

Allianz Research | 10 Novembre 2023

Arretramento sugli obiettivi climatici



Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Head of Economic Research
ana.boata@allianz-trade.com

Björn Griesbach
Senior Investment Strategist
bjorn.griesbach@allianz.com

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

Nikhil Sebastian
Economist and Data Scientist
nikhil.sebastian.ext@allianz-trade.com

Maria Latorre
Sector Advisor, B2B
maria.latorre@allianz-trade.com

Ano Kuhanathan
Head of Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Luca Moneta
Senior Economist
luca.moneta@allianz-trade.com

Markus Zimmer
Senior Economist, ESG
markus.zimmer@allianz.com

Executive summary

Questa settimana abbiamo analizzato tre questioni importanti:

- Per prima cosa, a distanza di un mese, abbiamo voluto condividere il nostro ultimo [economic scenarios for Israel – Hamas conflict](#). Ad oggi, le tensioni sembrano destinate a trasformarsi in un conflitto prolungato ma contenuto (probabilità del 75%). L'impatto sui prezzi delle materie prime e sull'inflazione globale rimane molto contenuto, poiché le condizioni iniziali erano già molto rigide. Nel complesso, prevediamo un leggero effetto di stagflazione sull'economia globale, con scarso impatto sui mercati dei capitali. In uno scenario negativo di grave escalation in un conflitto regionale con l'intervento diretto dell'Iran e degli Stati Uniti, i Paesi OPEC+ potrebbero decidere di tagliare drasticamente la produzione di petrolio, riecheggiando l'embargo petrolifero del 1973-1974, e i timori di un'interruzione del commercio nello Stretto di Hormuz salirebbero alle stelle. Ciò porterebbe a un aumento record dei prezzi del petrolio e causerebbe una recessione dell'economia globale. Anche i mercati dei capitali ne risentirebbero pesantemente, con un probabile calo degli indici azionari del -7% negli Stati Uniti e del -9% nell'Eurozona, oltre all'aumento degli spread di credito.
- In secondo luogo, è [one step forward, two steps back on climate targets](#). I governi europei stanno procrastinando i loro obiettivi climatici. Il Regno Unito e la Svezia hanno già annunciato una riduzione degli obiettivi climatici, mentre in altre economie cresce la resistenza e lo scetticismo nei confronti degli obiettivi esistenti. La crisi del costo della vita e il populismo climatico possono spiegare questo movimento sfavorevole. I settori dell'energia, dei trasporti e dell'edilizia abitativa sono quelli che subiscono le maggiori pressioni, poiché hanno un impatto diretto sulla vita degli elettori. Notizie sconfortanti per il mese del clima.
- Terzo, [the drought at the Panama Canal could prolong the trade recession](#). Il numero di navi che possono attraversare il Canale di Panama sarà dimezzato a 18 navi al giorno a partire da febbraio 2024, con un impatto particolare sulle esportazioni statunitensi. Una volta che il commercio globale ha toccato il fondo, tale perturbazione alimenta i timori di una maggiore inflazione importata. La siccità suggerisce anche ciò che ci aspetta con l'aumento delle temperature globali: entro il 2030, l'aumento delle temperature potrebbe portare a una diminuzione del -38% della capacità di trasporto, riducendo la crescita potenziale del commercio globale di merci in volume di -5 punti percentuali all'anno. I costi fisici del cambiamento climatico sono reali.

Scenari economici per Israele – Conflitto Hamas

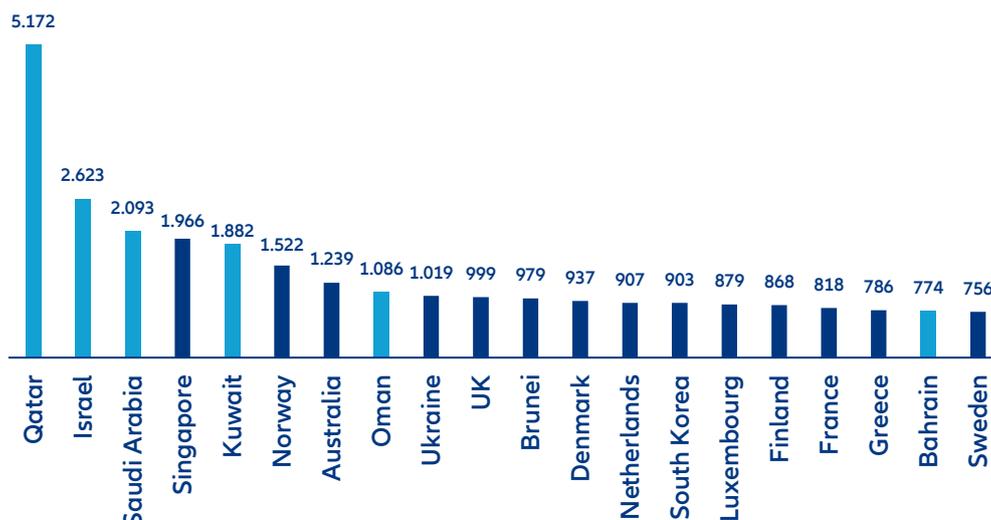
Un mese dopo, l'incursione di Hamas nel territorio israeliano sembra destinata a trasformarsi in un conflitto prolungato ma contenuto (75% di probabilità), con ostilità che probabilmente persisteranno fino al prossimo anno ma limitate all'interno e attorno ai confini israeliani. In risposta all'attacco di Hamas del 7 ottobre, il governo israeliano ha avviato l'operazione "Spade di ferro" e ha attivato l'Articolo 40 Aleph – la prima occasione del genere dalla guerra dello Yom Kippur del 1973. Le interruzioni delle attività sono già visibili, con numerosi voli e operazioni logistiche interrotte o deviate. Le principali compagnie petrolifere hanno anche sospeso la produzione del giacimento di gas naturale Tamar, al largo della costa settentrionale di Israele. Inoltre, parte del carico è stato dirottato dal porto di Ashdod ad Haifa, il cuore del potenziale corridoio India-Arabia Saudita-Israele, causando un moderato arretrato e richieste di forza maggiore per i vettori. Guardando al futuro, ci aspettiamo che il conflitto rimanga concentrato nei territori attorno a Israele, in particolare nella parte settentrionale della Striscia di Gaza. È probabile che le truppe israeliane continuino a occupare Gaza City e che i paesi vicini adotteranno misure per sostenere i rifugiati.

Israele è esposto a maggiori rischi di finanziamento e vediamo il rischio di un calo della crescita del PIL di circa -2,5 punti percentuali dal +3,2% al +0,7% nel 2024, con tassi negativi a partire dal terzo trimestre del 2024 e un'inflazione che rimane al di sopra del 4%. In Israele, la nascita di un governo di unità nazionale ha temporaneamente allentato le tensioni interne e attenuato il ruolo dei partiti di estrema destra nella coalizione, senza però sanare le divisioni profonde. Tuttavia, il rischio di elezioni anticipate rimane alto. L'indipendenza del sistema giudiziario, la probabilità di disordini civili, il potenziale impatto sulle imprese e, in generale, gli ulteriori vincoli dovuti a un marcato deterioramento delle relazioni bilaterali, regionali e internazionali rimangono questioni fondamentali. Tuttavia, il basso tasso di disoccupazione (3,1%) e la fiorente industria della difesa dovrebbero più che compensare l'impatto sulla crescita del PIL della coscrizione militare su larga scala e dei minori introiti derivanti dagli investimenti e dal turismo, almeno nel breve periodo. Il rapporto debito pubblico/PIL di Israele è sceso dal 71% durante la pandemia di Covid-19 a circa il 61% nel 2022, grazie a un atteggiamento fiscale prudente, anche se la spesa militare era pari al 12% del PIL prima della crisi attuale. È probabile che nel 2024 si verifichi una recessione, causata dalla riduzione dell'attività economica, dalla mancanza di lavoratori, dalle potenziali interruzioni delle reti informatiche ed elettriche, dall'assenza di entrate turistiche e dalla diminuzione dei consumi privati. È probabile che si verifichi una significativa pressione sulla posizione fiscale del governo.

Per la regione mediorientale nel suo complesso, prevediamo che il conflitto costerà -0,8pp di crescita del PIL, portandola a +1,7% nel 2024, a causa dell'ulteriore aumento della già elevata incertezza regionale. Quattro dei primi cinque Paesi al mondo per spesa pro capite per la difesa si trovano in Medio Oriente. Il Qatar, che è il primo della lista (Figura 1), può far leva su ampie reti diplomatiche sia in Occidente sia con Hamas, di cui ospita diversi membri in esilio, e ha già svolto un ruolo di mediazione nel recente passato. Tuttavia, a settembre, il Qatar ha annunciato di aver tagliato il suo sostegno finanziario ad Hamas a causa di disaccordi sulla politica estera di quest'ultimo e del suo avvicinamento al governo siriano. È indicativo a questo proposito che gli Emirati Arabi Uniti abbiano avvertito la Siria di non intervenire poche ore dopo l'attacco contro Israele. L'Egitto e i Paesi arabi limitrofi continueranno a sostenere il cessate il fuoco, ma si asterranno dal farsi coinvolgere ulteriormente, concentrandosi sulle sfide economiche interne e sulla debolezza finanziaria. I Paesi più attivi (Iran e Siria) non dovrebbero sostenere un'ulteriore escalation del conflitto, preferendo un approccio pragmatico di fronte alla limitata capacità economica e militare interna. Nel frattempo, Ankara non ha fatto mistero di preferire un corridoio commerciale dall'Oriente attraverso l'Iraq e la stessa Turchia piuttosto che Israele e un ulteriore sostegno a questo obiettivo, così come quello di mantenere il proprio peso sulle questioni regionali, diventerà più probabile nelle attuali circostanze.. L'Egitto e i Paesi arabi limitrofi continueranno a sostenere il cessate il fuoco, ma si asterranno dal farsi coinvolgere ulteriormente, concentrandosi sulle sfide economiche interne e sulla debolezza finanziaria. I

Paesi più attivi (Iran e Siria) non dovrebbero sostenere un'ulteriore escalation del conflitto, preferendo un approccio pragmatico di fronte alla limitata capacità economica e militare interna. Nel frattempo, Ankara non ha fatto mistero di preferire un corridoio commerciale dall'Est attraverso l'Iraq e la stessa Turchia piuttosto che Israele e un ulteriore sostegno a questo obiettivo, così come quello di mantenere il proprio peso sulle questioni regionali, diventerà più probabile nelle attuali circostanze. L'Egitto potrebbe anche assistere a un aumento degli investimenti esteri e dei finanziamenti bilaterali, in particolare da parte di Stati Uniti e Unione Europea, che consentirebbero di aumentare la spesa pubblica, fondamentale per ridurre la perdita di potere d'acquisto causata dall'inflazione.

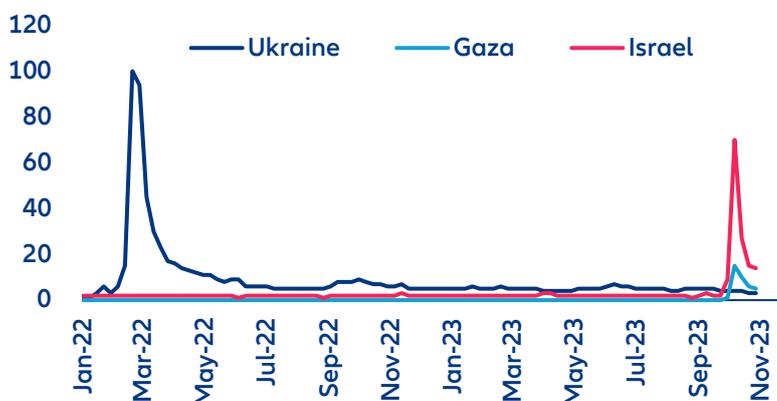
Figura 1: I primi 20 paesi per spesa militare pro capite nel 2022, USD



Fonti: SIPRI, Allianz Research

I Paesi del G7 continueranno a sostenere un cessate il fuoco in Medio Oriente, ma il conflitto potrebbe attirare l'attenzione e il sostegno militare lontano dall'Ucraina. L'UE e gli Stati Uniti continueranno a lavorare per creare corridoi umanitari efficienti in Medio Oriente. L'UE sostiene il cessate il fuoco e la creazione di due Stati. Sebbene i Paesi del G7 continuino a sostenere l'Ucraina, questa potrebbe veder diminuire l'assistenza finché la Russia non invaderà o non aggraverà ulteriormente il conflitto. Il presidente ucraino Volodymyr Zelensky ha espresso il timore che il conflitto in Medio Oriente possa distogliere l'attenzione dalla guerra in Ucraina, e i dati di ricerca di Google confermano lo spostamento dell'attenzione (Figura 2).

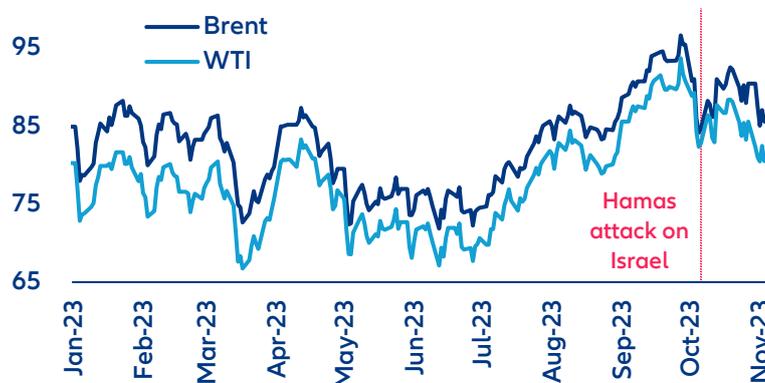
Figura 2: Ricerche su Google



Fonti: Google, Allianz Research

Finora l'impatto sui prezzi globali delle materie prime e sull'inflazione è rimasto contenuto, poiché le condizioni iniziali erano già molto rigide. La volatilità associata al conflitto ha avuto un impatto limitato sui costi dei trasporti e delle materie prime, con un aumento previsto del +5%. I corridoi commerciali rimangono aperti e non prevediamo blocchi del Canale di Suez. Sebbene i prezzi del greggio Brent siano aumentati moderatamente subito dopo lo scoppio del conflitto di circa 5 dollari al barile, all'8 novembre sono tornati a 80 dollari al barile, un livello inferiore a quello precedente al 7 ottobre (Figura 3). Ciò è stato determinato principalmente dalle minori aspettative di domanda globale. Pur sostenendo Israele, l'amministrazione statunitense ha adottato un approccio cauto nei confronti dei mercati petroliferi, allentando persino le sanzioni contro il greggio venezuelano. È improbabile che le sanzioni possano essere ripristinate contro l'Iran. Nel 2023, la produzione di greggio iraniano è aumentata di 600.000 barili al giorno, raggiungendo i 3,14 milioni di barili al giorno (la seconda fonte di approvvigionamento incrementale al mondo dopo gli Stati Uniti). Nel complesso, continuiamo a prevedere prezzi del petrolio a 90USD/bbl in media nel 2024, con un aumento di +4USD/bbl rispetto alla nostra ultima previsione, e un leggero aumento del differenziale tra Brent e WTI.

Figura 3: Prezzi del petrolio (USD)

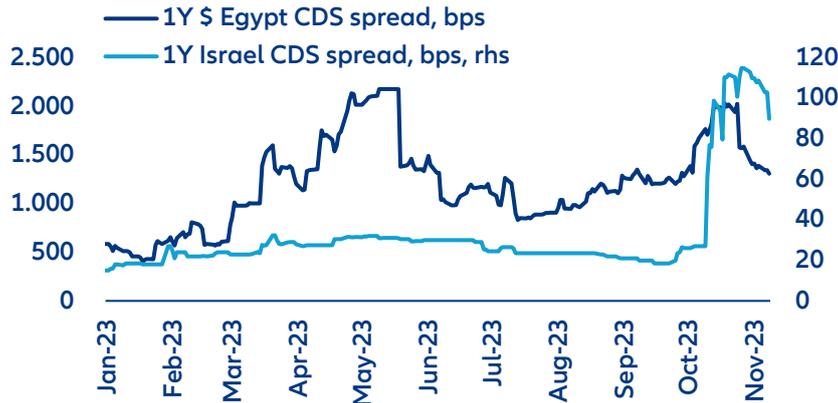


Fonti LSEG Datastream, Allianz Research

Nel complesso, ci aspettiamo che il conflitto abbia un leggero effetto stagflattivo sull'economia globale, con un impatto limitato sui mercati dei capitali. Abbiamo ridotto di -0,1 punti percentuali la nostra previsione di crescita del PIL globale nel 2024, portandola a +2,3%, e abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione di inflazione di +0,1 punti percentuali, portandola al 4,4%. In questo scenario non prevediamo cambiamenti sostanziali rispetto allo scenario pre-bellico in termini di mix di politiche: moderato consolidamento fiscale e nessun taglio dei tassi di interesse prima della seconda metà del 2024. In termini di mercati dei capitali, vediamo pochi cambiamenti rispetto alle nostre previsioni di settembre. I tassi a lungo termine potrebbero scendere dai livelli attuali al 3,9% negli Stati Uniti (10 anni) e al 2,6% in Germania alla fine del 2024, in un contesto di disinflazione in corso, anche se leggermente più lenta, e di crescita contenuta. Secondo le proiezioni, gli indici azionari degli Stati Uniti e dell'Eurozona produrranno un rendimento totale del 9% nel 2024, leggermente inferiore alla loro media di lungo periodo.

Tuttavia, il potenziale di turbolenze finanziarie in Medio Oriente rimane elevato. I credit default swap (CDS) di Israele sono aumentati significativamente dopo l'attacco di Hamas (Figura 4) e lo shekel ha perso più del 5% rispetto al dollaro prima che la Banca di Israele intervenisse vendendo riserve di valuta estera. L'Egitto era già alle prese con gravi condizioni economiche prima degli attacchi di Hamas e dipende fortemente dal sostegno del FMI, essendo il secondo maggior debitore dopo l'Argentina. La sua banca centrale probabilmente svaluterà nuovamente la moneta nei prossimi mesi e i suoi CDS sono a livelli estremamente elevati, anche se non sono aumentati ulteriormente. Il 3 novembre, l'agenzia di rating Fitch ha abbassato il rating in valuta estera dell'Egitto di un gradino, portandolo a B-, citando i rischi negativi per il turismo e la stabilità sociale a causa del conflitto Hamas-Israele, oltre ai numerosi problemi economici interni.

Figura 4: Credit default swap di Egitto e Israele



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Cosa potrebbe andare storto? Una grave crisi umanitaria e/o un evento militare potrebbero portare a una grave escalation e a un conflitto regionale (scenario negativo, probabilità del 20%), scatenando l'intervento diretto di Iran e Stati Uniti. Questo includerebbe il lancio di attacchi più profondi da parte di Hezbollah verso Israele e un'occupazione israeliana su larga scala della Striscia di Gaza. In questo scenario, le forze sostenute dall'Iran in Siria e le truppe irachene lancerebbero operazioni dalle alture del Golan verso Israele, mentre le organizzazioni palestinesi inizierebbero a combattere i soldati israeliani in Cisgiordania. Gli Stati Uniti fornirebbero supporto aereo sui fronti siriano e libanese, mentre il Corpo delle Guardie Rivoluzionarie Islamiche dell'Iran si unirebbe alla lotta contro Israele attraverso risposte "misurate" che colpiscono obiettivi militari.

Tuttavia, a parte gli Stati Uniti che dispiegano equipaggiamenti militari e sistemi di difesa, nessun altro Paese del G7 intraprenderà azioni militari. Un rafforzamento della marina militare nel Mediterraneo distoglierebbe fondi dall'Ucraina, ma è probabile che l'assistenza militare a Kyiv rimanga in vigore fino alle elezioni presidenziali negli Stati Uniti. Manifestazioni e violenze nel mondo arabo aumenterebbero i rischi per le imprese straniere. Gli attacchi contro le principali infrastrutture della regione potrebbero interrompere il commercio da/verso Israele e l'Occidente, aumentando i costi logistici globali del 4%.

In questo scenario, il governo di unità nazionale guidato da Netanyahu si assumerebbe la corresponsabilità di un'escalation, mentre la maggiore sfiducia degli alleati internazionali renderebbe difficile la sua vittoria in un'elezione anticipata. In Israele si sono tenute cinque elezioni generali da aprile 2019 a novembre 2022 e in passato si è votato anche in periodi di particolare tensione. La crescita del PIL in Israele potrebbe diventare negativa, poiché l'aumento dell'instabilità influisce sul commercio internazionale e riduce le entrate; anche l'Arabia Saudita e gli Emirati Arabi Uniti potrebbero registrare una crescita negativa a causa della riduzione dell'appetito per la regione, con ripercussioni sul settore immobiliare e dei servizi.

Un'escalation del conflitto potrebbe spingere i paesi OPEC+ a concordare un drastico taglio della produzione di petrolio per fare una dichiarazione all'Occidente, riecheggiando l'embargo petrolifero del 1973-1974, quando il 7,5% della produzione globale fu interrotto. Un potenziale taglio di altri 10 milioni di barili (circa il 10% della domanda globale, pari al 36% della produzione di greggio dell'OPEC nell'ottobre 2023) avrebbe un forte impatto sui prezzi in un anno caratterizzato dalle elezioni in molti Paesi, anche se i Paesi occidentali hanno ridotto la loro dipendenza e diversificato le fonti, e perché la domanda è più bassa a causa del rallentamento economico pre-bellico. Un'escalation del conflitto in Medio Oriente potrebbe innescare il ritorno dell'inflazione a causa dell'aumento dei costi energetici e di trasporto, oltre a un potenziale effetto di accaparramento dovuto alla stagione invernale.

I prezzi del petrolio aumenterebbero anche a causa dell'aumento dei premi per il rischio geopolitico, in seguito ai timori di un'interruzione del commercio nello Stretto di Hormuz, un importante punto di strozzatura del mercato petrolifero globale. L'escalation delle tensioni potrebbe vedere Israele attaccare le infrastrutture petrolifere iraniane, bloccando il trasporto di petrolio attraverso lo Stretto di Hormuz e peggiorando le già scarse condizioni dei mercati petroliferi. Lo scenario peggiore potrebbe far sì che il prezzo del petrolio raggiunga i 120 dollari al barile in media nel 2024, con un'impennata fino a 170 dollari al barile e un netto divario tra i prezzi del Brent e del WTI, in linea con i costi energetici di Stati Uniti ed Europa.

In questo scenario negativo, l'economia globale entrerebbe in una recessione tecnica (+1,7% nel 2024) e i mercati dei capitali globali ne risentirebbero pesantemente. L'aumento dei prezzi del petrolio farebbe salire l'inflazione globale al 5,2% nel 2024 (Figura 5), arrestando la tendenza disinflazionistica precedentemente prevista. Di conseguenza, le banche centrali occidentali potrebbero trovarsi nell'impossibilità di tagliare i tassi nel 2024 come precedentemente previsto. Con una politica monetaria ancora restrittiva e un rimbalzo delle aspettative di inflazione, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine rimarrebbero intorno al 4,5% negli Stati Uniti e al 3% in Germania per tutto il 2024. Contemporaneamente, la decelerazione economica delle economie occidentali, esacerbata dall'impennata dei costi energetici e dal perdurare della politica monetaria restrittiva, renderebbe il sostegno fiscale molto limitato. Ciò provocherebbe una flessione dei mercati del rischio, con indici azionari che potrebbero scendere del -7% negli Stati Uniti e del -9% nell'Eurozona, oltre all'aumento degli spread di credito.

In questo scenario, l'Egitto andrebbe probabilmente in default dopo essere stato isolato dagli altri Paesi arabi per il suo percepito allineamento con l'Occidente. Le linee di credito esistenti da parte dei Paesi del Golfo verrebbero mantenute, ma spetterebbe alle istituzioni multilaterali farsi carico del mantenimento della bilancia dei pagamenti. I progetti energetici verrebbero bloccati o rinviati. In un contesto di crescenti tensioni politiche e sociali, i risultati delle elezioni presidenziali che confermano El-Sisi potrebbero essere oggetto di contestazioni, portando a una maggiore incertezza nel Paese che richiederebbe l'intervento dei militari per essere risolta. Lo stesso Canale di Suez o i flussi tariffari verrebbero dati in pegno per il rimborso del debito. La Turchia probabilmente accoglierebbe i rifugiati palestinesi e minaccerebbe di consumare l'intero flusso di gas naturale trasportato attraverso il Corridoio meridionale del gas, senza lasciarne traccia all'Europa. Qatar e Arabia Saudita non interverrebbero, ma dispiegherebbero le loro marine per mantenere aperti i corridoi commerciali. Le compagnie di navigazione inizierebbero a evitare il Golfo e il Canale di Suez per non mettere le loro flotte a rischio di attacchi terroristici. Il Sud del mondo inizierebbe a boicottare i prodotti israeliani e le aziende associate all'alleanza con Israele.

Un evento accidentale o un'ulteriore escalation (ad esempio un attacco terroristico a una petroliera in transito per Hormuz o Suez che renda innavigabile la rotta o un missile che colpisca Gerusalemme) spingerebbe altri Paesi a entrare direttamente nel conflitto, innescando uno scenario di pericolo (5% di probabilità). In questa situazione, il conflitto potrebbe espandersi ulteriormente e le rotte commerciali verrebbero compromesse, aumentando potenzialmente la frammentazione geoeconomica a un livello mai visto dalla fine della guerra fredda.

Un passo avanti, due indietro sugli obiettivi climatici

Il governo britannico sta riorientando le sue politiche ecologiche mentre la crisi del costo della vita inizia a farsi sentire. Questa settimana, il Discorso del Re nel Regno Unito ha segnalato una potenziale ritirata dalle politiche climatiche rigorose, esprimendo il proprio sostegno a nuove trivellazioni di petrolio e gas nel Mare del Nord. L'amministrazione considera l'estrazione locale di petrolio e gas in corso come cruciale per la sua sicurezza energetica e coerente con l'obiettivo della neutralità delle emissioni di carbonio, sebbene il suo stesso Comitato per il cambiamento climatico non sia d'accordo. Il Climate Change Performance Index 2023 suggerisce che il Regno Unito ha fatto buoni progressi per quanto riguarda i suoi obiettivi

climatici. Tuttavia, il governo sta rispondendo alle critiche degli elettori facendo marcia indietro sulle principali politiche climatiche, tra cui il rinvio del divieto di vendita di nuove auto a benzina e diesel entro il 2030 e l'eliminazione graduale delle caldaie a combustibili fossili entro il 2035, oltre ad aver eliminato le norme sull'efficienza energetica per i proprietari di casa. Nel tentativo di aumentare le forniture di carbone per l'industria siderurgica, ha anche approvato la prima miniera di carbone profondo del Paese in 30 anni e ha promesso di studiare l'energia nucleare come parte della sua strategia di sicurezza energetica.

Figura 5 - Impatto economico, politico e sul mercato dei capitali di diversi scenari per il conflitto in Medio Oriente

Scenario		<i>Prolonged but contained conflict</i>	<i>Severe escalation into a regional conflict</i>
Probability		75%	20%
Crude oil price Q4 2023 & 2024 (Brent, avg. USD/bbl)		87 90	120 120
GDP 2024 (delta to end-September baseline)	Global	2.3% (-0.1pp)	1.7% (-0.7pp)
	Eurozone	0.8% (-0.1pp)	0.2% (-0.7pp)
	US	1.0% (-0.1pp)	0.3% (-0.8pp)
	China	4.6% (-0.1pp)	4.0% (-0.7pp)
	Middle-East	1.7% (-0.8pp)	1.0% (-1.5pp)
Inflation 2024 (delta to end-September baseline)	Global	4.4% (0.1pp)	5.2% (0.9pp)
	Eurozone	3.1% (0.1pp)	3.6% (0.6pp)
	US	2.4% (0.1pp)	3.3% (1.0pp)
	China	1.8% (0.1pp)	2.4% (0.7pp)
	Middle-East	7.0% (0.6pp)	7.4% (1.0pp)
Global trade of goods and services in 2023 and 2024 (in volume, delta to end-September baseline)		-0.3pp/-0.5pp	-6pp/-8pp
Logistics cost index (maritime freight, delta to end-September baseline)		+0.75%/+1%	+4%
Foreign direct investment flows		Slightly lower due to increased policy uncertainty and fragmentation	Significantly reduced and concentrated in nearby/friendly areas.
Policy-mix		Moderate fiscal consolidation & no cut in interest rates before H2 2024.	Little fiscal space to offset high energy prices due to restrictive monetary policy & no cut in interest rates before end of 2024.
CB rates (eof 2024)	US	4.75%	5.75%
	Eurozone	3.50%	4.00%
10y gov. bonds (eof 2024)	US	3.90%	4.50%
	Eurozone: GER 10y % / ITA-GER 10y spread	2.6% / 150bps	3.0% / 230bps
Corporate spreads (eof 2024)	US	120	180
	Eurozone	140	220
Equities (2024)	US	9%	-7%
	Eurozone	9%	-9%
EURUSD 2024, average (delta to end-September baseline)		1.08 (-3.0%)	1.03 (-8.0%)
Financial markets summary		No material change from baseline.	CBs refrain from policy easing amid high inflation leading to higher yields and risk-off.

Fonte: Allianz Research: Allianz Research. Nota: Stato di rischio del 5% di un conflitto globale, compresa una guerra aperta che coinvolga l'Iran, gli Stati Uniti e altri Paesi, non riportato qui.

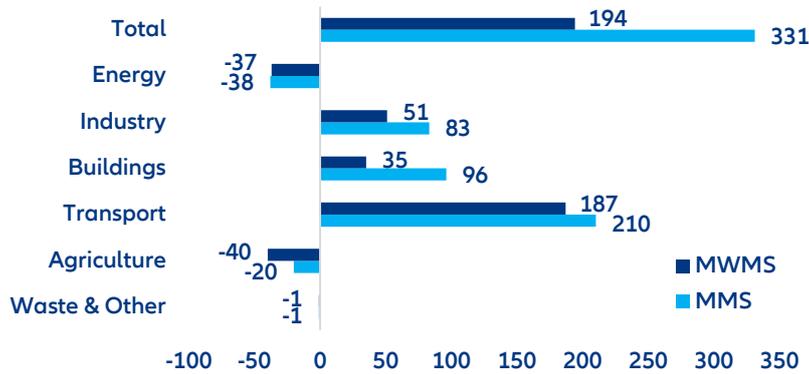
Ma il Regno Unito non è solo. Anche altri governi europei stanno contribuendo alla preoccupante tendenza che rischia di minare l'impegno globale a mantenere l'aumento della temperatura globale entro 1,5°C. Mentre la finestra per prevenire le conseguenze più gravi del cambiamento climatico si restringe, le economie avanzate dovrebbero eliminare gradualmente l'estrazione di combustibili fossili, non promuoverla. Ma in Svezia, ad esempio, il governo di destra ha recentemente annunciato non solo un taglio di 22,17 milioni di euro ai finanziamenti per le misure climatiche e ambientali, ma anche tagli fiscali su benzina e diesel, il che contraddice l'obiettivo di raggiungere una riduzione del -17% delle emissioni. nel

settore dei trasporti tra il 2023 e il 2030. Anche la Svezia ha abbandonato il suo obiettivo di energia rinnovabile al 100% e ha modificato il suo obiettivo di zero emissioni nette portandolo al 100% "senza fossili", creando le condizioni per il ritorno dell'energia nucleare nel mix energetico del paese. Anche la crisi energetica innescata dall'invasione russa dell'Ucraina ha contribuito a mantenere i combustibili fossili sul tavolo. Germania e Slovacchia, ad esempio, hanno temporaneamente aumentato l'estrazione e le importazioni di carbone per sostenere le riserve energetiche in vista dell'inverno e hanno sostenuto il consumo di gas e carbone invece delle energie rinnovabili. In Francia, due delle quattro centrali a carbone che avrebbero dovuto essere chiuse nel 2022 saranno ora utilizzate fino alla fine del 2024. E l'energia nucleare è tornata sul tavolo: invece di portare la sua quota sotto il 50% entro il 2025, dal 75 % nel 2017, la Francia sta ora valutando la possibilità di aprire nuove centrali nucleari. Ed è stata eliminata anche la prevista carbon tax sul gasolio. Nel frattempo, diversi paesi dell'Europa centrale e orientale hanno sfruttato la crisi energetica non solo per modificare temporaneamente il proprio mix energetico, ma anche per fare marcia indietro rispetto agli impegni precedenti. L'Ungheria ha aumentato la produzione interna di combustibili fossili e ha ritardato l'eliminazione dell'energia dal carbone, e la Bulgaria potrebbe seguire l'esempio.

Nel frattempo, nonostante abbia presentato proposte globali di politica climatica per raggiungere gli obiettivi del 2030, la più grande economia europea continuerà ad emettere 200 milioni di tonnellate di CO2 in più rispetto a quanto previsto fino alla fine del decennio. L'energia rinnovabile non sta crescendo abbastanza velocemente e il settore dei trasporti deve ancora ridurre drasticamente le emissioni. Eppure, la Germania – sostenuta da Italia, Polonia e Bulgaria – ha rinnegato un accordo per vietare la vendita di nuove auto alimentate da motori a combustione interna nell'UE entro il 2035, piegandosi alle pressioni dell'industria automobilistica. Berlino ha invece raggiunto un accordo con la Commissione Europea che permette di immatricolare le auto dopo il 2035 se utilizzate esclusivamente carburanti a zero emissioni di carbonio. A ciò fa eco una coalizione di nazioni guidata dall'Italia che sta spingendo affinché i carburanti sintetici e i biocarburanti vengano conteggiati negli standard di carbonio per i veicoli pesanti. Anche gli standard di bioedilizia non stanno facendo molti progressi sia in Germania che in Italia.

Gli obiettivi climatici tedeschi sono a rischio a causa della mancanza di un'azione globale in tutti i settori. L'avanzata eliminazione del nucleare ha inavvertitamente aumentato le emissioni di gas serra poiché il governo ha accettato di chiudere alcune capacità di carbone più tardi di quanto inizialmente previsto – nel 2024 anziché nel 2022 – per risparmiare gas. Tuttavia, il colpo più grave potrebbe derivare dai nuovi e sostanziali investimenti nelle infrastrutture del gas, in particolare nei terminali GNL, come reazione al taglio del gas russo. Le azioni internazionali della Germania contraddicono anche la sua politica climatica interna, dato che continua a finanziare progetti sul gas all'estero, come in Senegal, annullando gli impegni COP26. Le proiezioni attuali suggeriscono che le sovraccapacità di GNL, costose e altamente sovvenzionate, si traducono potenzialmente in effetti di lock-in e asset non recuperabili, e stressano i bilanci fiscali, limitando ulteriormente i fondi di cui sono disperatamente necessari altrove nella giusta transizione energetica. Nel frattempo, la capacità elettrica rinnovabile è sulla buona strada per l'energia solare ma è in ritardo per l'energia eolica. Secondo l'Agenzia tedesca per l'ambiente, i settori dell'energia e dell'agricoltura potrebbero essere gli unici in grado di raggiungere gli obiettivi del 2030, se l'espansione della capacità rinnovabile accelerasse secondo i piani. Tuttavia, la divisione interna all'interno della coalizione di governo potrebbe mettere ulteriormente a repentaglio il raggiungimento degli obiettivi climatici settoriali a breve termine poiché i ministeri responsabili dell'edilizia e dei trasporti non sono riusciti a presentare un programma di emergenza come richiesto dalla legge tedesca sul clima. Di conseguenza, il governo ha proposto di indebolire la legge sul cambiamento climatico consentendo compensazioni settoriali, anche se è improbabile che qualche settore superi significativamente i suoi obiettivi (Figura 6). Inoltre, la coalizione non è riuscita a portare avanti una transizione climatica socialmente giusta, ritardando l'attuazione dell'annunciato "dividendo climatico" che dovrebbe ridistribuire le entrate derivanti dalla tariffazione del carbonio sulle emissioni di riscaldamento e trasporti.

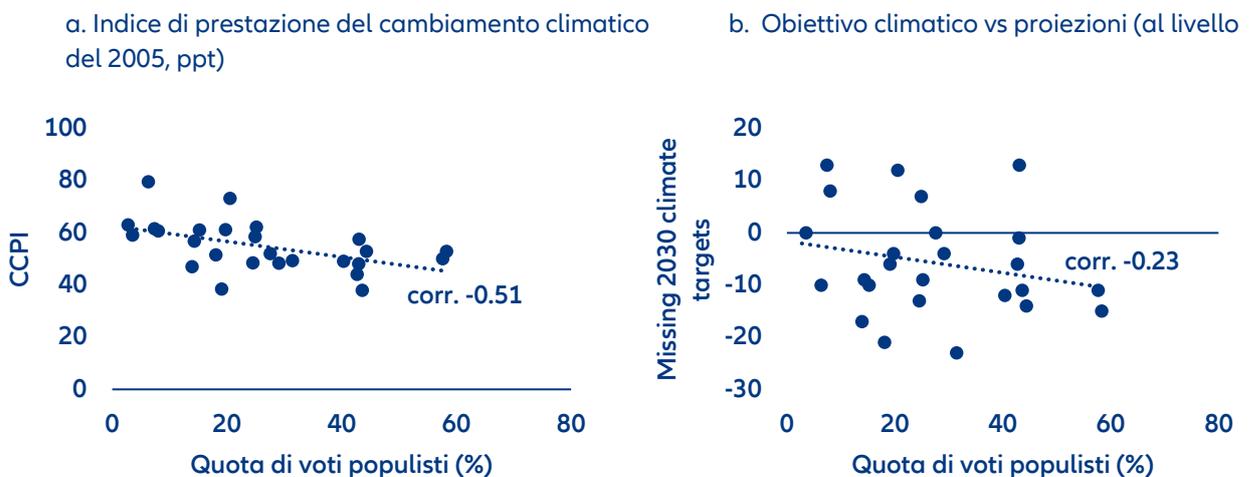
Figura 6: Divario cumulativo dei settori tedeschi rispetto agli obiettivi di emissione, 2023-2030 in milioni. t CO2 equivalenti



Fonti: Agenzia tedesca per l'ambiente, Allianz Research. Note: il rapporto sulle proiezioni 2023 si concentra su due scenari: lo scenario con misure esistenti (MMS) proietta gli effetti delle politiche e delle misure già in atto. Lo scenario con misure aggiuntive (MWMS) considera anche le misure aggiuntive attualmente pianificate dal governo tedesco.

Nel complesso, l'Europa è ancora sulla buona strada, ma l'opposizione politica potrebbe far deragliare gli obiettivi climatici. Nonostante le sfide affrontate durante la transizione verso la neutralità climatica, è fondamentale che i politici mantengano la rotta per fornire all'industria e alle famiglie segnali chiari che la transizione verrà portata avanti. Mantenere la certezza giuridica strategica e sistemica per gli investimenti verdi, come con la legge europea sul clima e il suo ETS, potrebbe dare all'UE un vantaggio rispetto agli Stati Uniti, dove i sussidi forniti ai sensi dell'Inflation Reduction Act hanno incoraggiato gli investimenti in settori puliti ma potrebbero essere facilmente abbandonati. Tuttavia, esiste il rischio che l'opposizione politica nell'UE possa far fallire i piani per raggiungere lo zero netto entro il 2050 poiché emerge un divario ideologico sulla politica verde in vista delle imminenti elezioni europee. Per quanto riguarda i paesi dell'UE e il Regno Unito, riscontriamo che una quota di voti populistici più elevata alle ultime elezioni è correlata a un indice di prestazione in materia di cambiamento climatico (CCPI) più basso (Figura 7a), che classifica i paesi in base al progresso e all'ambizione in pp rispetto a uno scenario ideale di raggiungimento degli obiettivi climatici prefissati nel 2022. Il collegamento è meno pronunciato ma comunque negativo per il potenziale di un paese di non raggiungere l'obiettivo climatico entro il 2030 (Figura 7b).

Figura 7: Correlazione tra la quota di voti dei partiti populistici nelle ultime elezioni e gli obiettivi climatici, UE 27 e Regno Unito

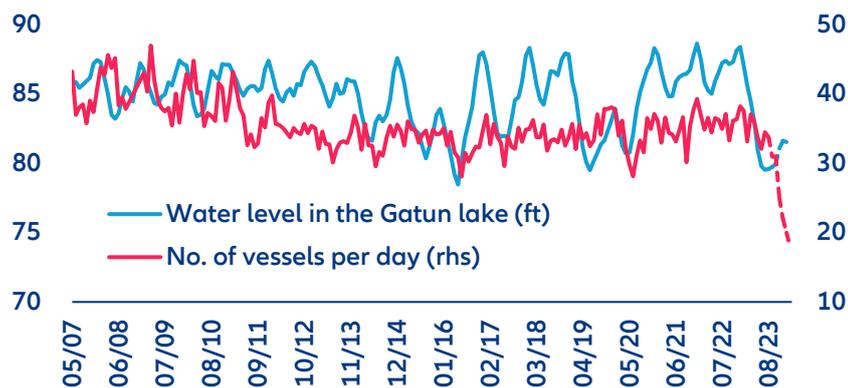


Fonti: Germanwatch, Commissione Europea, ParlGov e Banca Mondiale, Allianz Research

La siccità nel Canale di Panama potrebbe prolungare la recessione commerciale

I livelli d'acqua storicamente bassi nel lago Gatun che sfocia nel Canale di Panama stanno riducendo il numero di navi che possono attraversarlo, mettendo a rischio una rotta commerciale cruciale. Estendendosi per circa 80 km e collegando rotte tra l'Atlantico e l'Oceano Pacifico, il Canale di Panama è un'importante via commerciale dal 1914, trasportando ogni anno circa il 3-5% del commercio globale. Sebbene la Repubblica di Panama registri generalmente livelli elevati di precipitazioni annuali (247 cm di precipitazioni in media negli ultimi 10 anni), quest'anno è stato il secondo più secco dal 1950. Di conseguenza, il lago artificiale creato per fornire acqua per il funzionamento delle chiuse e aiutare le navi a transitare nel Canale ha registrato livelli d'acqua storicamente bassi. Di conseguenza, l'Autorità del Canale di Panama (ACP) ha limitato il numero di navi che possono transitare attraverso il canale a 24 al giorno (dalle 31 precedenti), a partire dal 7 novembre. Questo numero si ridurrà ulteriormente a 18 al giorno a partire da febbraio 2024. Ciò equivale a una riduzione di quasi il -50% delle navi giornaliere che attraversano il Canale, che in tempi normali vede transitare circa 36-40 navi ogni giorno (Figura 8). L'ACP ha inoltre dovuto ridurre il limite di pescaggio da 50 piedi a 44 piedi e per ogni piede di pescaggio ridotto nel Canale di Panama, i caricatori devono prelevare da 300 a 350 container di carico dalle loro navi, il che li ha portati a addebitare ai propri clienti circa 600 USD in più per container. L'impatto maggiore si è avuto sulle navi cisterna per gas di petrolio liquefatto (GPL).

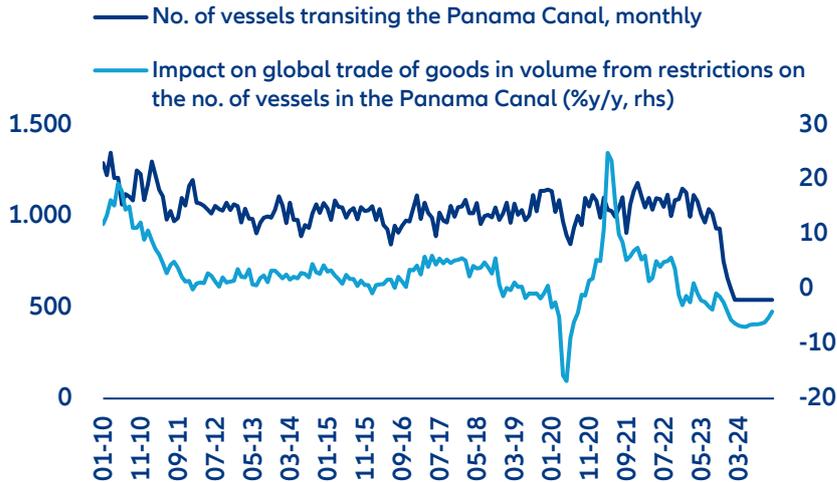
Figura 8: Forte calo del numero di navi in transito nel Canale di Panama negli ultimi mesi



Fonti: Bloomberg, Autorità del Canale di Panama (ACP), Allianz Research. Note: le linee tratteggiate indicano le proiezioni del livello dell'acqua e i limiti annunciati dall'ACP per il numero di navi al giorno.

La riduzione del -50% della capacità aggrava i timori di recessione commerciale per il 2024. Le nostre simulazioni suggeriscono che una diminuzione di -1 punto percentuale nel numero di navi che transitano attraverso il canale a causa di episodi di siccità riduce il commercio globale di merci in media di 0,14 punti percentuali, rispetto all'anno precedente. Prima della siccità, il canale veniva utilizzato quasi alla sua piena capacità, con una media di 35 navi che lo attraversavano ogni giorno fino a luglio. Stimiamo che la riduzione del numero di navi che transitano attraverso il canale potrebbe avere un impatto cumulativo di -1,3 punti percentuali nel 2023. Nello scenario peggiore, ciò potrebbe ridurre di circa -6 punti percentuali la crescita del volume del commercio globale di merci se le restrizioni venissero prolungate fino alla fine. -2024, che spingerebbe il commercio globale di beni nella recessione.

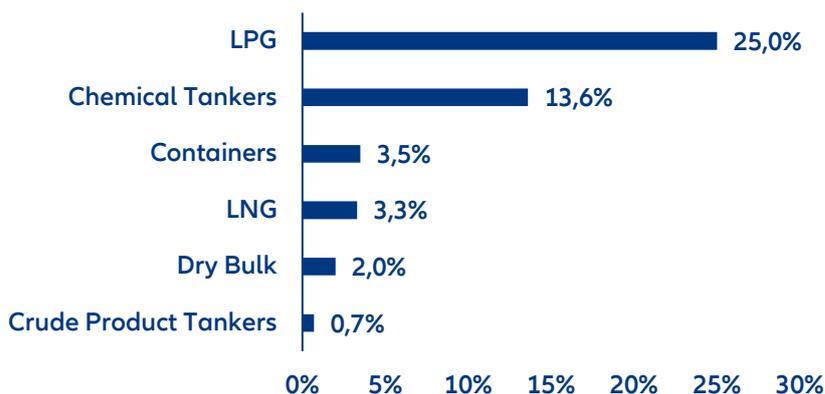
Figura 9: Impatto commerciale della riduzione del numero di navi in transito nel Canale di Panama



Fonti: Bloomberg, Refinitiv Datastream, Allianz Research

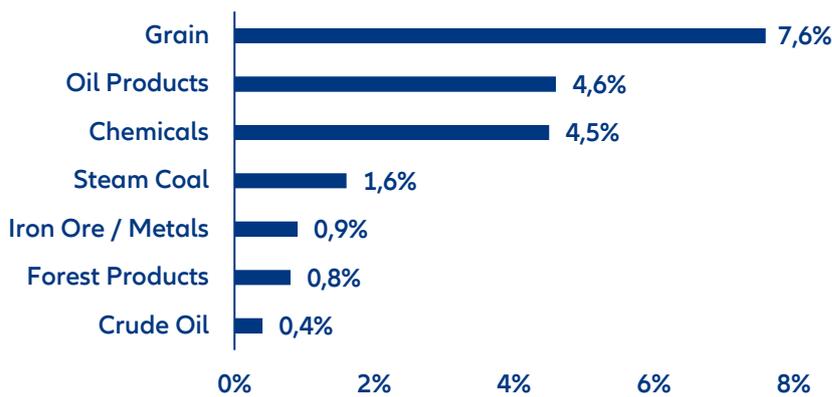
Gli Stati Uniti sarebbero i più colpiti. Gli Stati Uniti rappresentano il 70% del traffico totale di container che passa attraverso il Canale di Panama. Inoltre, di tutto il traffico container statunitense, il 40% viaggia ogni anno attraverso il Canale, per un totale di circa 270 miliardi di dollari di merci. Il Canale collega principalmente la costa orientale degli Stati Uniti con l'Asia e la costa occidentale del Sud America, quindi la ridotta capacità delle navi potrebbe aumentare i prezzi dei prodotti spediti tra queste regioni, la stragrande maggioranza dei quali sono materie prime (Figure 10 e 11). Per quanto riguarda i beni di consumo, le navi portacontainer che trasportano prodotti finiti prenotano i loro viaggi con qualche settimana di anticipo e potrebbero non incontrare tempi di attesa così lunghi come quelli incontrati dalle navi mercantili alla rinfusa che di solito non prenotano il loro passaggio. Tuttavia, i trasportatori di container dovranno gestire i ritardi e migliorare la logistica per garantire le consegne di beni di consumo per le prossime stagioni chiave del Ringraziamento e di Natale negli Stati Uniti. Nel complesso, calcoliamo che la ridotta capacità nel Canale di Panama potrebbe ridurre le esportazioni statunitensi di quasi -0,3 punti percentuali rispetto all'anno precedente. I paesi dell'America Latina sarebbero i secondi nella lista con un taglio di -0,2 punti percentuali alle esportazioni.

Figura 10: Canale di Panama – Traffico per segmento di mercato marittimo in relazione al commercio globale nel 2022



Fonti: PCA, Clarksons, Moody's, Allianz Research

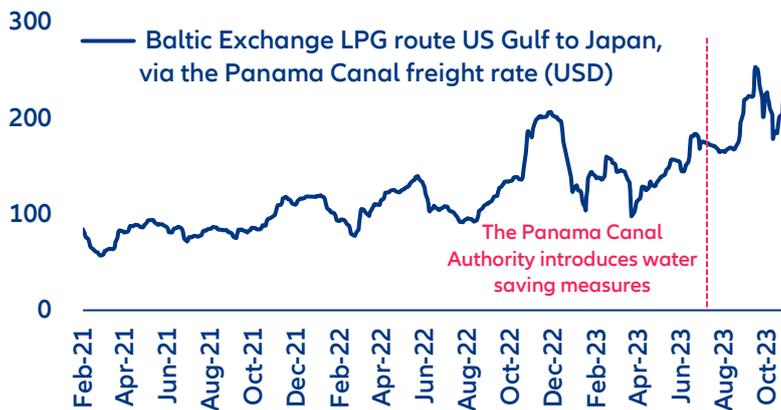
Figura 11: Canale di Panama - Transito per merce in relazione al commercio globale nel 2022



Fonti: PCA, Clarksons, Moody's, Allianz Research

Non è possibile escludere del tutto un aumento dei prezzi concentrato nei settori dell'energia e dei beni di consumo. Nel 2022, le tre principali merci spedite attraverso il Canale sono state petrolio e prodotti petroliferi (30%), merci in container (22%) e cereali (13%). In termini di traffico per segmento di mercato marittimo in relazione al commercio globale, il gas di petrolio liquefatto (GPL) ha ottenuto la quota maggiore, seguito da navi cisterna e container per prodotti chimici, mentre in termini di transito di materie prime, cereali, prodotti petroliferi e prodotti chimici hanno costituito la quota maggiore. Ma poiché il Canale di Panama è un facilitatore e non l'unica soluzione di collegamento, i vettori che collegano la costa orientale degli Stati Uniti con l'Asia hanno preso in considerazione l'utilizzo di altre alternative come il Canale di Suez o il confine con il Capo di Buona Speranza (Sudafrica). Sebbene ciò richieda più tempo e comporti un maggiore consumo di carburante, ciò consentirebbe alle aziende di evitare le tasse sul Canale di Suez, che quest'anno sono aumentate. Le tariffe di trasporto delle navi cisterna per GPL sono aumentate del +44% tra agosto e novembre 2023 dopo che i paesi ACP hanno introdotto misure per combattere la crisi (Figura 12) e le aste per gli slot solitamente vinti dai settori GPL e GNL hanno raggiunto livelli record di 2,85 milioni di dollari mentre le slot sono state vendute a 2,4 milioni di dollari nel 2023, già più dei 900.000 dollari dei tempi normali. È molto probabile che questi sviluppi abbiano un impatto sui margini delle compagnie di navigazione.

Figura 12: tariffe di trasporto del GPL dal Golfo degli Stati Uniti al Giappone attraverso il Canale di Panama



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Il cambiamento climatico potrebbe avere un impatto duraturo sul Canale di Panama. Considerando un aumento della temperatura media globale di 1,5°C e una deviazione del -7,4% nella portata media del fiume¹ rispetto agli attuali livelli dell'acqua, il numero giornaliero di navi sarà ridotto di -15 rispetto ai tempi normali (ovvero 40), il che significherebbe una diminuzione del -38% nella capacità di trasporto, riducendo la crescita potenziale del commercio globale in volume di -5 punti percentuali all'anno. Sebbene i progetti volti a migliorare e ripristinare le foreste pluviali a Panama possano ridurre i costi legati al clima per il

¹ Definito come il volume d'acqua che scorre attraverso un fiume o un canale di ruscello.

commercio attraverso il Canale di Panama nel lungo termine, la riduzione del progetto di misure e una restrizione sul limite delle navi che attraversano il canale sembrano essere la soluzione migliore al a breve termine.

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

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

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

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