

Convergenza dell'Eurozona: due passi avanti, un passo indietro

Cosa guardare: Il mercato del lavoro statunitense, la riapertura contenuta della Cina e l'orientamento delle banche centrali.

6 Luglio 2023

Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com

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

Maxime Darmet
Senior Economist
maxime.darmet@allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist
pablo.espinosa-uriel@allianz.com

Jasmin Gröschl
Senior Economist
jasmin.groeschl@allianz.com

Andreas Jobst
Head of Macroeconomic and
Capital Markets Research
andreas.jobst@allianz.com

Marco Caccia
Research Assistant
marco.caccia@allianz.com

Cosa osservare

- - **Mercato del lavoro USA** - atterraggio morbido, ma non sufficiente per la Fed
- - **Riapertura contenuta della Cina** - l'aumento dei vincoli richiede una maggiore azione (politica)
- - **E se la BCE aumentasse più a lungo?** - la prospettiva di un periodo più prolungato di politica monetaria restrittiva eserciterebbe una pressione al rialzo su entrambe le estremità della curva dei rendimenti sovrani

In evidenza - Convergenza dell'Eurozona: due passi avanti, un passo indietro

- **La nuova Strategia di sicurezza economica della Commissione europea non poteva arrivare prima, con la sua attenzione al rafforzamento della competitività dell'Europa e all'approfondimento del mercato unico come elementi essenziali per salvaguardare la sicurezza economica del blocco.** La pandemia e le crisi energetiche hanno messo alla prova la determinazione dell'UE nel formare un forte consenso politico. Ne è uscita indurita, ma gravemente indebolita dal punto di vista economico. Ora il "progetto europeo" si trova - ancora una volta - in una fase critica di sviluppo che richiede la salvaguardia del suo futuro economico tra crescenti tensioni geopolitiche e pressioni interne.
- - **Sebbene l'Unione economica e monetaria abbia contribuito ad aumentare la convergenza tra i Paesi negli ultimi due decenni, lo slancio è notevolmente rallentato.** Di fatto, le disparità regionali sono in aumento. Inoltre, la ripresa disomogenea dalle crisi è destinata ad aumentare il divario di reddito, dato che le proiezioni di crescita rimangono sostanzialmente le stesse nella maggior parte dei Paesi membri, con ancora grandi differenze nel PIL pro capite.
- - **È chiaro che questa tendenza giustifica la domanda critica su come l'Eurozona possa raggiungere una convergenza significativa.** L'approfondimento dell'UEM richiede una maggiore integrazione finanziaria e un migliore coordinamento delle politiche fiscali. Il completamento delle unioni bancarie e dei mercati dei capitali, così come la riforma delle regole fiscali, garantiranno una zona euro più profonda e più forte.

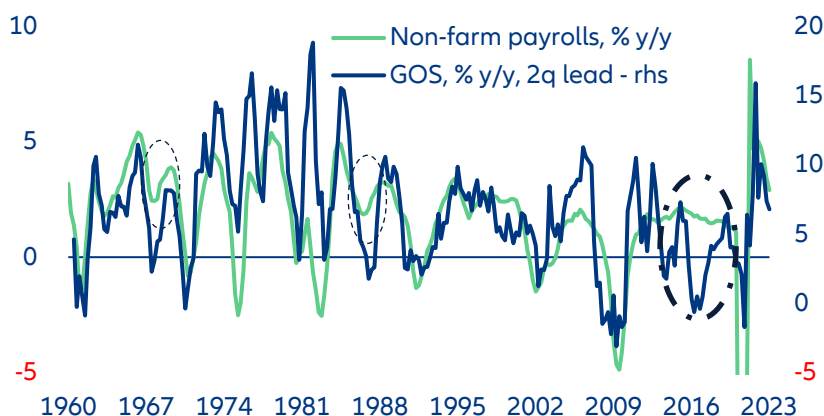
Mercato del lavoro USA: atterraggio morbido, ma non sufficiente per la Fed

Il mercato del lavoro statunitense sembra riequilibrarsi in modo indolore. La carenza di manodopera rimane acuta, con un rapporto posti vacanti/disoccupati pari a 1,8, solo di poco inferiore al livello massimo raggiunto lo scorso dicembre (2,0). Tuttavia, il riequilibrio è in corso. Dal lato della domanda, i posti di lavoro vacanti sono scesi a circa 10 milioni in aprile (indagine JOLT), con un -16% rispetto al picco del marzo 2022 (e circa il 40% del livello pre-pandemia). Sul fronte dell'offerta, il tasso di partecipazione alla forza lavoro (forza lavoro sulla popolazione in età lavorativa tra i 15 e i 70 anni) si è attestato al 68,6% nel 1° trimestre 2023, solo 0,2 punti percentuali al di sotto della media del 2019. Anche altre misure di tenuta del mercato del lavoro, come il tasso di abbandono e il tasso di ricerca di lavoro, si stanno gradualmente normalizzando.

Prevediamo un atterraggio morbido del mercato del lavoro nonostante l'indebolimento della crescita, poiché le aziende accettano di ridurre i propri margini. I primi segnali sono già visibili con un tasso di disoccupazione ancora basso e un'inflazione in normalizzazione. Il tasso di posti vacanti si sta effettivamente riducendo senza causare un aumento del tasso di disoccupazione. Il calo delle aperture di posti di lavoro finora riflette soprattutto la diminuzione delle assunzioni (il tasso di licenziamento rimane basso). D'altra parte, riteniamo che la crescita dei salari e l'inflazione si normalizzeranno entro la prima metà del prossimo anno (vedi sotto).

Tra il deterioramento dei dati demografici e le difficoltà di assunzione dopo la pandemia, riteniamo che le aziende privilegeranno le strategie di accumulo del personale anche se la crescita rallenterà bruscamente entro la fine dell'anno. L'indebolimento della domanda indotto dall'aumento dei tassi di interesse sta già intaccando i margini delle aziende, che dal quarto trimestre del 2022 sono in calo su base sequenziale q/q. Tuttavia, le aziende continuano ad assumere, un modello insolito ma non unico, visto l'ultima volta negli anni '60, alla fine degli anni '80 e nel 2016-17 (Figura 1). Il costo del lavoro sembra adeguarsi attraverso una riduzione delle ore di lavoro: Le ore settimanali private dei lavoratori pro capite sono scese al limite inferiore del 2011-2019 a maggio. Prevediamo che il tasso di disoccupazione raggiunga il picco del 4,2% nel secondo trimestre del 2024, dal 3,6% del secondo trimestre del 2023.

Figura 1: Eccedenza operativa lorda (OS) e crescita dei salari non agricoli

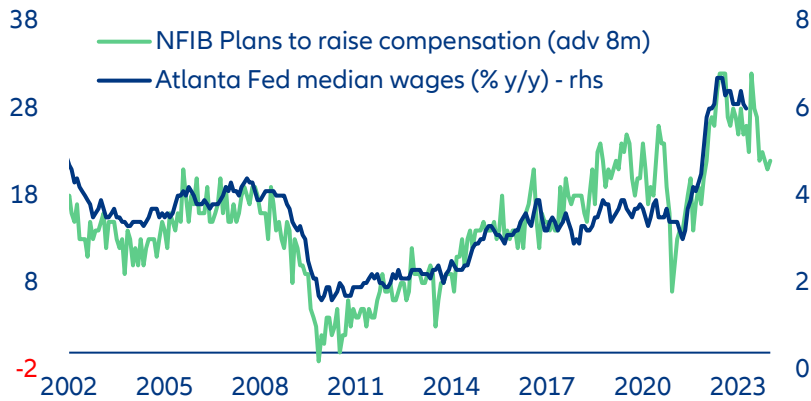


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

La Federal Reserve non ha finito di aumentare i tassi. Anche se la disinflazione si sta rafforzando e il mercato del lavoro sta diventando meno rigido, la Fed rimane concentrata sugli attuali dati dell'inflazione dei servizi core e della crescita dei salari ("dipendenti dai dati"), che non sono ancora coerenti con il suo obiettivo di inflazione del 2%. Secondo il sondaggio NFIB, la crescita dei salari misurata dal wage tracker della Fed di Atlanta (la nostra misura preferita della crescita dei guadagni sottostanti) dovrebbe scendere a circa +4,5% entro la fine dell'anno, rispetto all'attuale +6% (Figura 2). Questo sarebbe ancora un po' troppo forte per i gusti della Fed. Essa ritiene (giustamente) che una crescita salariale del +3-3,5% sia

compatibile con un'inflazione del 2%. In un contesto di resilienza economica e di pressioni elevate sui prezzi core, riteniamo che la Fed effettuerà due ultimi rialzi dei tassi di 25 pb sia nella riunione di luglio che in quella di settembre, anche se il rialzo di settembre è tutt'altro che certo. Prevediamo che la compressione dei margini di profitto e l'ulteriore allentamento della crescita salariale fino al 2024 (in presenza di aspettative di inflazione a medio termine consolidate) siano sufficienti a spingere l'inflazione core vicino al 2% entro la prossima estate.

Figura 2: Crescita dei salari e indagine NFIB

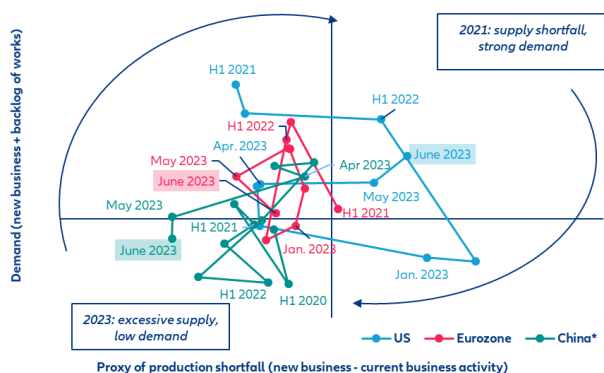


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

I crescenti vincoli della Cina richiedono una maggiore azione (politica)

Come previsto¹, la crescita economica della Cina continua a perdere vigore: i dati poco incoraggianti sul sentiment delle imprese sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi a giugno supportano la nostra previsione di crescita del PIL di solo +1,3% q/q nel 2° trimestre, in calo rispetto al +2,2% del 1° trimestre.. La lettura del PMI manifatturiero NBS di 49,0 e il calo del PMI manifatturiero Caixin a 50,5 (da 50,9 a maggio) sottolineano la debolezza dell'attività economica nel settore manifatturiero. Anche l'attività dei servizi sta rallentando. Il PMI non manifatturiero NBS è sceso a 53,2 a giugno (da 54,5 a maggio) e il PMI dei servizi Caixin è sceso a 53,9 (da 57,1 a maggio).

Figura 3: PMI non manifatturiero "Orologio della domanda e dell'offerta"

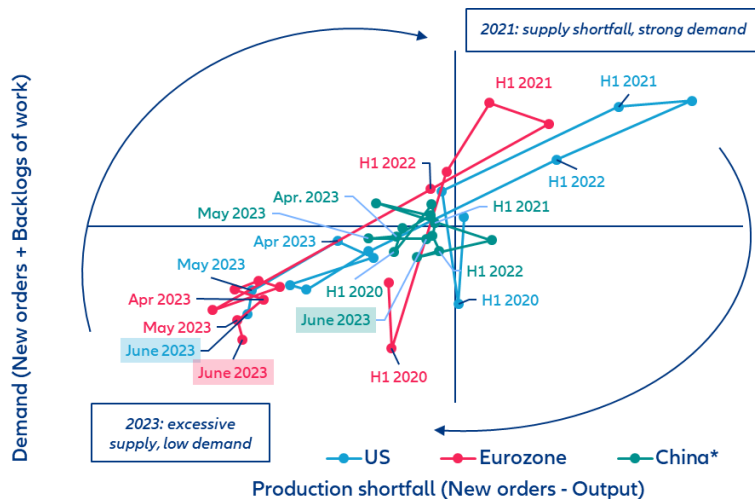


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

¹ Cina - Congresso Nazionale del Popolo: un obiettivo economico prudente e una retorica più dura sulla geopolitica e sulle continue vulnerabilità spiegano la nostra previsione relativamente cauta per il 2023 e la ripresa dei consumi cinesi - disomogenea, per lo più interna e con l'impulso maggiore nel primo semestre.

La domanda di esportazioni sta rallentando e ciò ha aumentato l'eccesso di offerta. Il sottoindice dei nuovi ordini di esportazione è sceso in entrambi gli indici. Nel PMI non manifatturiero dell'NBS, il sottoindice è rimasto al di sotto della soglia dei 50 con 49,0 a giugno, con un calo di 0,7 punti rispetto a maggio, quando è sceso in territorio di contrazione dopo aver raggiunto 52,1 ad aprile. Nel complesso, le prospettive dovrebbero rimanere depresse, poiché ci aspettiamo una recessione commerciale su larga scala nel 2023 (-0,7% in volume e -2,1% in valore). La capacità inutilizzata globale ha raggiunto il livello più alto degli ultimi tre anni.

Figura 4: PMI manifatturiero "Orologio della domanda e dell'offerta"



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Le pressioni deflazionistiche si stanno intensificando. I sottoindici dei prezzi di input e output indicano che i prezzi hanno continuato a scendere sia nel settore delle costruzioni che in quello dei servizi, anche se a un ritmo più lento rispetto a maggio. Nel settore manifatturiero, tra l'allentamento dei vincoli di consegna e il calo della domanda, le pressioni deflazionistiche si sono rafforzate, come dimostra l'ammorbidimento dei sottoindici dei prezzi degli input. I prezzi PPI sono scesi di quasi il -4,6% annuo a maggio e l'inflazione dovrebbe scendere a meno dell'1% entro la fine del 2023. Ciò giustifica almeno un altro taglio dei tassi (-10 pb) entro l'autunno di quest'anno (al 3,45% per il Loan Prime Rate a un anno e al 7% per il Reserve Requirement Ratio, che dovrebbe favorire la raccolta tradizionale e limitare l'aumento del sistema bancario ombra).

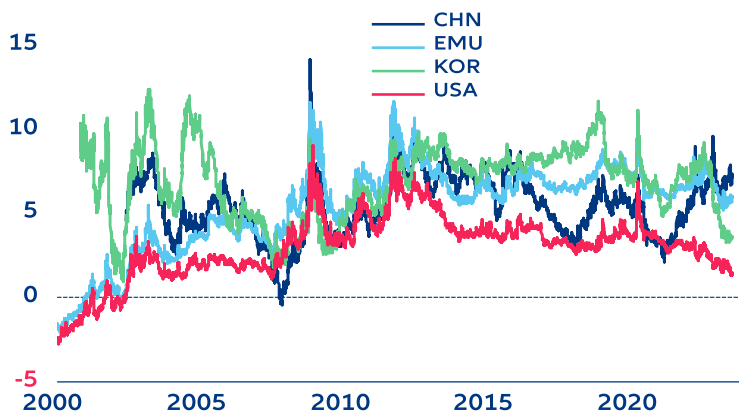
Il mercato del lavoro è sotto pressione, il che non è di buon auspicio per la fiducia dei consumatori. Nel settore manifatturiero, il sottoindice dell'occupazione è rimasto ben al di sotto del valore di 50. Nel settore dei servizi, invece, il quadro è misto: Il sottoindice equivalente del Caixin è salito leggermente a 51,9 a giugno da 51,5 a maggio, suggerendo un miglioramento del mercato del lavoro nel settore dei servizi, mentre è peggiorato nell'indagine della NBS. Nel settore delle costruzioni, l'indagine NBS ha evidenziato un peggioramento delle prospettive occupazionali. Questo non è di buon auspicio per la fiducia dei consumatori. La disoccupazione giovanile supera il 20%, a causa dell'inadeguatezza delle competenze, e alcuni lavoratori immigrati hanno accettato quest'anno lavori di servizio meno retribuiti invece di lavorare nelle fabbriche di esportazione, data la debolezza della domanda esterna, in particolare nelle economie avanzate.

In questo contesto, è necessario un maggiore sostegno politico. In risposta al rallentamento, i responsabili politici stanno cercando di attuare ulteriori misure anticicliche, tra cui il sostegno recentemente approvato per i consumi legati alla casa. La recente riunione del Consiglio di Stato ha inoltre deliberato ulteriori misure per stimolare i consumi e aumentare la spesa per i progetti di ristrutturazione urbana. È probabile che i responsabili politici evitino di attuare stimoli ad ampio raggio (come grandi elargizioni di denaro alle

famiglie), concentrandosi piuttosto su misure fiscali mirate in futuro, tra cui l'aumento delle quote di obbligazioni speciali delle amministrazioni locali. La quota delle quote annuali si è attestata al 61,7%, molto al di sotto dei livelli del 2022.

La riapertura della Cina non ha stimolato i mercati dei capitali. Anche se le opportunità rimangono interessanti, date le grandi dimensioni dell'economia cinese e le prospettive di crescita ancora forti, le valutazioni sono molto più basse rispetto ad altri importanti mercati delle economie avanzate. Il premio per il rischio azionario è circa quattro volte superiore a quello degli Stati Uniti (Figura 5). Se da un lato la bassa correlazione con i principali mercati dovrebbe essere interessante in un periodo in cui le possibilità di diversificazione sono limitate, dall'altro le restrizioni sul conto capitale rendono gli investimenti esteri meno efficienti.

Figura 5: Premio per il rischio azionario (ERP) in mercati azionari selezionati



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Note: UEM=Unione Monetaria Europea; 1/ sono stati utilizzati gli indici di riferimento MSCI; 2/ la Corea del Sud è stata utilizzata come riferimento tra i grandi EM, poiché altri grandi mercati come il Brasile e l'India hanno un ERP strutturale negativo (in base a questa metodologia, ovvero utilizzando l'EPS forward a 12 mesi dell'IBES e il rendimento a 10 anni).

Prevediamo un certo miglioramento nella seconda parte dell'anno, ma non sarà sufficiente a compensare le perdite dell'anno in corso, a causa dei persistenti venti contrari derivanti dall'indebolimento della valuta. L'andamento piatto dei prezzi della Cina nel suo complesso rischia di pesare sui mercati emergenti, che sono destinati a sottoperformare rispetto all'Eurozona e agli Stati Uniti nel 2023, ad eccezione dell'America Latina e del resto dell'Asia-Pacifico. Per quanto riguarda il credito alle imprese, il sostegno politico non ha ripristinato completamente la fiducia e i deflussi di portafoglio dall'estero non mostrano segni di riduzione, mentre la liquidità nello spettro dei titoli ad alto rendimento rimane molto scarsa.

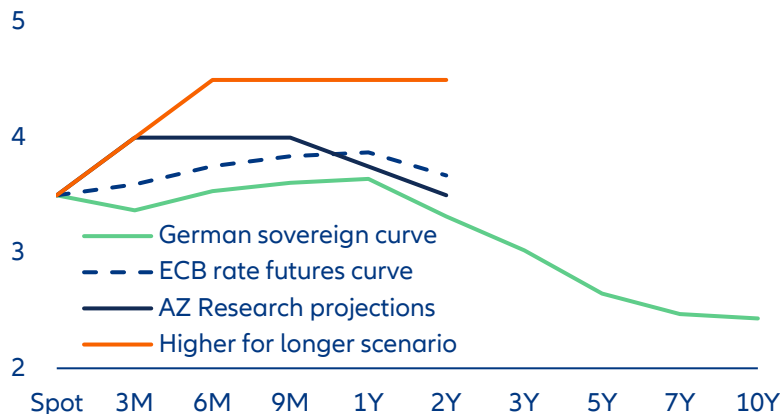
Cosa succede se la BCE va "più in alto più a lungo"?

L'inflazione di fondo, più forte del previsto, ha abbassato la soglia di sicurezza della BCE per mantenere i tassi di interesse più alti più a lungo. Mentre l'inflazione complessiva di giugno è risultata in linea con le aspettative al 5,4% a/a (dal 6,1% a/a di maggio), l'inflazione di fondo è salita al 5,4% a/a (dal 5,3% a/a di maggio). L'inflazione dei servizi è salita nuovamente al 5,4% a/a (dal 5,0% a/a di maggio), come previsto, e con un notevole effetto base dovuto al biglietto da 9 euro in Germania. L'inflazione dei beni è scesa al 5,5% a/a (dal 5,8% a/a) ma meno del previsto. Su base mensile, le variazioni dei prezzi sono ora molto più deboli rispetto all'inizio del 2023 e le forze disinflazionistiche (al di fuori dei servizi) stanno guadagnando slancio grazie al continuo calo dell'offerta monetaria. Anche prima della pubblicazione dei recenti dati sull'inflazione, avevamo già rivisto al rialzo le nostre aspettative terminali per la BCE al 4,0%,² ipotizzando

² Si veda il nostro report "[Climbing the wall of worries](#)"

che continuerà ad aumentare anche dopo la riunione di luglio di altri 25 pb a settembre. Tuttavia, ciò che è più importante è il tono sempre più da falco della BCE, che è emerso chiaramente al Forum delle banche centrali di Sintra della scorsa settimana. La divergenza tra le previsioni delle banche centrali nazionali (giugno e dicembre) e quelle della BCE (marzo e settembre) sulla tenuta dell'inflazione ha aumentato il grado di dipendenza dai dati nel percorso dei tassi di policy della BCE. Sembra improbabile che la BCE preveda di raggiungere il suo obiettivo di stabilità dei prezzi a medio termine del 2% prima della fine del 2025, il che potrebbe posticipare i potenziali tagli dei tassi da giugno 2024 (la nostra previsione attuale) al 2025.

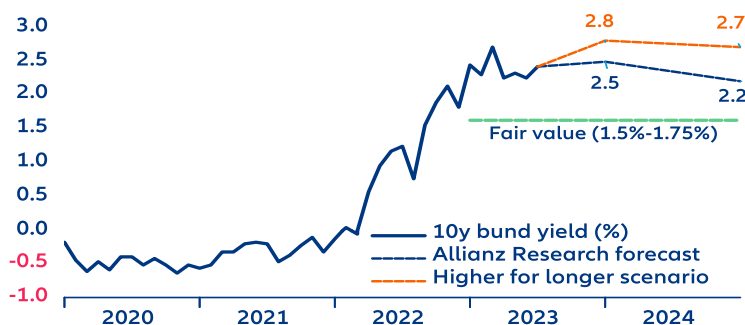
Figura 6: Tassi della BCE e proiezioni della curva sovrana tedesca (in %)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

La prospettiva di un periodo più prolungato di politica monetaria restrittiva eserciterebbe una pressione al rialzo su entrambe le estremità della curva dei rendimenti. Esaminiamo l'impatto di uno scenario "più alto per più tempo" in cui la BCE aumenta il tasso di deposito al 4,5% senza tagli dei tassi fino alla fine del 2024. Questo scenario si discosta significativamente dal consenso del mercato (+75-100 pb) e porterebbe a una notevole correzione del mercato (Figura 6), anche sulla parte lunga della curva dei rendimenti. L'attuale effetto di trascinamento delle variazioni delle aspettative sui tassi di policy a un anno di distanza sul rendimento del Bund decennale tedesco è pari a circa il 70%. Ciò significa che per ogni variazione di 100 pb delle aspettative, circa 70 pb vengono assorbiti dalla parte più lunga della curva dei rendimenti tedesca. Pertanto, il rendimento del Bund decennale salirebbe al 2,8% e al 2,7% rispettivamente fino alla fine del 2023 e del 2024 (dal livello attuale del 2,4%). Inoltre, ciò indicherebbe una deviazione al rialzo di 30 e 50 punti percentuali rispetto alle nostre previsioni di base per il 2023 e il 2024, rispettivamente, e amplierebbe il divario rispetto al tasso di fair value dell'1,5% e dell'1,75%, rispettivamente (Figura 7).

Figura 7: Proiezioni del rendimento del Bund a 10 anni (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

L'aumento dei rendimenti a lungo termine peserebbe sui mercati azionari. L'aumento prolungato dei tassi avrebbe un impatto anche sugli asset più rischiosi, spostando l'attrattiva trasversale a favore degli investimenti a reddito fisso a causa dei rendimenti sempre più interessanti. Questo effetto si manifesterebbe soprattutto nel 2023, quando la ripresa degli utili prevista per il 2024 stimolerebbe la performance azionaria e ridurrebbe il divario di attrattività relativa a favore dei mercati azionari. Dal punto di vista quantitativo, uno scenario più elevato per un periodo più lungo potrebbe ridurre la performance azionaria di circa il 3-4% nel 2023, rispetto al rendimento totale previsto per l'Eurostoxx del 9% (Figura 8).

Figura 8: Performance del mercato azionario europeo (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

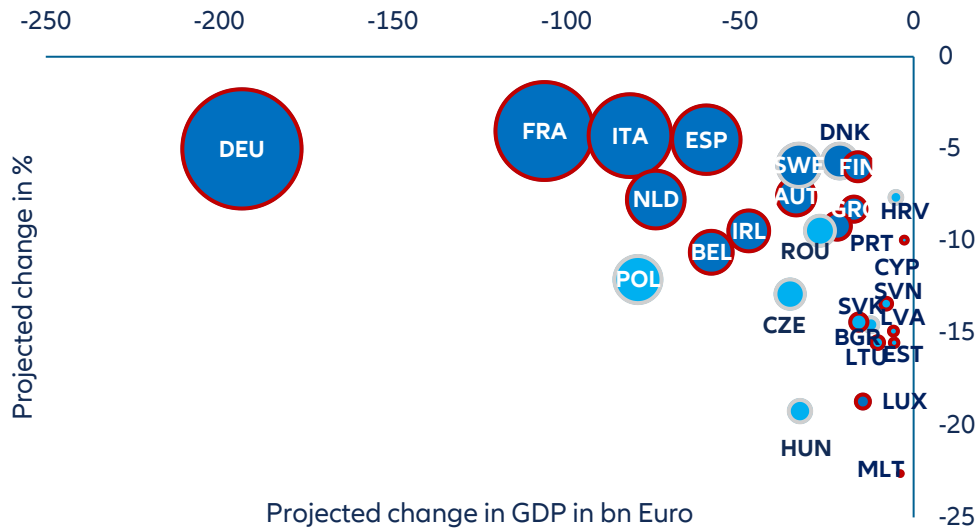
In evidenza - Convergenza dell'Eurozona: due passi avanti, un passo indietro

Il "progetto europeo" si trova - ancora una volta - in una fase critica di sviluppo che richiede la salvaguardia del suo futuro economico tra crescenti tensioni geopolitiche e pressioni interne. La pandemia e le crisi energetiche hanno messo alla prova la determinazione dell'UE nel formare un forte consenso politico. Ne è uscita indurita, ma gravemente indebolita dal punto di vista economico. Nel suo cuore, l'Eurozona è scivolata nuovamente in recessione in un contesto di inflazione ancora troppo elevata. Alla fine di quest'anno, l'economia del blocco sarà appena più grande di quella che era prima della pandemia, il che equivale a quattro anni persi. Tuttavia, una forte crescita e produttività sono una condizione necessaria, se non sufficiente, per l'autodeterminazione economica dell'Europa. Le crescenti tensioni geopolitiche tra Stati Uniti e Cina (e più in generale tra "Occidente collettivo" e "Oriente collettivo") amplificano le preoccupazioni per la sicurezza nella politica nazionale e nella politica economica e mettono in discussione il modello di crescita mercantile dell'Europa, sostenuto da un forte impegno per la globalizzazione. Allo stesso tempo, le crepe nel sistema sono diventate più evidenti e richiedono una maggiore attenzione all'agenda interna, tra cui l'aumento delle disuguaglianze (ad esempio, mercati del lavoro inefficienti e regioni in ritardo), l'ambiguità politica (ad esempio, un senso di perdita di controllo e responsabilità) e le pressanti sfide secolari (ad esempio, clima, demografia e tecnologia).

In questo contesto, la nuova Strategia di sicurezza economica della Commissione europea non poteva arrivare prima, concentrandosi sul rafforzamento della competitività dell'Europa e sull'approfondimento del mercato unico come priorità per salvaguardare la sicurezza economica. Ma è anche complicata da una ripresa disomogenea dalle recenti crisi. Alcuni settori e imprese devono ancora riprendersi completamente (o potrebbero lentamente scomparire), mentre altri sono destinati a espandersi più rapidamente, compresi quelli che beneficiano di una minore dipendenza da partner commerciali volubili, di cambiamenti tecnologici più profondi e della transizione verso un'economia più verde. Ciò significa che ci saranno alcune cicatrici economiche, anche se significativamente inferiori rispetto al periodo

successivo alla crisi finanziaria globale, che varieranno notevolmente tra gli Stati membri. Ripristinare la crescita tendenziale sarà impegnativo, soprattutto nelle regioni d'Europa che sono rimaste indietro.

Figura 9: UE - variazione controfattuale del PIL senza l'integrazione commerciale e finanziaria europea (2022, in % e in miliardi di euro)



Fonti: Eurostat, Felbermayr, Gröschl e Heiland (2022), Allianz Research. Note: le stime di base per i livelli di PIL del 2014 sono applicate al PIL del 2022; i "nuovi" Stati membri dell'UE (che hanno aderito al blocco nel 2003, 2006 e 2013) sono in azzurro; gli Stati membri dell'Eurozona sono contrassegnati da un bordo rosso.

L'Eurozona deve passare dalla lotta alla crisi al futuro, rafforzandosi dall'interno attraverso una maggiore integrazione e convergenza. In futuro, la sfida politica principale è quella di ridare slancio alla ripresa, limitare la perdita di produzione a lungo termine e trasformare le economie, anche promuovendo una riallocazione armoniosa delle risorse e investendo in infrastrutture digitali e rispettose del clima, insieme a una (ri)organizzazione strategica e orientata alla sicurezza delle relazioni commerciali essenziali. Tuttavia, le attuali scelte politiche sollevano anche legittime preoccupazioni circa l'eventualità che le divergenze di vedute pre-crisi in merito all'evoluzione delle riforme dell'architettura dell'Eurozona riemergano ancora una volta. E le differenze di vedute potrebbero aumentare se la convergenza tra i Paesi dell'Eurozona continuerà a rallentare, cosa che sembra probabile.

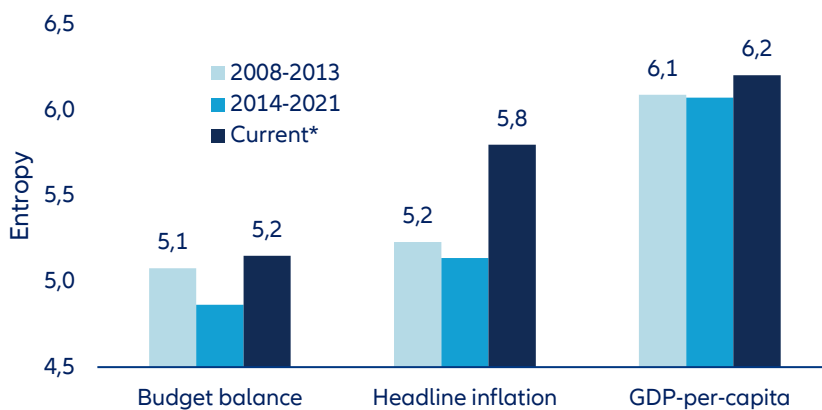
Figura 10: Eurozona - scala della disparità regionale *



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: *) include Austria, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna (oltre al Regno Unito per gli anni precedenti alla Brexit).

L'Unione economica e monetaria (UEM) è stata un chiaro successo politico ed economico, che ha contribuito ad aumentare la convergenza tra i Paesi. Il mercato comune ha incrementato gli scambi commerciali all'interno del blocco e ne ha rafforzato la resistenza durante le crisi economiche. L'Eurozona beneficia in modo massiccio della maggiore integrazione economica e delle conseguenti opportunità di crescita. In un mondo ipotetico senza l'adesione all'UE e i trasferimenti finanziari, i Paesi dell'Eurozona avrebbero perso in media circa il 10% del PIL nel 2022 (Figura 9), con le economie più piccole e più aperte che subirebbero un impatto maggiore. L'economia tedesca sarebbe più piccola di circa il 5% (-194 miliardi di euro), seguita dalla Francia con un -4% (-106 miliardi di euro). Malta, il più piccolo membro dell'Eurozona in termini di PIL, perderebbe quasi un quarto della sua economia, ma sarebbe il più piccolo in termini assoluti, con un calo del PIL di circa -4 miliardi di euro.

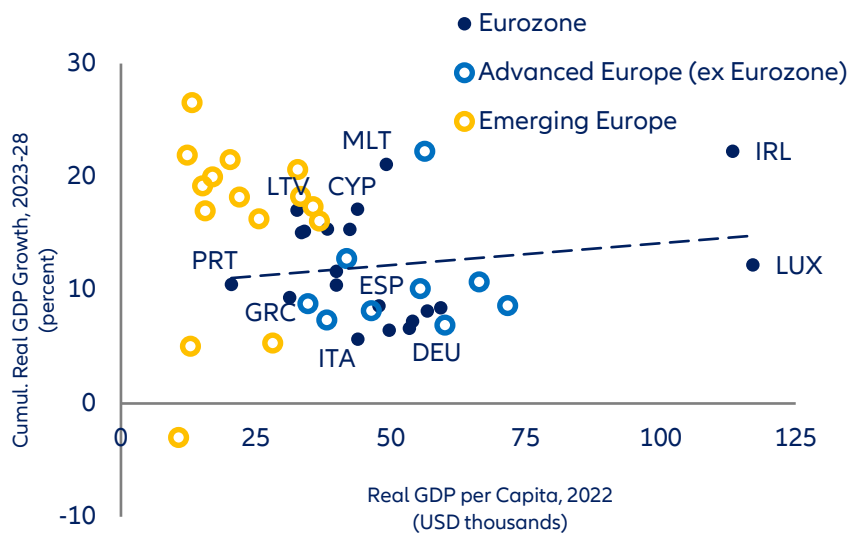
Figura 11: Eurozona - dispersione delle principali variabili economiche (media)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

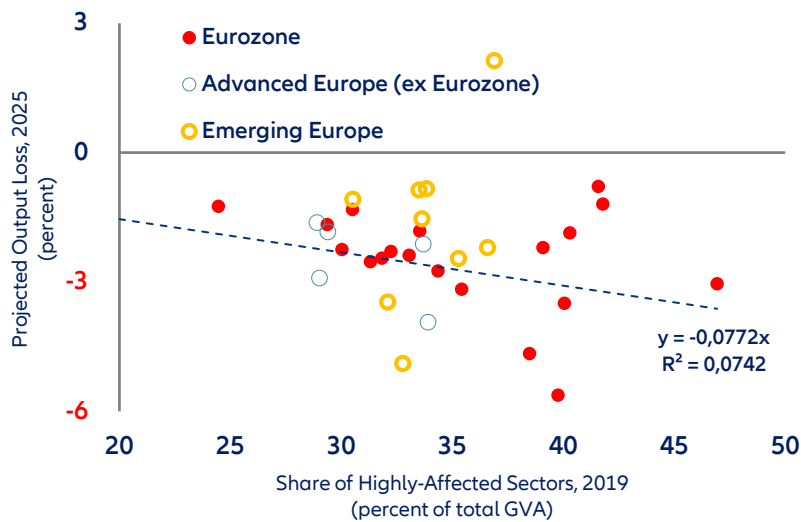
Tuttavia, negli ultimi anni la divergenza è aumentata nuovamente e le disparità regionali sono in particolare in aumento (Figure 10 e 11). Inoltre, la ripresa disomogenea dalle crisi è destinata ad aumentare il divario di reddito, poiché le proiezioni di crescita rimangono sostanzialmente invariate nella maggior parte dei Paesi membri, con ancora grandi differenze nel PIL pro capite (Figura 12). La divergenza di reddito riflette vari fattori, tra cui il diverso impatto della pandemia e della crisi energetica, le vulnerabilità pre-crisi, le risposte politiche e la struttura economica. Se si considerano solo gli effetti cicatriziali della pandemia, la Figura 13 mostra che la perdita di produzione nel 2025 dovrebbe essere più grave nei Paesi con una quota maggiore di servizi "altamente colpiti". Fattori strutturali, come le differenze nella produttività del lavoro, nella partecipazione alla forza lavoro e nella demografia, hanno frenato la convergenza economica prima delle crisi e ora probabilmente aggraveranno gli effetti negativi della pandemia e della guerra in Ucraina sull'attività economica. Allo stesso tempo, la divergenza dei saldi di TARGET2, il sistema di pagamenti di grande valore dell'Eurosistema, si è continuamente ampliata. Sebbene le passività delle banche centrali nazionali dei Paesi membri più vulnerabili nei confronti dei loro omologhi del resto dell'Eurozona siano diminuite negli ultimi 1,5 anni grazie all'inasprimento quantitativo, esse rimangono superiori all'8% del PIL (Figura 14).

Figura 12: Europa - PIL pro-capite e crescita (percentuale, migliaia di dollari USA)



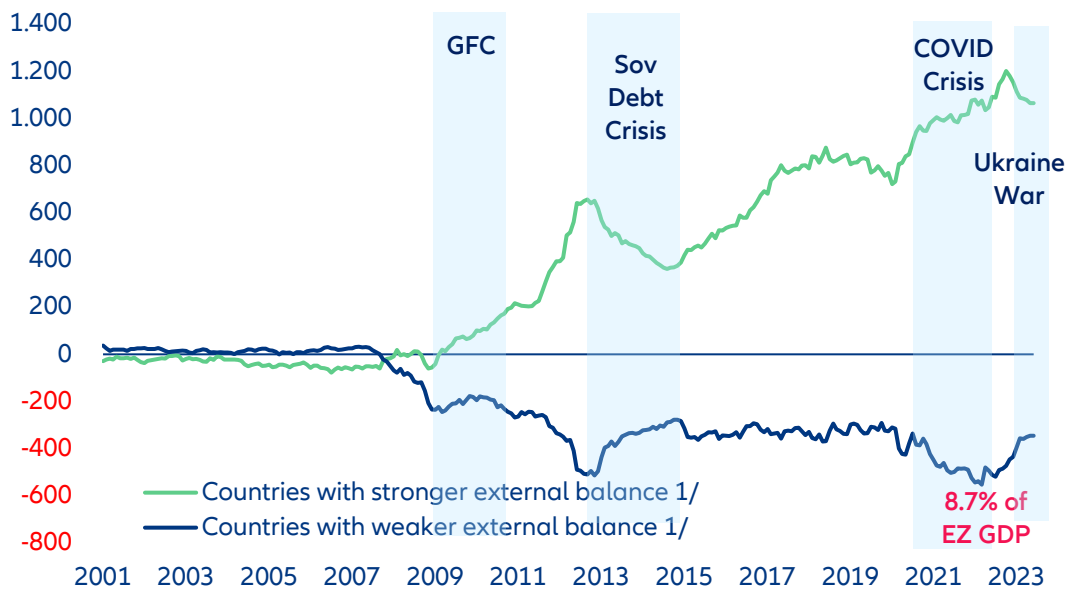
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 13: Europa - quota di settori altamente colpiti rispetto alla perdita di produzione (percentuale, percentuale del VAL totale) 1/



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Allianz Research. Nota: GVA=valore aggiunto lordo; 1/ i settori più colpiti includono il commercio, i viaggi, i servizi di alloggio e ristorazione, il settore immobiliare, le arti e l'intrattenimento; la perdita di produzione è confrontata con il trend pre-Covid; l'Irlanda è esclusa a causa del ridimensionamento.

Figura 14: Eurozona - Saldi netti Target 2 (miliardi di euro)



Fonti: BCE, Allianz Research. Nota: GFC=crisi finanziaria globale; 1/ Paesi con un saldo delle partite correnti tradizionalmente negativo e/o una posizione fiscale più debole..

È chiaro che questa tendenza giustifica la domanda critica su come l'Eurozona possa raggiungere una convergenza significativa. L'approfondimento dell'UEM richiede una maggiore integrazione finanziaria e un migliore coordinamento delle politiche fiscali.

- **Unione bancaria:** La pandemia e le crisi energetiche non hanno provocato una crisi bancaria, in parte perché le banche erano molto meglio capitalizzate e meno rischiose rispetto a prima della CFG. Nonostante la vigilanza e la risoluzione unica delle banche, l'Unione bancaria rimane incompleta, con i relativi rischi di potenziale frammentazione nei periodi di stress. Negli ultimi anni, i progressi compiuti per colmare importanti lacune, come la progettazione e l'attuazione del sistema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS), hanno perso slancio e richiederanno un nuovo impulso per raggiungere il consenso e incoraggiare una maggiore attività bancaria transfrontaliera. La Commissione europea ha adottato una proposta per adeguare e rafforzare ulteriormente l'attuale quadro dell'UE per la gestione delle crisi bancarie e l'assicurazione dei depositi (CMDI), con particolare attenzione alle banche di medie e piccole dimensioni, ma non tiene conto del ruolo di efficaci sistemi di protezione istituzionali nazionali e dell'importanza dell'EDIS (anche in fase di risoluzione) per il completamento dell'Unione bancaria.
- **Unione dei mercati dei capitali (CMU):** Per aumentare la condivisione del rischio privato transfrontaliero e ridurre la dipendenza delle imprese dal finanziamento bancario in Europa è necessaria una migliore integrazione dei mercati dei capitali. L'avanzamento dell'Unione dei mercati dei capitali è fondamentale per la resilienza dell'UE. I mercati dei capitali dovrebbero inoltre svolgere un ruolo chiave nel finanziamento della transizione verso un'economia più verde e digitale. Il nuovo piano d'azione 2020 per l'Unione dei mercati dei capitali ha identificato diversi passi necessari per "riavviare" la spinta dell'UE verso una maggiore integrazione dei mercati dei capitali. La rapida attuazione di queste raccomandazioni faciliterebbe l'accesso ai finanziamenti basati sul mercato e ridurrebbe la dipendenza delle imprese dai prestiti bancari..
- **Quadro fiscale:** Regole fiscali credibili nell'UE sono essenziali per un'unione monetaria efficace. All'inizio di quest'anno, la Commissione europea ha proposto la revisione più ambiziosa del quadro fiscale dell'UE in oltre due decenni. L'accento posto su una regola semplificata di crescita della

spesa come unico obiettivo operativo (e l'eliminazione della regola del saldo strutturale) offre alle economie vulnerabili dell'Eurozona l'opportunità di ridurre gradualmente i loro disavanzi di bilancio, realizzando al contempo gli investimenti necessari per stimolare la crescita potenziale. Mantenere l'attenzione sulla spesa a sostegno della crescita sarebbe fondamentale per il Paese per stabilizzare il debito una volta che le attuali pressioni cicliche dovute alla crisi energetica si attenueranno e lasceranno il posto alle sfide strutturali della transizione verde. Riconoscendo che i Paesi sono usciti dalle crisi con livelli di debito elevati, il mantenimento di una regola di deficit ancorata alla crescita nominale con un periodo di aggiustamento più flessibile per il consolidamento fiscale sembra essere una soluzione ragionevole. Ma non escludere gli investimenti pubblici dai limiti delle regole di bilancio dovrebbe sollevare preoccupazioni; la capacità fiscale centrale dell'Europa per maggiori investimenti pubblici rimane troppo piccola.

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.

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 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,

salvo per le informazioni che devono essere divulgate per legge.

Nota bene: il nome del nostro marchio e gli indirizzi e-mail sono cambiati in Allianz Trade a partire dal 28 marzo 2022.

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