

Allianz Research | 29 Febbraio 2024

La BCE è di nuovo in attesa

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Roberta Fortes
Senior Economist

roberta.fortes@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Senior Investment Strategist

bjoern.griesbach@allianz.com

Jasmin Gröschl
Senior Economist

jasmine.groeschl@allianz.com

Yao Lu
Sector Advisor

yao.lu@allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist

pablo.espinosa-uriel@allianz.com

Alberto Giurato
Research Assistant

alberto.giurato@allianz.com

Executive summary

Questa settimana analizziamo tre questioni critiche:

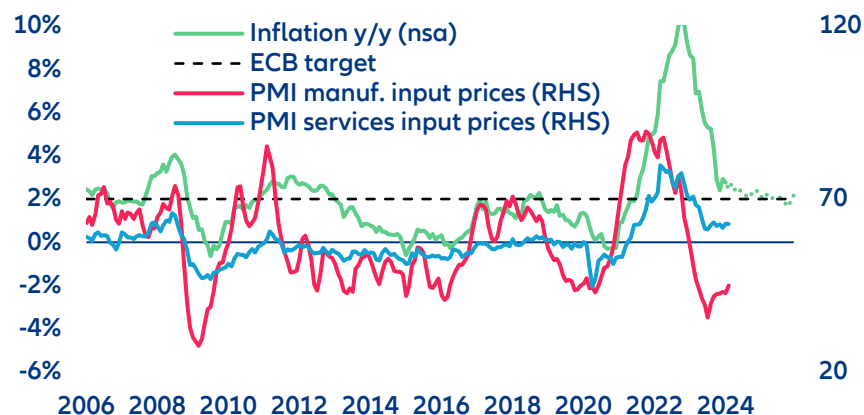
- **BCE di nuovo in attesa.** Nella prossima riunione del 7 marzo, ci aspettiamo che la BCE mantenga il tasso di deposito invariato al 4,0% per la quarta volta consecutiva. Poiché il ritmo della disinflazione rallenta e la crescita dei salari si è riaccelerata, manteniamo la nostra previsione di tagli di soli 50 pb nella seconda metà del 2024. Nel frattempo, le significative perdite della banca centrale aggiungono un'ulteriore pressione sui saldi fiscali, fungendo da ulteriore incentivo per la BCE ad aderire al quantitative tightening (QT) nonostante l'imminente allentamento delle politiche.
- **Nessuna soluzione rapida per il settore immobiliare tedesco.** Sebbene i prezzi delle case siano diminuiti drasticamente negli ultimi due anni, prevediamo una stabilizzazione del settore immobiliare nel 2024. Il settore delle costruzioni sta subendo il colpo della domanda limitata e dei costi di costruzione elevati (+23,3% dal 1° trimestre 2021 al 3° trimestre 2023). Tra gennaio e novembre 2023, 2.800 imprese edili hanno presentato istanza di fallimento (+14,8% a/a). Oltre all'economia reale, la nostra analisi esamina anche il circolo vizioso immobiliare-bancario, che per ora sembra sotto controllo. Tuttavia, le conseguenze sociali devono essere monitorate attentamente. Il governo ha proposto un pacchetto completo per rivitalizzare il settore, che contribuisce al 6% del PIL tedesco, ma potrebbe essere troppo poco e troppo tardi.
- **Un vicolo cieco per l'Argentina.** La brusca svalutazione del peso e il forte consolidamento fiscale dovrebbero pesare sui redditi reali degli argentini, facendoli scendere di quasi il -10% nel 2024 e colpendo fortemente i consumi. Prevediamo una crescita negativa del PIL del -2,5% nel 2024, compensata solo da una buona produzione agricola. Prevediamo una ripresa della crescita economica fino a circa il +2% nel 2025, grazie a un deciso effetto curva J sulle esportazioni e a un generale miglioramento del sentimento economico del Paese dovuto alle riforme che sono (per ora) ben accette dalla popolazione, nonostante la forte stretta della cinghia. Ma questo è l'inghippo: La legge Omnibus del Presidente Javier Milei è stata respinta dal Congresso, il che significa che le riforme più importanti potrebbero essere indebolite.

BCE di nuovo in attesa

La BCE resterà in attesa anche la prossima settimana per evitare i rischi di un taglio troppo anticipato. Si prevede che nella prossima riunione del 7 marzo la BCE manterrà lo status quo, mantenendo il tasso sui depositi al livello storicamente elevato del 4,0% per la quarta riunione consecutiva (MLF: 4,75%, MRO: 4,5%). Il mese scorso, secondo i conti, il Consiglio direttivo era concorde nel ritenere che il rischio di un taglio dei tassi troppo precoce fosse ancora superiore a quello di un taglio troppo tardivo. I dati pubblicati da allora sono stati positivi, con il PMI composito dell'Eurozona che è aumentato di un punto a 48,9 (un massimo di otto mesi, anche se ancora in territorio di contrazione), mentre la crescita dei salari e l'inflazione di base hanno riaccelerato a gennaio. Pertanto, non c'è motivo di credere che l'umore piuttosto falco cambierà entro la prossima settimana. I dati sull'inflazione di febbraio saranno pubblicati il 1° marzo e potrebbero ancora modificare le attuali aspettative in entrambe le direzioni. Tuttavia, è improbabile che la prossima settimana si inneschi un'azione di contrasto.

Le stime sull'inflazione saranno abbassate, ma la disinflazione più lenta dell'"ultimo miglio" rimarrà al centro dell'attenzione, poiché le pressioni salariali continuano. A gennaio, l'inflazione dell'Eurozona è scesa solo marginalmente al 2,8% a/a e al 3,3% a/a nella misura core, rimanendo quindi significativamente al di sopra dell'obiettivo. Ancora più importante, l'inflazione core ha riaccelerato sequenzialmente per il terzo mese consecutivo, raggiungendo lo 0,3% m/m, che si traduce in un tasso annualizzato del 4,9%. Le sottocomponenti del PMI sui prezzi degli input indicano che le pressioni sui prezzi nel settore dei servizi rimangono elevate, data la continua forza della crescita dei salari (Figura 1). Sebbene la misura dei salari negoziati della BCE sia leggermente rallentata al 4,5% annuo nel quarto trimestre del 2023, essa rimane scomodamente elevata. L'indicatore dei salari di fatto, più frequente e aggiornato, ha addirittura riaccelerato al 4,1% annuo a gennaio, il valore più alto dal luglio dello scorso anno. In questo contesto, le stime dello staff della BCE per l'inflazione nel 2024 saranno probabilmente abbassate nella prossima riunione, poiché l'ultima stima di dicembre era relativamente alta, pari al 2,7% (consenso attuale: 2,3%, Allianz: 2,4%). Tuttavia, la revisione al ribasso dovrebbe essere meno pronunciata di quanto inizialmente previsto.

Figura 1: Inflazione dell'Eurozona, incluse le previsioni di Allianz e i prezzi degli input PMI

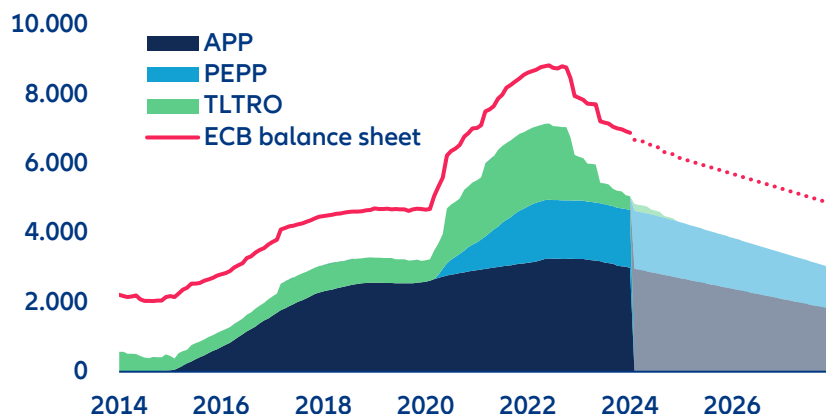


Fonti: LSEG Datastream, S&P Global, Allianz Research

L'inasprimento quantitativo continuerà quando le perdite della banca centrale cominceranno a intaccare le entrate fiscali in assenza di trasferimenti futuri. La BCE procederà con la stretta quantitativa secondo quanto annunciato lo scorso dicembre: un ritiro passivo delle obbligazioni del programma APP a un ritmo medio di circa 25 miliardi di euro al mese e ulteriori 7,5 miliardi di euro dal programma PEPP a partire da luglio. La scorsa settimana, i bilanci annuali della Bundesbank e della BCE hanno evidenziato ingenti perdite nei loro bilanci, dato il significativo disallineamento dei tassi di interesse tra attività e passività (Figura 3). Altre banche centrali, come la Banca d'Italia (BdI) e la Banque de France (BdF), pubblicheranno le loro relazioni a marzo, ma è probabile un risultato simile, anche se meno pronunciato. Il bilancio combinato del sistema monetario dell'euro si trova attualmente su quasi 3,0 miliardi di euro di obbligazioni con una cedola marginalmente superiore allo 0%, poiché sono state in gran parte acquistate durante il contesto di bassi tassi di interesse prima del giugno 2022, quando il QE è cessato. Sul fronte delle passività, lo SME ha depositi di banche commerciali per oltre 3,5 miliardi di euro che per ora pagano un tasso

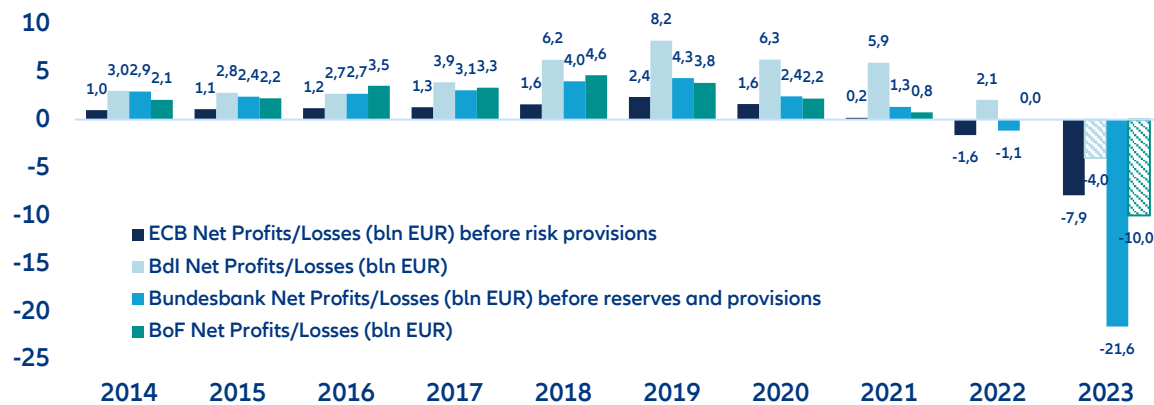
di deposito del 4,0%. Questo disallineamento, attualmente pari a 120 miliardi di euro all'anno, non sorprende i profitti delle banche centrali. Naturalmente, il mandato principale della BCE è la stabilità dei prezzi e non la generazione di profitti¹. Naturalmente, il mandato principale della BCE è la stabilità dei prezzi e non la generazione di profitti. Tuttavia, poiché in passato sono stati trasferiti ai governi utili pari allo 0,2%-0,5% del PIL, questo flusso di reddito si interromperà nei prossimi anni, poiché le banche centrali dovranno ricostituire i propri fondi rischi anche dopo la cessazione delle perdite di bilancio. Ciò si traduce in un altro effetto secondario meno evidente dell'inasprimento monetario. La BCE sarà quindi desiderosa di ridurre il bilancio in futuro e, senza ammettere ufficialmente questo incentivo, anche la riduzione del tasso sui depositi ad un certo punto sarà d'aiuto in questo senso (Figura 2).

Figura 2: Bilancio della BCE inclusa la previsione di Allianz, miliardi di euro



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 3: profitti e perdite delle banche centrali, miliardi di euro



Fonti: BCE, Bundesbank, Bdl, BdF, Allianz Research. Note: 2023 Bdl e BdF sono stime

In prospettiva, manteniamo la nostra richiesta di due tagli dei tassi di 25 pb a luglio e settembre, quando l'inflazione si avvicinerà all'obiettivo della BCE, e di altri 75 pb l'anno prossimo. Poiché si prevede una ripresa della crescita nella seconda metà di quest'anno, la BCE si fermerà molto probabilmente dopo settembre e attenderà che l'obiettivo di inflazione sia raggiunto in modo sostenibile (non previsto prima del primo trimestre del 2025). Questa opinione è ora sempre più condivisa dai mercati, che hanno ridotto significativamente l'entità dei tagli cumulativi attesi nel 2024 a 90 pb dai 160 pb di dicembre (Figura 4). Tuttavia, l'incertezza è attualmente molto alta, data l'elevata dispersione degli indicatori anticipatori. Rimane il rischio di turbolenze finanziarie innescate da

¹ 120 miliardi di euro sono un'approssimazione basata sull'ipotesi che il tasso cedolare medio, ponderato in base al capitale, sui 3,0 miliardi di euro di obbligazioni detenute nello SME sia di circa lo 0,8% e che i costi per il tasso di deposito siano del 4,0% su 3,5 miliardi di euro..

un evento geopolitico, da un'escalation del mercato immobiliare commerciale o semplicemente da un effetto ritardato della stretta monetaria sugli investimenti che innescherebbe un percorso di allentamento molto più rapido e pronunciato da parte della BCE.

Figura 4: Prezzi di mercato per la variazione del tasso di interesse nel 2024

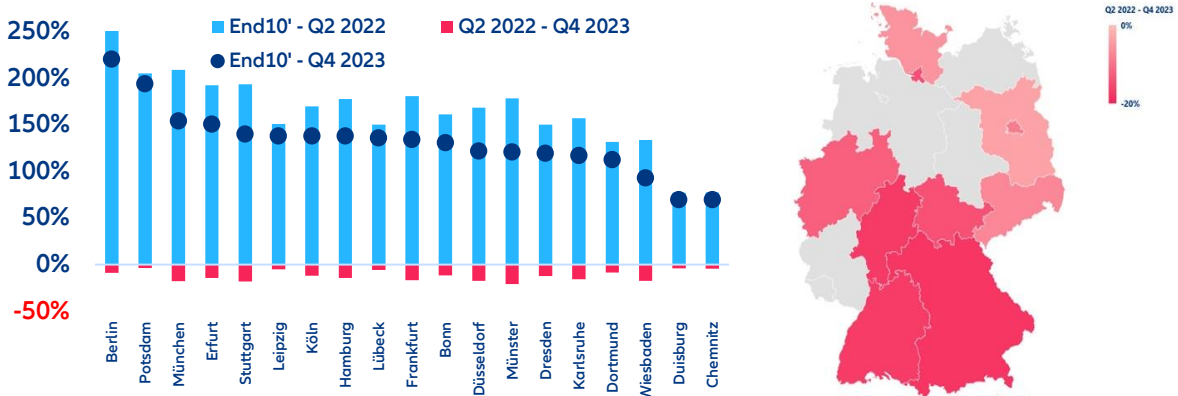


Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Nessuna soluzione rapida per il settore immobiliare tedesco

I prezzi delle case in Germania hanno subito una forte correzione (-10-15% rispetto al picco raggiunto a metà del 2022) dopo un lungo periodo di crescita. Tuttavia, ci aspettiamo una stabilizzazione nel 2024, poiché i vincoli dell'offerta più che compensano il calo della domanda. La correzione è stata significativa ma disomogenea tra le diverse regioni (Figura 5) e le dimensioni degli immobili, nonché tra le case nuove e quelle esistenti. Tuttavia, i prezzi delle case sono ancora superiori del 100-150% a quelli che erano prima dell'era dei bassi tassi di interesse. In futuro, con l'aumento dell'offerta, l'inflazione e la scarsità spingeranno al rialzo i prezzi degli affitti. Questo, unito a un tasso di disoccupazione relativamente basso e a una graduale ripresa dell'attività economica, dovrebbe portare a una stabilizzazione dei prezzi delle case nel 2024. Tuttavia, questo non significherà un ritorno ai livelli visti nel recente passato, poiché i costi di finanziamento più elevati e gli standard di prestito più rigidi continueranno a pesare sull'attività.

Figura 5: Evoluzione cumulativa dei prezzi delle case per città dal 2010

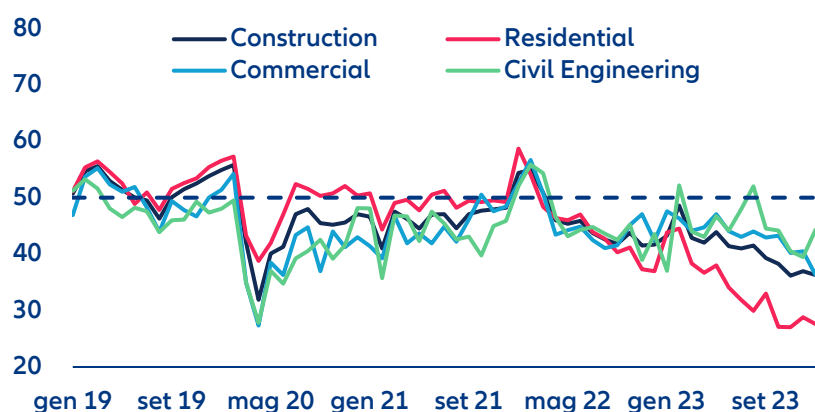


Fonti: Indici dei prezzi GREIX, Allianz Research. I colori regionali sono assegnati come correzione media delle città (grafico a sinistra) di ciascun territorio. Gli Stati per i quali non ci sono dati nel lato sinistro sono in grigio.

In questo contesto, non vediamo tregua per il settore delle costruzioni, che sta ancora lottando con gli effetti degli alti tassi di interesse, oltre che con gli elevati costi di costruzione e la carenza di manodopera qualificata. Nell'aprile 2022, il PMI tedesco delle costruzioni è sceso sotto la soglia di 50 e da allora la flessione si è intensificata, toccando minimi storici negli ultimi mesi. Sebbene tutti i sottosettori rimangano in territorio di contrazione, quello

residenziale è chiaramente il più in difficoltà e sta trascinando al ribasso il livello di attività complessivo (Figura 6). Gli alti tassi di interesse non solo hanno spinto al ribasso i prezzi degli alloggi, ma hanno anche pesato sulla capacità dei costruttori tedeschi di contrarre prestiti, deteriorando la liquidità essenziale per far decollare i progetti. Inoltre, i costi di costruzione sono aumentati del +23,3% dal 1° trimestre 2021 al 3° trimestre 2023. Sebbene i prezzi dei materiali da costruzione si siano stabilizzati e abbiano registrato una tendenza al ribasso negli ultimi trimestri, grazie all'attenuazione delle interruzioni della catena di approvvigionamento, il costo della manodopera nel settore delle costruzioni ha continuato a crescere a un tasso superiore alla media, a causa della carenza di manodopera qualificata. Di recente, l'IG BAU, un sindacato tedesco, ha avviato un nuovo ciclo di contrattazioni collettive la scorsa settimana, chiedendo un aumento salariale mensile di 500 euro per tutti i lavoratori del settore edile. Stimiamo un aumento del 10,5% del salario orario medio se la richiesta verrà accettata, il che posizionerebbe la Germania al 40,1% in più rispetto alla media totale dell'UE e significativamente al di sopra di Francia, Italia e Spagna. Prevediamo che il costo del lavoro continuerà a sostenere gli alti costi di costruzione nel lungo periodo.

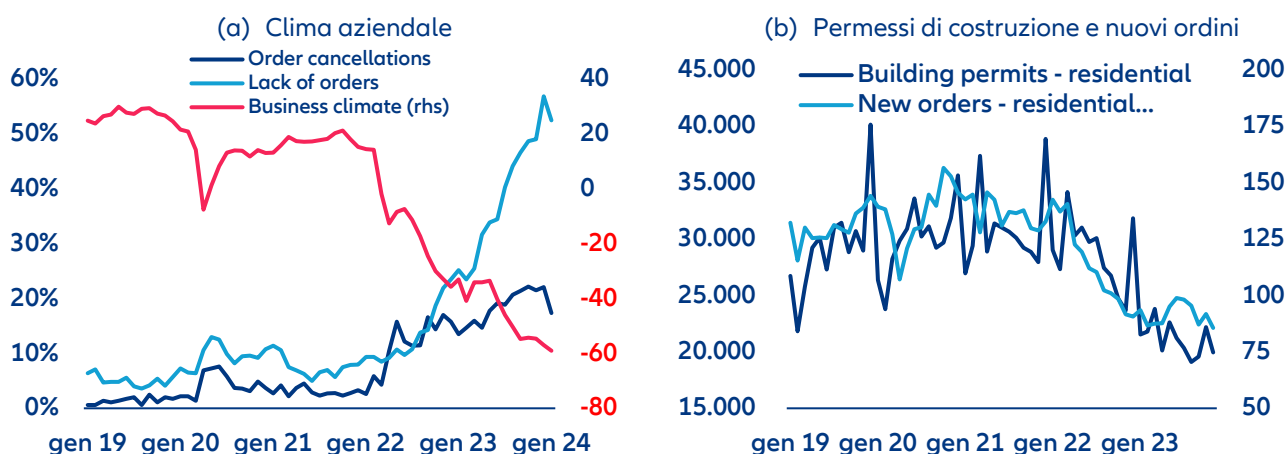
Figura 6: Indice di attività PMI delle costruzioni HCOB Germania per settore



Fonti: HCOB, S&P Global, Allianz Research

Il deterioramento della redditività ha portato a un crollo massiccio delle attività edilizie e ha spinto un'ondata di costruttori tedeschi all'insolvenza. La carenza di ordini e gli scarti dei progetti si sono accumulati a causa del calo dei prezzi delle abitazioni e delle pressioni sui costi che hanno continuato a comprimere i margini dei costruttori e a rendere i progetti sempre meno redditizi. Secondo un sondaggio dell'Istituto Ifo, a gennaio 2024 il 52,5% degli intervistati ha segnalato una mancanza di ordini (+27,3pps a/a) e il 17,4% ha dovuto cancellare i propri progetti (+3,9pps a/a), registrando una leggera flessione rispetto al mese precedente ma rimanendo comunque vicino ai massimi storici. Di conseguenza, un numero crescente di imprese edili tedesche sta affrontando un rischio di insolvenza più elevato. Tra gennaio e novembre 2023, 2.822 imprese hanno presentato istanza di fallimento (+14,8% a/a). Nel 2021 e nel 2022 sono state costruite rispettivamente 293.393 e 295.275 abitazioni. Ma il dato potrebbe ridursi ulteriormente nel 2024, con solo 232.000 abitazioni autorizzate (-26,1% a/a) e 1.000 nuovi ordini ricevuti (-21,2% a/a) tra gennaio e novembre 2023 (Figura 7).

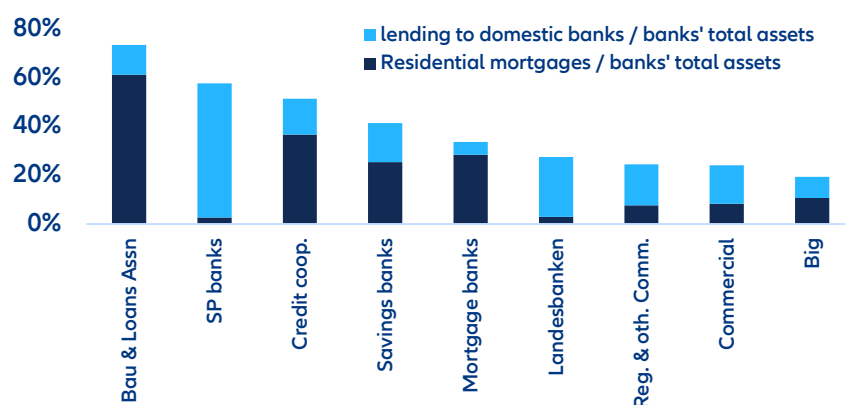
Figura 7: Crollo delle attività nell'edilizia residenziale



Fonti: Ifo Institute, DeStatis, Allianz Research

Le ricadute sulle banche dei finanziamenti immobiliari residenziali non sono il rischio più importante per il settore bancario in relazione al settore immobiliare. All'interno dell'atomizzato sistema bancario tedesco, alcuni attori sono piuttosto esposti ai finanziamenti immobiliari residenziali, ma i rischi dovrebbero rimanere contenuti nel nostro scenario di base. Le banche hanno inasprito i loro standard e la domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni è diminuita, portando a un calo significativo dei prestiti ipotecari approvati. Ciò, unitamente ai termini fissi dei "vecchi" contratti, ha contribuito a rallentare la trasmissione dell'aumento dei tassi ai mutuatari. Con i livelli di disoccupazione contenuti, questo dovrebbe tenere sotto controllo i pagamenti dei mutui. Ad oggi, le insolvenze delle società legate al settore immobiliare² e ai mutui per immobili commerciali rappresentano una fonte di rischio maggiore rispetto ai mutui per abitazioni. Se la situazione dovesse peggiorare, i rischi derivanti dai mutui non pagati si accumulerebbero nelle banche con un'esposizione concentrata (associazioni edilizie e di credito, banche ipotecarie, ma anche piccole cooperative e casse di risparmio, Figura 8), mentre le banche più grandi con un'esposizione più diversificata - e soggette a controlli più severi - dovrebbero essere in grado di gestirla meglio. Tuttavia, in uno scenario di questo tipo, i rischi potrebbero anche diffondersi attraverso i collegamenti interbancari, in particolare attraverso le Landesbanken e le banche di scopo, che svolgono un ruolo cruciale nella rete delle banche più piccole.

Figura 8: Concentrazione delle esposizioni ai mutui immobiliari e ai prestiti bancari nazionali per tipologia di banca



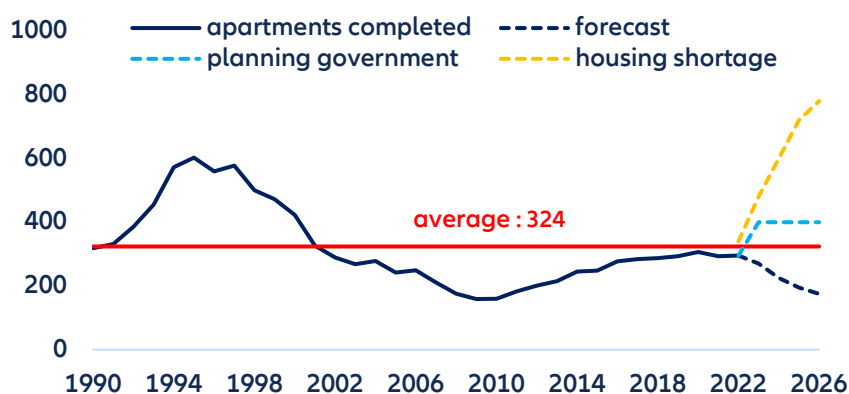
Fonti: LSEG Datastream, Bundesbank, Allianz Research

L'edilizia è semplicemente troppo costosa al momento, ma la carenza di alloggi è diventata una questione sociale. Il rapido aumento dei costi di costruzione e dell'energia ha reso l'edilizia residenziale non redditizia. Con i costi indotti dallo Stato che rappresentano il 37% delle spese totali, un metro quadro di costruzione può costare oltre 5.000 euro. Ciò dovrebbe essere compensato da un affitto medio per metro quadro di 21 euro, che per molti

² In molti casi altamente indebitati. Secondo Destatis, il 30% dei prestiti bancari in essere riguarda aziende di questo settore.

non è finanziariamente sostenibile. Questo squilibrio finanziario ha portato a un basso tasso di completamento degli appartamenti, che si prevede diminuirà ulteriormente negli anni a venire e che è molto al di sotto dell'obiettivo governativo di 400.000 appartamenti all'anno. Né è sufficiente per affrontare la prevista carenza di alloggi, che aumenterà ulteriormente e in modo massiccio fino al 2026 (Figura 9). Per far fronte alla carenza di alloggi, è fondamentale che il governo intervenga e colmi il divario tra gli appartamenti completati e quelli necessari. Il governo tedesco ha proposto un pacchetto completo volto a rivitalizzare il settore edilizio, ma l'attuazione richiederà tempo. Misure come processi di pianificazione e approvazione più rapidi e migliori opzioni di ammortamento contribuiranno a stabilizzare il mercato. Tuttavia, l'alta percentuale di costi indotti dallo Stato in Germania è attribuita a vari fattori, tra cui le tasse, i requisiti energetici, le normative tecniche e i requisiti comunali. Per dare impulso all'edilizia - che rappresenta circa il 6% del PIL tedesco e ha quindi un potenziale significativo per contribuire alla crescita o al declino della Germania - il settore immobiliare residenziale ha bisogno di incentivi fiscali per limitare i costi di costruzione, di finanziamenti affidabili e di efficienza nella protezione del clima, in combinazione con una riduzione dell'incertezza debitamente necessaria.

Figura 9: Appartamenti completati e previsioni, in migliaia



Fonti: LSEG Datastream, Istituto Ifo, Governo tedesco, ZIA, Allianz Research. Previsioni dal 2023 (inc).

Un vicolo cieco per l'Argentina

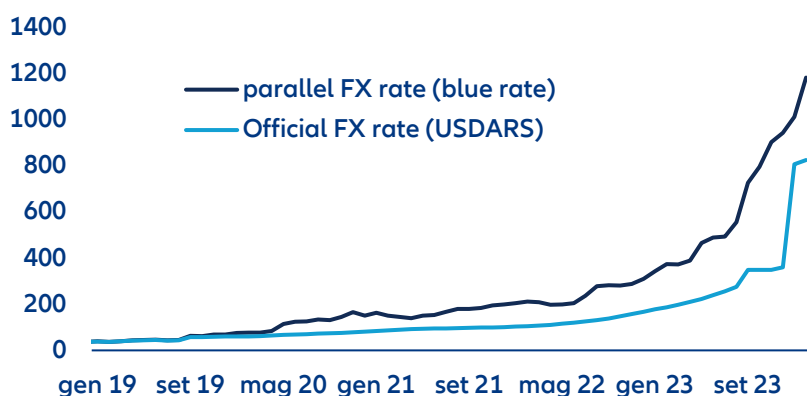
Il Presidente argentino Javier Milei ha subito una grave sconfitta questo mese, quando il suo ambizioso pacchetto di deregolamentazione economica - noto come Legge Omnibus - è stato respinto dal Congresso (Tabella 1). Ciò significa che dovrà essere riesaminato dalle commissioni e poi presentato alla plenaria per una nuova votazione generale. Il progetto di legge era stato approvato in termini generali dalla Camera dei Deputati all'inizio del mese, ma l'analisi dei singoli articoli ha provocato uno stallo, in particolare per quanto riguarda il trasferimento delle imposte federali alle province e le privatizzazioni. Questa sconfitta dimostra che il rischio di governabilità sarà alto sotto il mandato di Milei, dato che il suo partito, La Libertad Avanza (LLA), detiene una minoranza in entrambe le camere del Congresso e ha una scarsa rappresentanza nelle province. Le autorità hanno annunciato che tutti i negoziati con i governatori provinciali e i legislatori dell'opposizione sono stati sospesi e che la legge non tornerà al Congresso.

Sono probabili ulteriori compromessi nell'ambito del prolungamento dei negoziati. Se la legge non verrà approvata, il governo dovrà tagliare le spese più del previsto per raggiungere gli obiettivi fiscali, che secondo il governo non sono negoziabili. Ciò metterà certamente i governatori provinciali in una posizione difficile, poiché le loro finanze risentiranno dei minori trasferimenti federali, rendendo ancora più essenziali i negoziati con il governo. Il governo potrebbe indire un referendum non vincolante per dimostrare il sostegno popolare al suo programma. Ma fare affidamento su un periodo di luna di miele con la popolazione per approvare riforme severe potrebbe essere rischioso, dato che gli argentini stanno soffrendo per gli aggiustamenti economici in corso. Se Milei dovesse indire un referendum e perdere, sarebbe un bersaglio debole a pochi mesi dal suo primo anno di mandato, il che minaccerebbe ulteriormente la stabilità politica. In questo contesto, il negoziato sembra essere l'approccio migliore. È probabile che il governo persegua le riforme attraverso le normali procedure legislative. Ma questo significa che

il ritmo delle riforme sarà probabilmente più lento e il grado di diluizione delle politiche sicuramente maggiore, limitando la portata di cambiamenti significativi.

Nel frattempo, gli aggiustamenti economici continuano e saranno dolorosi nel breve periodo. Il governo di Milei ha iniziato il suo mandato con due obiettivi principali: il riequilibrio dei prezzi relativi, cioè attraverso una svalutazione della moneta, e il consolidamento fiscale. A dicembre, la valuta è stata svalutata in modo significativo (-54%) e il governo ha adottato un peg strisciante, con un tasso di svalutazione del 2% al mese (Figura 10). Questa misura era urgentemente necessaria per ripristinare la competitività del Paese, in quanto il peso argentino era artificialmente sopravvalutato, compromettendo le esportazioni. Pur essendo una mossa necessaria, ha avuto conseguenze immediate e significative perché il passaggio all'inflazione è troppo elevato. In effetti, l'inflazione sta galoppando, superando il 200% a gennaio, e ci aspettiamo che raggiunga il 300% nel secondo trimestre, dato il passaggio della svalutazione del tasso di cambio ai prezzi combinato con la riduzione dei sussidi all'energia e ai trasporti. In questo contesto, è molto probabile che il governo aumenti il tasso mensile di svalutazione della moneta nei prossimi mesi, poiché l'inflazione compensa i guadagni di competitività ottenuti con la svalutazione di dicembre. Ipotizzando che l'attuale tasso di svalutazione sarà del 2% fino a dicembre 2024 - ovvero un'ulteriore svalutazione di circa il 130% in un anno (dic/2023-dic/2024) - e considerando il nostro scenario di inflazione, un guadagno di competitività si osserverebbe solo alla fine dell'anno (figura 11).

Figura 10: Tassi di cambio ufficiali e paralleli



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 11: Tasso di cambio reale dell'Argentina (RER)

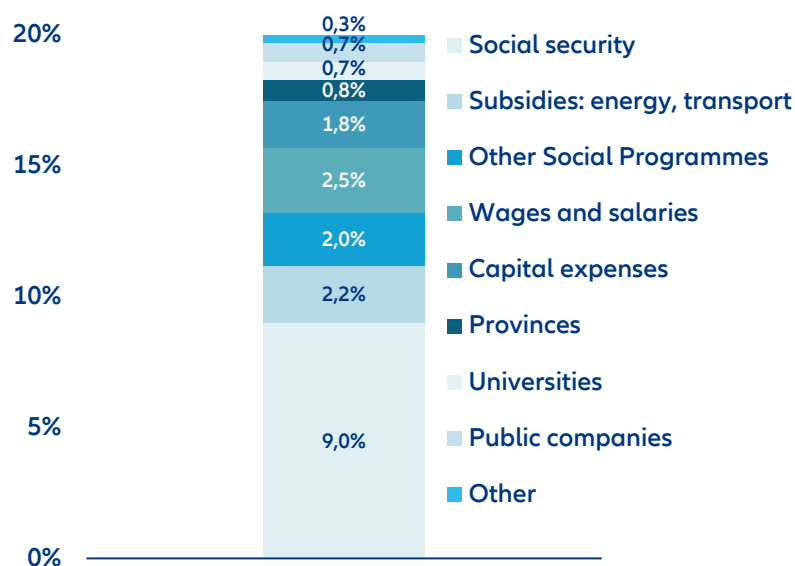


Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: i valori più alti indicano una minore competitività.

Allo stesso tempo, gli ambiziosi obiettivi di consolidamento fiscale del governo comporteranno severi tagli alla spesa. Il governo ha fissato l'obiettivo di raggiungere un avanzo primario del 2% nel 2024, la maggior parte del quale verrebbe raggiunto attraverso la riduzione dei costosi sussidi all'energia e ai trasporti, il congelamento della spesa in conto capitale e la riduzione dei trasferimenti alle province (Figura 12). Per ora, il governo sembra riuscirci:

a gennaio l'Argentina ha registrato il primo avanzo di bilancio mensile in 12 anni. Tuttavia, l'attuazione è a rischio perché il governo non è stato in grado di aumentare le tasse, nemmeno temporaneamente, e ulteriori tagli alla spesa sembrano complicati in un momento in cui più della metà della spesa pubblica è destinata alle pensioni e all'assistenza sociale, l'economia sta affrontando la stagflazione e più del 55% della popolazione vive in povertà. Va notato che la settima revisione del programma del FMI ha mostrato fiducia nelle politiche del nuovo governo e nella possibilità di aggiustare l'attuale contesto macroeconomico. Chiaramente, il cambio di direzione politica ha aiutato l'Argentina a ottenere le deroghe per il mancato raggiungimento degli obiettivi del 2023 e a rimettere in carreggiata il programma. Tra i punti chiave della nuova revisione c'è la completa eliminazione del finanziamento monetario del deficit fiscale nel 2024, ma la mancanza di sostegno politico potrebbe alla fine compromettere questo rinnovato sostegno.

Figura 12: Composizione della spesa fiscale (% PIL, cum. 12m).



Fonti: Bloomberg, Allianz Research. *Dicembre 2023

Il contesto di alta inflazione e contrazione fiscale significa che i consumatori saranno particolarmente colpiti. Prevediamo che il reddito reale si ridurrà di quasi il -10% nel 2024, colpendo fortemente i consumi. In questo scenario, prevediamo una crescita negativa del PIL pari a -2,5% nel 2024, con una recessione parzialmente compensata da un aumento delle esportazioni, sostenuto in particolare dai forti raccolti agricoli di mais e soia (gli analisti prevedono una crescita rispettivamente di oltre il 64% e il 160%), che insieme al grano rappresentano circa il 45% delle esportazioni del Paese. Questo, insieme a ulteriori miglioramenti del bilancio energetico e a una forte riduzione delle importazioni, potrebbe aiutare le partite correnti a raggiungere un surplus di circa il 4% nel 2024. L'economia inizierebbe a riprendersi verso la fine del 2024, quando i venti contrari iniziali si attenueranno e le distorsioni saranno rimosse. Per il momento, prevediamo un rimbalzo della crescita a circa il +2% nel 2025, grazie alle esportazioni e a un miglioramento generale del sentimento economico del Paese dovuto agli aggiustamenti e ai progressi nelle riforme. Naturalmente, ciò dipenderà dalla risoluzione delle turbolenze politiche e dal proseguimento delle riforme, e i rischi rimangono elevati.

Tabella 1: Disegno di legge Omnibus per l'Argentina (proposte chiave su 664 articoli)

Category	Regulation	Details
Deregulation	Antitrust Law	Repealed. Proposes the creation of a new regulatory body
Pension	Suspends current pro-cyclical formula	Implements a temporary discretionary system where Executive can set adjustments before a new formula is designed and approved
Debt	Repeals Law that dictates that any new FX debt issuance has to be approved by Congress	Offers discretion to the Executive
Fiscal/Tax	Moratorium Amnesty on undeclared assets/holdings Asset tax Excise Export taxes Privatizations Creating a business Public Sector Assets	Tax, customs, and social security debt with up to 50% discount Applies to domestic and foreign assets. Up to USD 100K, no taxes owed. Beyond that, tax rate increases progressively depending on timing (5, 10, and 15%) Creates special regime until 2027, with a special (lower) rate if taxpayer decides to pay tax upfront for next 4 years, avoiding paying taxes on new assets acquired during this timeframe. Otherwise, tax rate falls gradually over time. Higher taxes for tobacco industry Mostly all exports will pay a 15% tax. Oil and mining tax rates unchanged. Tax on soybean exports up to 33% (from 31%). Lower taxes also for lemons and wine exports Declares 41 SOEs subject to privatization, among which we have the national oil company YPF, the state airline Aerolíneas Argentinas, and the water company (AySA) 32 laws would be modified to simplify the creation of businesses Consolidation of public sector assets, excluding BCRA
Energy	Liberalization of prices Royalties Concessions SOEs	Free domestic prices (aligned with international prices) and export prices No longer a fixed and single royalty rate. Auctions will make participants compete on royalty rates above a 15% floor Annuls existing ones. New concessions to be auctioned. Eliminate privileges. No monopoly on special zones/regions
Labor	Plan to regulate employment	Benefits for companies that create new jobs. No criminal actions on employers. Regularization of debts.
Electoral system	Elections	Eliminates PASOs Reforms system to elect Lower House Representatives by picking a single winner in 254 jurisdictions instead of proportional representation.
Public Works	Allows renegotiations of contracts signed prior to December 23, simplifying rules for concessions.	
Criminal System	Road blocking Protests	Raises fine for those cutting transit Need to be notified ahead of time and can be rejected. Organizers of protests are liable for damages

Fonti: Governo, MS 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