

Allianz Research

# Consolidamento fiscale nell'Eurozona

Cosa guardare: Il mercato immobiliare italiano si sta incrinando, i salari in Belgio, l'aggiramento delle sanzioni contro la Russia e il picco di slancio nei paesi emergenti.  
21 Settembre 2023

## In primo piano

Ludovic Subran  
Chief Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Maxime Darmet  
Senior Economist for  
France & US  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

Pablo Espinosa Uriel  
Investment Strategist  
[pablo.espinosa-uriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-uriel@allianz.com)

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

Bjoern Griesbach  
Senior Investment  
Strategist  
[bjoern.griesbach@allianz.com](mailto:bjoern.griesbach@allianz.com)

Jasmin Gröschl  
Senior Economist for  
Europe  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

Maddalena Martini  
Senior Economist  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

Samuele Girardelli  
Research Assistant  
[samuele.girardelli@allianz.com](mailto:samuele.girardelli@allianz.com)

- **Il superbonus in Italia - dopo il boom immobiliare, la crisi?**
- **Indicizzazione dei salari in Belgio** - nessuna spirale salari-prezzi, ma una stretta salariale per le imprese
- **Sanzioni europee contro la Russia:** alla ricerca delle falle
- **Reddito fisso dei mercati emergenti:** picco di slancio?

## In evidenza - Tutti gli occhi sulla fiscalità nell'Eurozona

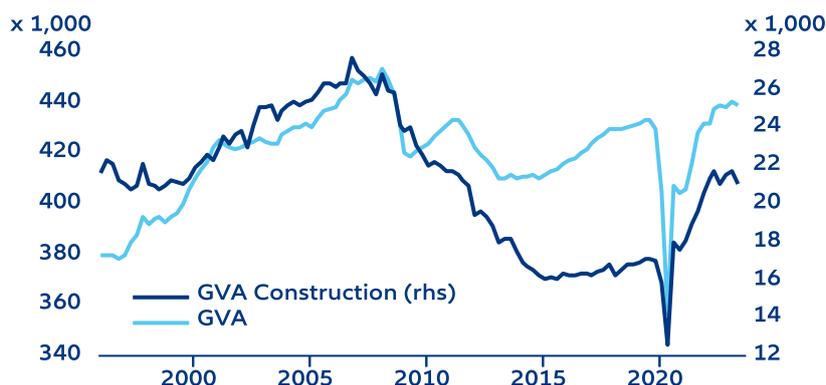
- **Un mix di politiche tossiche nel 2024? L'Eurozona si sta avviando verso un 2024 difficile, in cui la politica fiscale e monetaria diventerà restrittiva, mentre i tassi reali diventeranno più limitanti e i governi stringeranno la cinghia.** Poiché il tasso nominale terminale è stato probabilmente raggiunto proprio ora, e il tasso reale terminale sarà raggiunto solo nel 2024 in un contesto di disinflazione in corso, la politica monetaria avrà un impatto altamente restrittivo nel prossimo futuro. Allo stesso tempo, dopo aver adottato ampi pacchetti di stimolo in risposta alla pandemia di Covid-19 e alla guerra in Ucraina, i Paesi dell'Eurozona si stanno ora orientando verso il consolidamento fiscale attraverso rigorose misure di bilancio. Lo stimolo fiscale nell'Eurozona dovrebbe diminuire del -0,8% nel 2024, un po' più del -0,5% registrato nel 2023..
- **Il consolidamento fiscale è un percorso lungo e i rischi di slittamento non vanno sottovalutati.** È la stagione dei bilanci e una prima occhiata alle promesse dei governi mostra che i 4 grandi Paesi dell'area dell'euro hanno tracciato percorsi diversi:
- La **Germania** persegue il consolidamento fiscale attraverso una linea di bilancio rigorosa nei prossimi anni (il deficit è visto in calo dal 2,6% nel 2022 all'1,0% nel 2025) - ma potrebbe essere diluito da un bilancio ombra;
- Nel frattempo, la **Francia** sta avviando un modesto consolidamento fiscale in un contesto macroeconomico difficile (il deficit dovrebbe scendere solo marginalmente al 4,6% nel 2024);
- In **Italia**, le spese per i crediti d'imposta hanno aggiunto nubi alle prospettive fiscali (deficit al 5,0% quest'anno, con rischi al ribasso).
- La **Spagna** ha un buon piano di consolidamento (deficit previsto in media al 4,0% nel 2023-26), ma la sua efficacia è ancora tutta da verificare.
- **I governi e le istituzioni dell'Eurozona si sono impegnati a fondo per stabilire le regole di base per tornare a un'applicazione più ragionevole del quadro fiscale dell'UE.** Sebbene sia urgente, sarà difficile raggiungere un accordo già l'anno prossimo.

## Il superbonus italiano: dopo il boom immobiliare, il fallimento?

L'attività edilizia italiana ha registrato una ripresa piuttosto impressionante nel 2021-22 (Figura 1), grazie soprattutto al generoso regime di credito d'imposta per la ristrutturazione delle abitazioni<sup>1</sup>. Gli investimenti in costruzioni sono aumentati del +27,7% e del +11,5% in termini reali rispettivamente nel 2021 e nel 2022. Dato l'aumento molto più limitato delle nuove costruzioni (il numero di abitazioni iniziate si è leggermente contratto nel 2022 e i permessi di costruzione per nuove abitazioni sono cresciuti di un trascurabile +0,1%), stimiamo che il 40% di questa espansione nel 2021 e la maggior parte di essa nel 2022 sia dovuta alla spinta delle ristrutturazioni e dell'efficienza energetica legate all'incentivo. L'impennata degli investimenti edilizi si è verificata contemporaneamente all'aumento dei costi di costruzione del +6% nel 2021 e di quasi il +12% nel 2022, che ha fatto lievitare ulteriormente i costi dei crediti d'imposta.

L'ampia diffusione del programma ha generato una spesa pubblica ben superiore alle prime stime (35 miliardi di euro). Ad agosto 2023, gli investimenti ammonteranno a circa 86 miliardi di euro e conteranno più di 425.000 interventi dalla sua introduzione. Tuttavia, il nuovo metodo di contabilità Eurostat per i crediti d'imposta ha prodotto una revisione al ribasso dei deficit fiscali del 2021 e del 2022, che hanno toccato rispettivamente il 9% e l'8%. Insieme ad altri incentivi attualmente in vigore (ad esempio il bonus di facciata) per un totale di circa 120 miliardi di euro, lo schema non mirato solleva preoccupazioni sulla capacità del governo di raggiungere gli obiettivi fiscali di quest'anno. Nuove stime parlano di 30-40 miliardi di euro di spese aggiuntive, a pochi giorni dalla presentazione dell'aggiornamento del bilancio 2023.

Figura 1: Italia - Valore aggiunto lordo dell'economia e del settore delle costruzioni

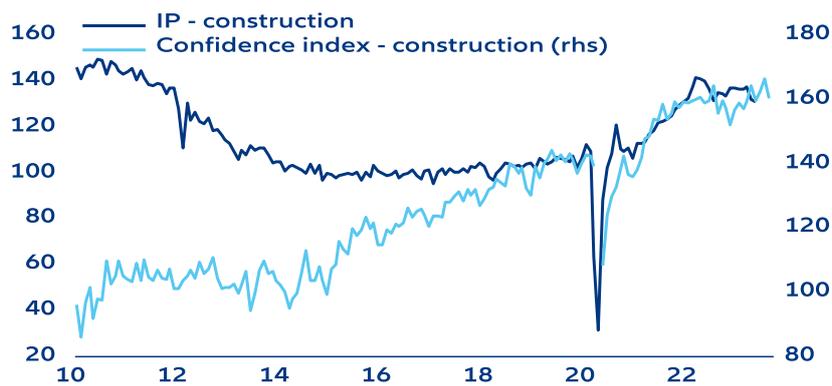


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Paradossalmente, ci aspettiamo che il graduale smantellamento del regime fiscale (già rivisto nel febbraio 2023) fornisca un po' di sollievo ai prossimi bilanci, ma ci aspettiamo che lo slancio del settore delle costruzioni si attenui ulteriormente.** I dati mensili sull'attività e sul sentiment (Figura 2) confermano che l'attività ha iniziato a rallentare, accennando a un'inversione di tendenza rispetto ai visibili miglioramenti registrati nel 2021 e nel 2022. La produzione industriale è diminuita in media del -2,6% al mese nel primo trimestre di quest'anno (rispetto a un aumento medio del +12,8% nel 2022), mentre il sentiment e le intenzioni occupazionali nel settore delle costruzioni si sono recentemente deteriorati. Inoltre, gli ultimi dati sulle insolvenze delle imprese del settore confermano l'arresto della tendenza al ribasso iniziata nel 2021. Infatti, l'aumento di agosto è stato di oltre il +50% rispetto allo stesso mese del 2022.

<sup>1</sup> Il "superbonus" è stato introdotto per la prima volta nel 2020 e inizialmente prevedeva un credito d'imposta trasferibile del 110% alle famiglie per i lavori di ristrutturazione delle abitazioni (fino a 200.000 euro) per migliorare l'efficienza ambientale del parco immobiliare. Il governo ha ridotto il regime nel febbraio 2023, ma rimane in vigore per la maggior parte dei lavori di costruzione in corso fino alla fine di quest'anno..

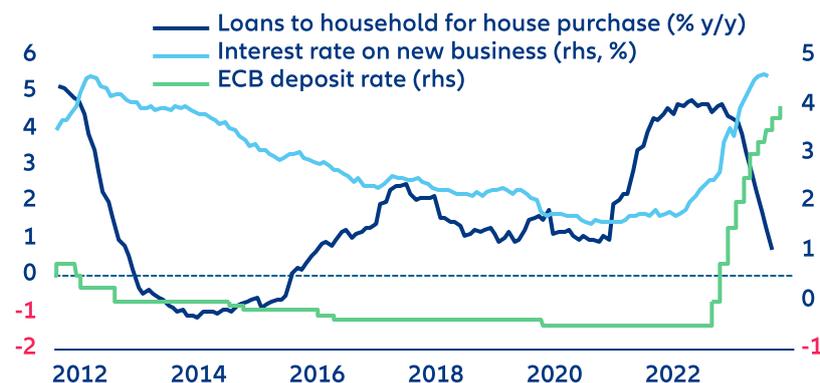
Figura 2: Italia - produzione industriale e indice di fiducia nelle costruzioni



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Le misure fiscali in via di esaurimento e la rapida stretta monetaria sulla domanda e sull'offerta di credito hanno creato un cocktail pericoloso per l'intero mercato immobiliare italiano. Tuttavia, il credito d'imposta ha avuto un impatto minimo sui prezzi.** La domanda di credito è diminuita a un ritmo più rapido rispetto al 2012, mentre i tassi dei mutui hanno raggiunto un livello record (Figura 3). Sebbene ci si aspettasse che l'introduzione del credito d'imposta avrebbe spinto al rialzo i prezzi delle case esistenti, il suo effetto è stato impercettibile in mezzo ai venti contrari che il settore sta affrontando. In effetti, il prezzo delle case esistenti è aumentato meno dell'IPC o dei costi di costruzione, il che lascia i prezzi reali ancora più bassi. Analizzare le dinamiche del mercato delle abitazioni esistenti è intrinsecamente complesso, soprattutto su scala aggregata. Tuttavia, poiché i guadagni in termini di efficienza energetica diventano più importanti in un contesto di fluttuazione delle forniture energetiche, ci aspettiamo una significativa divergenza tra coloro che si sono sottoposti alla ristrutturazione e coloro che non l'hanno fatto. Per i primi, le ristrutturazioni verdi contribuiranno ad ammortizzare la prevista flessione del mercato immobiliare. Sebbene l'Italia stia uscendo da una lunga depressione del mercato immobiliare, ci aspettiamo che i prezzi delle nuove case diminuiscano di un ulteriore 3-5% fino alla fine del 2024.

Figura 3: Italia - Prestiti per l'edilizia abitativa, tassi sulle nuove operazioni e tasso di policy



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

## Indicizzazione dei salari in Belgio: nessuna spirale salari-prezzi, ma una stretta salariale per le imprese

Il sistema di indicizzazione automatica dei salari del Belgio ha sollevato il timore di una spirale salariale. Ma il raffreddamento dei prezzi dell'energia sta dando al governo la possibilità di rinviare alcuni

**amenti.** Il Belgio è uno dei pochi Paesi dell'Eurozona ad avere un sistema di indicizzazione automatica dei salari per la maggior parte dei redditi. I salari nel settore pubblico e privato, le pensioni e tutti i benefici sociali vengono periodicamente adeguati al costo della vita, misurato dall'indice di salute. Quando i prezzi dell'energia hanno subito un'impennata nel 2022, il Belgio ha registrato un maggiore passaggio dai mercati all'ingrosso a quelli al dettaglio a causa della minore tassazione dei prodotti energetici rispetto ai paesi dell'Eurozona. Di conseguenza, l'IPC ha raggiunto un picco del 12,3% nell'ottobre 2022 (Figura 4). Ma la normalizzazione dei prezzi dell'energia ha contribuito a far scendere l'IPC al 4,1% annuo nell'agosto 2023, mentre le pressioni core rimangono forti ma hanno registrato il terzo calo consecutivo (al 7,7%). Ciò ha permesso al governo di rinviare alcune quote di indicizzazione.

Figura 4: Belgio - Inflazione, salari e costo unitario del lavoro



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Le imprese belghe e il governo stanno sostenendo i costi dell'indicizzazione dei salari.** Nel 2021-2022, il governo ha stipulato accordi con parte del settore privato (bonus una tantum esentasse tra 500 e 750 euro invece di aumenti automatici) per preservare la competitività delle imprese di fronte all'aumento dei salari. Tuttavia, i profitti delle imprese sono in calo dal terzo trimestre del 2022 (Figura 5), il che suggerisce che le aziende non sono in grado di trasferire completamente il costo del lavoro (e altri costi di produzione) ai consumatori. Sebbene le finanze pubbliche siano in calo rispetto al picco raggiunto nel 2020, anch'esse hanno subito l'impatto del meccanismo. L'impulso alle entrate pubbliche derivante dall'aumento dell'inflazione non sembra aver compensato la dinamica del 2022.

Figura 5: Quota di profitto lordo delle società non finanziarie



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Il mercato del lavoro rimane forte ma mostra i primi segni di raffreddamento.** Sebbene il tasso di disoccupazione sia basso (5,5%), il numero di occupati e disoccupati è diminuito e anche la popolazione inattiva è aumentata. Il tasso di posti vacanti in Belgio è ancora il secondo più alto in Europa, anche se è leggermente diminuito dal 4,68% al 4,63% nel secondo trimestre del 2023. Inoltre, le intenzioni di occupazione stanno diminuendo, come indicato dall'ultima indagine della Commissione europea. Dato l'aumento dei tassi e delle intenzioni di risparmio (Figura 6), ciò dovrebbe fornire un certo sostegno per allentare il ritmo di crescita dei salari. Tuttavia, se i prezzi dell'energia dovessero subire una netta inversione di tendenza, un'inflazione più persistente del previsto potrebbe rafforzare i timori di un'impostazione salariale insostenibile.

Figura 6: Belgio - tasso di risparmio e intenzioni



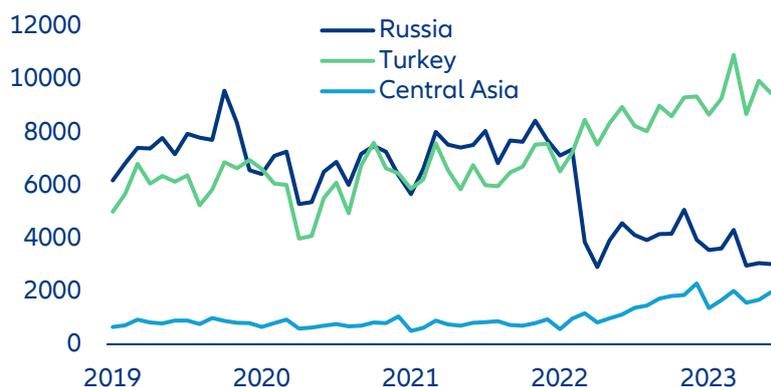
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

## Sanzioni europee contro la Russia: alla ricerca delle falle

**Nonostante gli sforzi per far rispettare le sanzioni, le merci dell'UE sottoposte a divieto di esportazione sembrano ancora arrivare in Russia attraverso Paesi terzi.** Anche se l'UE ha emesso sanzioni complete contro la Russia in seguito all'invasione militare dell'Ucraina nel febbraio 2022, l'economia russa non si è contratta come previsto nel 2022. Uno dei motivi potrebbe essere che l'Occidente ha protetto l'energia dalle sanzioni per paura che un embargo totale facesse impennare i prezzi del petrolio e portasse l'economia globale in recessione. Un altro motivo è che i beni sottoposti a sanzioni continuano a entrare in Russia. Se si considerano le esportazioni aggregate dell'UE verso la Russia, si nota un calo del -52% tra il primo semestre 2019 e il primo semestre 2023 (Figura 7). Tuttavia, i dati commerciali indicano che i beni sottoposti a sanzioni dell'UE potrebbero essere esportati in misura considerevole dall'UE verso Paesi terzi e da lì verso la Russia. Si tratta per lo più di Paesi che non hanno sanzionato la Russia, come la Turchia, o che sono storicamente, politicamente ed economicamente vicini, come i Paesi dell'Asia centrale. Soprattutto per quelli che formano l'Unione doganale eurasiatica insieme alla Russia, i controlli una volta che le merci entrano in uno degli Stati membri sono minimi.

**Le esportazioni dell'UE verso la Turchia, ad esempio, sono aumentate in media del +58,1% tra il primo semestre 2019 e il primo semestre 2023. I numeri sono ancora più sorprendenti per le economie dell'Asia centrale: I valori delle esportazioni dell'UE verso il Kazakistan sono aumentati del +100%, verso il Kirghizistan di un impressionante +800%, verso il Tagikistan del +151%, verso il Turkmenistan del +78,5% e verso l'Uzbekistan del +66,6% tra il 1° semestre 2019 e il 1° semestre 2023.** Questo dato da solo non è ancora un'evidenza, ma la Turchia e le economie dell'Asia centrale commerciano di più anche con la Russia. Le esportazioni turche verso la Russia si sono attestate a 0,4 miliardi di dollari nel 2019 e sono aumentate a 0,9 miliardi di dollari nel 2022. Analogamente, in Asia centrale le esportazioni verso la Russia sono aumentate del 53,8%, passando da 0,8 miliardi di dollari nel 2019 a 1,2 miliardi di dollari nel 2022.

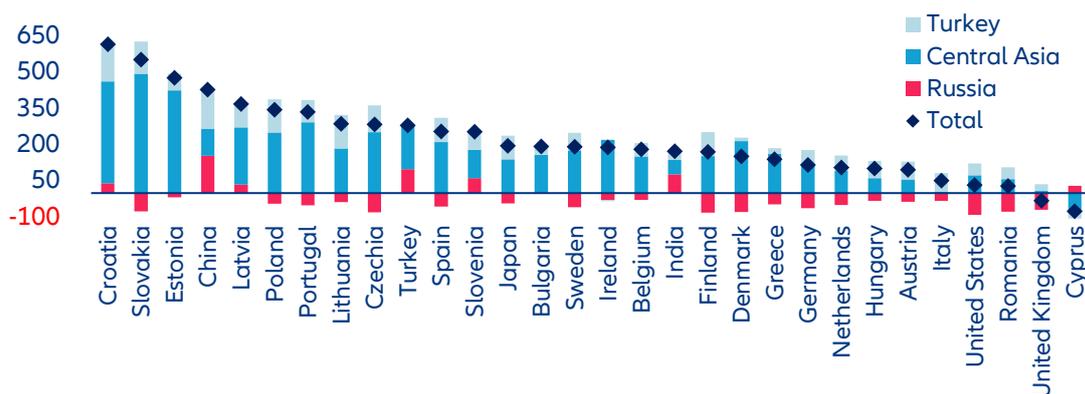
Figura 7: esportazioni dell'UE, in euro



Fonti: UE Comext, Allianz Research

**I notevoli cambiamenti nei modelli commerciali non provano necessariamente l'elusione delle sanzioni, ma potrebbero anche essere una vera e propria diversione commerciale.** L'analisi dei modelli di esposizione commerciale tra la Russia e i singoli Paesi fornisce un'indicazione dell'elusione delle spedizioni. La maggior parte dei Paesi occidentali - ad eccezione di Croazia, Lettonia, Slovenia e Cipro - ha ridotto drasticamente le proprie esportazioni dirette verso la Russia, mentre altri, come Cina, India o Turchia, le hanno aumentate (Figura 8). Ma le esportazioni verso la Russia attraverso l'Asia centrale o la Turchia sono aumentate ovunque, tranne che a Cipro. Nel complesso, la maggior parte dei Paesi vede una massiccia eccedenza nei flussi di esportazione tra questi Paesi nel confronto tra il primo semestre 2019 e il primo semestre 2023. Tuttavia, i dati commerciali non indicano se le aziende sanno che i loro prodotti finiscono in Russia.

Figura 8: Crescita delle esportazioni verso Russia, Asia centrale e Turchia, da 1° semestre 2019 a 1° semestre 2023, in %.

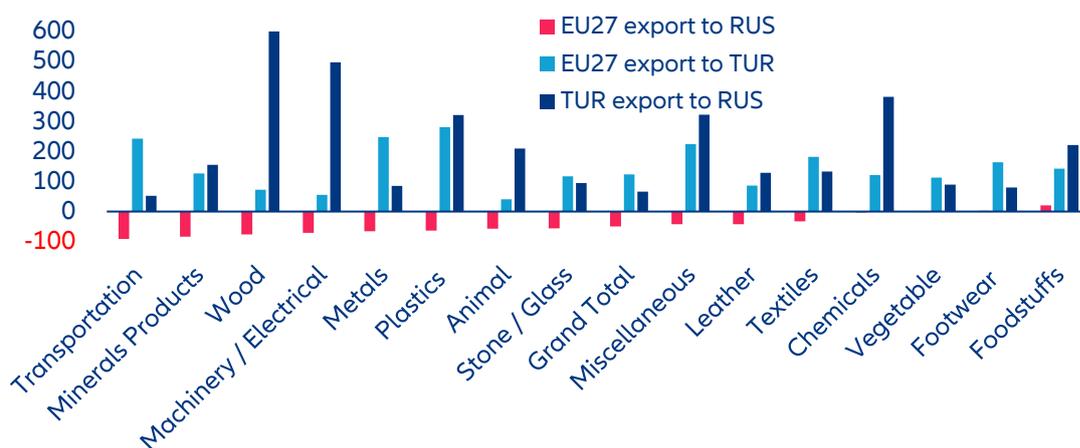


Fonti: Fonti nazionali, FMI DoTS, Allianz Research

**La questione dell'elusione delle sanzioni è particolarmente preoccupante quando si tratta di beni soggetti a restrizioni.** In base alle attuali sanzioni, è vietata l'esportazione in Russia di alcune tecnologie, tra cui semiconduttori avanzati, componenti elettronici e software. Inoltre, è vietata anche l'esportazione di beni a duplice uso, come droni o strumenti di crittografia che possono essere utilizzati sia per scopi civili che militari dall'UE alla Russia. Su questa linea, i dati commerciali mostrano un massiccio calo delle esportazioni dirette di beni sanzionati verso la Russia nei settori dei trasporti (-90,9%), dei prodotti minerari (-83,8%) e

dei macchinari e prodotti elettrici (-71,1%). Ma gli stessi settori mostrano anche un aumento delle esportazioni dell'UE verso la Turchia e l'Asia centrale e dalla Turchia verso la Russia (Figura 9). Sebbene non vi sia alcun problema se le merci sono scambiate legalmente, vale la pena prestare attenzione al loro percorso attraverso i Paesi terzi. Se i prodotti sanzionati vengono esportati in Paesi terzi e poi riesportati in Russia, le inadeguatezze di due diligence sottostanti saranno considerate violazioni della legge sulle sanzioni.

Figura 9: Crescita delle esportazioni settoriali verso la Russia e la Turchia, da 1° semestre 2019 a 1° semestre 2023 in %



Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

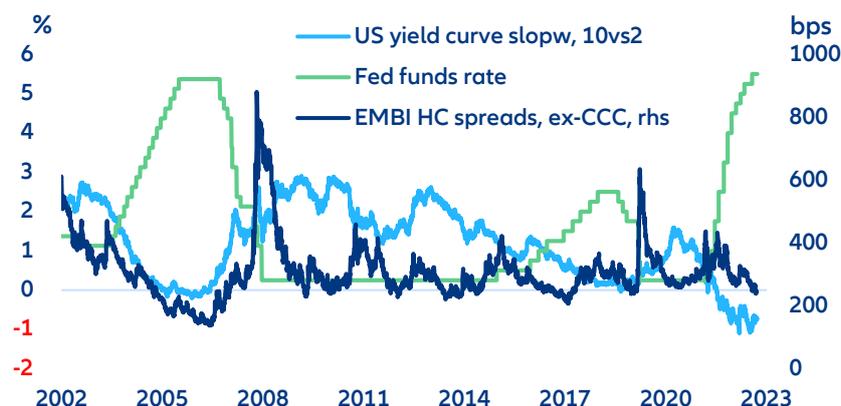
## Reddito fisso dei mercati emergenti: picco di crescita?

**Le preoccupazioni strutturali fanno passare in secondo piano i vantaggi della riapertura della Cina<sup>2</sup>, e le incertezze sulla disinflazione e sui tassi delle banche centrali persistono. Gli investitori sono pertanto ancora una volta troppo ottimisti sui mercati emergenti (EM)?** Nel 2004-2006, il picco dei tassi di policy della Fed ha coinciso con il picco del sentiment degli EM. In quel periodo, fattori come il superciclo delle materie prime, la robusta crescita economica, l'inflazione non lontana dall'obiettivo e i notevoli tassi di crescita della Cina - che probabilmente erano alla base dei fattori precedenti - hanno favorito un'ondata di ottimismo. Ma questo sentimento ha trascurato la sostenibilità di questi tassi di crescita e i potenziali effetti negativi dell'inasprimento in corso. Oggi, gli spread ristretti dei benchmark delle obbligazioni sovrane in valuta forte degli EM (Figura 10) assomigliano al ciclo di escursioni del 2004-2006 e sollevano la questione se la loro resilienza iniziale abbia portato a un eccesso di ottimismo da parte degli investitori. Tuttavia, i fattori che hanno stimolato l'ottimismo di allora sono assenti nella situazione attuale: le prospettive di crescita economica sono deboli, anche per la Cina. Lo scenario per i Paesi emergenti rimane difficile: una politica monetaria eccezionalmente restrittiva, unita al rallentamento della Cina, comporta rischi notevoli per le partite correnti e in conto capitale delle economie in via di sviluppo<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Si veda il nostro rapporto sull'"atterraggio lento" della Cina qui: [A slow landing for China \(allianz.com\)](https://www.allianz.com/it/risorse/rapporti/2023/05/01/a-slow-landing-for-china)

<sup>3</sup> Avevamo già messo in guardia su questo aspetto all'inizio del ciclo, vedi il nostro rapporto sul 2022 qui: [Emerging market sovereigns: turbulent times ahead? \(allianz.com\)](https://www.allianz.com/it/risorse/rapporti/2022/12/01/emerging-market-sovereigns-turbulent-times-ahead)

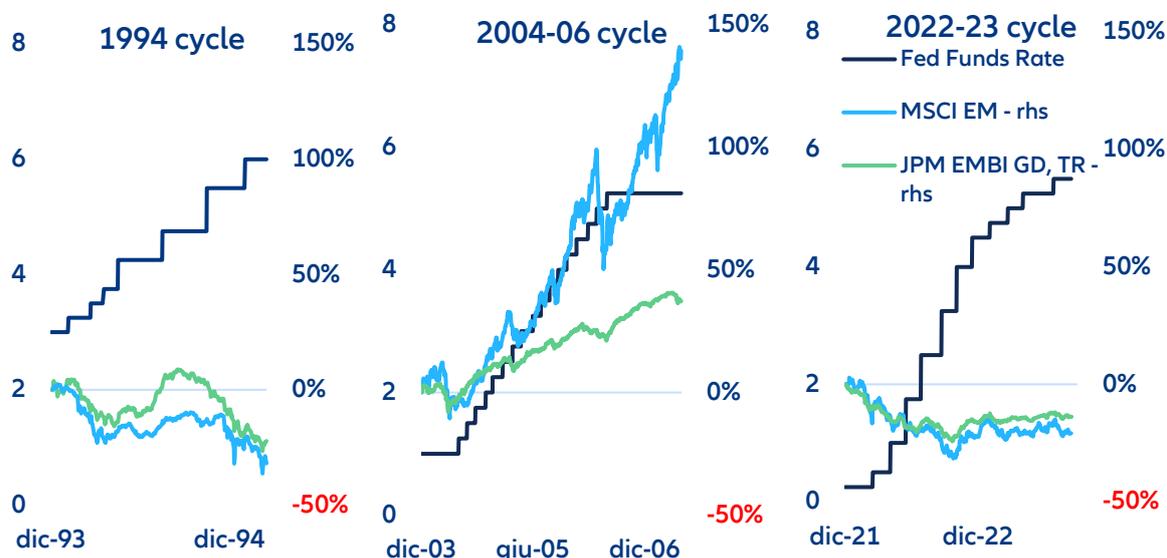
Figura 10: Evoluzione degli spread sovrani in valuta forte degli EM e dei cicli dei tassi di interesse negli Stati Uniti



Fonti: Bloomberg, LSEG Datastream

**Questi segnali di ottimismo sono emersi solo nel 2023 e nel complesso sono stati più modesti rispetto all'impennata del 2004-2006.** Il 2022 ha posto sfide a tutti i mercati finanziari, lasciando pochi rifugi sicuri (regioni o classi di attività), ma la forza del dollaro ha contribuito all'ulteriore sottoperformance del reddito fisso EM. Il ciclo di escursioni ha coinciso con una guerra dalle ripercussioni globali, che ha alimentato la fuga verso la sicurezza. Inoltre, sono emersi seri dubbi sulla traiettoria economica e geopolitica della Cina. Sebbene la rinascita dell'ottimismo nel 2023 abbia cambiato la tendenza, i risultati cumulativi di questo ciclo rimangono insoddisfacenti (Figura 11).

Figura 11: Performance di due importanti benchmark EM durante tre cicli di escursioni della Fed (legenda condivisa)



Fonti: Bloomberg, LSEG Datastream, Allianz Research. La data di inizio corrisponde alla fine dell'anno precedente il ciclo.

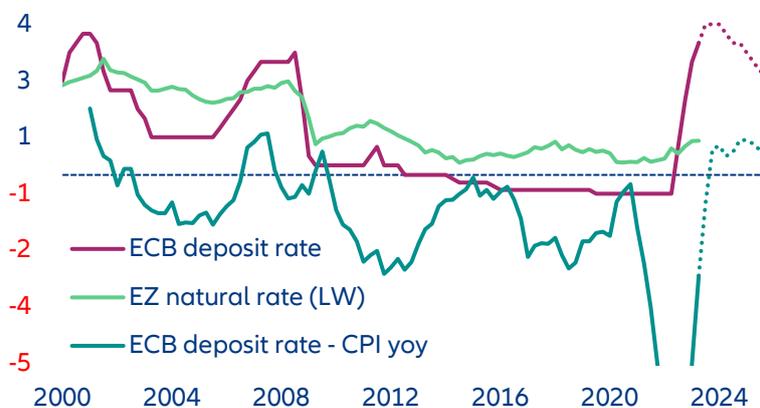
**Gli investitori sono selettivi nel loro ottimismo, segno che non ignorano i rischi inerenti alla situazione attuale.** Gli spread dei Paesi a più alto rendimento si sono discostati da quelli dei Paesi con rating migliore, indicando una chiara differenziazione da parte degli investitori in base ai rischi percepiti. In particolare, molti emittenti sovrani vulnerabili sono alle prese con un accesso limitato ai mercati finanziari. Il loro peso limitato nei principali benchmark, o addirittura la loro totale esclusione, nasconde la correzione in corso. Riconosciamo che questo è un segnale del fatto che gli operatori di mercato non stanno trascurando i rischi inerenti alla situazione attuale, ma ci aspettiamo che gli spread in USD dei benchmark si allarghino fino a

fine anno di 30-40 pb. Nel medio-lungo termine, se i rendimenti elevati dovessero persistere, le pressioni finanziarie su questi Paesi si ripercuoterebbero inevitabilmente sulla sostenibilità del debito, aumentando i costi di servizio e riducendo il margine fiscale per la spesa pubblica vitale. Nel complesso, i rischi prevalenti restano orientati al ribasso..

## In evidenza - Tutti gli occhi sulla politica fiscale dell'Eurozona

**L'Eurozona si avvia verso un 2024 difficile, poiché i tassi di intervento della BCE diventeranno più restrittivi in termini reali, mentre i governi stringono la cinghia.** Prevediamo che la BCE inizierà a tagliare i tassi a metà del 2024, ma il tasso di policy reale, approssimato come il tasso di policy meno l'inflazione, aumenterà a causa della disinflazione in corso. Di fatto, si avvicinerà alle stime del tasso naturale neutrale di Laubach Williams, al quale non si è mai avvicinato nella storia dell'Eurozona (Figura 12). In secondo luogo, la politica monetaria ha un impatto ritardato sull'economia reale. Poiché il tasso nominale terminale è stato probabilmente raggiunto solo ora e il tasso reale terminale sarà raggiunto nel 2024, la politica monetaria avrà un impatto altamente restrittivo nel prossimo futuro. Nel frattempo, dopo gli ampi pacchetti di stimolo durante la pandemia di Covid-19 e la guerra in Ucraina, i Paesi dell'Eurozona si stanno ora orientando verso il consolidamento fiscale attraverso misure di bilancio più severe (Figure 13 e 14). Si prevede che lo stimolo fiscale nell'Eurozona diminuisca del -0,8% nel 2024, un po' di più rispetto al -0,5% del 2023. Inoltre, è improbabile che l'Eurozona riceva un sostegno sostanziale alla crescita dai consumi delle famiglie, poiché gli aumenti dei salari nominali in corso compenseranno a malapena le forti perdite di livello che si sono verificate nel 2022-23 a causa degli elevati tassi di inflazione (Figura 15). In breve, i consumatori non verranno in soccorso nemmeno questa volta.

Figura 12: Tasso di deposito della BCE in termini nominali e reali e stima di Laubach Williams del tasso naturale dell'Eurozona



Fonti: Datastream, Allianz Research. Nota: i punti rappresentano le previsioni di Allianz Research.

Figura 13: Contributo dei consumi pubblici alla crescita (pps)

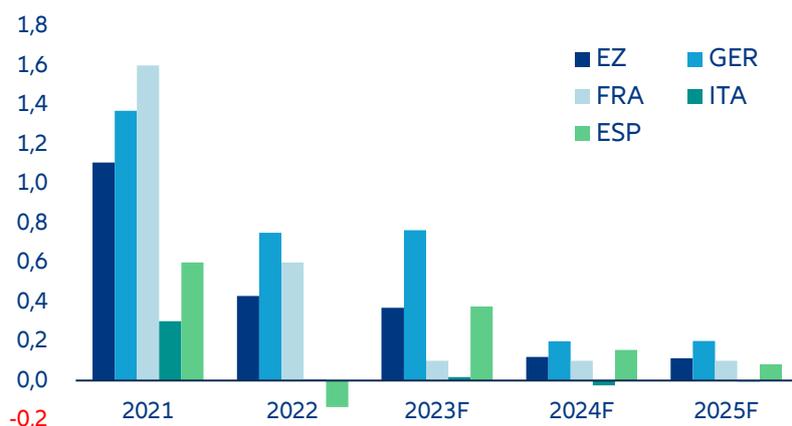
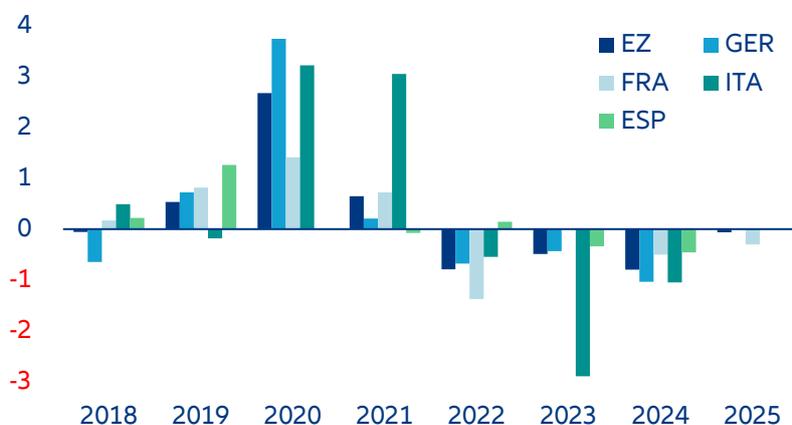


Figura 14: Stimolo fiscale nell'Eurozona e nei quattro grandi paesi



Fonti: Commissione europea, Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: lo stimolo fiscale è definito come il delta annuale del saldo delle amministrazioni pubbliche, esclusi gli interessi, corretto ciclicamente in base al prodotto interno lordo potenziale.

**La Germania sta perseguendo il consolidamento fiscale attraverso un rigoroso percorso di bilancio nei prossimi anni, ma potrebbe essere interrotto da un bilancio parallelo.** La politica fiscale tedesca rimarrà molto più favorevole rispetto al periodo pre-pandemia. A causa degli attuali venti contrari ciclici e strutturali, la richiesta di stimoli fiscali è elevata e il governo ha annunciato un pacchetto economico di 32 miliardi di euro di tagli alle imposte sulle imprese, distribuiti su quattro anni e probabilmente finanziati da tagli di bilancio piuttosto che da aumenti di spesa. Chiarire le prospettive fiscali è quindi impegnativo, poiché molte questioni di bilancio rimangono aperte.

Negli ultimi anni, gran parte dell'azione fiscale ha riguardato la spesa fuori bilancio, e probabilmente continuerà a farlo. Nonostante la spesa record, il governo federale è in difficoltà. I desideri della coalizione di governo sono troppo elevati e quindi l'indebitamento è molto più alto di quanto dichiarato ufficialmente. Per rispettare il freno all'indebitamento fissato nella legge fondamentale ("Grundgesetz"), l'indebitamento netto è possibile solo in misura molto limitata. Secondo la bozza, il nuovo debito dovrebbe essere di 16,6 milioni di euro nel 2024, ovvero circa 30 milioni di euro in meno rispetto al 2023. Il saldo fiscale in percentuale del PIL migliorerà da -3,7% nel 2023 a -1,9% nel 2024. Mentre il deficit di bilancio dovrebbe scendere dal 2,6% del PIL nel 2022 a circa il 2,25% nel 2023, all'1,25% nel 2024 e addirittura all'1% nel 2025, soprattutto grazie alla riduzione della spesa per il sostegno alla pandemia e alla crisi energetica.

Nel complesso, si prevede che la politica fiscale della Germania rimanga più allentata rispetto a prima della pandemia, con un deficit di bilancio previsto per il 2025 rispetto a un avanzo negli anni precedenti al

2019. Mentre il bilancio primario strutturale tornerà probabilmente positivo nel 2025, l'avanzo sarà inferiore ai livelli pre-pandemia. Questa posizione fiscale equilibrata sembra ragionevole, se si considerano gli attuali livelli di inflazione e la rigidità del mercato del lavoro della Germania, nonché il riconoscimento che la sua politica fiscale pre-pandemia potrebbe essere stata troppo restrittiva e aver contribuito a un'inflazione inferiore all'obiettivo.

Tuttavia, a causa dei fondi speciali federali al di fuori del bilancio federale, come quelli per la Bundeswehr o il fondo per il clima e la trasformazione, la spesa pubblica reale nel 2024 sarà di circa 540 miliardi di euro invece dei 445,7 miliardi di euro dichiarati ufficialmente. Inoltre, il governo aveva già iscritto in bilancio quasi 90 miliardi di euro quando il freno al debito è stato temporaneamente sospeso. I fondi speciali sono stati criticati perché interferiscono con la legge di bilancio del Parlamento. Inoltre, sarebbe più corretto parlare di "debiti speciali", in quanto vi sono nascosti debiti e programmi di spesa per miliardi. Il percorso ufficiale di consolidamento fiscale in Germania è quindi minato da un bilancio ombra.

**Nel frattempo, la Francia sta avviando un modesto consolidamento fiscale in un contesto macroeconomico difficile.** Il governo francese presenterà il progetto di bilancio 2024 il 27 settembre. Il Ministero delle Finanze prevede circa 16 miliardi di euro di risparmi (circa lo 0,6% del PIL) per raggiungere un deficit fiscale del -4,4% del PIL dopo il -4,9% del 2023. Ha già annunciato che prevederà una crescita del PIL reale del +1,4% nel 2024, con un declassamento di -0,2 punti percentuali rispetto all'annata precedente. Tuttavia, la crescita del PIL reale del governo appare ancora ottimistica rispetto alle previsioni di consenso (+0,8%; Allianz: +0,7%). L'obiettivo di un deficit del 4,4% potrebbe quindi essere difficile da raggiungere in un contesto di minori incassi fiscali.

Le entrate fiscali dall'inizio dell'anno sono già state deboli a causa del calo degli incassi dell'IVA. L'anno prossimo potrebbero essere inferiori a causa dell'indebolimento dei contributi sociali e del rallentamento della creazione di posti di lavoro. La maggior parte dei risparmi su cui il governo potrà contare deriveranno dalla graduale eliminazione dello scudo tariffario e di altri sussidi energetici, che dovrebbero comportare una riduzione della spesa di circa 10 miliardi di euro rispetto al 2023. Oltre a questi tagli di spesa "automatici" con l'attenuarsi della crisi energetica, il governo è alla ricerca di risparmi sulla spesa sanitaria e sul mercato del lavoro (potenzialmente 1,7 miliardi di euro di risparmi su quest'ultimo aspetto).

Sul fronte delle entrate, il governo prevede di aumentare o creare nuove tasse per finanziare la transizione verde, come ad esempio una tassa sui voli in partenza dalla Francia. Si prevede anche un inasprimento della politica abitativa: Ad esempio, il credito d'imposta "Pinel" (che sovvenziona gli investimenti in nuove abitazioni per la locazione) potrebbe essere eliminato, mentre la portata del sussidio per i mutui abitativi "a tasso zero" potrebbe essere ridotta. In questo contesto, il governo ha annunciato che aumenterà gli scaglioni fiscali in linea con l'inflazione per evitare un aumento dell'aliquota effettiva dell'imposta sul reddito per i contribuenti (una promessa a lungo termine del presidente Macron). Ciò comporterà un sostanziale mancato introito di 6 miliardi di euro per lo Stato. Complessivamente, prevediamo che il governo mancherà l'obiettivo di un deficit pari a -4,4% del PIL (ci aspettiamo un -4,6%), ma che si atterrà in linea di massima ai suoi piani di consolidamento nonostante la mancanza di una maggioranza in Parlamento.

**In Italia, le spese per i crediti d'imposta hanno aggiunto nubi alle prospettive fiscali. fiscali 2021-22.** Sebbene il contesto di alta inflazione abbia contribuito a ridurre il rapporto debito pubblico/PIL negli ultimi due anni (-10,5 punti percentuali al 144,4% nel 2022) grazie a un denominatore più alto e a una spinta alle entrate pubbliche, i saldi fiscali non sono migliorati in modo significativo dopo il massiccio allungamento effettuato durante la pandemia e proseguito durante la crisi energetica. In Italia, un generoso regime di credito d'imposta (si veda il superbonus italiano - boom immobiliare e fallimento) ha generato spese maggiori di quelle inizialmente previste, producendo anche revisioni al ribasso dei deficit

Il 27 settembre il governo presenterà l'aggiornamento del bilancio 2023 e subito dopo i nuovi obiettivi fiscali per i prossimi anni. Anche se ci aspettiamo un certo sforzo di consolidamento, anche alla luce della

probabile reintroduzione del Patto di Stabilità e Crescita nel 2024, il governo sarà teso a coprire i costi non previsti e a rispettare le promesse elettorali (ad esempio il taglio del cuneo fiscale). Le ultime stime ufficiali pubblicate a giugno prevedono un disavanzo pubblico del 4,5% nel 2023 e del 3,7% l'anno prossimo (rispetto alle nostre previsioni di -5% e -3,8%, rispettivamente), ma l'aumento del fabbisogno finanziario (legato principalmente al credito d'imposta, alla rivalutazione delle pensioni e al pagamento ritardato della terza rata dei fondi NGEU) non è compensato dalle entrate ancora più elevate favorite dall'inflazione. Inoltre, l'attività economica sta rallentando.

Infine, il pagamento degli interessi metterà ulteriormente a dura prova la posizione fiscale, in quanto l'onere del debito sta gradualmente aumentando, dato che i tassi più elevati si ripercuoteranno sul debito che deve essere rinnovato. Dopo un decennio di tendenza al ribasso, stimiamo che la spesa per interessi in rapporto al PIL rimarrà vicina al 4% nei prossimi anni.

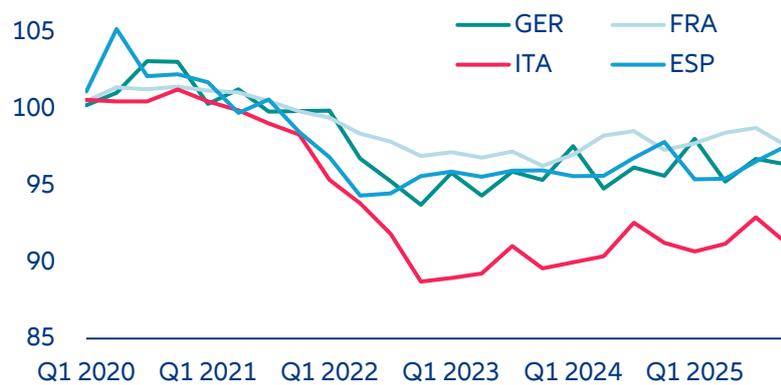
**La Spagna ha un buon piano di consolidamento fiscale, ma la sua efficacia è ancora tutta da verificare.**

Qualunque sia l'esito delle elezioni generali del luglio 2023, la necessità di affrontare le finanze pubbliche sarà inevitabile, limitando qualsiasi tentativo di perseguire una politica fiscale più espansiva. Infatti, il programma di stabilità 2023-2026 presentato dal governo propone una graduale riduzione del deficit di bilancio, trainata dalla ripresa dell'economia spagnola, dal 4,8% del PIL nel 2022 al 3,9% nel 2023 e al 2,5% nel 2026.

Sebbene la ripresa economica nel 2021-2022 e l'aumento dell'inflazione a seguito della crisi energetica abbiano contribuito a migliorare i rapporti deficit/PIL e debito/PIL, il prossimo governo spagnolo dovrà intraprendere ulteriori azioni in futuro. Mentre un governo di sinistra probabilmente aumenterebbe le tasse, un'alleanza di destra probabilmente si concentrerebbe sulla riduzione dei costi. Va notato che lo sforzo fiscale nei prossimi anni sarà probabilmente significativo, data la pressione esercitata dalla riforma pensionistica entrata in vigore quest'anno, che lega le pensioni all'indice di inflazione dell'anno precedente. Il FMI stima che questa riforma potrebbe aggiungere il 3,2-3,5% alla spesa pensionistica entro il 2050, oltre all'aumento di 1pp dovuto all'invecchiamento della popolazione. Nell'ambito del National Recovery and Resilience Plan (NRPP), la Commissione europea ha chiesto al governo spagnolo di reintrodurre un fattore di aggiustamento che adegui le prestazioni pensionistiche iniziali alle variazioni dell'aspettativa di vita e al meccanismo di equità intergenerazionale. La mancata adozione di queste misure ridurrebbe le future tranche di fondi di recupero dell'UE assegnate alla Spagna, che è uno dei principali beneficiari del meccanismo. Prevediamo che il deficit di bilancio sarà in media del 4% del PIL nel 2023-2026 e che il debito lordo migliorerà lentamente, passando dal 112% del PIL nel 2022 al 108% del PIL nel 2026.

**I governi e le istituzioni dell'Eurozona hanno lavorato per stabilire le regole di base per tornare a un'applicazione più consigliabile del quadro fiscale dell'UE, previsto per il 2024.** I negoziati sono ancora in corso, ma è chiaro che sarà necessaria una qualche forma di disciplina, anche per non vanificare tutti gli sforzi di politica monetaria fatti finora. I negoziati si sono concentrati su regole più flessibili e personalizzate per non danneggiare la crescita economica dei Paesi e per evitare regole procicliche, oltre che per stimolare gli investimenti e la transizione verde. Sebbene sia urgente, prevediamo che sarà molto difficile raggiungere un accordo politico. Ma crediamo che i Paesi si impegneranno al massimo nei prossimi mesi, un requisito indispensabile per garantire che i loro percorsi di riduzione del debito siano sostenibili e credibili nel medio termine.

Figura 15: Eurozona - salari reali (Indice: 100 = Q4 2019)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

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

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

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

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

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

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