

Allianz Research

Stretta quantitativa e costi di rimborso del debito nell'Eurozona

20 Gennaio 2023



Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco-carrera@allianz.com

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

Roberta Fortes
Senior Economist
roberta.fortes@allianz-trade.com

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

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

Maxime Lemerle
Lead Analyst for Insolvency Research
maxime.lemerle@allianz-trade.com

Maddalena Martini
Economist
maddalena.martini@allianz.com

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

UNA PANORAMICA DELLA SITUAZIONE

Eurozona: stretta quantitativa e costo del servizio del debito sovrano

- La BCE inizierà la stretta quantitativa (QT) a marzo, ma la riduzione prevista del suo bilancio sarà limitata al tasso di deflusso pianificato delle partecipazioni in titoli di Stato. Mentre l'effetto stock rimane relativamente modesto a causa di un reinvestimento limitato delle attività ammortizzate, l'effetto di flusso avrà un impatto significativo sul premio a termine (a causa della struttura a termine piatta) e quindi aumenterà i costi di finanziamento sovrano. Stimiamo che l'attuale tasso di deflusso potrebbe aumentare il premio a termine del Bund tedesco a 10 anni di circa 90 pb fino alla fine del 2024.
- Gli oneri del debito pubblico sono aumentati enormemente nel 2022 dopo anni di costi di finanziamento favorevoli e aumenteranno ulteriormente nel 2023-24, nonostante un certo sollievo dal minor rischio di reinvestimento dovuto all'allungamento dei profili di scadenza. Stimiamo che tassi ufficiali attesi e premi a termine più elevati aumenteranno il costo del servizio del debito dello 0,7% del PIL in Germania, dell'1,1% in Francia, dell'1,2% in Spagna e dell'1,6% in Italia fino al 2030..

SVILUPPI CHIAVE

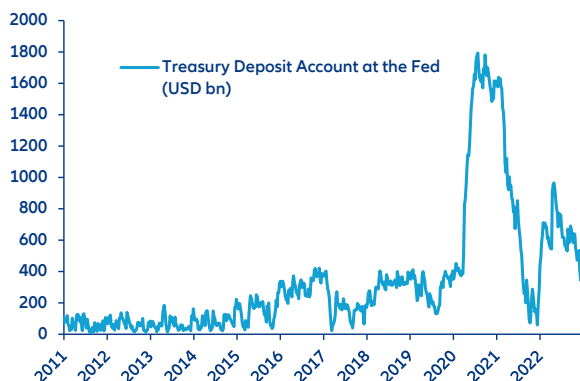
Tetto del debito USA, 60° anniversario del Trattato dell'Eliseo, prospettive per il Brasile, fallimenti nel settore delle costruzioni e nubi sul rally del mercato dei capitali

- **Tetto del debito USA:** tensioni in aumento fino a maggio, con il compromesso dell'ultimo minuto su una modesta stretta fiscale lo scenario più probabile
- **60° anniversario del Trattato dell'Eliseo:** ricaricare il partenariato franco-tedesco per rispondere alla sfida energetica e guidare un'Europa in pericolo?
- **Previsione di insolvenza:** l'edilizia guida il rimbalzo globale
- **Prospettive per il Brasile:** pronti per un giro sulle montagne russe?
- **Mercati dei capitali:** entrare in una difficile stagione degli utili

Tetto del debito USA: aumento delle tensioni fino a maggio, con un compromesso dell'ultimo minuto su una modesta stretta fiscale lo scenario più probabile

La preoccupazione per il superamento del tetto del debito da parte dell'amministrazione statunitense sta tornando alla ribalta ancora una volta. Secondo il segretario al Tesoro Yellen, il limite legale del debito federale – fissato a 31,4 trilioni di dollari – è stato raggiunto questa settimana. Tuttavia, il governo non andrà in default sul suo debito nel breve termine, poiché ha ancora ampie riserve di liquidità di 380 miliardi di dollari da cui attingere al suo conto detenuto presso la Fed (Figura 1). Anche la cancellazione di alcuni investimenti stanziati e tagli di bilancio a enti governativi sembra probabile. Le lotte politiche interne al Congresso tra repubblicani e democratici, ma anche tra i membri repubblicani del Congresso, significano che un accordo per sollevare o sospendere il tetto del debito è improbabile nei prossimi due mesi. Quindi, dovremmo prepararci a ripetuti attacchi di tensione politica.

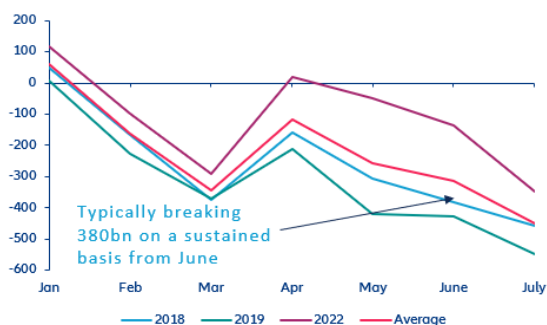
Figura 1: Conto di deposito del Tesoro USA presso la Federal Reserve (miliardi di USD)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Manteniamo la nostra visione¹ che un accordo sarà infine raggiunto all'ultimo minuto nel Q2, quando le riserve di cassa del Tesoro saranno esaurite. Secondo i modelli di disavanzo passati, il finanziamento del disavanzo cumulato previsto dovrebbe portare a una violazione del limite del debito in giugno (figura 2). Tuttavia, la nostra aspettativa che gli Stati Uniti stiano già scivolando in una recessione significa che ci aspettiamo un deficit più elevato del solito. Non riuscire a raggiungere un compromesso con i democratici sarebbe politicamente costoso per i repubblicani, anche perché potrebbero essere accusati di innescare una crisi del governo o, peggio un default sovrano, in un momento in cui ci aspettiamo che l'economia statunitense raggiunga il punto più basso di una recessione superficiale. Tuttavia, in vista del previsto compromesso sul tetto del debito, i tassi di interesse sui titoli del Tesoro in scadenza durante l'estate potrebbero aumentare bruscamente.

Figura 2: Disavanzi delle amministrazioni federali statunitensi (cumulativi, miliardi di USD)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Ora ci aspettiamo che l'accordo bipartisan concordi una modesta stretta fiscale netta (contro la nostra precedente aspettativa di un modesto allentamento netto), in mezzo a maggiori divisioni politiche

¹ [Midterm USA: i repubblicani sono tornati, così come l'impasso della politica \(fiscale\) \(allianz.com\)](https://www.allianz.com/midterm-usa-i-repubblicani-sono-tornati-così-come-l'impasso-della-politica-fiscale)

all'interno del partito repubblicano. I conservatori si oppongono ferocemente agli aumenti della spesa pubblica, quindi richiederebbero almeno alcuni tagli alla spesa concordati con i democratici per convincerli a firmare l'accordo. L'inasprimento fiscale rafforza la nostra richiesta che l'economia statunitense supererà una recessione quest'anno, anche se moderata (ci aspettiamo un calo del PIL del -0,3%).

60° anniversario del Trattato dell'Eliseo: ricaricare il partenariato franco-tedesco per rispondere alla sfida energetica e guidare un'Europa in pericolo?

Domenica, Francia e Germania celebreranno il 60 ° anniversario del Trattato dell'Eliseo, che mira a rafforzare la cooperazione tra le due nazioni dopo secoli di rivalità e conflitti. Tuttavia, l'anniversario dà pochi motivi per festeggiare. Gli ultimi mesi sono stati caratterizzati da crescenti tensioni politiche tra le maggiori economie dell'UE, culminate nella cancellazione di un Consiglio dei ministri franco-tedesco a fine ottobre. Eppure, con la guerra che infuria a poche centinaia di miglia da Berlino, la genesi stessa del Trattato è diventata un obbligo per entrambi i paesi di riaffermare i loro valori condivisi nel plasmare la risposta dell'Europa alle sue molteplici crisi..

In occasione dell'anniversario, entrambi i paesi si sono impegnati a definire una tabella di marcia comune, che potrebbe fornire una visione e una strategia comuni per entrambi i paesi, ma anche, più in generale, per l'Europa. Al di là delle pubbliche relazioni e dei pii desideri, gli osservatori cercheranno particolare posizioni comuni su temi che hanno creato divisioni nel 2022, che vanno da sistemi energetici più integrati e una più stretta cooperazione in materia di sicurezza alla politica industriale e commerciale comune..

Un'area di interesse sarà probabilmente il modo in cui entrambi i paesi possono ottenere una risposta unificata alla legge statunitense sulla riduzione dell'inflazione, che è già stata discussa nella recente riunione del Consiglio economico e finanziario franco-tedesco. C'è una preoccupazione condivisa su entrambe le sponde del Reno che i sussidi statunitensi possano attirare le imprese europee negli Stati Uniti, in particolare con le disposizioni più importanti dell'IRA, come i suoi incentivi per i veicoli elettrici e l'elettricità a zero emissioni di carbonio, che sono crediti d'imposta "illimitati" e potrebbero raggiungere fino a 800 miliardi di dollari secondo stime recenti. Dopo aver considerato la quantità di investimenti privati che la spesa federale tende a catalizzare, l'IRA potrebbe aumentare la spesa totale per il clima a circa 1,7 trilioni di dollari nei prossimi 10 anni (quasi il doppio delle dimensioni del Green Deal dell'UE, che è stato annunciato con grande fanfara tre anni fa.).

La risposta immediata dell'UE all'IRA si è concentrata sulla ricerca di esenzioni dalle clausole discriminatorie. Ha tentato di farlo usando la minaccia di un pacchetto di controsovvenzioni, che difficilmente sarà efficace come leva. La Commissione europea ha ricevuto il mandato di elaborare un piano all'inizio di quest'anno, che sembra includere un ulteriore allentamento del quadro temporaneo degli aiuti di Stato per facilitare un sostegno governativo in crescita per le industrie e le tecnologie chiave.

Il rafforzamento della capacità di bilancio centrale della CE sarebbe un altro elemento fondamentale della strategia dell'UE in un momento in cui l'inasprimento delle condizioni di finanziamento limiterà lo spazio di bilancio nel sostenere investimenti pubblici intelligenti dal punto di vista climatico. Nella nostra recente ricerca, abbiamo scoperto che, ad eccezione della Germania, le maggiori economie dell'Eurozona stanno già lottando per stabilizzare elevati livelli di debito pubblico. Come mostriamo nell'articolo di questa settimana (vedi sotto), anche se il rapporto debito pubblico/PIL rimanesse invariato, uno shock duraturo dei tassi di interesse (che rifletta l'attuale ciclo di rialzi della BCE) significherebbe che la spesa per interessi ammonterebbe al 2% del PIL in questi paesi entro il 2030. Per mettere queste cifre in prospettiva, questo onere di bilancio supplementare dovuto da solo ai maggiori costi di finanziamento supera il totale degli investimenti pubblici.

Le insolvenze nel settore delle costruzioni guidano il rimbalzo globale

L'aumento delle insolvenze rispetto allo scorso anno sta colpendo anche le grandi aziende.² Secondo il nostro reporting interno, mentre le insolvenze aziendali riguardano massicciamente le PMI, le insolvenze delle grandi imprese, quelle con oltre 50 milioni di euro di fatturato, hanno registrato un notevole rimbalzo alla fine del 2022 a livello globale. Nel Q4 2022, il numero di insolvenze maggiori è aumentato di +30 casi rispetto al trimestre precedente e di +17 rispetto al Q4 2021, raggiungendo 88 aziende. Si tratta di un massimo record dal Q4 2020 e leggermente al di sopra della media pre-pandemia (74 nel periodo 2015-2019).

Prevediamo che le insolvenze più grandi rimarranno generalizzate, ma ci sono sacche geografiche (Europa) e settoriali (costruzioni, vendita al dettaglio) di maggiori vulnerabilità. A livello globale, le grandi aziende beneficiano di maggiori riserve di liquidità e di un maggiore potere di determinazione dei prezzi, ma il contesto globale di crescita macroeconomica più lenta, condizioni di finanziamento più deboli e problemi specifici (ad esempio mix energetico, dipendenze della catena di approvvigionamento, cambi, politiche relative a Covid) sta aumentando i rischi per i guadagni e il flusso di cassa dei più vulnerabili, in particolare quelli più indebitati o con un modello di business a basso profitto. Nel quarto trimestre del 2022, tutte le regioni hanno contribuito alla ripresa delle principali insolvenze, ma l'Europa occidentale si è già distinta con l'aumento maggiore (+15 casi trimestrali a 46), davanti all'Asia Pacifico (+6 casi trimestrali a 22) e Nord America (+6 casi q/q a 11). Il risultato dell'intero anno ha quasi la stessa classifica, con l'Europa occidentale che registra oltre la metà del conteggio globale (138 casi su 270) davanti ad Asia (70), Europa centrale e orientale (32) e Nord America (27). La Cina continua a registrare il maggior numero di insolvenze principali, con nove delle prime 10 insolvenze in termini di fatturato per il 2022, comprese sette imprese nel settore delle costruzioni a causa della recessione immobiliare. A livello globale, le costruzioni si sono già rivelate le più colpite nel 2022, con 64 grandi insolvenze (+17 casi rispetto al 2021), in particolare in Europa occidentale (30 casi) e Asia (24). Nell'ultimo trimestre, tuttavia, il commercio al dettaglio ha registrato l'aumento maggiore di insolvenze importanti, davanti a costruzioni, metalli (soprattutto in Europa occidentale) e servizi (soprattutto negli Stati Uniti).

Brasile: pronti per un giro sulle montagne russe?

Il nuovo mandato del presidente Lula è partito con un inizio difficile. Ma non è il vandalismo dei sostenitori di Bolsonaro che sta scuotendo i mercati tanto quanto le preoccupazioni per il deficit fiscale in crescita. Con il rapporto debito/PIL del Brasile all'88%, rispetto a una media del 45% negli altri principali paesi della regione, il pacchetto di spesa recentemente approvato (1,6% del PIL) (noto come Transition PEC) sta mettendo a rischio la credibilità fiscale del paese..

L'inizio della nuova amministrazione ha creato alcuni punti allarmanti per gli investitori: la decisione di non privatizzare Petrobras e l'imminente cambiamento nella politica dei prezzi del carburante; dichiarazioni contraddittorie dei ministri, che indicano una mancanza di coordinamento delle politiche; l'estensione dell'esenzione fiscale federale sul carburante e la vistosa mancanza di commenti di Lula sulla riforma fiscale e sulla gestione del debito. Di conseguenza, gli asset brasiliani non hanno beneficiato appieno dell'umore positivo dei mercati globali. Il settore finanziario e alcune delle grandi aziende particolarmente vulnerabili alle politiche più interventiste sono stati i più colpiti (in particolare Petrobras)).

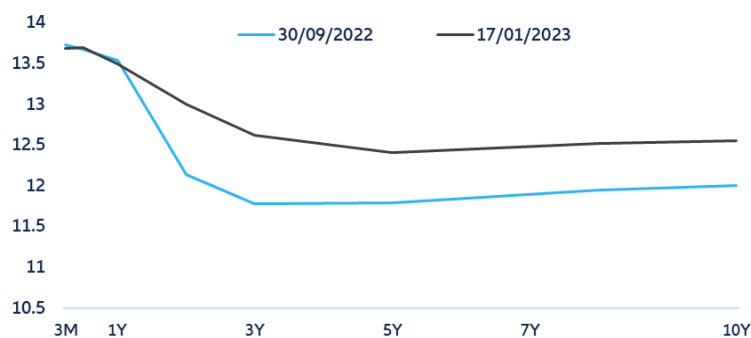
In risposta alle tensioni del mercato, il governo è passato a un tono più conciliante e il ministro delle finanze Fernando Haddad ha adottato misure per ridurre il deficit fiscale nel 2023 (stimato all'1,9% del PIL per ora). Ma il Brasile ha ancora molta strada da fare. Le misure si concentrano principalmente sul breve termine, concentrandosi sull'aumento dei ricavi piuttosto che sul taglio delle spese. Inoltre, non vi è alcuna garanzia che gli obiettivi stimati saranno raggiunti. In questo contesto, non ci aspettiamo che il debito pubblico si stabilizzi: potrebbe raggiungere quasi il 100% del PIL entro la fine del mandato del Presidente Lula.³

² Si veda il nostro report [Energy crisis, interest rates shock and untampered recession could trigger a wave of bankruptcies](#)

³ Vedere ["Brazilian elections: The calm before the storm?"](#) per maggiori dettagli.

È probabile che l'annuncio sia stato progettato per dare al governo più tempo per lavorare su una riforma fiscale e una nuova regola sul tetto alla spesa, che potrebbe essere annunciata ad aprile, secondo il ministro Haddad, o non più tardi di giugno. Misure più strutturali come questa saranno fondamentali per ancorare le aspettative e lasciare spazio alla banca centrale (BCB) per ridurre i tassi di interesse. Un sondaggio condotto dalla BCB mostra che i mercati hanno alzato le loro previsioni di inflazione e prevedono tagli inferiori per il tasso Selic nel 2023, segnalando chiaramente la preoccupazione per un disallineamento tra politica monetaria e fiscale. Ciò è stato osservato anche nei movimenti sperimentati nel mercato obbligazionario dove i rendimenti delle scadenze a medio e lungo termine si sono mossi verso l'alto dal 3° trimestre 2022 (Figura 3), in dissonanza con i sovrani globali dove l'inversione si è approfondita e i rendimenti delle scadenze a lungo termine sono rimasti stabili o sono diminuiti.

Figura 3. Brasile - Curva dei rendimenti sovrani BRL (%)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

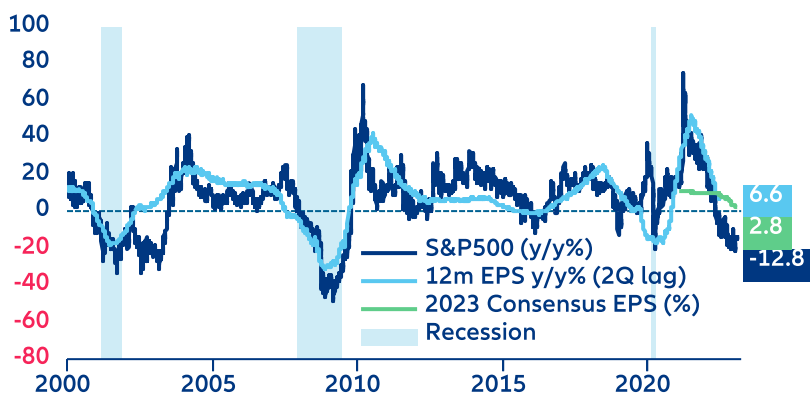
Poiché il governo deve affrontare forti pressioni per aumentare la spesa, compreso un costoso riaggiustamento del salario minimo, ci aspettiamo che la volatilità nei mercati brasiliani continui fino a quando non verrà elaborato un piano fiscale credibile. Sebbene le turbolenze generate dalle proteste non abbiano avuto un forte impatto sui mercati, il controllo degli investitori stranieri si approfondirà e potremmo assistere a un rallentamento dei nuovi investimenti: le società spagnole, e in particolare il settore finanziario, sono quelle con la maggiore esposizione al paese.

Mercati dei capitali: uno sguardo a una stagione degli utili impegnativa

I mercati entrano nella stagione degli utili sulla scia della corsa al rialzo "alimentata dal pivot politico" del 2023. Con la stagione degli utili appena iniziata e che finora ha mostrato risultati contrastanti, i mercati continuano a concentrarsi sui fondamentali macroeconomici piuttosto che sui fondamentali societari. Come nel 2022, i cambiamenti delle aspettative di politica monetaria trainati dall'inflazione e dalla crescita continuano a essere al centro della performance generale del mercato, responsabile dell'attuale corsa al rialzo del 2023, e continueranno a trainare la performance fino a quando non sarà definito un chiaro percorso economico e politico (+5-+10% da inizio anno).

Tuttavia, dovremmo aspettarci alcuni aggiustamenti del mercato poiché gli analisti si riadeguano sia agli utili riportati che alle indicazioni prospettiche sugli utili. Ciò sarà particolarmente vero in quanto le aspettative sugli utili per il 2023 rimangono elevate e incoerenti con gli attuali prezzi di mercato. Secondo i nostri modelli e coerentemente con gli attuali prezzi di mercato, dovremmo aspettarci che la crescita degli utili raggiunga un livello compreso tra -3 e -5% nel 2023, portando la crescita complessiva degli utili nel 2023 vicina allo 0% (Figura5).

Figura 5: Previsioni sugli utili Usa rispetto alla performance azionaria



Fonti: IBES, Refinitiv Datastream, Allianz Research

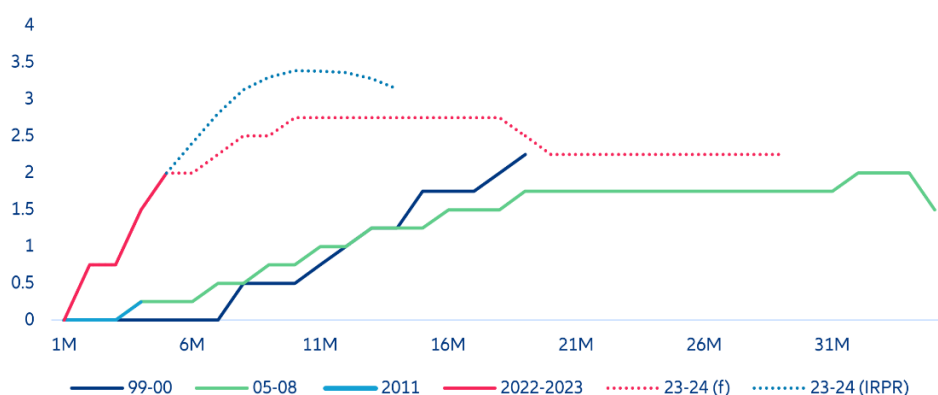
Nonostante il deterioramento delle prospettive per i margini societari nei prossimi mesi, ci aspettiamo fondamentali macroeconomici (cioè politica monetaria, inflazione, crescita, ecc.) che continueranno a guidare la performance del mercato fino a quando il perno della politica monetaria non sarà integrato nei prezzi di mercato (ossia fino al 3° trimestre 2023). Pertanto, prevediamo che i fondamentali societari inizieranno a trainare la performance del mercato solo verso la fine dell'anno, portando a un rendimento totale complessivo del 2% e del 6% rispettivamente per gli Stati Uniti e l'Eurozona..

LA SITUAZIONE

Eurozona: stretta quantitativa e costo del servizio del debito sovrano

Una forte dinamica dell'inflazione richiederà una BCE aggressiva. Nonostante un forte calo dei prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia nell'Eurozona a dicembre, che ha portato l'inflazione complessiva a scendere al 9,2% a/a (in calo dal 10,1% del mese precedente), questa rimarrà scomodamente elevata, con una media di circa il 6% quest'anno, e il core che rimarrà piuttosto vischioso fino al prossimo anno. Il rallentamento della crescita e l'aumento della disoccupazione hanno contribuito a mitigare le pressioni sui prezzi salariali, man mano che gli squilibri tra domanda e offerta diminuiscono gradualmente. Pertanto, ci aspettiamo che la BCE rallenti il ritmo dei rialzi dei tassi per raggiungere un tasso terminale del 3,0% per il tasso di riferimento effettivo (tasso sui depositi) fino a maggio 2023, e ritardi i potenziali tagli dei tassi di interesse al 2024 (Figura 5).

Figura 5. Eurozona: cicli di rialzo dei tassi di riferimento attuali e passati (%)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

L'orientamento monetario restrittivo è destinato ad accelerare l'inasprimento delle condizioni di finanziamento una volta che la BCE inizierà a ridurre il proprio bilancio a marzo. Un anno dopo la Federal

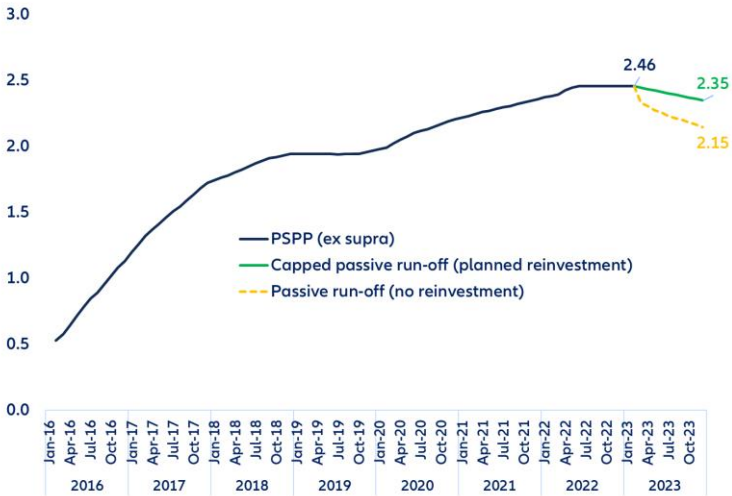
Reserve statunitense, la BCE inizierà un deflusso passivo basato sui rimborsi programmati, riducendo i reinvestimenti dei rimborsi di capitale delle attività attualmente detenute. La diminuzione degli acquisti di attività si concentrerà sul "vecchio" programma di acquisto di attività (PSPP), mentre gli acquisti di attività durante la pandemia (PEPP) rimarranno inalterati. L'attuale piano di ammortamento dei titoli di debito pubblico detenuti nell'ambito del PSPP suggerisce un volume di rimborsi pari a 246 miliardi di euro nel 2023 (o 20 miliardi di euro al mese), che si tradurrebbe in un deflusso medio mensile di circa lo 0,9% del saldo iniziale di 2,5 miliardi di euro (senza il debito sovrano) e senza reinvestimenti. L'applicazione della prevista riduzione dei reinvestimenti (attualmente fissata a 15 miliardi di euro al mese per il secondo trimestre) dimezzerebbe il tasso di ammortamento, determinando una riduzione (piuttosto contenuta) delle disponibilità di debito pubblico di soli 132 miliardi di euro nel 2023, pari a circa l'1,6% dell'attuale bilancio della BCE, che ammonta a 8,5 miliardi di euro (Figura 6).

Nonostante una lieve riduzione del bilancio complessivo (sulla base dei piani attuali), l'effetto di flusso del QT avrà un impatto significativo sul premio a termine (a causa della struttura a termine piatta) e, quindi, aumenterà gli oneri di finanziamento sovrano. Per la prima volta in più di cinque anni, gli acquisti di attività previsti nell'ambito del deflusso protetto non assorbiranno più il fabbisogno netto di finanziamento dei governi dell'Eurozona, con un aumento dell'offerta netta di debito pubblico che probabilmente farà aumentare gli spread del credito sovrano (Figura 7). Le banche centrali dell'Eurosistema acquisteranno solo poco più di 60 miliardi di euro di debito emesso dalle quattro maggiori economie (23 miliardi di euro (Germania), 18 miliardi di euro (Francia), 16 miliardi di euro (Italia) e 11 miliardi di euro (Spagna)), nell'ipotesi di coerenza con la chiave di capitale della BCE. Pertanto, stimiamo che l'attuale tasso di deflusso potrebbe far aumentare il premio a termine del Bund tedesco a 10 anni di circa 90 punti base fino alla fine del 2024 (Figura 8).

Anche con livelli di debito complessivi più elevati, i pagamenti di interessi sovrani hanno continuato a diminuire in percentuale del PIL fino al 2021, ma prevediamo che questa tendenza si sarà invertita nel 2022 e nei prossimi anni. In effetti, negli ultimi mesi, il rapido aumento dei tassi di interesse ha aumentato significativamente i costi di servizio del debito dei governi dell'Eurozona e ha sollevato preoccupazioni sulla sostenibilità del debito. Stimiamo che l'onere del debito pubblico sia già aumentato notevolmente l'anno scorso, almeno in Francia e in Italia (rispettivamente dall'1,4% al 2,1% del PIL e dal 3,6% al 4% del PIL) (grafico 9). Nonostante le agenzie di gestione del debito abbiano garantito scadenze sempre più lunghe (la scadenza media ponderata è compresa tra 7,9 anni in Germania e Italia e 8,6 anni in Francia), contribuendo a ridurre i rischi di rinnovo, la sostenibilità del debito rimarrà sotto i riflettori.

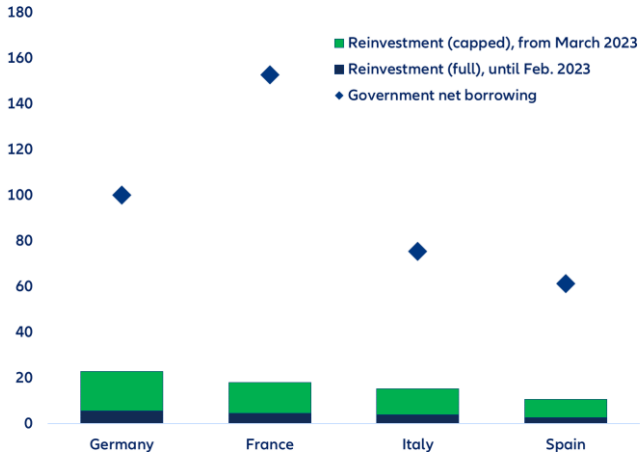
Costi di finanziamento più elevati eserciteranno maggiori pressioni sui bilanci pubblici e potrebbero aumentare il rischio di frammentazione. L'aumento del sostegno al settore pubblico dall'inizio della pandemia e durante la crisi energetica ha ampliato i deficit di bilancio e ritardato il necessario consolidamento fiscale. Inoltre, prevediamo che l'aggiustamento fiscale avverrà solo gradualmente in tutte le grandi economie dell'Eurozona (ad eccezione della Francia, che vedrà il suo deficit di bilancio aumentare al 5,5% del PIL nel 2023), rendendo difficile per i Paesi ridurre gli elevati livelli di debito pubblico. Nel tempo, ciò potrebbe anche aumentare il rischio di frammentazione, in quanto le economie più vulnerabili dell'Eurozona, come l'Italia, subiscono un ampliamento dello spread sovrano. Tuttavia, le nostre stime indicano che questo rischio rimane piuttosto contenuto, anche grazie all'effetto di segnalazione dello strumento di protezione della transizione (TPI) della BCE (Figura 10). Tutte le bozze di bilancio presentate alla Commissione europea alla fine dello scorso anno prevedono ancora un'espansione fiscale nel 2023, data l'estensione delle misure per mitigare l'impatto degli alti prezzi dell'energia su famiglie e imprese dell'Eurozona nel 2023..

Figura 6. Eurozona: proiezioni delle partecipazioni dell'Eurosistema nell'ambito del PSPP (triloni di euro)



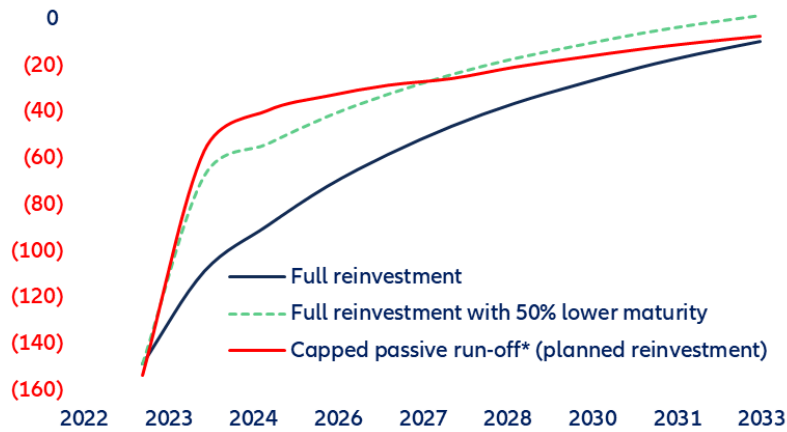
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 7. Eurozona: progetto di reinvestimento delle partecipazioni nel PSPP e dell'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche dell'Eurosistema (2023)



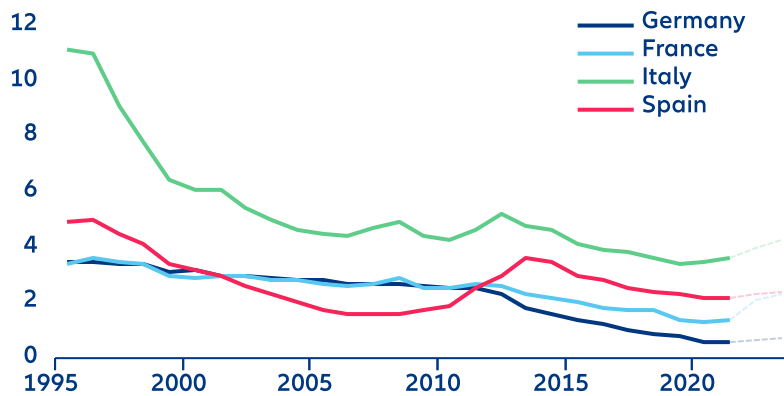
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 8. Germania: impatto del QT sul premio a termine del Bund a 10 anni (bps)



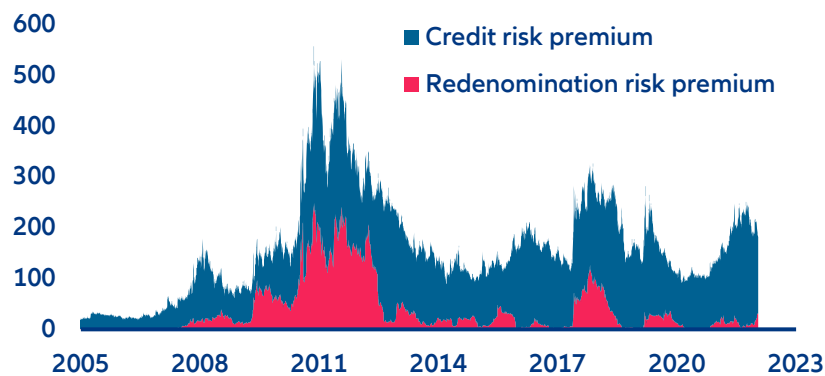
Fonti: BCE, Eser e altri (2019), Refinitiv, Allianz Research. Nota: ipotizzando il reinvestimento completo dalla fine degli acquisti complessivi di attività a metà 2022 e dall'inizio del tapering nel marzo 2023; sulla base dell'attuale scadenza media ponderata dei titoli di Stato detenuti dall'Eurosistema nell'ambito del PSPP; */ reinvestimento limitato a 15 miliardi di euro/mese.

Figura 9. Onere del debito pubblico (% PIL)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 10. Scomposizione del premio di rischio italiano* (10 anni vs Germania, pb)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: */ in base alla scomposizione della varianza.

L'impatto combinato dell'aumento dei tassi ufficiali e del QT avrà un impatto negativo sulla dinamica del debito a medio termine (tabella 1 e figura 11). Supponendo che sia il rapporto debito pubblico/PIL che la scadenza media siano mantenuti costanti nei prossimi 10 anni, un aumento duraturo dei tassi di interesse di 100 punti base (insieme a un premio a termine progressivamente più elevato dovuto al QT in tutti i paesi) significa che i costi di finanziamento aggiuntivi in rapporto al PIL raggiungeranno lo 0,7% in Germania, l'1,1% in Francia, 1,2% in Spagna e un significativo 1,6% in Italia entro il 2030.

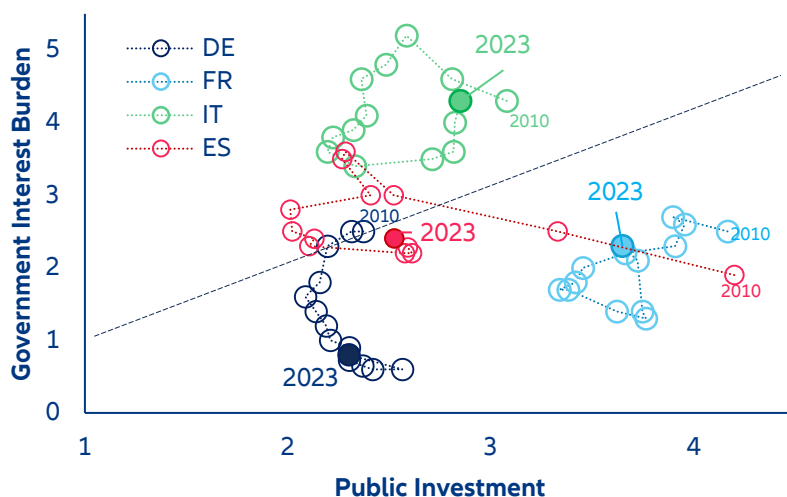
Tabella 1. Debito pubblico costi correnti e costi di finanziamento aggiuntivi

	Debt burden		Change in cost of debt per year for a 100bp increase + QT impact					
	2022		by 2023		by 2026		by 2030	
	EUR bn	% GDP	EUR bn	% GDP	EUR bn	% GDP	EUR bn	% GDP
Germany	35.9	0.7%	9.0	0.2%	16.6	0.4%	36.3	0.7%
France	48.3	2.1%	9.1	0.3%	16.9	0.6%	37.6	1.1%
Italy	50.4	4.0%	9.5	0.5%	17.3	0.8%	37.0	1.6%
Spain	25.4	2.4%	4.8	0.4%	8.9	0.6%	20.8	1.2%

Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Ulteriori costi di servizio del debito potrebbero avvicinarsi alla portata degli investimenti pubblici rispetto al PIL entro la fine del decennio. Nonostante le economie dell'Eurozona abbiano beneficiato di costi di finanziamento favorevoli sulla scia della crisi del debito sovrano, gli investimenti pubblici sono rimasti stagnanti nonostante le sfide strutturali critiche che richiedono una maggiore spesa pubblica in infrastrutture (Figura 11). Per evitare la sbornia dei tassi e proteggere lo spazio fiscale per la spesa per la tanto necessaria transizione verde e digitale, i governi devono rafforzare la disciplina di bilancio e/o adottare politiche favorevoli alla crescita che possano contribuire a stimolare la crescita reale.

Figura 11. Onere del debito pubblico rispetto agli investimenti pubblici (% del PIL, 2010-2023)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: i tassi di spesa pubblica 2022 e 2023 sono mantenuti costanti ai livelli del 2021.

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.