

Allianz Research | 12 Gennaio 2024

# Impatto della crisi del Mar Rosso



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)

Maxime Darmet  
Senior Economist U.S. and France  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

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

Bjoern Griesbach  
Investment Strategist  
[pablo.espinosa-uriel@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-uriel@allianz.com)

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

Françoise Huang  
Senior Economist for Asia-Pacific  
[francoise.huang@allianz-trade.com](mailto:francoise.huang@allianz-trade.com)

Ano Kuhanathan  
Head of Corporate Research  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

Manfred Stamer  
Senior Economist for Emerging  
Europe  
[manfred.stamer@allianz-trade.com](mailto:manfred.stamer@allianz-trade.com)

## Executive Summary

Questa settimana, affrontiamo quattro questioni cruciali:

- La prima, [La crisi del Mar Rosso: non ancora un segnale d'allarme per l'economia globale](#). Gli attacchi degli Houthis nel Mar Rosso hanno interrotto una rotta commerciale vitale, portando a un percorso più costoso e lento intorno all'Africa. I prezzi di spedizione, inclusa la spedizione di container, sono aumentati del +240% da novembre 2023, raggiungendo livelli simili a quelli del quarto trimestre del 2022, ma ancora al di sotto del picco del 2021 per ora. Le interruzioni di breve durata conterranno l'impatto sull'economia globale. Poiché la domanda negli Stati Uniti e in Europa è inferiore del -10% rispetto a quei livelli, le scorte rimangono elevate e i margini delle aziende industriali hanno spazio per assorbire aumenti dei prezzi dei materiali. Tuttavia, se la crisi perdura per diversi mesi, un raddoppio dei prezzi di spedizione aumenterebbe l'inflazione globale di +0,5 punti percentuali, con una riduzione della crescita del PIL di -0,4 punti percentuali. I prezzi dell'energia sono il fattore più vulnerabile, poiché il 12% del petrolio marino e l'8% del gas naturale liquefatto transitano attraverso il Canale di Suez, causando una forte volatilità dei prezzi dell'energia in Europa.
- In secondo luogo, [l'inflazione negli Stati Uniti - tornerà al target della Fed nel 2024?](#) I dati sull'indice dei prezzi al consumo (CPI) di dicembre sono stati più robusti del previsto. Tuttavia, gli indicatori prospettici sull'inflazione dei generi alimentari e degli alloggi sembrano incoraggianti. Con l'aspettativa che i salari continueranno a crescere in modo significativo nel 2024 (sebbene con un rallentamento rispetto al 2023), la nostra analisi suggerisce che una semplice diminuzione del 0,3% nei margini delle società potrebbe portare l'inflazione a circa il 2,3%, allineandosi sostanzialmente con l'obiettivo della Fed. Questo sembra essere realizzabile, considerando che i margini delle società attualmente si trovano ben al di sopra della tendenza implicita pre-pandemia e in un contesto di rallentamento dell'economia statunitense.
- In terzo luogo, i [cittadini taiwanesi si sono recati alle urne sabato 13 gennaio](#) per eleggere un nuovo presidente e un nuovo parlamento. Oltre alle questioni interne, queste elezioni coinvolgono questioni di alto profilo per le relazioni tra Taiwan e la Cina, le tensioni tra Stati Uniti e Cina e le catene di approvvigionamento globali. Il candidato più scettico verso la Cina, Lai Ching-te, ha vinto le elezioni presidenziali e dovrà affrontare le difficoltà dell'assenza di una maggioranza parlamentare. Tuttavia, le tensioni tra i due lati dello stretto di Taiwan dovrebbero essere contenute (almeno nel breve termine).
- Infine, [tutto sembra essere in aumento contemporaneamente: i mercati finanziari hanno registrato rendimenti elevati nell'ultimo trimestre del 2023](#) a causa di un

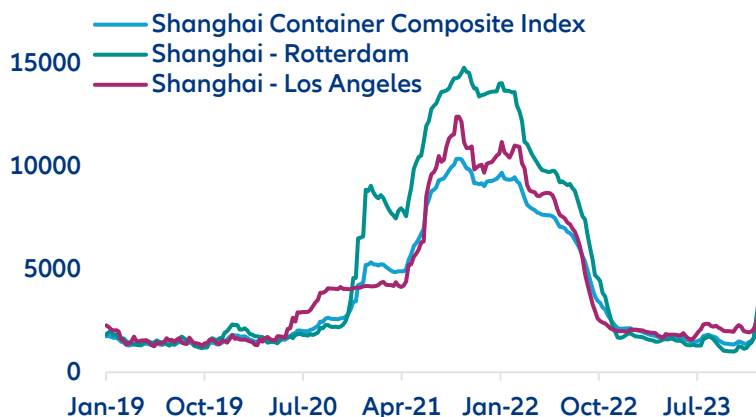
stretto

improvviso ottimismo riguardo a tagli dei tassi d'interesse. Questo cambiamento è seguito a incontri di banche centrali accomodanti e a una rapida tendenza disinflazionistica. Tuttavia, le valutazioni per obbligazioni ed azioni sembrano tese, sollevando preoccupazioni per il 2024, soprattutto se le banche centrali non riusciranno a effettuare il numero di tagli attualmente previsti dai mercati. Ci aspettiamo comunque rendimenti positivi ma notevolmente inferiori, in un contesto di maggiore volatilità.

## Crisi nel Mar Rosso: non ancora un segnale d'allarme per l'economia globale (finora)

**Trasporti: prevedere percorsi più lunghi e costi più elevati.** Gli attacchi degli Houthi alle navi commerciali nel Mar Rosso hanno causato significative interruzioni nell'industria del trasporto marittimo. La situazione rimane fluida e tesa, dato che una coalizione guidata dagli Stati Uniti ha lanciato attacchi aerei contro gli Houthi nella notte del 11 gennaio. Le compagnie di navigazione sono state costrette a optare per rotte più costose e più lunghe intorno all'Africa per evitare i rischi nella regione del Mar Rosso. Il Mar Rosso è una rotta vitale, rappresentando un terzo del traffico mondiale di container e il 40% del commercio tra Asia ed Europa. Circa il 12% del petrolio marino e l'8% del gas naturale liquefatto (LNG) passano attraverso il Canale di Suez. Inoltre, gli attacchi hanno avuto un impatto evidente sul volume del trasporto marittimo. Nei dieci giorni precedenti al 7 gennaio, il volume del trasporto marittimo nel Canale di Suez è diminuito del -15% rispetto all'anno precedente, mentre lo Stretto di Bab-el-Mandeb, che conduce al Mar Rosso, ha registrato una diminuzione più significativa del -53%. Il numero di navi cargo che attraversano il Canale di Suez è diminuito del -30% per le merci generiche e del -19% per le petroliere. Al contrario, il volume di navigazione intorno al Capo di Buona Speranza è quasi raddoppiato nello stesso periodo, con navi cargo in aumento del +66% e petroliere del +65%. Sebbene i prezzi del trasporto marittimo, in particolare il trasporto container, siano aumentati significativamente da novembre 2023 (+240% all'inizio di gennaio), sono ancora solo un quarto del picco del 2021. Ciò è dovuto in parte alla debole domanda e alle scorte più elevate nella maggior parte dei segmenti dei beni di consumo (ad esempio, fino al terzo trimestre del 2023, le scorte delle aziende dell'Europa occidentale sono aumentate di 2 giorni di fatturato nel settore automobilistico e fino a +14 giorni di fatturato per le aziende di attrezzature di trasporto). Il settore del trasporto marittimo ha inoltre aumentato le proprie capacità con nuove navi container, quindi il rischio al rialzo, sebbene significativo, sembra oggi inferiore rispetto al 2021. In particolare, se questa crisi dovesse persistere oltre il primo semestre dell'anno, l'impatto sulle catene di approvvigionamento globali potrebbe diventare più grave.

Figura 1: Indici dei prezzi dei container.



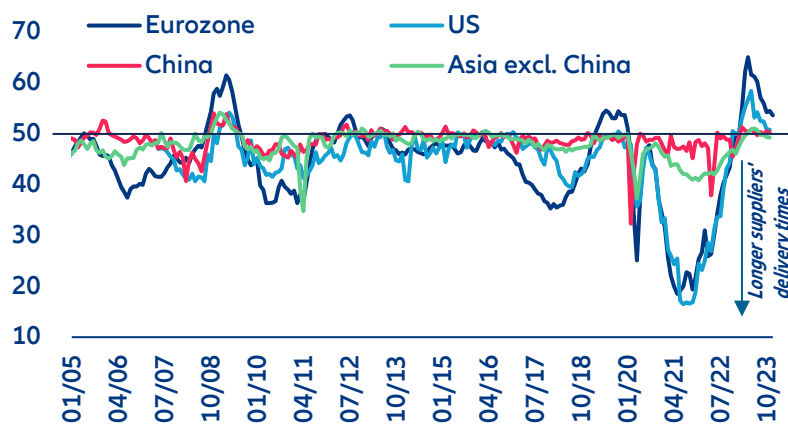
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Le elasticità a lungo termine indicano che l'impatto dell'aumento dei costi logistici sull'inflazione, sul PIL e sul commercio rimarrà gestibile se le interruzioni rimarranno di breve durata.** Non sorprendentemente, l'effetto dell'aumento dei costi di trasporto sull'inflazione è più elevato in Europa e negli Stati Uniti, dove un raddoppio dei

costi di trasporto può far salire l'inflazione di +0,7 punti percentuali rispetto a +0,3 punti percentuali per la Cina. Ciò significherebbe un aumento di +0,5 punti percentuali, portando l'inflazione globale al 5,1% nel 2024. La crescita del PIL potrebbe essere negativamente influenzata di -0,9 punti percentuali per l'Europa e di -0,6 punti percentuali per gli Stati Uniti, con potenziali ripercussioni sulla riduzione del PIL globale del -0,4 punti percentuali al 2%. La buona notizia è che i tempi di consegna dei fornitori si sono normalizzati e sono inferiori rispetto alle medie pre-pandemiche (vedi Figura 2). Tuttavia, se questa crisi dovesse prolungarsi per diversi mesi, la crescita del commercio globale in volume potrebbe essere influenzata, riducendola potenzialmente di -1,1 punti percentuali a +1,9%. Ciò aumenta il rischio di un ritardo nella ripresa dalla recessione del 2023. Dal punto di vista aziendale, i margini potrebbero diminuire fino a -1,8 punti percentuali in Europa e -0,9 punti percentuali negli Stati Uniti se le aziende assorbissero il 50% degli aumenti dei prezzi dei materiali. Tuttavia, tali cali comporterebbero comunque una redditività leggermente inferiore rispetto al 2019.

**I prezzi dell'energia in Europa rimangono estremamente volatili.** Vediamo i prezzi dell'energia come il canale più vulnerabile attraverso il quale la crisi in corso potrebbe influenzare l'economia globale, soprattutto in Europa. Infatti, tra il 17 novembre e il 22 novembre, dopo che sono stati segnalati i primi attacchi dei ribelli Houthi, il prezzo del Brent - il riferimento europeo per i prezzi del petrolio - è aumentato di quasi il 2%, mentre il prezzo del petrolio WTI statunitense è rimasto sostanzialmente invariato. In un periodo di cinque giorni intorno a quella data, i prezzi del gas naturale in Europa sono aumentati del +3,6%. Abbiamo osservato modelli simili di stress periodico nelle negoziazioni intraday quando sono stati segnalati attacchi alla fine di dicembre. Tuttavia, i prezzi del petrolio continuano a diminuire. Questo è dovuto a diversi fattori: (i) i trader di petrolio rimangono concentrati sulle recenti notizie che indicano una fornitura superiore alle aspettative, (ii) preoccupazioni sulla domanda globale e (iii) le petroliere continuano a navigare attraverso il Mar Rosso. Per quanto riguarda i prezzi europei del gas naturale, non ci aspettiamo che le tensioni sulla fornitura abbiano un impatto significativo sui prezzi nel breve periodo, poiché le riserve sono elevate e la stagione di riscaldamento sta già volgendo al termine (nonostante il recente freddo).

Figura 2: Tempi di consegna dei fornitori nel settore manifatturiero, sotto il valore 50 = tempi di consegna più lunghi



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

## L'inflazione negli Stati Uniti - tornerà al target della Fed nel 2024?

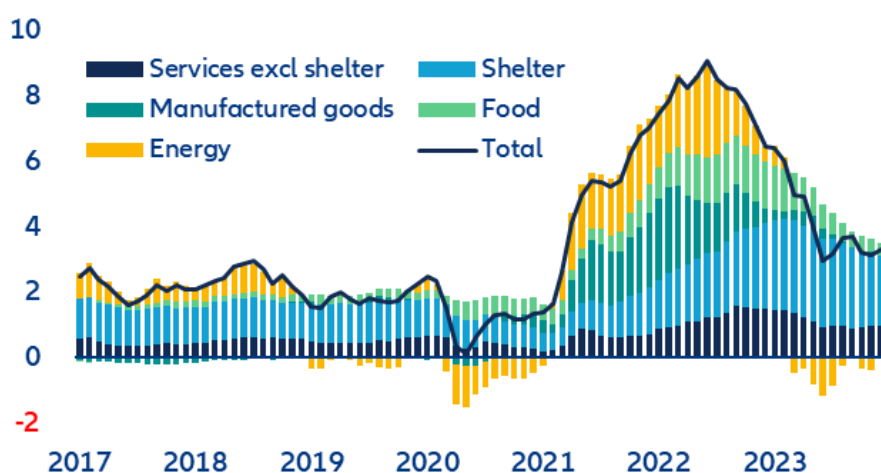
**Il rapporto sul CPI di dicembre è stato leggermente più forte del previsto, ma il percorso verso una completa normalizzazione dell'inflazione nel 2024 rimane invariato.**

L'inflazione del CPI (Consumer Price Index) principale è aumentata dello +0,3% nel mese, spinta da aumenti nei settori medico, automobilistico, delle compagnie aeree e degli alloggi. Su base annua, l'inflazione del CPI è aumentata al +3,3% (+0,2 punti percentuali rispetto a novembre), mentre l'inflazione core si è leggermente attenuata al +3,9%. Esaminando la scomposizione annuale (Figura 3), osserviamo che l'inflazione dei beni è tornata completamente ai livelli pre-pandemici dall'inizio del 2023, mentre l'inflazione alimentare si sta avvicinando alla normalizzazione. La tendenza all'abbassamento dell'inflazione dei beni e dei prodotti alimentari riflette

principalmente il superamento degli shock di approvvigionamento che hanno fatto aumentare l'inflazione negli Stati Uniti e a livello globale alla fine del 2021 e nel 2022. D'altra parte, i servizi esclusi gli alloggi sono stati più resistenti alla normalizzazione, riflettendo la maggiore quota di costi del lavoro nei servizi rispetto ai beni e ai prodotti alimentari, ma in maniera incoraggiante mese su mese si è attenuato a dicembre a +0,2%.

L'inflazione dei prodotti alimentari e degli alloggi dovrebbe diminuire ulteriormente nel 2024. Le pressioni al rialzo sui prezzi nell'industria alimentare continuano a diminuire rapidamente, suggerendo un ulteriore ammorbidimento dell'inflazione annuale dei prodotti alimentari nella prima metà del 2024 (Figura 4a), potenzialmente anche in territorio negativo (anche se questo non è il nostro scenario base). Allo stesso modo, l'inflazione degli alloggi, che ha un peso significativo nel paniere del CPI (circa il 35%), si è leggermente attenuata nel corso del 2023 (Figura 4b). Tuttavia, l'indice di affitto di Zillow indica una tendenza verso una minor inflazione degli alloggi nei prossimi 12 mesi e una completa normalizzazione entro la fine dell'anno. In sintesi, la nostra visione a lungo termine è che l'inflazione del CPI principale negli Stati Uniti dovrebbe oscillare intorno al 2% su base annua nell'estate del 2024..

Figura 3: Contributi settoriali all'inflazione annuale del CPI (Consumer Price Index, p.p.)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

Figura 4a: CPI alimentare e PPI alimentare (input alla fase 1)

Figura 4b: CPI degli alloggi e indice degli affitti di Zillow (% su base annua).



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

**Le elevate richieste salariali per recuperare il potere d'acquisto perso probabilmente non riaccenderanno le pressioni inflazionistiche nel 2024, poiché i margini delle aziende dovrebbero diminuire solo di 0,3 punti percentuali.**

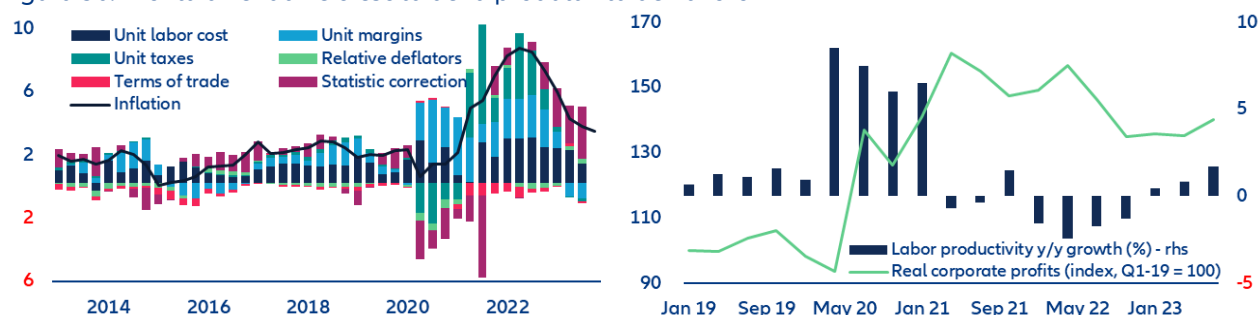
I salari reali, adeguati all'inflazione, sono diminuiti cumulativamente di -1,5 punti percentuali tra il 2021 e il 2023. Di conseguenza, i lavoratori hanno ancora un po' di strada da fare prima di recuperare completamente le perdite di potere d'acquisto avvenute durante la ripresa dalla pandemia. Sono sorti timori tra i decisori politici e i partecipanti al mercato che una crescita salariale di recupero potrebbe innescare un ciclo salario-prezzo, impedendo alla Fed di raggiungere il suo obiettivo di inflazione del 2% nel breve termine. Sebbene il rallentamento del mercato del

lavoro stia frenando la crescita nominale dei salari, ci aspettiamo comunque che i salari nominali crescano a un ritmo ancora elevato, leggermente al di sotto del +4% nel 2024, rispetto al +4,7% del 2023. Supponendo un tasso medio di inflazione del +2,3% quest'anno, i lavoratori statunitensi recupererebbero tutte le loro perdite di potere d'acquisto nel 2024.

**Una crescita dei salari nominali del 4% è compatibile con un'inflazione vicina al 2%?** Utilizzando i conti nazionali, abbiamo sezionato le componenti dell'inflazione statunitense trimestrale a/a (Figura 5a) nei suoi sei contributi contabili, fino al terzo trimestre del 2023 (ultimi dati disponibili): costo unitario del lavoro, imposte unitarie (al netto dei sussidi), margini unitari (avanzo operativo lordo, spese per interessi e ammortamenti al lordo delle imposte), deflatori relativi, ragioni di scambio (differenza tra i prezzi delle esportazioni e delle importazioni) e una correzione statistica. Fino al 2023, il contributo dei margini aziendali all'inflazione si è ridotto in modo significativo (fino a -1pp nel terzo trimestre del 2023), dopo il contributo eccessivo del 2020-22, quando le imprese hanno aumentato drasticamente i prezzi di vendita in presenza di una domanda elevata. Anche il contributo del costo del lavoro per unità di prodotto si è attenuato, sebbene in misura più contenuta, contribuendo a un'inflazione ancora elevata (+1,3pp) nel 3° trimestre del 2023.

Figura 5a: Ripartizione dell'inflazione CPI su base annua (p.p.)

Figura 5b: Profitti aziendali e crescita della produttività del lavoro



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

Gli utili aziendali al netto delle imposte (al netto di tasse, interessi e ammortamenti) sono attualmente superiori del 32% in termini corretti per l'inflazione rispetto ai livelli pre-pandemia. Inoltre, la crescita della produttività sta riprendendo, riducendo i costi unitari (Figura 5b). Pertanto, con un'economia statunitense in rallentamento nel 2024, le aziende possono mantenere i propri margini offrendo una crescita dei salari nominali moderatamente elevata senza aumentare significativamente i prezzi di vendita.

Secondo le nostre stime, i margini aziendali (misurati dal surplus operativo lordo - GOS) dovrebbero crescere leggermente meno del 3% in termini nominali nel 2024 per ottenere un'inflazione vicina al 2,3%, allineandosi all'obiettivo della Fed. Ciò rappresenterebbe una riduzione di 0,8 punti percentuali rispetto alla media pre-pandemia e solo un calo di 0,3 punti percentuali del tasso di margine aziendale (GOS su valore aggiunto), un compito fattibile. Gli ultimi dati disponibili sulla differenza tra l'indice PMI dei prezzi di vendita e quello dei fattori produttivi (una approssimazione grezza dei margini aziendali) suggeriscono che i margini aziendali si sono indeboliti verso la fine del 2023, indicando che la combinazione "divina" di una crescita ridotta dei margini e di una crescita elevata dei salari è coerente con un ritorno dell'inflazione al di sotto del 2,5% nel 2024.

## Elezioni a Taiwan: le tensioni tra le due sponde dello Stretto restano al centro dell'attenzione

**Le elezioni presidenziali e legislative di Taiwan si sono tenute il 13 gennaio 2024.** I tre principali partiti dell'attuale panorama politico taiwanese in competizione tra loro sono stati:

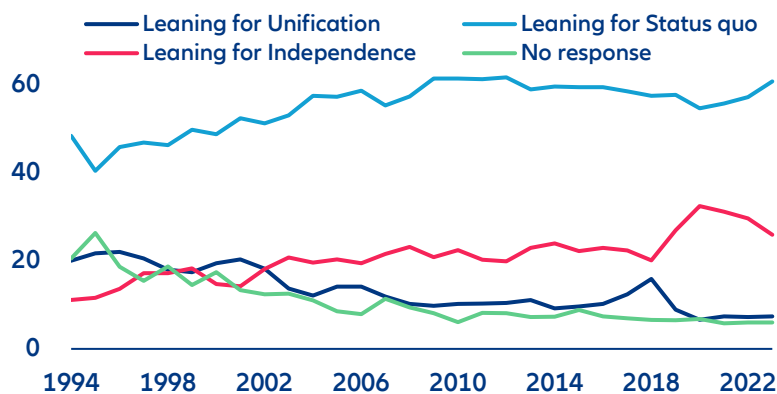
- - Il Partito Democratico Progressista (DPP), guidato dalla Presidente uscente Tsai, deteneva la maggioranza in Parlamento, con una posizione più scettica nei confronti della Cina;
- - il Kuomintang (KMT), il partito storicamente dominante, che sostiene lo status quo tra le due sponde dello Stretto ed è percepito come più amichevole nei confronti della Cina;
- - il Partito Popolare di Taiwan (TPP), nato nel 2019 per trovare una via di mezzo tra il DPP e il KMT.

Il candidato del DPP Lai Ching-te (attualmente vicepresidente) ha vinto nella corsa alle presidenziali, anche se il margine sul candidato del KMT Hou Yu-ih si è ridotto. Nelle elezioni legislative, i partiti di opposizione KMT e TPP hanno cooperato per ottenere più seggi e strappare la maggioranza al DPP. Dopo otto anni al potere, l'insoddisfazione degli elettori nei confronti del DPP è notevole, soprattutto nel contesto di una crescita economica più lenta e di un aumento del costo della vita.

**Cosa è in gioco? Il rapporto con la Cina, le tensioni USA-Cina e le catene di approvvigionamento globali.** Sebbene tutti i candidati alla presidenza abbiano sostenuto ufficialmente uno status quo tra le due sponde dello Stretto, il mantenimento del governo del DPP potrebbe portare a ulteriori pressioni economiche da parte della Cina, viste le crescenti tensioni tra le due parti negli ultimi anni. La Cina ha interrotto le comunicazioni ufficiali con le autorità taiwanesi dopo l'elezione della Presidente Tsai nel 2016. Secondo la Cina, ciò è dovuto al rifiuto del DPP di riconoscere il consenso del 1992, una condizione preliminare per il dialogo tra le due sponde dello Stretto. Negli ultimi anni la Cina ha adottato una posizione diplomatica più ferma, in parte spinta dall'intensificarsi della rivalità con gli Stati Uniti. Il disaccordo sullo status di Taiwan può anche catalizzare ulteriori tensioni tra Cina e Stati Uniti. Al di là della geopolitica, Taiwan occupa anche una posizione sistemica nelle catene di approvvigionamento globali. Concentra oltre il 20% della capacità produttiva mondiale di chip, produce il 60% dei semiconduttori globali e produce oltre il 90% di quelli più avanzati.

**Il DPP ha mantenuto la presidenza ma ha perso la maggioranza parlamentare, con il risultato di contenere le tensioni tra le due sponde dello Stretto (almeno nel breve periodo).** Il candidato del DPP Lai ha vinto le elezioni presidenziali. Tuttavia, la sua posizione scettica nei confronti della Cina potrebbe essere moderata - almeno nel breve periodo - dalla conquista della maggioranza parlamentare da parte dei partiti di opposizione (KMT e TPP). Con più seggi, l'opposizione probabilmente spingerà per un approccio più conciliante nei confronti della Cina. Pertanto, nel breve termine, prevediamo il mantenimento dello status quo tra le due sponde dello Stretto con impatti trascurabili sulle imprese e sui mercati finanziari. Il percorso a medio termine mantiene un certo grado di incertezza, che dipende dal livello di collaborazione tra governo e opposizione e da fattori esterni a Taiwan. È fondamentale notare che la maggioranza della popolazione taiwanese è favorevole al mantenimento dello status quo nelle relazioni con la Cina, con il 60% degli intervistati che sostiene questa posizione secondo l'ultimo sondaggio d'opinione (vedi Figura 6). Nel nostro scenario di base, ci aspettiamo che si evitino forti escalation nelle tensioni tra le due sponde dello Stretto e che l'economia taiwanese cresca del +2,8% nel 2024 e del +2,6% nel 2025.

Figura 6: Sondaggio d'opinione sulle relazioni di Taiwan con la Cina



Nota: abbiamo raggruppato le risposte del sondaggio originale come segue:

- Propensione all'unificazione = Unificazione il prima possibile + Mantenere lo status quo, procedere verso l'unificazione.

- Propensione per lo status quo = Mantenere lo status quo a tempo indeterminato + Mantenere lo status quo, decidere in seguito.

- Propensione per l'indipendenza = Indipendenza il prima possibile + Mantenere lo status quo, procedere verso l'indipendenza.

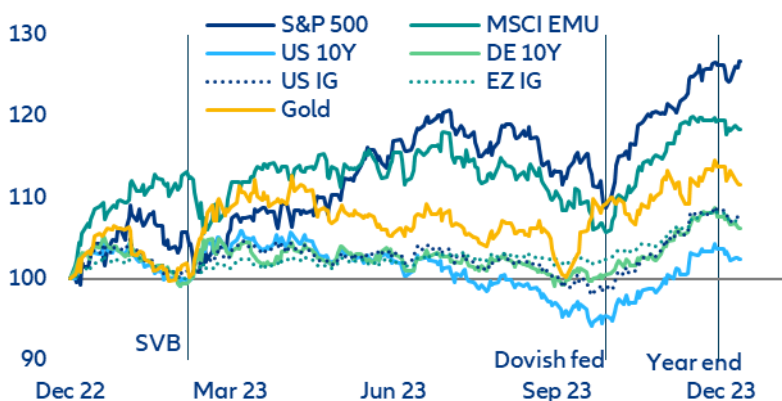
Fonti: Università Nazionale Chengchi, Allianz Research

**A medio termine, è probabile che le relazioni tra le due sponde dello Stretto rimangano in uno stato di equilibrio conflittuale. Il prossimo appuntamento cruciale da tenere d'occhio sono le elezioni statunitensi del novembre 2024.** Negli Stati Uniti esiste un chiaro consenso bipartisan sullo scetticismo nei confronti della Cina ed è improbabile che l'esito delle elezioni di novembre cambi la rivalità geopolitica tra Stati Uniti e Cina. Tuttavia, i diversi stili di comunicazione dei candidati alla presidenza degli Stati Uniti possono influenzare la percezione delle tensioni geopolitiche e potenzialmente aumentare il rischio di incidenti involontari. Un approccio di politica estera più conflittuale e non convenzionale ha maggiori probabilità di provocare la Cina, con potenziali ripercussioni su Taiwan e non solo. Ulteriori visite di alti funzionari statunitensi comportano anche rischi di escalation, come illustrato dalla visita di Nancy Pelosi a Taiwan nel 2022, che ha spinto la Cina a rispondere con un aumento delle manovre militari.

## Tutto più alto in una volta sola: cosa significa il forte rally del mercato alla fine del 2023 per il 2024

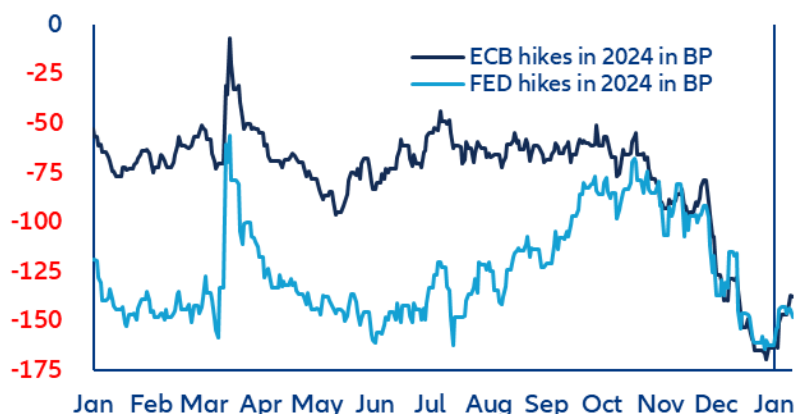
L'anno 2023 si è concluso con un forte rally in quasi tutte le classi di attività, spinto dall'ottimismo sulla prospettiva di una riduzione più rapida dei tassi. Questo notevole rally del mercato nell'ultimo trimestre del 2023 ha aiutato la maggior parte delle asset class a ottenere rendimenti superiori alla media dell'anno. Negli Stati Uniti, l'S&P 500 ha registrato un impressionante rendimento totale del 26% nel 2023. Anche nell'Eurozona, dove l'economia era molto più debole, l'indice MSCI EMU ha ottenuto un solido guadagno del 18% (cfr. Figura 7). Anche gli investitori obbligazionari hanno ottenuto rendimenti positivi, nonostante le banche centrali abbiano aumentato i tassi da 100 BP (Fed) a 200 BP (BCE) nel 2023. Il rapido miglioramento del sentiment del mercato nell'ultimo trimestre può essere attribuito a una serie di riunioni delle banche centrali improntate al *dovish* e a una tendenza alla disinflazione inaspettatamente rapida su entrambe le sponde dell'Atlantico. Questi sviluppi hanno messo in discussione la narrativa prevalente del "più alto per più tempo" che aveva dominato i mercati la scorsa estate. Di conseguenza, è stata prezzata una quantità sostanziale di ulteriori tagli dei tassi per il 2024 (cfr. grafico 8), che è stata accolta dai mercati obbligazionari e azionari, ma anche dagli asset alternativi: L'oro si è impennato del 13% e il Bitcoin ha registrato un notevole aumento del 56% solo nell'ultimo trimestre del 2023..

Figura 7: Rendimenti totali delle diverse classi di attività nel 2023



Fonti: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research.

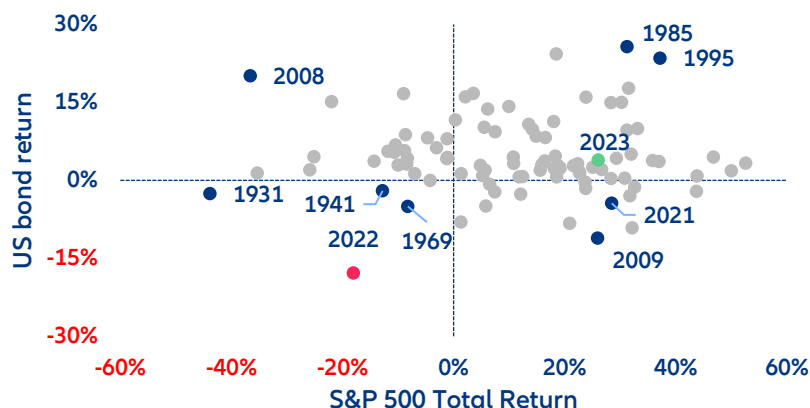
Figura 8: Prezzi di mercato dei tagli dei tassi di interesse nel 2024



Fonti: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research.

**Le correlazioni tra obbligazioni e azioni sono state nuovamente positive nel 2023, ma questa volta i rendimenti si sono collocati nel quadrante "buono".** Dopo un 2022 difficile per il portafoglio 60-40<sup>1</sup>, il 2023 ha segnato un cambiamento significativo. Nonostante alcuni ostacoli lungo il percorso, le azioni hanno assunto un ruolo di primo piano nel guidare i rendimenti degli investimenti - una pietra miliare della strategia 60-40<sup>2</sup>. Le correlazioni tra obbligazioni e azioni sono diventate negative a causa dei timori di crisi bancaria globale a marzo. Le obbligazioni hanno fornito un'ancora di salvezza offrendo rendimenti positivi (grazie a un adeguamento al ribasso dei tassi di interesse), ammortizzando l'impatto della correzione del mercato azionario. Se questa tendenza si fosse confermata, ci saremmo trovati di fronte a una situazione che ricordava quella del 2008 (cfr. grafico 9), sottolineando il ruolo di copertura delle obbligazioni nella strategia 60-40. Tuttavia, la metà dell'estate ha portato a una situazione diversa. Tuttavia, la metà dell'estate ha portato una sfida diversa, poiché le aspettative di tassi d'interesse "più alti più a lungo" hanno portato a perdite in tutte le classi d'investimento, cancellando i vantaggi della diversificazione e riecheggiando le difficoltà del 2022. Il "rally di tutto" dell'ultimo trimestre del 2023 ha reso positivo il segno della correlazione tra gli asset, posizionando i rendimenti di obbligazioni e azioni nel quadrante "buono" (cfr. Figura 9). Anche se prevediamo che le correlazioni positive continueranno nel 2024, i rendimenti dovrebbero essere più ristretti.

Figura 9: Correlazioni tra obbligazioni e azioni negli Stati Uniti



<sup>1</sup> Un portafoglio 60-40 si riferisce a un portafoglio bilanciato composto per il 60% da azioni e per il 40% da obbligazioni, che di solito ha tratto vantaggio su orizzonti temporali lunghi offrendo un migliore profilo di rischio/rendimento grazie alle correlazioni negative tra obbligazioni e azioni.

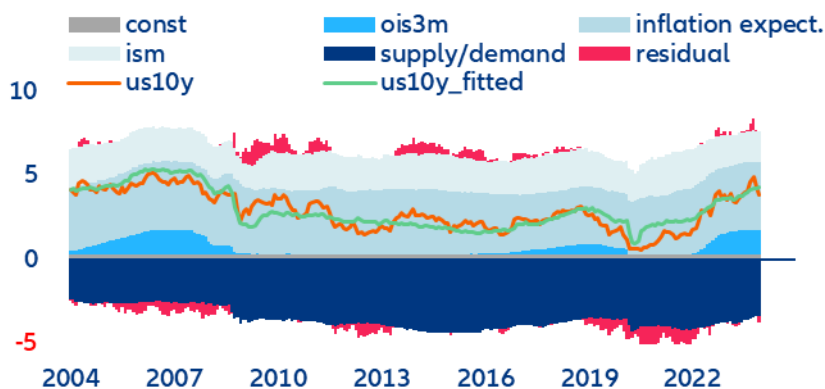
<sup>2</sup> Trovate il nostro approfondimento sulla diversificazione del portafoglio e un'analisi storica più approfondita qui: [Is diversification dead? \(allianz.com\)](https://www.allianz.com/it/insights/asset-allocation/2023/09/15/is-diversification-dead/)



Fonti: Università di New York, LSEG Datastream, Allianz Research. US 10Y utilizzato per i rendimenti obbligazionari.

**Le valutazioni appaiono stiracchiate e le prime settimane del 2024 hanno già visto un riprezzamento dell'euforia del mercato.** I nostri modelli di fair value per i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni indicano che il rally potrebbe essersi spinto troppo in là sia per i Treasury statunitensi che per i Bund tedeschi. Negli Stati Uniti, il livello equo dei rendimenti dei treasury decennali ha continuato a salire alla fine del 2023, spinto da dinamiche di domanda e offerta meno favorevoli in presenza di un'elevata emissione di obbligazioni, unita al continuo inasprimento quantitativo da parte della Fed (cfr. grafico 10). Tuttavia, il contemporaneo calo dei rendimenti decennali effettivi da quasi il 5% in ottobre a meno del 4% a fine anno sembra aver compromesso le valutazioni. Anche i mercati azionari mostrano segni di valutazioni distese, in particolare negli Stati Uniti (cfr. grafico 11). Questa apparente tensione delle valutazioni è ancora più notevole se si considera che gli asset più sicuri offrono oggi rendimenti più interessanti rispetto a qualche anno fa. Di conseguenza, il premio per il rischio azionario negli Stati Uniti ha raggiunto livelli estremamente bassi. Ciononostante, le prospettive per le azioni nel 2024 rimangono positive, anche se meno pronunciate rispetto al 2023, con aspettative di rendimenti totali a una cifra intorno al 4% in Europa e al 6% negli Stati Uniti. Pur riconoscendo la vulnerabilità del mercato azionario statunitense a causa dell'elevata concentrazione di aziende tecnologiche dai prezzi aggressivi, riteniamo che nel 2024 possa sovraperformare i mercati europei. Sebbene l'euforia per l'IA possa essere eccessiva in questa fase iniziale, le società statunitensi sembrano meglio posizionate per capitalizzare su un tema che plasmerà il panorama aziendale. Per contro, i titoli europei, pur apparendo più ragionevolmente valutati secondo i parametri convenzionali, devono far fronte ad altre vulnerabilità, tra cui una continua lotta alla crescita economica e una maggiore suscettibilità alle tensioni geopolitiche (in particolare quelle legate all'Ucraina e al Medio Oriente - si veda il nostro articolo sulla crisi del Mar Rosso). Complessivamente, le valutazioni rigide lasciano entrambe le classi di attività, obbligazioni e azioni, esposte a una rivalutazione meno ottimistica dei percorsi di politica monetaria, ponendo le basi per un 2024 potenzialmente volatile.

Figura 10: Modello di rendimento a 10 anni USA a valore equo

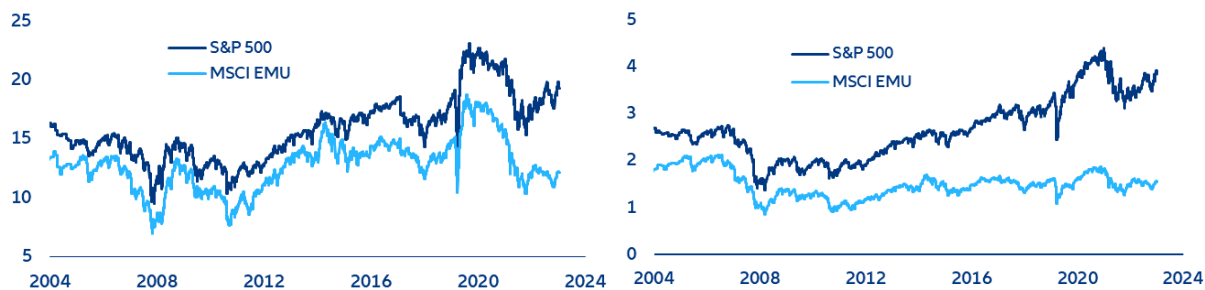


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

Note: Il grafico mostra i contributi alla stima del fair value del rendimento del decennale statunitense sulla base di un modello di cointegrazione che utilizza quattro variabili: Overnight Index Swap (3 mesi) come proxy dell'orientamento di politica monetaria,

ISM Manufacturing come proxy dell'attuale stato ciclico dell'economia, aspettative di inflazione a lungo termine dell'Università del Michigan e una metrica di domanda/offerta obbligazionaria che esprime la quota di titoli di Stato USA detenuti da investitori sensibili ai tassi, come la Fed attraverso il suo programma di QE e i fondi statali e le banche centrali d'oltreoceano..

Figura 11: Prezzo a termine a 12 mesi per gli utili (sinistra) e prezzo a termine a 12 mesi per il valore contabile (destra)



Fonti: LSEG Datastream, stime IBES, Allianz Research.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità di cui sotto.

### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi potrebbero differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

o implicite in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, compresi quelli derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o più pronunciati a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

### **NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO**

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

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