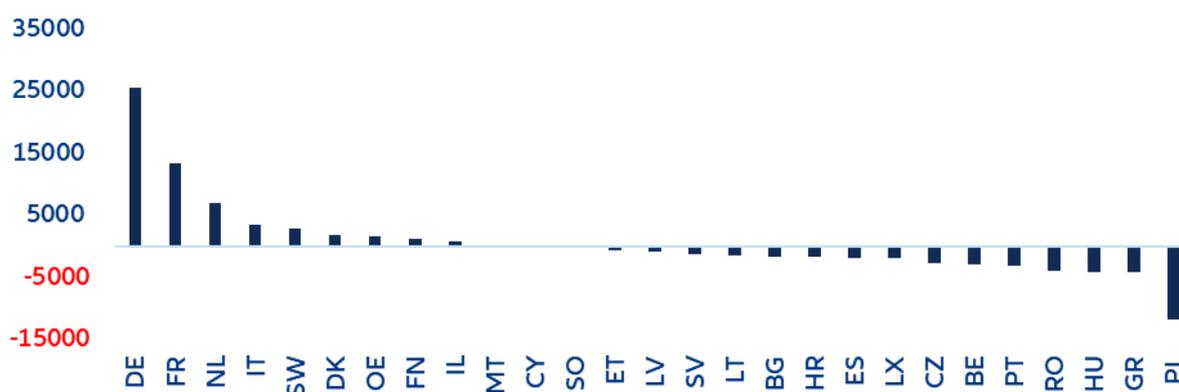
potenziale catalizzatore potrebbe essere la minaccia del governo di ridurre i contributi netti al bilancio dell'Eurozona di un importo sostanziale. Data l'entità degli attuali contributi, una tale mossa potrebbe destabilizzare l'attuale quadro dell'Eurozona, soprattutto perché altri importanti contribuenti netti, come Germania e Paesi Bassi, potrebbero reagire per evitare di diventare gli unici finanziatori principali (Figura 15). Questo scenario minaccerebbe probabilmente l'esistenza stessa dell'Eurozona, causando un aumento degli spread dei titoli di Stato, non solo in Francia ma anche altrove, in particolare in Italia. Finora, quest'anno, i movimenti degli spread di Francia e Italia sembrano essersi disaccoppiati. Storicamente, un allargamento di 20 punti percentuali degli spread francesi si traduce in media in un aumento di 66 punti percentuali degli spread italiani; tuttavia, dopo l'annuncio delle elezioni anticipate, gli spread francesi sono aumentati di 20 punti percentuali, mentre quelli italiani di soli 18 punti. Questo cambiamento suggerisce che le attuali preoccupazioni degli investitori si concentrano principalmente sul deterioramento della situazione fiscale della Francia, e quindi su una questione prevalentemente interna. Tuttavia, se dovesse salire al potere un governo più radicale e i rischi di frammentazione dell'Eurozona si intensificassero, potremmo assistere al riaffermarsi della relazione storica. Se gli spread francesi dovessero salire a 120 pb, quelli italiani potrebbero rapidamente salire a 400 pb (Figura 16). I tassi superiori al 6% in Italia sono immediatamente insostenibili. Pertanto, un tale sviluppo costringerebbe la BCE ad attivare l'IPT, un meccanismo simile a un approccio di *quantitative easing* "whatever-it-takes". Anche se finora non è mai stato utilizzato, non ci sono dubbi sulla sua efficacia. Tuttavia, una mossa in questa direzione potrebbe scatenare un allarme a livello industriale, minare la fiducia dei consumatori e delle imprese e potenzialmente far precipitare l'Europa in una recessione guidata dalla domanda. In questo scenario di crisi, la BCE non solo tornerebbe a un *quantitative easing* aggressivo, ma accelererebbe anche i tagli dei tassi. Tra il deprezzamento dell'euro e il crollo dei mercati azionari, aumenterebbe la fuga di capitali dall'UE. In particolare, l'impatto previsto sugli asset rischiosi francesi in un simile scenario potrebbe essere grave, con *spread investment-grade* che potrebbero raggiungere i 250 pb e mercati azionari in correzione di oltre il -10%. In risposta a tali condizioni, la BCE potrebbe attivare o suggerire l'attivazione di uno strumento simile al Corporate-TPI. Questo strumento avrebbe lo scopo di evitare che non solo le imprese francesi ma anche quelle europee perdano rapidamente l'accesso ai finanziamenti di mercato, sostenendo così i mercati del credito e azionari europei.

Figura 15: Spread mensile dei titoli di Stato a 10 anni rispetto a Germania, Italia (asse y) e Francia (asse x), bps



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

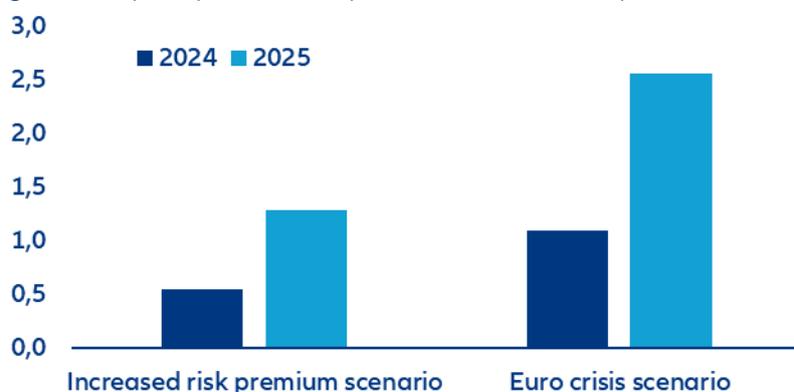
Figura 16: Contributi netti al bilancio dell'UE, 2021, miliardi di euro



Fonte: Statista

In qualsiasi scenario di governo a maggioranza radicale, l'aumento del premio di rischio aggiungerebbe circa 0,5 miliardi di euro di spese per interessi nel 2024, ma 1,3 miliardi di euro nel 2025 (Figura 17). Lo spread di 90/70 pb che ci aspetteremmo nel 2024/2025 con un governo radicale (si veda la Tabella 1) sarebbe costoso per le finanze pubbliche francesi, in quanto il governo emetterebbe obbligazioni con tassi d'interesse più elevati di quanto non sarebbe altrimenti. Stimiamo che la spesa per interessi sarebbe superiore di circa 0,5 miliardi di euro nel 2024 e di 1,3 miliardi di euro nel 2025 rispetto allo scenario di un governo tecnocratico. In caso di crisi dell'euro (spread 120/90), la spesa aumenterebbe drasticamente fino a circa 1,1 miliardi di euro nel 2024 e 2,7 miliardi di euro nel 2025.

Figura 17: Spese per interessi pubblici della Francia (miliardi di euro) con un governo radicale (maggioranza)



Fonte: Allianz Research

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

o implicite in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, compresi quelli derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità,

(v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi di integrazione, e le misure di riorganizzazione,

e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o più pronunciati a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

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

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