

Allianz Research | 11 Ottobre 2024

# Il costo dell'innalzamento delle acque per le famiglie europee

Ludovic Subran  
Chief Economist

[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Ana Boata

Head of Economic Research

[ana.boata@allianz-trade.com](mailto:ana.boata@allianz-trade.com)

Bjoern Griesbach

Senior Investment Strategist &

Eurozone Economist

[bjoern.griesbach@allianz.com](mailto:bjoern.griesbach@allianz.com)

Hazem Krichene

Senior Climate Economist

[hazem.krichene@allianz.com](mailto: hazem.krichene@allianz.com)

Maddalena Martini

Senior Economist

[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

Filippos Filippidis

Research Assistant

[filippos.filippidis@allianz.com](mailto:filippos.filippidis@allianz.com)

Giovanni Scarpato

Research Assistant

[giovanni.scarpato@allianz.com](mailto:giovanni.scarpato@allianz.com)

## In sintesi

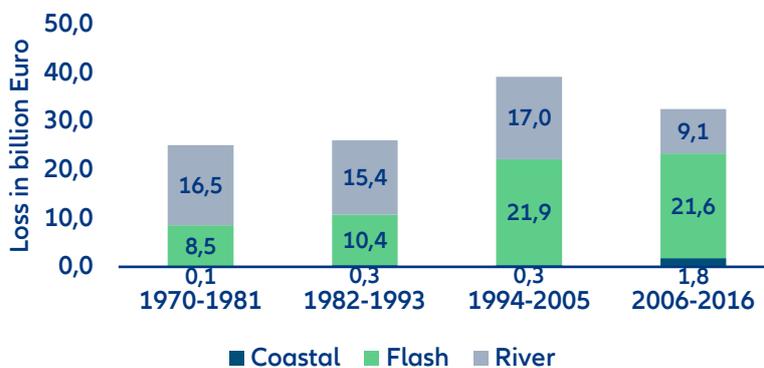
- **Il costo dell'innalzamento delle acque per le famiglie europee.** La tempesta Kirk è l'ultima a evidenziare la vulnerabilità dell'Europa alle gravi inondazioni, appena un mese dopo che la tempesta Boris ha innescato gravi inondazioni in tutta l'Europa centrale, colpendo quasi 2 milioni di persone e causando perdite assicurate stimate in 2-3 miliardi di euro. Con il cambiamento climatico che aumenta la frequenza e l'intensità degli eventi alluvionali, le famiglie ne stanno pagando il prezzo. Scopriamo che un aumento di 1 metro delle inondazioni fluviali riduce la crescita del reddito disponibile delle famiglie del -0,08% in media. Tra il 2000 e il 2010, le famiglie in Francia, Italia e Germania hanno subito perdite cumulate di reddito disponibile totale di 16.400, 10.500 e 7.800 euro. Un prezzo già elevato che potrebbe salire ulteriormente anche del +40%, +60% e +24% nel prossimo decennio, anche in condizioni di mitigazione climatica.
- **La realtà della politica di bilancio in Francia e in Italia.** Le molteplici scadenze fiscali di ottobre saranno il primo banco di prova per la riforma delle regole di bilancio dell'UE; tutti gli occhi sono puntati sui piani di bilancio a medio termine recentemente annunciati da Francia e Italia. L'Italia sembra essersi impegnata in una certa disciplina fiscale, oltre agli sviluppi positivi dal lato delle entrate. Il disavanzo di bilancio è ora previsto al 3,8% del PIL nel 2024 (rispetto al 4,3% stimato in precedenza) e il saldo primario sta già tornando a un avanzo dello 0,1% quest'anno. Tuttavia, dati i dettagli limitati del governo, alcune ipotesi come l'obiettivo di crescita dell'1% per quest'anno e il recupero della spesa per Next Generation EU, sembrano eccessivamente ottimistiche. Nel frattempo, il disavanzo fiscale francese è stato confermato al -6,1% del PIL nel 2024, il più grande slittamento fiscale registrato dal Paese dal 2000 (esclusi il 2009 e il 2020). L'obiettivo di disavanzo fiscale del -5% del PIL per il 2025 sembra irrealistico e ci aspettiamo uno slittamento fiscale di -0,5 punti percentuali. In questo contesto, è possibile un potenziale declassamento dall'attuale rating AA- poiché la Francia sta attualmente prendendo in prestito a condizioni simili a quelle della Spagna (rating A-).
- **Le cose belle si fanno in tre? La BCE taglierà ancora in un contesto di prospettive poco chiare.** Nella prossima riunione del 17 ottobre, ci aspettiamo che la BCE tagli il tasso sui depositi per la terza volta quest'anno al 3,25%. Con gli indicatori economici anticipatori che sorpremono al ribasso e l'inflazione all'1,8% a/a, sembra opportuno accelerare il ciclo di taglio dei tassi. In futuro, ci aspettiamo ancora il raggiungimento di un tasso terminale del 2,25% nella seconda metà del 2025, anche se l'incertezza rimane elevata. Fattori come le fluttuazioni dei prezzi del petrolio e l'esito delle elezioni statunitensi potrebbero avere un impatto significativo sulla crescita e sull'inflazione, modificando potenzialmente il corso della BCE. Con l'accelerazione della stretta quantitativa con il pilota automatico, i rendimenti dei

titoli di Stato dovranno affrontare ulteriori pressioni, poiché in futuro circa 400 miliardi di euro all'anno (che attualmente valgono il 2,8% del PIL) saranno scaricati dal bilancio della BCE. In combinazione con le prospettive fiscali, c'è poco spazio per una contrazione degli spread dell'Eurozona, nonostante i tassi di riferimento più bassi.

## Il costo dell'innalzamento delle acque per le famiglie europee

**Un mese dopo la tempesta Boris, la tempesta Kirk è l'ultimo esempio del crescente rischio di inondazioni estreme in Europa.** A metà settembre 2024, la tempesta Boris ha scatenato piogge torrenziali e venti potenti in tutta l'Europa centrale, provocando gravi inondazioni in diversi Paesi. Nel corso di quattro giorni, la tempesta ha infranto i record di precipitazioni in Polonia, Repubblica Ceca, Austria, Romania, Ungheria, Germania e Slovacchia, colpendo direttamente quasi 2 milioni di persone. Sebbene le difese contro le inondazioni abbiano mitigato alcuni degli effetti peggiori, la tempesta ha comunque causato danni sostanziali, con perdite assicurate stimate in 2-3 miliardi di euro e costi totali previsti 2,5 volte superiori<sup>1</sup>. I cambiamenti climatici contribuiscono all'aumento dei rischi di alluvioni intensificando i modelli delle precipitazioni e aumentando la frequenza di eventi meteorologici estremi, comprese le inondazioni improvvise<sup>2</sup>. Negli ultimi quattro decenni, questi hanno causato le maggiori perdite in Europa (Figura 1), raggiungendo un picco di 21,9 miliardi di euro e rimanendo significativi a 21,6 miliardi di euro negli ultimi anni. Anche le inondazioni costiere, pur contribuendo in misura minore, hanno registrato un notevole aumento, con perdite che sono passate da 0,3 miliardi di euro a 1,8 miliardi di euro. Nel frattempo, le inondazioni fluviali, che hanno causato danni sostanziali nei periodi precedenti (con un picco di 16,5 miliardi di euro), hanno visto un calo, con perdite ridotte a 9,1 miliardi di euro nell'ultimo decennio, principalmente a causa dei progressi negli standard di protezione in tutta Europa.

Grafico 1 - Evoluzione delle perdite dovute alle alluvioni nei paesi dell'UE-27 (miliardi di euro, 1970-2016))



Fonti: HANZE, Allianz Research

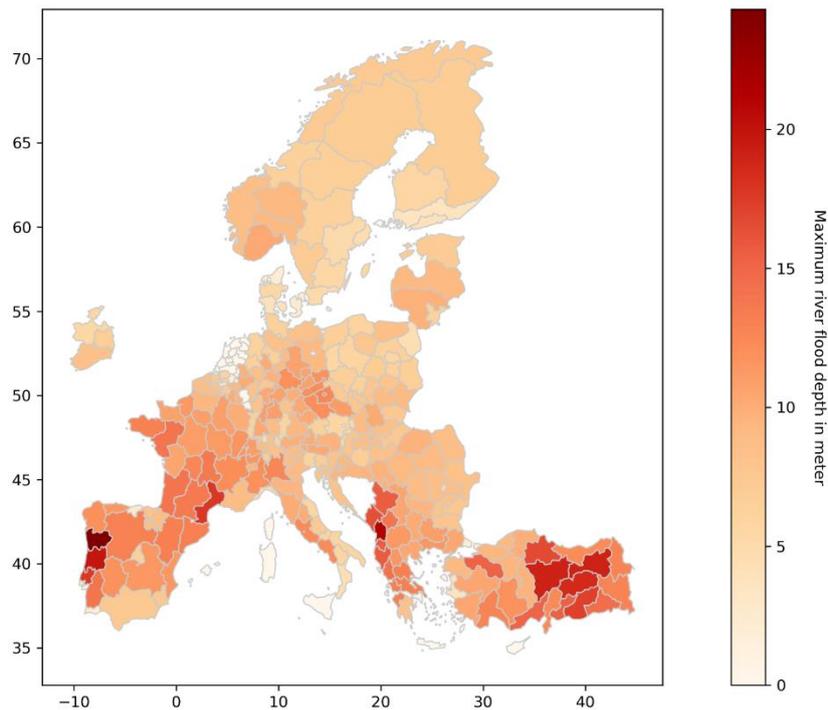
**L'Europa meridionale è particolarmente a rischio.** La figura 2 illustra la distribuzione regionale (utilizzando la classificazione NUTS-2: Nomenclatura delle unità territoriali per le statistiche) della profondità massima delle inondazioni (in metri) in Europa per il periodo dal 2000 al 2010, evidenziando disparità significative nel rischio di alluvione tra le varie regioni. In particolare, le aree dell'Europa meridionale, in particolare parti della Grecia, della Spagna, dell'Italia e della Francia, presentano le profondità di inondazione più elevate, indicando l'urgente necessità di strategie mirate di gestione delle inondazioni in queste regioni vulnerabili. Questi dati sono conformi agli standard di protezione FLOPROS<sup>3</sup>, che fungono da parametro di riferimento per la valutazione dei rischi di alluvione e l'attuazione di adeguate misure di protezione. Al contrario, l'Europa settentrionale mostra generalmente profondità di inondazione inferiori, sebbene esistano ancora punti caldi di rischio localizzati, suggerendo che nessuna regione è completamente immune dalle inondazioni.

<sup>1</sup> <https://www.fitchsolutions.com/bmi/esg-country/recovery-floods-could-boost-growth-central-europe-23-09-2024>

<sup>2</sup> <https://www.nature.com/articles/s41467-018-04253-1>

<sup>3</sup> <https://nhess.copernicus.org/articles/16/1049/2016/>

Figura 2: Distribuzione regionale della profondità massima delle piene (metri) in Europa per il periodo 2000-2010

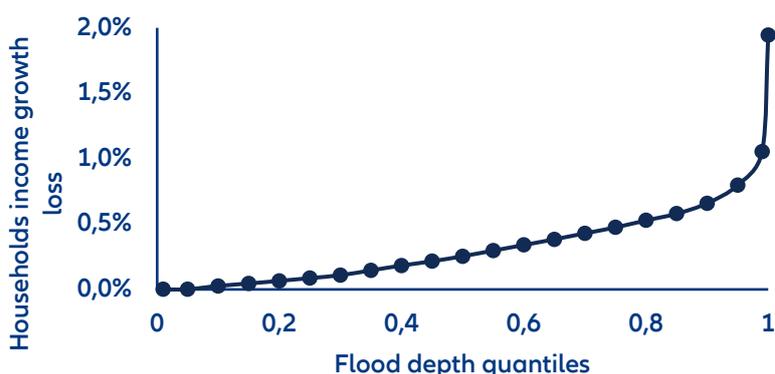


Fonti: ISIMIP2a, Allianz Research

**Scopriamo che le inondazioni più gravi possono ridurre la crescita del reddito delle famiglie fino al 2%, il che può aggravare la disuguaglianza di reddito e aumentare i rischi di povertà.** I cambiamenti climatici stanno facendo aumentare i costi per le famiglie, in particolare per quanto riguarda l'assistenza sanitaria, i prodotti alimentari, l'energia e le assicurazioni, il che può mettere a dura prova i bilanci, soprattutto tra i gruppi più vulnerabili<sup>4</sup>. Per calcolare la quantità, utilizziamo due set di dati chiave. Il primo copre la profondità delle piene fluviali per il periodo dal 1970 al 2010 con una risoluzione di 150 secondi d'arco, incorporando gli standard di protezione FLOPROS. La seconda serie di dati comprende i dati storici sul reddito disponibile delle famiglie (standard di potere d'acquisto, SPA) relativi al periodo 2000-2020, aggregati a livello regionale NUTS-2. La nostra analisi rivela risultati statisticamente significativi, dimostrando che un aumento della profondità delle acque alluvionali di 1 metro è associato a una riduzione media della crescita del reddito familiare di circa lo 0,08%. Questo calo è sostanziale se si considera l'entità delle inondazioni fluviali osservate in Europa nel periodo 2000-2010. Ad esempio, l'evento alluvionale più grave durante questo periodo ha portato a una riduzione della crescita del reddito delle famiglie fino al 2% (come illustrato nella Figura 3). La Figura 3 illustra ulteriormente la relazione non lineare tra la gravità delle inondazioni e la crescita del reddito delle famiglie. L'impatto delle inondazioni fluviali sulla crescita del reddito diventa progressivamente più pronunciato oltre una certa soglia di resilienza. Ciò suggerisce che, mentre le famiglie possono assorbire eventi alluvionali moderati con conseguenze economiche limitate, le inondazioni estreme (quelle nella parte superiore della distribuzione della gravità, oltre l'80° percentile) provocano perdite di reddito sproporzionatamente elevate.

<sup>4</sup> <https://www.eesc.europa.eu/sites/default/files/files/ge-04-23-897-en-n.pdf>

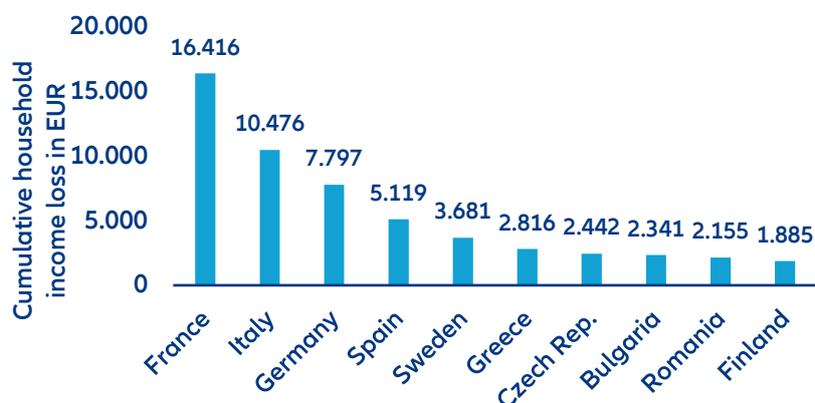
Figura 3: Perdita di reddito delle famiglie in relazione alla gravità delle piene fluviali



Fonti: ISIMIP2a, Allianz Research

**Le famiglie francesi hanno subito le maggiori perdite cumulative di reddito disponibile (SPA) dovute alle inondazioni fluviali (16.416 euro per famiglia nel periodo 2000-2010), seguite dall'Italia (10.476 euro) e dalla Germania (7.797 euro).** Sulla base dell'analisi precedente, la figura 4 fornisce ulteriori informazioni sulle perdite cumulative di reddito delle famiglie in vari paesi europei tra il 2000 e il 2010 a causa delle inondazioni fluviali. Le perdite evidenziano il significativo tributo finanziario per le famiglie, con notevoli disparità tra i paesi. La Francia ha registrato la più alta perdita di reddito cumulativa, stimata a 16.416 euro per famiglia nel decennio 2000-2010. Seguono l'Italia con EUR10.476 e la Germania con EUR7.797, riflettendo l'elevata esposizione di queste nazioni a gravi eventi alluvionali nel corso del decennio. Anche la Spagna (5.119 euro), la Svezia (3.681 euro) e la Grecia (2.816 euro) hanno subito perdite notevoli, anche se su scala minore rispetto ai primi tre paesi. La distribuzione delle perdite di reddito sottolinea come i danni delle inondazioni non siano distribuiti uniformemente in tutta Europa, con alcuni paesi che sopportano un onere molto più pesante. Ciò potrebbe essere attribuito a diversi fattori, tra cui la posizione geografica, l'intensità degli eventi alluvionali e la resilienza e la preparazione delle famiglie e delle infrastrutture in queste regioni. Inoltre, la figura 4 conferma l'osservazione precedente secondo cui la perdita di reddito dovuta alle inondazioni presenta un andamento non lineare. Per i paesi che affrontano eventi alluvionali frequenti e gravi, come quelli in cima alla distribuzione, l'impatto economico diventa esponenzialmente maggiore. Oltre un certo punto, gli effetti combinati delle successive inondazioni travolgono la resilienza delle famiglie, portando a conseguenze economiche sempre più gravi.

Figura 4: Principali 10 perdite di reddito cumulative delle famiglie in Europa per il decennio 2000 – 2010

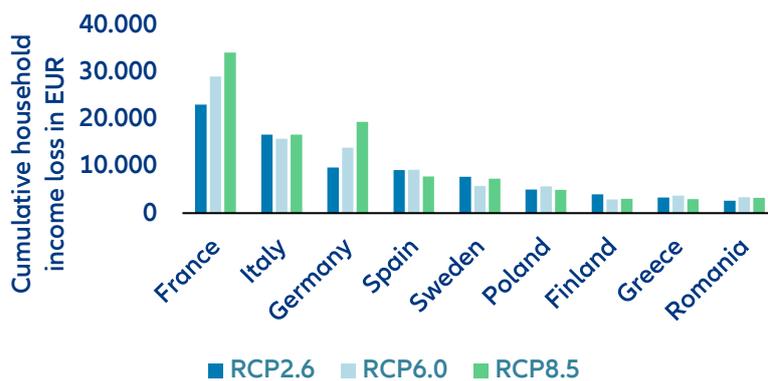


Fonti: ISIMIP2a, Allianz Research

**Queste perdite potrebbero solo aumentare ulteriormente poiché si prevede che le inondazioni fluviali aumenteranno sia in intensità che in frequenza in tutti gli scenari di cambiamento climatico.** Ciò vale anche in

uno scenario caratterizzato da forti sforzi di mitigazione come l'RCP2.6, che prevede cambiamenti nell'andamento delle precipitazioni e una maggiore probabilità di eventi alluvionali. La figura 5 illustra l'impatto economico previsto sulle inondazioni fluviali sul reddito delle famiglie tra il 2025 e il 2035. I primi cinque paesi più colpiti in Europa – Francia, Italia, Germania, Spagna e Svezia – rimangono invariati rispetto al decennio precedente, 2000-2010. Tuttavia, nell'ambito dell'RCP2.6, le perdite cumulative di reddito disponibile delle famiglie (SPA) aumenteranno in modo significativo in questi paesi, con aumenti che vanno dal +24,2% della Germania a uno sbalorditivo +110,1% della Svezia. Ad esempio, le famiglie francesi vedranno perdite di reddito cumulative di EUR23.099 (+40,7%), mentre le famiglie italiane dovranno affrontare perdite di EUR16.736 (+59,7%) e le famiglie spagnole EUR9.172 (+79,1%). In uno scenario serra, RCP8.5, le famiglie francesi e tedesche risultano le più colpite rispetto a uno scenario con forti sforzi di mitigazione (RCP2.6). La perdita cumulativa di reddito delle famiglie francesi aumenterebbe del +47,8% rispetto allo scenario RCP2.6, mentre le famiglie tedesche subirebbero un aumento del +100,7%. Al contrario, si prevede che le famiglie dei Paesi Bassi (non illustrate nelle figure 4 e 5) subiranno un impatto economico minimo dalle future inondazioni fluviali, poiché il paese rimane il paese meno colpito in tutti gli scenari. Ciò è in gran parte dovuto ai suoi avanzati standard di protezione dalle inondazioni. Nel periodo 2000-2010, i Paesi Bassi non hanno registrato perdite di reddito delle famiglie a causa delle inondazioni fluviali. Le proiezioni per il periodo 2025-2035 mostrano solo perdite di reddito disponibile cumulato (SPA) delle famiglie: EUR55 nell'ambito di RCP2.6, EUR218 nell'ambito dell'RCP6.0 ed EUR459 nell'ambito dell'RCP8.5. Queste cifre relativamente basse indicano che la robusta infrastruttura di difesa dalle inondazioni dei Paesi Bassi, con già infrastrutture di protezione con periodo di ritorno da 1 su 4000 a 1 su 10000 anni<sup>5</sup>, continua a mitigare efficacemente i potenziali danni economici.

Figura 5: Le 10 principali perdite cumulative di reddito delle famiglie in Europa per il decennio 2025-2035 in diversi scenari di emissione



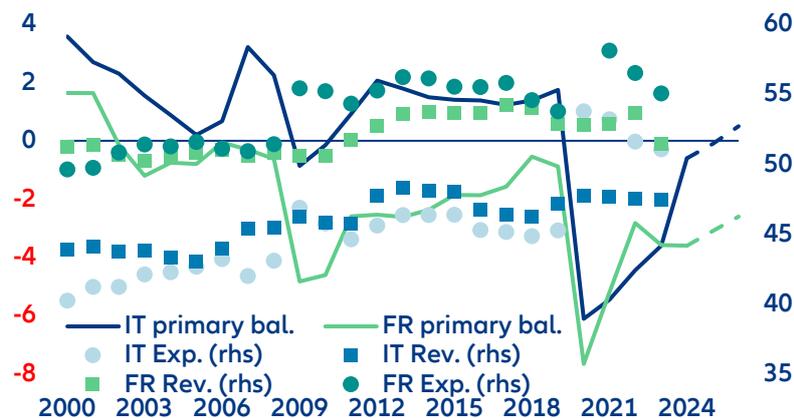
Fonti: ISIMIP2b, Allianz Research

<sup>5</sup> <https://nhess.copernicus.org/articles/22/2567/2022/>

## Verifica della realtà della politica di bilancio per la Francia e l'Italia

In vista della scadenza del progetto di bilancio 2025, la Francia avverte di ampi scostamenti di bilancio, mentre l'Italia si impegna ad adottare una certa disciplina di bilancio. Il quadro di bilancio dell'UE sta affrontando la sua prima prova con la presentazione da parte dei paesi dei loro piani strutturali di bilancio a medio termine, una componente chiave del quadro di bilancio rinnovato dell'UE approvato lo scorso aprile. Tutti gli occhi sono ora puntati sulle proposte di bilancio di Francia e Italia per i prossimi cinque anni, dato che i due pesi massimi dell'UE sono stati sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) a luglio per aver violato la regola del disavanzo del 3%. Sebbene le nuove norme consentiranno un percorso di risanamento più graduale e specifico per paese rispetto al quadro precedente, non sembrano così semplici da applicare come inizialmente sperato.

Figura 6: Saldo primario delle amministrazioni pubbliche, spese al netto degli interessi e delle entrate (% del PIL)



Fonte: LSEG Datastream, Allianz Research

Il disavanzo di bilancio francese è stato confermato al -6,1% del PIL nel 2024, di cui il disavanzo strutturale si attesta al -5,7%. Con una deviazione del PIL di -1,7 punti percentuali dall'obiettivo, si tratterebbe dello scostamento di bilancio più elevato registrato dalla Francia dal 2000, escludendo il 2009 e il 2020. Il secondo peggior caso di scostamento di bilancio nello stesso periodo è stato nel 2003, con una deviazione di -1,5 punti percentuali rispetto all'obiettivo (per un disavanzo totale di -4,1% del PIL). In quel periodo, il gettito fiscale era inferiore alle attese a causa del rallentamento economico, che ha contribuito all'ampliamento del disavanzo. Inoltre, la spesa pubblica è aumentata a causa dell'aumento dei costi dell'assistenza sociale, dei salari del settore pubblico e di altre spese. L'attuale scostamento di bilancio è dovuto principalmente al peggioramento del disavanzo strutturale, corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure (temporanee) una tantum, a seguito di i) maggiori spese delle amministrazioni locali sia per le operazioni (-0,2 punti percentuali di PIL) che per gli investimenti (-0,2 punti percentuali di PIL), ii) dell'evoluzione delle prestazioni pensionistiche, particolarmente sostenuta dalla rivalutazione nel 2024 sulla base dell'inflazione del 2023 (-0,5 punti percentuali di PIL), iii) minori entrate fiscali (-0,5 punti percentuali del PIL), iv) aumento dei costi del servizio del debito (-0,2 punti percentuali del PIL) e v) aumento delle spese per investimenti futuri (-0,1 punti percentuali del PIL). Tuttavia, questi effetti sarebbero attenuati dalla graduale eliminazione delle misure eccezionali adottate per proteggere le famiglie e le imprese dall'aumento dei prezzi dell'energia (+0,7 punti percentuali del PIL). Di conseguenza, sono necessarie ulteriori misure di risanamento di bilancio per il restante 1 punto percentuale del PIL.

L'obiettivo di disavanzo di bilancio del -5% del PIL in Francia per il 2025 sembra irrealistico; Prevediamo uno slittamento fiscale di -0,5 punti percentuali. Sebbene le ipotesi macroeconomiche del governo appaiano più plausibili, con una crescita del PIL prevista al +1,1% nel 2025 rispetto al +1,7% precedente, in linea con l'entità annunciata dell'aggiustamento di bilancio (ossia 60 miliardi di euro o il 2% del PIL), dubitiamo che riusciranno a consolidarsi di un considerevole 1% del PIL nel 40% in un solo anno. Prima di tutto, c'è poco incentivo nell'Assemblea Nazionale (sia per la sinistra che per l'estrema destra) a spingere per una forte austerità fiscale, quindi il governo di minoranza dovrà probabilmente annacquare i suoi piani se vuole evitare un voto di sfiducia. Le date chiave da

tenere d'occhio saranno il 21 ottobre, l'inizio del dibattito parlamentare sulle entrate fiscali; 24 ottobre – il dibattito sulla spesa del governo locale e altri dibattiti sulle diverse misure di spesa/entrate in corso tra il 5 novembre e il 18 novembre. In secondo luogo, i tagli alla spesa previsti sembrano difficili da realizzare, in quanto la metà di essi proviene da una combinazione di bilanci per le amministrazioni locali e la previdenza sociale (cfr. figura 7). In effetti, il problema è che il governo centrale non ha alcuna influenza per costringere i governi locali a ridurre la spesa, anche se in parte punta sull'aumento dell'efficienza della spesa e sul giro di vite sull'evasione fiscale, che si sono dimostrati inefficienti negli ultimi anni. Dal 2009, il governo francese è riuscito a raccogliere in media 12 miliardi di euro all'anno combattendo l'evasione fiscale, pari a meno dello 0,5% del PIL. Infine, mentre il governo intende fare affidamento su aumenti delle tasse per circa un terzo dell'aggiustamento fiscale, è probabile che la riscossione delle imposte sia inferiore alle aspettative a causa della riduzione della base imponibile in un paese in cui la pressione fiscale è già molto elevata. L'obiettivo principale è il raddoppio dell'imposta interna sui consumi dell'energia elettrica (TICFE), la riduzione del sussidio statale e quindi il quasi raddoppio del MWh da EUR22,50 a EUR42 nel febbraio 2025. Ci sarà anche una tassa aggiuntiva sulle famiglie che guadagnano EUR500K all'anno (65.000 in Francia) e una "tassa eccezionale", per "un anno o forse due", sui profitti di 300 aziende che hanno un fatturato di 1 miliardo di euro o più. Infine, ci sarà un aumento delle tasse sui trasporti inquinanti e sulle scommesse sportive, e una modifica del sistema fiscale per gli affitti Airbnb. Alla fine, il governo ha deciso di non tagliare alcuni degli sconti fiscali ingiusti, costosi e inefficienti (80 miliardi di euro in totale) o di ripristinare un'imposta sul patrimonio, per ridurre il disavanzo e potenzialmente finanziare contributi sociali più bassi, che potrebbero migliorare la competitività delle aziende francesi. Il ritmo minimo fissato dalle regole di bilancio dell'UE è una riduzione del disavanzo di 0,5 punti percentuali del PIL all'anno a partire dal 2025, che dovrebbe portare il debito pubblico francese su un percorso discendente entro il 2029 da un picco di circa il 117 % del PIL nel 2027. L'aggiustamento minimo stabilito dalle nuove regole di bilancio dell'UE porterebbe il disavanzo della Francia al 3,6% del PIL entro il 2029 con un disavanzo primario del -1,2% del PIL, il livello necessario per ridurre il rapporto debito pubblico/PIL francese.

Figura 7: Principali politiche annunciate dal governo francese nell'ambito del bilancio 2025

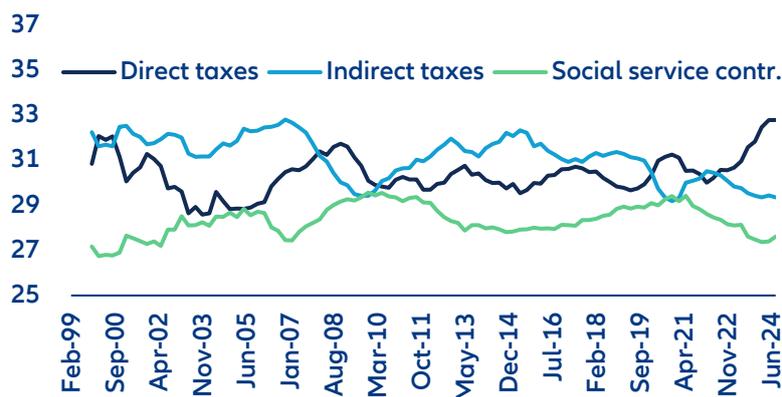
Entrate fiscali più elevate	19,3 miliardi di euro	Tagli alla spesa	41,3 miliardi di euro
Sovrattassa sulle grandi imprese	8.5	Minori sussidi alle imprese	4.7
Altre misure fiscali sulle società	5.1	Congelamento del bilancio (escluso settore della difesa, compresi i programmi di apprendistato)	21.5
Imposte sulle economie domestiche (incl. regimi di ottimizzazione fiscale più bassi per le famiglie benestanti)	5.7	Tagli alla previdenza sociale (incl. indicizzazione delle pensioni con ritardo di 6 mesi)	10.1
		Tagli alla spesa dei governi locali	5

Fonti: fonti varie, Allianz Research

**I rischi al ribasso per le nostre previsioni di crescita del PIL francese rimangono elevati.** L'economia francese sta crescendo ampiamente al potenziale. Sebbene il ciclo economico non fornisca un grande sostegno al consolidamento fiscale, quest'ultimo può a sua volta ridurre la crescita del PIL attraverso effetti negativi sulla fiducia, principalmente a causa degli aumenti delle imposte. Nel complesso, queste misure potrebbero ridurre la crescita del PIL francese di -0,5 punti percentuali nel 2025 (se pienamente attuate), mentre le condizioni finanziarie e monetarie potrebbero attenuare leggermente l'impatto negativo, dato che la BCE attuerà tagli dei tassi di 100 punti base entro la metà del 2025. Un taglio di -0,5 punti percentuali della crescita del PIL (allo 0,7% nel 2025) spingerebbe il disavanzo fiscale a -5,8% del PIL (contro il -5,5% che abbiamo previsto e il -5% dell'obiettivo del governo). Per quanto riguarda la dinamica del debito, la chiave per stabilizzare il rapporto nel medio periodo è proteggere la crescita e rassicurare gli investitori a mantenere basso il tasso di interesse effettivo (attualmente all'1,8%).

**In Italia, un mix di prospettive migliori e afflussi non ricorrenti pone le basi per un approccio fiscale più conforme, ma è solo l'inizio.** In effetti, il disavanzo fiscale per quest'anno è inferiore a quanto precedentemente stimato dal governo, passando dal 4,3% al 3,8% del PIL (la nostra stima era del 4,6%); l'anno prossimo si stima che il 3,3 per cento sia diminuito di 0,4 punti percentuali e che per il 2026 sia già inferiore al 3 per cento (in uno scenario senza modifiche delle politiche). Circa 10 miliardi di euro di questi risparmi potrebbero fornire un po' di respiro per il bilancio del prossimo anno. Oltre alle revisioni del PIL, il punto di partenza migliore proviene principalmente dal lato della spesa: le imposte dirette sono aumentate significativamente (Figura 8), a loro volta, a causa della performance record del mercato del lavoro italiano. La creazione di posti di lavoro è stata forte all'indomani della crisi pandemica e l'occupazione ha raggiunto il livello più alto, attestandosi al 4,5 per cento, superando sia i livelli di aprile 2008 che di dicembre 2019.

Figura 8 - Italia - Ripartizione delle entrate pubbliche (% delle entrate totali)

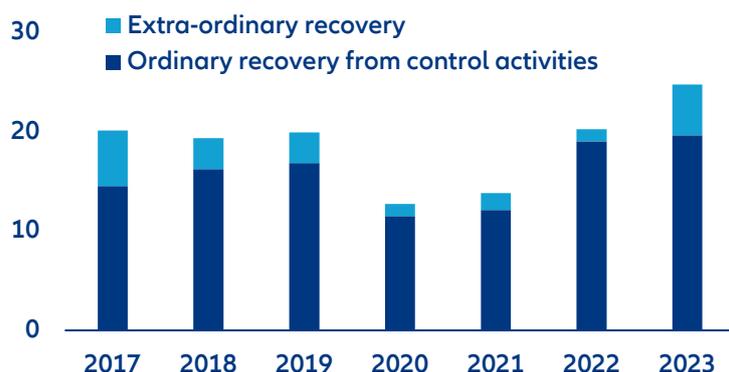


Fonti: ISTAT, Allianz Research

**L'Italia ha inoltre optato per un periodo di adeguamento esteso di sette anni anziché dei "canonici" quattro anni, visti gli impegni a perseguire gli investimenti e le riforme delineati nel Piano Nazionale di Resilienza** in settori quali la giustizia, la pubblica amministrazione, il sistema fiscale e il contesto imprenditoriale. Il percorso di spesa netta, punto di riferimento del nuovo quadro, dovrebbe attestarsi in media all'1,5% nell'orizzonte di piano, come richiesto dalla Commissione europea, per raggiungere un saldo primario strutturale del 3,3% del PIL entro il 2031. Tuttavia, finora sono stati forniti pochi dettagli su come saranno raggiunti gli obiettivi. Sebbene l'MTP appaia fattibile, prevedendo un aggiustamento strutturale primario di bilancio dello 0,5% per i prossimi anni, alcune ipotesi possono sembrare eccessivamente ottimistiche. In effetti, la revisione al rialzo dei conti nazionali 2021-2023 implica una crescita dello 0,4% anziché dello 0,6% alla fine del 2° trimestre 2024, rendendo chiaramente ambiziosa la previsione di crescita del PIL del governo del +1% per quest'anno (la nostra previsione era del +0,8% prima delle revisioni dell'istituto di statistica). Anche il pieno assorbimento dei fondi Next Generation EU entro il 2026 sembra essere un'ipotesi impegnativa a partire da oggi. Se è vero che l'Italia ha ricevuto più del 50% delle risorse stanziare (ben al di sopra della media degli altri Paesi), i pagamenti non si sono tradotti pienamente in spesa effettiva; solo circa 51 miliardi di euro dei 194 miliardi di euro sono stati impiegati.

**Piccoli stratagemmi; entrate non ricorrenti per alleggerire le finanze pubbliche in Italia nel breve termine.** Nell'ambito di un più ampio piano di privatizzazioni (20 miliardi di euro entro il 2026), il governo italiano si prepara a vendere presto il 14% di Poste Italiane, che potrebbe generare oltre 2,3 miliardi di euro in base agli attuali valori di mercato. Finora, 3 miliardi di euro sono già stati garantiti attraverso la vendita di azioni di Eni e Monte dei Paschi di Siena. Ulteriori risorse sono state raccolte anche attraverso gli sforzi in corso per combattere l'evasione fiscale, che hanno portato ad alcuni afflussi ragionevoli (Figura x4). Tuttavia, una parte significativa dei fondi proviene da condoni fiscali, che sono ad alto rischio di diventare strutturali.

Figura 9 - Italia - entrate pubbliche (in mld) derivanti dalla lotta all'evasione fiscale e dalle attività di riscossione.

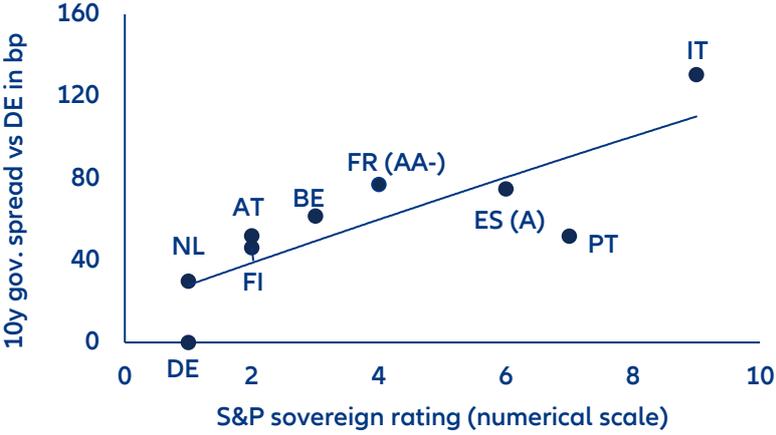


Fonti: Agenzia delle Entrate, Allianz Research

**Le nuvole si sono diradate in Italia, ma non del tutto.** Lo stock di debito rimane rilevante e si prevede che continuerà a seguire un percorso ascendente nel 2025-2026 a causa delle massicce ripercussioni del Superbonus, mentre il nuovo quadro prevede una riduzione annua del debito di 1 punto percentuale nel periodo di adeguamento. Il costo del servizio di questo debito rimarrà significativo. Nonostante l'allentamento della politica monetaria da parte della BCE, nei prossimi tre anni l'onere del debito dovrebbe attestarsi in media intorno al 3,9% del PIL. Le obbligazioni sovrane a medio-lungo termine in scadenza ammontano a circa EUR235 miliardi per il 2025 e a EUR283 miliardi per il 2026. La credibilità fiscale sui mercati finanziari rimane cruciale per il rifinanziamento del debito italiano. L'appetito per i BTP continua ad essere solido tra gli investitori retail domestici, che ora detengono il 14,5% del debito pubblico totale, in aumento rispetto al 9,5% di fine dicembre 2019. Questi investitori stanno gradualmente – anche se non del tutto – assorbendo la fetta di obbligazioni che la BCE sta rilasciando.

**Le prossime decisioni sul rating saranno il momento della verità, soprattutto per la Francia.** Un potenziale declassamento dall'attuale rating AA- (con la decisione di Fitch prevista per stasera, 10 ottobre, che attualmente mantiene un outlook stabile) rimane una possibilità. Da un punto di vista storico, un controllo negativo sarebbe più probabile di un vero e proprio declassamento. In quest'ultimo caso, non si può escludere un'ulteriore volatilità del mercato degli spread francesi. Anche se il mercato sta già scontando uno o due gradini al ribasso (Figura 10), una mossa così rapida sarebbe vista come un potenziale modello per le decisioni delle altre agenzie di rating da seguire fino alla fine dell'anno. Moody's (attualmente stabile AA2) esaminerà la revisione il 25 ottobre e S&P (attualmente stabile AA) il 29 novembre. I recenti eventi politici, aggravati dagli annunci fiscali del nuovo governo, hanno causato la convergenza degli spread OAT francesi con gli spread Bonos spagnoli, nonostante la Spagna abbia un rating A-. Inoltre, lo spread tra i titoli a 10 anni francesi e italiani si è ridotto ai livelli più bassi da gennaio 2010, non solo grazie a una migliore posizione sul fronte fiscale, ma anche grazie alla forte domanda interna al dettaglio di titoli di Stato italiani. Per il momento, l'Italia sembra essere al sicuro da eventuali declassamenti, ma i mercati continueranno a prestare attenzione alle prossime revisioni di Fitch e S&P la prossima settimana (18 ottobre) e di Moodys (22 novembre), e a qualsiasi scivolone fiscale.

Figura 10: Rating dei paesi e spread dei titoli di Stato rispetto ai Bund



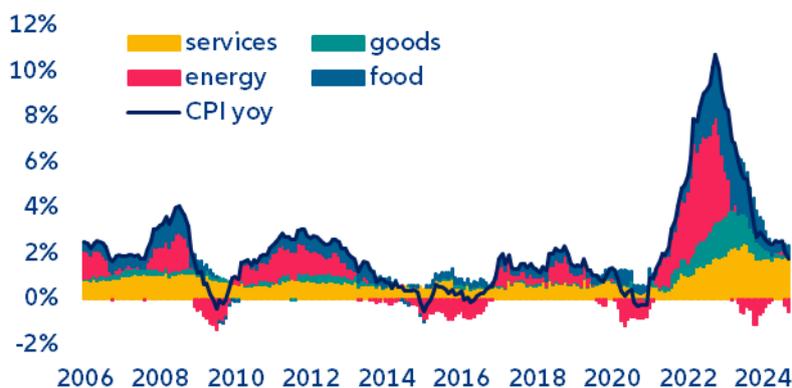
Fonti: varie agenzie di rating, Allianz Research

## Le cose buone arrivano in tre? La BCE taglierà di nuovo in un contesto di prospettive nuvole

La BCE probabilmente accelererà il suo ciclo di taglio dei tassi effettuando un terzo taglio quest'anno, dopo che i recenti dati economici hanno sorpreso al ribasso. Nella prossima riunione del 17 ottobre, è probabile che la BCE abbassi nuovamente il tasso sui depositi di 25 punti base, portandolo al 3,25%, passando così da un ritmo trimestrale a uno per riunione. Un'inflazione più bassa del previsto e indagini economiche deboli consentirebbero infatti un percorso di taglio dei tassi più rapido. La presidente della BCE Lagarde si è quasi impegnata a tagliare i tassi a ottobre, affermando che gli ultimi dati sull'inflazione hanno rafforzato la sua fiducia e saranno presi in considerazione nella "prossima riunione di politica monetaria". Tuttavia, questo è accaduto prima che venerdì scorso uscisse il rapporto sul lavoro negli Stati Uniti, che indicava un ciclo di tagli più lento della Fed, qualcosa che i responsabili politici della BCE difficilmente ignoreranno. Inoltre, di recente ci sono state opinioni contrastanti, con il vicepresidente della BCE de Guindos che ha affermato che è troppo presto per cantare vittoria sull'inflazione. Mentre i mercati stanno valutando una probabilità del 95% di un taglio, sembra che questo non sia ancora un affare fatto.

A settembre il tasso di inflazione nell'Eurozona è sceso dal 2,2% all'1,8% a/a, sfiorando l'obiettivo per la prima volta dal 2021. In particolare, il forte calo è stato ancora una volta in gran parte guidato dalla componente energetica, poiché l'inflazione core è scesa solo leggermente dal 2,8% al 2,7% a/a (Figura 11). Il fattore trainante rimane l'inflazione dei servizi, che è scesa solo di un decimo di punto percentuale al 4,0% a/a, mantenendosi quindi su livelli storicamente elevati. Sequenzialmente, tuttavia, i prezzi dei servizi sono diminuiti di un -2,0% m/m su base annua,<sup>6</sup> il calo maggiore dal 2021.

Figura 11: Inflazione dell'Eurozona e contributi per componente, %



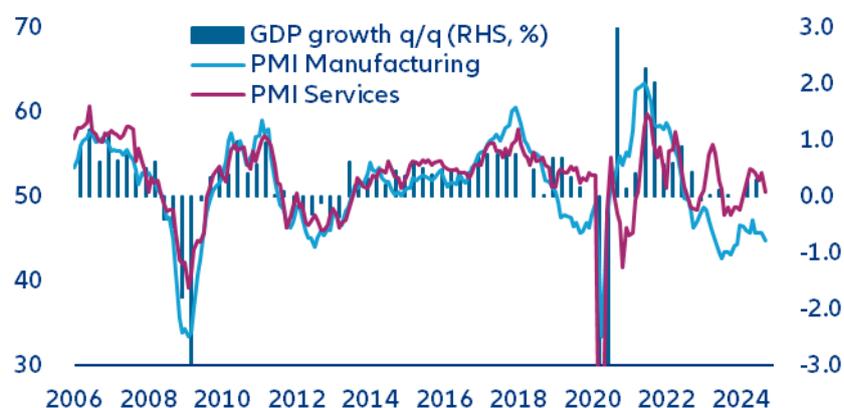
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nel frattempo, gli indicatori economici anticipatori non riescono a confermare un rimbalzo economico, mentre il mercato del lavoro mostra alcuni segnali di debolezza. In uno sviluppo alquanto deludente, gli indici dei direttori degli acquisti (PMI) – ampiamente considerati il miglior indicatore anticipatore dell'attività economica – sono scesi a un minimo di 10 mesi (8 mesi) nel settore manifatturiero (servizi) a settembre (Figura 12). Analogamente, sottocomponenti come l'occupazione e i prezzi degli input sono diminuiti notevolmente, il che implica una continua disinflazione ma anche un rallentamento del mercato del lavoro. Guardando agli indicatori concreti, il tasso di disoccupazione è ancora ai minimi storici, ma il tasso di posti vacanti è diminuito rapidamente ultimamente (figura 13). Questi sviluppi destano preoccupazione per l'attesa ripresa economica, soprattutto dopo i cinque trimestri di stagnazione conclusi lo scorso anno e la crescita ancora modesta osservata quest'anno, trainata principalmente dalle esportazioni nette piuttosto che dalla domanda interna. In questo contesto, i responsabili delle politiche della

<sup>6</sup> Utilizzando la nostra destagionalizzazione standard come dati ufficiali, non si applica una destagionalizzazione a livello di sottocomponente.

BCE potrebbero accantonare l'approccio graduale e tagliare i tassi più rapidamente di quanto previsto in precedenza.

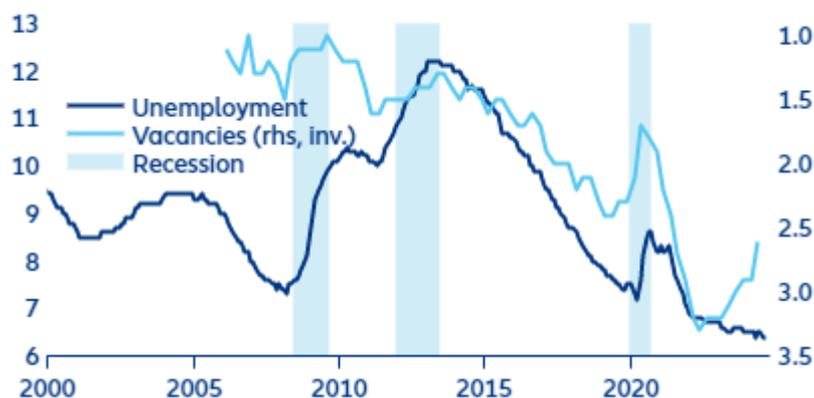
Figura 12: Indici di crescita e dei responsabili degli acquisti dell'Eurozona, % (RHS), indice (LHS)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Note: I valori durante la pandemia di Covid-19 e la crisi finanziaria globale (2009 e 2020) sono troncati

Grafico 13: tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti nell'Eurozona, %

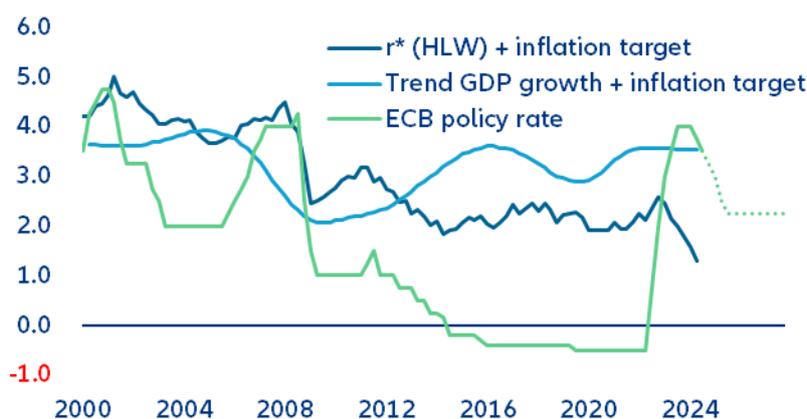


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**In futuro, ci aspettiamo un altro taglio nel 2024 e il raggiungimento di un tasso terminale del 2,25% entro la metà del 2025.** Gli effetti base sfavorevoli spingeranno l'inflazione complessiva verso la fine dell'anno, ma Lagarde ha già annunciato che la BCE esaminerà queste peculiarità statistiche. Pertanto, ci aspettiamo un altro taglio dei tassi nella riunione di dicembre, poiché l'attenzione si sposta dalla lotta all'inflazione al sostegno di un'economia poco brillante. Nel 2025 ci aspettiamo ancora un aggiustamento del tasso di riferimento un po' più lento, trimestre dopo trimestre, poiché i responsabili politici vorranno vedere in che modo i primi 100 pb di tagli sosterranno l'attività economica. Secondo i modelli della BCE, ciò dovrebbe tradursi in 0,5-1,5 punti percentuali di crescita aggiuntiva nell'arco di due anni e 0,1-0,5 punti percentuali in più di inflazione<sup>7</sup>. Dopo le nostre ultime prospettive economiche trimestrali, abbiamo abbassato le nostre aspettative per il tasso terminale dal 2,5% al 2,25%, ancora da raggiungere entro settembre 2025. Questo livello sarebbe ancora significativamente superiore all'attuale stima del tasso neutrale utilizzando l'approccio di Holsten-Laubauch-Williams, ma notevolmente inferiore alla crescita strutturale del PIL nominale, che funge da ulteriore ancora per un tasso neutrale a lungo termine (figura 14).

<sup>7</sup> Cfr. [La trasmissione della politica monetaria \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

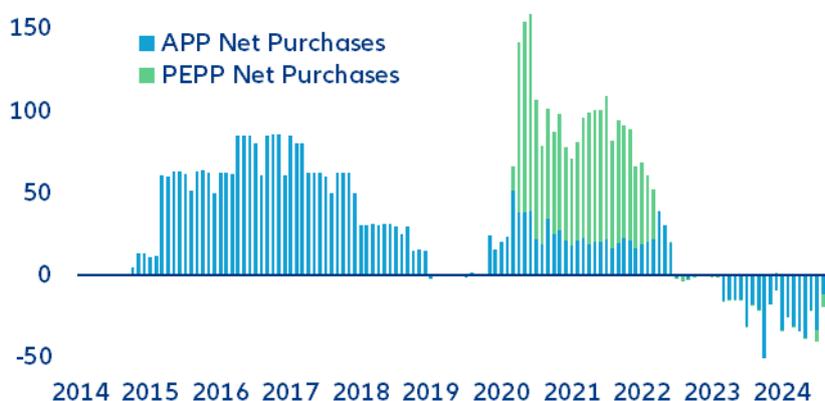
Figura 14: Misure del tasso nominale neutro dell'Eurozona e tasso di riferimento, %



Fonti: LSEG Datastream, Fed New York, Allianz ResearchNote: Il tasso di riferimento della BCE è il tasso di deposito da giugno 2014 e il principale tasso di rifinanziamento precedente. I punti rappresentano le previsioni di Allianz Research. La crescita tendenziale del PIL è la componente tendenziale filtrata da HP del tasso di crescita trimestrale annualizzato del PIL reale. HLW è l'acronimo di Holsten, Laubach, Williams per determinare il tasso di interesse naturale reale  $r^*$ , pubblicato dalla [Fed di New York](#) per gli Stati Uniti e l'Eurozona.

**Nel frattempo, la stretta quantitativa continua a una velocità accelerata dopo l'avvio della riduzione parziale del portafoglio PEPP a luglio.** Come già annunciato nel dicembre dello scorso anno, la BCE ha consentito un roll-off massimo di 7,5 miliardi di euro dal suo programma di QE PEPP da luglio.<sup>8</sup> Oltre al roll-off completo dal programma APP, la riduzione media mensile delle obbligazioni ammonta ora a 35 miliardi di euro ed è destinata a un'ulteriore accelerazione a circa 40 miliardi di euro a partire da gennaio del prossimo anno (si veda la Figura 15). Poiché la maggior parte di queste obbligazioni è costituita da titoli di Stato, ciò manterrà alta la pressione sui rendimenti a lungo termine nell'Eurozona. La figura 16 mostra che, a questa velocità, ulteriori 400 miliardi di euro di debito pubblico all'anno, attualmente equivalenti al 2,8% del PIL, dovranno essere assunti dagli investitori privati fino alla fine del 2026, con l'Italia nella fascia superiore (3,2%) e la Francia (2,7%) e la Germania (2,3%) leggermente al di sotto. I responsabili politici della BCE hanno ripetutamente sottolineato l'intenzione di mantenere la stretta quantitativa con il pilota automatico, e per una buona ragione: la Figura 16 mostra anche che la BCE deterrà ancora circa il 19% del debito dell'Eurozona (in % del PIL) alla fine del 2026. E poiché il possesso di debito pubblico ha portato a ingenti perdite da parte della banca centrale nel 2023<sup>9</sup>, i banchieri centrali di Francoforte sono ovviamente inclini a ridurre il più possibile le partecipazioni, se le condizioni di mercato lo consentiranno.

Figura 15: Allentamento quantitativo e inasprimento della BCE per programma, miliardi di euro

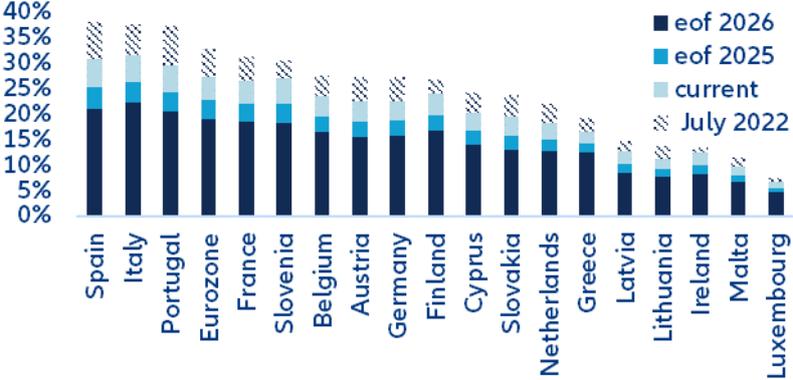


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

<sup>8</sup> Cfr. [Decisioni di politica monetaria \(europa.eu\)](#)

<sup>9</sup> Si veda la nostra storia in [2024\\_02\\_29\\_what\\_to\\_watch.pdf \(allianz.com\)](#) (e la Figura 3 in particolare).

Figura 16: Disponibilità della BCE sul debito pubblico per paese in momenti diversi, in % del PIL



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di 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 sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono derivare da, a titolo esemplificativo e non esaustivo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, 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 degli eventi di perdita assicurati, anche da catastrofi naturali, e dall'andamento delle spese per perdite, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nell'attività bancaria, l'entità delle insolvenze creditizie, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio EUR/USD, (ix) modifiche alle leggi e ai regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori competitivi generali, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili, o più pronunciati, a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO**

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

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