

Allianz Research

De-dollarizzazione? Non così in fretta...

Da tenere d'occhio: ripresa del settore aereo, aggiornamento del mercato immobiliare statunitense, slancio al ribasso del PMI e profili di scadenza del debito societario

29 Giugno 2023

Cosa osservare

Ludovic Subran

Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera

Lead Investment Strategist

jordi.basco_carrera@allianz.com

allianz.com

Maxime Darmet

Senior Economist

maxime.darmet@allianz-trade.com

trade.com

Pablo Espinosa Uriel

Investment Strategist

pablo.espinosa-uriel@allianz.com

allianz.com

Roberta Fortes

Senior Economist

roberta.fortes@allianz-trade.com

trade.com

Jasmin Gröschl

Senior Economist

jasmin.groeschl@allianz.com

Andreas Jobst

Head of Macroeconomic and

Capital Markets Research

andreas.jobst@allianz.com

Maria Latorre

B2B Sector Advisor

maria.latorre@allianz-trade.com

trade.com

Marco Caccia

Research Assistant

marco.caccia@allianz.com

- **Compagnie aeree - Sento il bisogno, il bisogno di velocità** - La sete di viaggi, nonostante l'aumento delle tariffe aeree e il calo dei prezzi dei carburanti, stanno accelerando la ripresa delle compagnie aeree
- **Aggiornamento sul mercato immobiliare statunitense** - L'attività di costruzione di abitazioni negli Stati Uniti è in modesta ripresa e i prezzi sono di nuovo in aumento
- **PMI al ribasso** - I recenti indicatori di sentiment rivelano che l'attività economica in Francia e Germania si è notevolmente raffreddata
- **Profili di scadenza del debito societario in Europa e negli Stati Uniti** - I tassi d'interesse più elevati aumenteranno ulteriormente i costi di finanziamento delle imprese fino alla fine dell'anno prossimo

In evidenza - De-dollarizzazione delle riserve valutarie? Non così veloce...

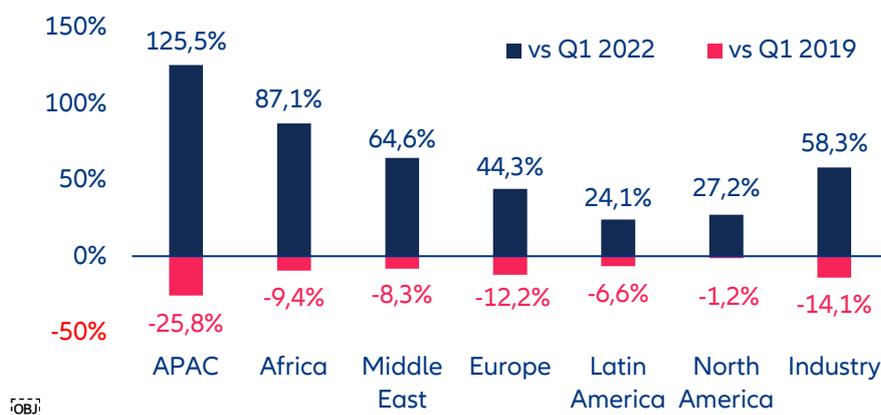
- **I recenti sforzi di alcuni paesi dei mercati emergenti (EM) per diversificare le proprie riserve valutarie dal dollaro USA hanno sollevato dubbi sull'inizio della fine del dominio del dollaro.** Tuttavia, le dinamiche che influenzano il ruolo del dollaro USA come valuta di riserva sono molto più intricate di quanto suggeriscano le statistiche ufficiali e qualsiasi declino materiale del ruolo del dollaro USA nella finanza globale richiederà molto più tempo di quanto insinuino le attuali notizie sulla de-dollarizzazione.
- **L'utilizzo del dollaro da parte del settore privato per gli scambi e gli investimenti, piuttosto che la scelta di allocazione del portafoglio da parte delle banche centrali, determinerà lo status della valuta.** Il ruolo del dollaro nelle transazioni del settore privato è rimasto praticamente invariato, con solo lievi aggiustamenti basati sul fatturato in valuta, sull'emissione di obbligazioni da parte di società non finanziarie e sui pagamenti SWIFT. Inoltre, le riserve sono prevalentemente investite in attività sicure e liquide, ma l'universo degli investimenti non in dollari rimane troppo piccolo e frammentato per assorbire la domanda di riserve, soprattutto nei paesi EM che hanno criticato maggiormente la loro dipendenza dal dollaro.
- **Nel lungo periodo, l'incipiente frammentazione del commercio globale e una domanda di petrolio più diversificata - se persistente - sono destinate a rafforzare le ragioni delle alternative al dollaro USA.** I Paesi del Golfo, che svolgono un ruolo cruciale nel sostenere l'USD (ad esempio attraverso i prezzi del

petrolio e le ingenti riserve di USD per mantenere l'ancoraggio), guardano sempre più alla Cina a causa dei cambiamenti strutturali del mercato petrolifero. Allo stesso modo, il rallentamento della globalizzazione, indotto da eventi come la pandemia di Covid-19 e la guerra in Ucraina, ha spinto, tra l'altro, alcuni paesi a utilizzare valute diverse dall'USD per gli scambi bilaterali, il che ridurrà la quota dell'USD sul totale delle riserve a livello globale, ma ogni cambiamento significativo richiederà molto tempo.

Compagnie aeree - Sento il bisogno, il bisogno di velocità

Nonostante l'inflazione, la domanda di viaggi aerei sta decollando. Nel 1° trimestre del 2023, i passeggeri-chilometro (RPK) globali sono aumentati del +58,3% annuo, raggiungendo l'85,9% dei livelli pre-pandemia (Figura 1). L'aumento è stato particolarmente consistente in Asia (+125,5% a/a) sulla scia della riapertura della Cina. Anche le vendite globali di biglietti aerei per l'estate (maggio-settembre 2023) sono aumentate del +35,2% a/a, raggiungendo il 92% dei livelli pre-pandemia (2019), con una domanda in Nord America già al 99%. Per l'intero anno 2023, si prevede che viaggeranno circa 4,3 miliardi di persone (contro i 4,5 miliardi del 2019).

Figura 1: Evoluzione degli RPK per regione (variazione % osservata nel 1° trimestre 2023)

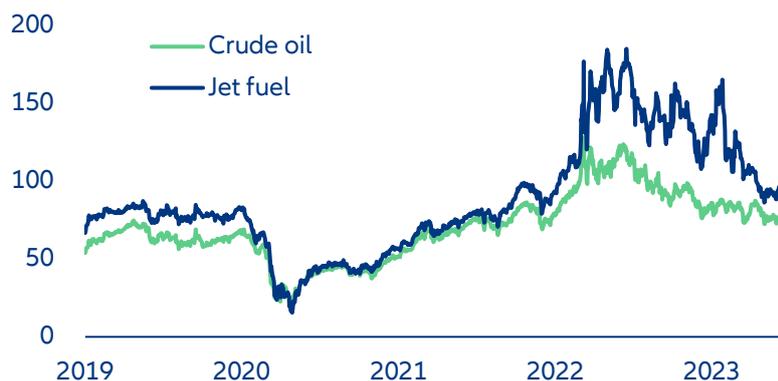


Fonti: IATA, Allianz Research

I margini delle compagnie aeree stanno beneficiando dell'aumento delle tariffe aeree e della diminuzione delle spese operative. Anche se i prezzi dei carburanti per aerei, che rappresentano il 30% delle vendite, rimangono al di sopra del livello pre-pandemia, quest'anno sono diminuiti del -36% a USD91,3/bbl, circa la metà del picco della crisi di USD184,8/bbl del giugno 2022. Allo stesso tempo, le tariffe aeree sono aumentate, soprattutto per le rotte internazionali come quelle tra gli Stati Uniti e l'Europa (+23% in media da un anno all'altro, Figura 2).

Dopo tre anni in perdita, il settore aereo potrebbe raggiungere il pareggio nel 2023, prima del previsto. Secondo l'Associazione Internazionale del Trasporto Aereo (IATA), i ricavi totali dovrebbero aumentare del 9,7% rispetto all'anno precedente, raggiungendo gli 803 miliardi di dollari (contro gli 838 miliardi di dollari del 2019), e gli utili netti potrebbero balzare a 9,8 miliardi di dollari quest'anno (contro i 26,4 miliardi di dollari del 2019), con i vettori nordamericani che registreranno i risultati migliori.

Figura 2: Evoluzione dei prezzi del greggio (Brent) e del jet fuel (JP-54), USD/barile

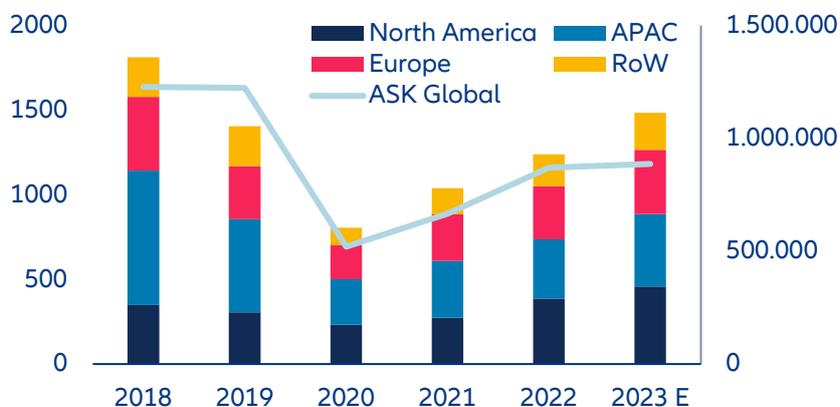


Fonti: Bloomberg, Allianz Research.

Tuttavia, la capacità limitata frena il pieno potenziale di guadagno delle compagnie aeree (Figura 3).

Nel 2018-2019, il settore ha visto circa 1.600 consegne annuali di aeromobili a livello globale. A causa di una carenza di componenti che ha interrotto la produzione, le consegne si sono dimezzate nel 2020 e hanno iniziato a migliorare progressivamente in seguito. Nel 2022, le consegne di aeromobili sono cresciute del +19,1% su base annua e i chilometri di posti disponibili (ASK) a livello mondiale sono aumentati del +39,6% su base annua. Tuttavia, i produttori di apparecchiature originali continuano a lottare per far fronte alla domanda in attesa. Per il 2023 si prevede una crescita delle consegne del +19,8%, ma l'attuale ritardo di sei mesi non sembra corrispondere ai piani ottimistici dei produttori di aerei. Questa limitazione dell'offerta potrebbe giustificare il mantenimento di tariffe aeree elevate.

Figura 3: consegne di aeromobili all'anno (colonne, asse sinistro) e ASK medio (linea, asse destro)



Fonti: IATA, Bloomberg, Allianz Research

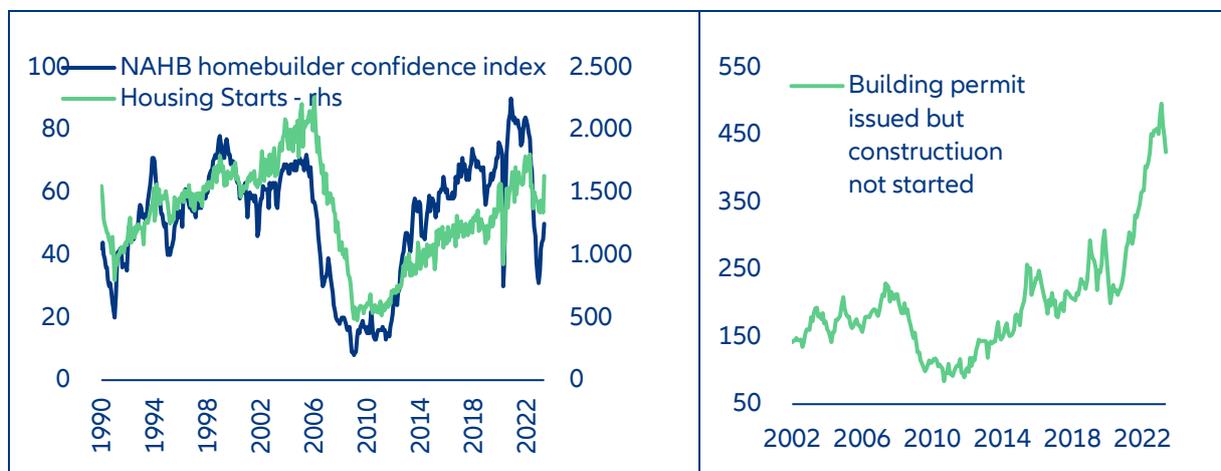
Il mercato immobiliare statunitense ha toccato il fondo?

Il mercato immobiliare statunitense ha subito una flessione negli ultimi due anni, ma sembra essere giunto al termine. Il ciclo di rialzi della Federal Reserve ha spinto i tassi ipotecari di riferimento oltre il 6% dalla fine del 2022. Gli elevati costi di finanziamento e i prezzi ancora alti degli immobili hanno dissuaso le famiglie statunitensi dall'acquistare case esistenti o costruirne di nuove. Secondo i conti nazionali, gli investimenti residenziali privati sono crollati di oltre il -20% tra il 1° trimestre 2021 e il 1° trimestre 2023. Tuttavia, gli avvii di abitazioni private sono aumentati a maggio, a testimonianza del rapido miglioramento della fiducia dei costruttori (Figura 4, a sinistra). Inoltre, il precedente calo dell'attività abitativa è

probabilmente sovrastimato dai conti nazionali a causa delle difficoltà di misurazione.¹ Più in generale, diversi fattori strutturali e legati alle pandemie mantengono il mercato immobiliare statunitense in tenuta in questo ciclo: (1) la solidità dei bilanci aggregati delle famiglie, con grandi attività liquide e un elevato rapporto tra patrimonio netto e reddito; (2) la ripresa dell'immigrazione; (3) un'offerta abitativa relativamente bassa, come indicato dal basso tasso di abitazioni sfitte e (4) il riassorbimento delle carenze di offerta, che sta portando a una ripresa dei completamenti, in quanto si stanno smaltendo grandi arretrati (Figura 4, a destra).²

Prevediamo che gli investimenti residenziali aumenteranno del +1% dal 1° trimestre 2023 al 4° trimestre 2023 e del +4,3% nel 2024. La grande quantità di arretrati edilizi da smaltire presenta alcuni rischi al rialzo per le nostre previsioni. Tuttavia, una politica monetaria restrittiva prolungata almeno fino all'anno prossimo dovrebbe mantenere la ripresa dell'edilizia residenziale a rilento, in presenza di tassi ipotecari persistentemente elevati e di condizioni di credito rigide.

Figura 4: Inizio dell'edilizia abitativa e fiducia dei costruttori (sinistra); permessi di costruzione rilasciati ma costruzione non iniziata (destra)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

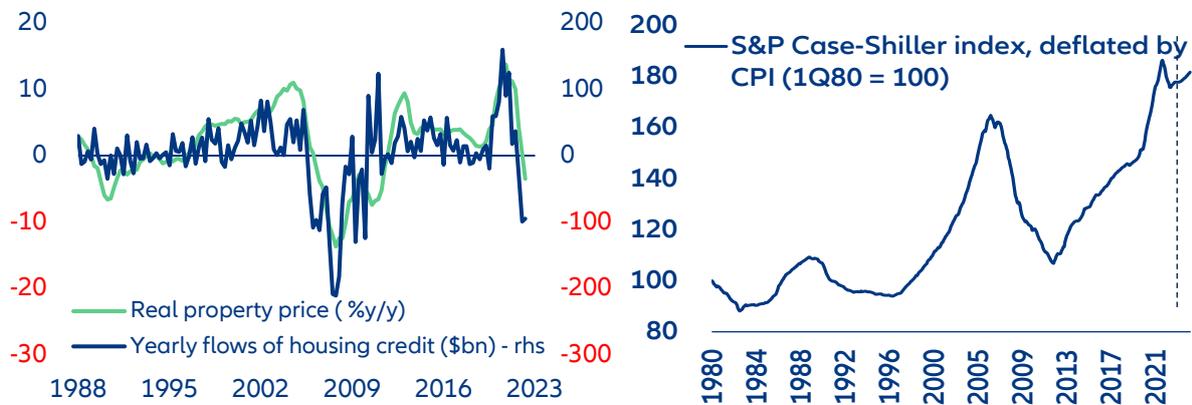
I prezzi degli immobili hanno ripreso a salire, ma la ripresa sarà lenta rispetto agli ultimi due cicli. I prezzi delle abitazioni ad aprile (misurati dall'indice S&P Case-Shiller) sono a -1,8% dal loro picco ciclico (raggiunto nel giugno 2022) in termini nominali e a -5,3% in termini reali. Da febbraio hanno ricominciato a salire su base sequenziale mensile, nonostante un'offerta di nuove unità in rapido miglioramento e una domanda poco brillante. Tuttavia, i flussi di credito immobiliare - storicamente un buon predittore a breve termine della crescita reale dei prezzi delle case - rimangono profondamente negativi (Figura 5, a sinistra), suggerendo una debolezza latente dei prezzi degli immobili nei prossimi mesi, nonostante le strutture di supporto. Rimaniamo cauti sulle prospettive dei prezzi delle case a causa delle dinamiche sfavorevoli della domanda e dell'offerta e della valutazione già elevata del mercato immobiliare statunitense (il rapporto prezzo/reddito disponibile pro capite è storicamente molto elevato). In sintesi, prevediamo prezzi immobiliari piatti entro la fine dell'anno. Pertanto, ci aspettiamo ora una crescita degli immobili pari a +0,3%

¹ I conti nazionali calcolano il valore delle costruzioni realizzate in un determinato periodo prendendo in considerazione gli inizi delle abitazioni, ipotizzando intervalli fissi di unità di completamento dopo l'inizio della costruzione. Durante la pandemia, l'impennata degli avvisi di abitazioni ha sovrastimato l'attività di costruzione, poiché la carenza di offerta ha fatto sì che i lavori di completamento effettivi non riuscissero a tenere il passo con gli avvisi di abitazioni. Dopo l'allentamento della carenza, si è verificato il contrario: gli inizi sono diminuiti drasticamente, ma il completamento effettivo sta aumentando grazie allo smaltimento degli arretrati.

² Anche se i pagamenti mensili nominali dei mutui come quota del reddito sono aumentati (a circa 1.800 dollari, da 1.200 dollari nel 2021), non sono più alti rispetto al periodo precedente al 2007.

annuo a fine 2023 (+3,5% in termini nominali), dal -5% annuo di aprile, e un modesto +2,2% annuo (+4,1% nominale) a fine 2024 (Figura 5, a destra).

Figura 5: Credito edilizio e prezzi degli immobili (sinistra); previsione dei prezzi reali degli immobili (destra)

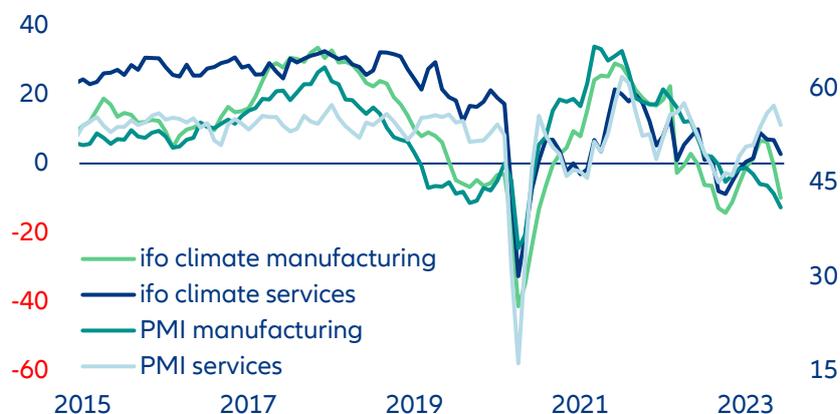


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Momento negativo delle PMI

I recenti indicatori di sentiment rivelano che l'attività economica in Francia e Germania si è notevolmente raffreddata. Per quanto riguarda la Francia, i PMI di giugno hanno rivelato una forte contrazione nei servizi - scesi a 48,0 da 52,5, il dato più basso da febbraio 2021. Anche il settore manifatturiero ha deluso, con il PMI corrispondente che si è fermato sotto 50 per la decima volta dall'anno scorso. La Germania ha registrato un forte calo sia nel PMI manifatturiero che in quello dei servizi, confermato dagli indici di clima economico dell'Ifo (Figura 6). La debolezza del settore manifatturiero riguarda tutti i sottosettori, in quanto un numero crescente di aziende valuta il proprio portafoglio ordini e i nuovi ordini in entrata come troppo bassi. Allo stesso tempo, il sentiment è diminuito notevolmente nel settore dei trasporti e della logistica, orientato verso il settore manifatturiero, il che potrebbe spiegare in parte la debolezza del PMI dei servizi.

Figura 6: PMI manifatturiero e dei servizi tedesco rispetto al clima economico dell'Ifo nel settore manifatturiero e dei servizi (indice e saldo netto)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Le prospettive per l'attività economica delle maggiori economie dell'Eurozona restano contrastanti... per ora. In Germania, sembra probabile un altro trimestre di crescita negativa nel 2° trimestre e la crescita sarà inferiore a quella della Francia, dove il sentimento è ancora migliore. Ma la debolezza del PMI francese di giugno suggerisce che le nostre aspettative di un calo del PIL francese nel 3° trimestre si stanno concretizzando. Dopo la sorpresa positiva del 1° trimestre, lo slancio positivo dell'Italia potrebbe non reggere; i consumatori sono sempre più ottimisti, ma le imprese lo sono meno. In Spagna, i dati finora disponibili sembrano essere coerenti con un'attività economica ancora resistente nel 2° trimestre. Questo slancio dovrebbe continuare anche in estate, sostenuto dal settore dei servizi e dal forte rimbalzo del turismo. Ma resta da chiedersi come la Spagna riuscirà a sostenere l'attuale tasso di crescita, dato che le altre grandi economie dell'Eurozona stanno rallentando.

Questi scarsi risultati suggeriscono il perdurare della stagnazione nell'Eurozona. L'indice composito dell'attività economica dell'Eurozona è sceso al livello più basso dall'inizio dell'anno. Il PMI manifatturiero si è attestato a 43,6 e il PMI dei servizi è crollato di 2,7 punti percentuali rispetto a maggio 2023 (Figura 7). Il settore manifatturiero ha raggiunto il livello più basso, a parte il calo della pandemia, dalla crisi economica e finanziaria del 2008/2009, quando l'economia dell'Eurozona si è ridotta di oltre il -5%. Sebbene i servizi abbiano finora resistito meglio del settore manifatturiero, il brusco crollo avvicina nuovamente entrambi, con la conseguenza di una prospettiva economica cupa per l'intera Eurozona per il resto dell'anno.

Figura 7: PMI manifatturiero e dei servizi dell'Eurozona (indice)

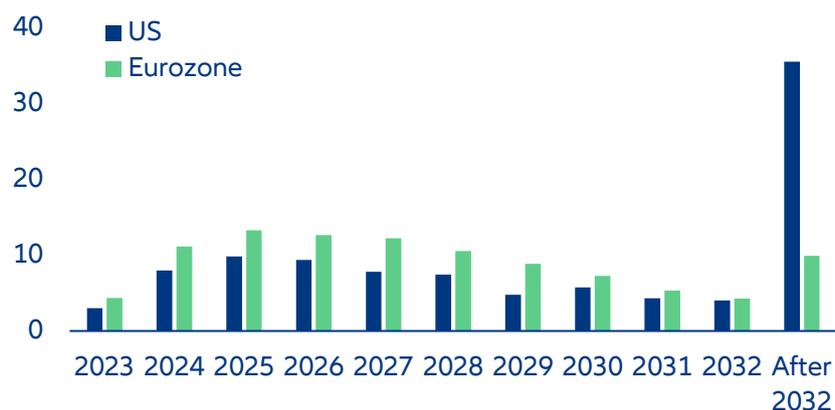


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research.

Barriere delle scadenze del debito societario in Europa e negli Stati Uniti

L'aumento dei tassi di interesse e l'ampliamento degli spread delle obbligazioni societarie faranno lievitare ulteriormente i costi di finanziamento delle imprese fino alla fine del prossimo anno. Le imprese devono rinnovare una quantità considerevole di debito in scadenza: Negli Stati Uniti e nell'Eurozona, circa il 20% e il 30% del credito societario investment grade dovrà essere rifinanziato nei prossimi due anni e mezzo. L'attuale costo medio del debito per questa porzione è di gran lunga inferiore agli attuali tassi ai quali le imprese saranno in grado di rifinanziarsi (Figura 8).

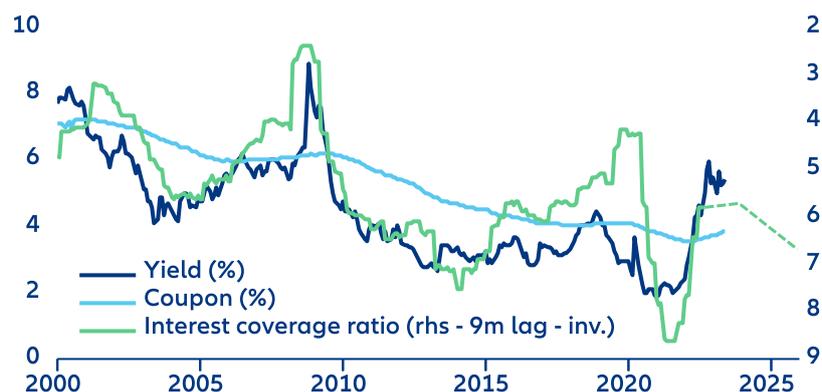
Figura 8: Profilo delle scadenze delle obbligazioni societarie (in percentuale del debito totale in essere %)



Fonti: Refinitiv Eikon, Allianz Research. Nota: escluse le obbligazioni perpetue.

L'ondata di rifinanziamenti prevista influirà negativamente sui rapporti di servizio del debito nel breve termine, soprattutto nell'Eurozona. In particolare, il rapporto di copertura degli interessi, che valuta il rapporto tra l'EBIT (utile prima degli interessi e delle imposte) e gli interessi passivi, dovrebbe peggiorare significativamente, soprattutto nel 2023. Se l'aumento dei costi di finanziamento supera la crescita degli utili, il rischio di default aumenterà. Tuttavia, nel 2024 e 2025, le società statunitensi dovrebbero superare le controparti europee, in quanto l'accelerazione prevista degli utili statunitensi dovrebbe superare l'aumento complessivo dei costi di finanziamento. Al contrario, nell'Eurozona, l'aumento del fabbisogno di rifinanziamento e l'incremento relativamente più marcato dei costi di rifinanziamento supereranno molto probabilmente la crescita degli utili, ponendo le basi per una continua erosione della capacità di rimborso del debito fino al 2025 (Figure 9 e 10).

Figura 9: Aziende statunitensi - copertura degli interessi rispetto al rendimento e alla cedola investment grade



Fonti: Refinitiv Datastream, Worldscope, Allianz Research. Nota: rapporto di copertura dei tassi d'interesse = EBIT / interessi passivi; i rendimenti societari sono mantenuti ai livelli attuali per tutta la simulazione.

Figura 10: Aziende dell'Eurozona - copertura degli interessi vs. rendimento e cedola investment-grade



Fonti: Refinitiv Datastream, Worldscope, Allianz Research. Nota: rapporto di copertura dei tassi d'interesse = EBIT / interessi passivi; i rendimenti societari sono mantenuti ai livelli attuali per tutta la simulazione..

Un deterioramento complessivo del rischio di credito fino al 2023 farà aumentare gli spread societari.

Sebbene si preveda che i costi di finanziamento rimarranno elevati nel prossimo futuro, esiste la possibilità di un forte allargamento degli spread se gli sviluppi macroeconomici e geopolitici dovessero prendere una piega sfavorevole e causare un ulteriore deterioramento della capacità di servizio del debito, con un conseguente modesto aumento dei declassamenti di rating e delle insolvenze. Tuttavia, è improbabile che i mercati assistano a un'impennata di "angeli caduti" (obbligazioni declassate allo "stato spazzatura") o di default. Data l'inversione della curva dei rendimenti, ci aspettiamo anche che le aziende si assicurino finanziamenti a costi più bassi estendendo il profilo di scadenza del loro debito negoziato (Figura 11).

Figura 11: Curve dei rendimenti investment-grade statunitensi ed europee (in %)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

In evidenza - De-dollarizzazione e riserve valutarie? Non così velocemente

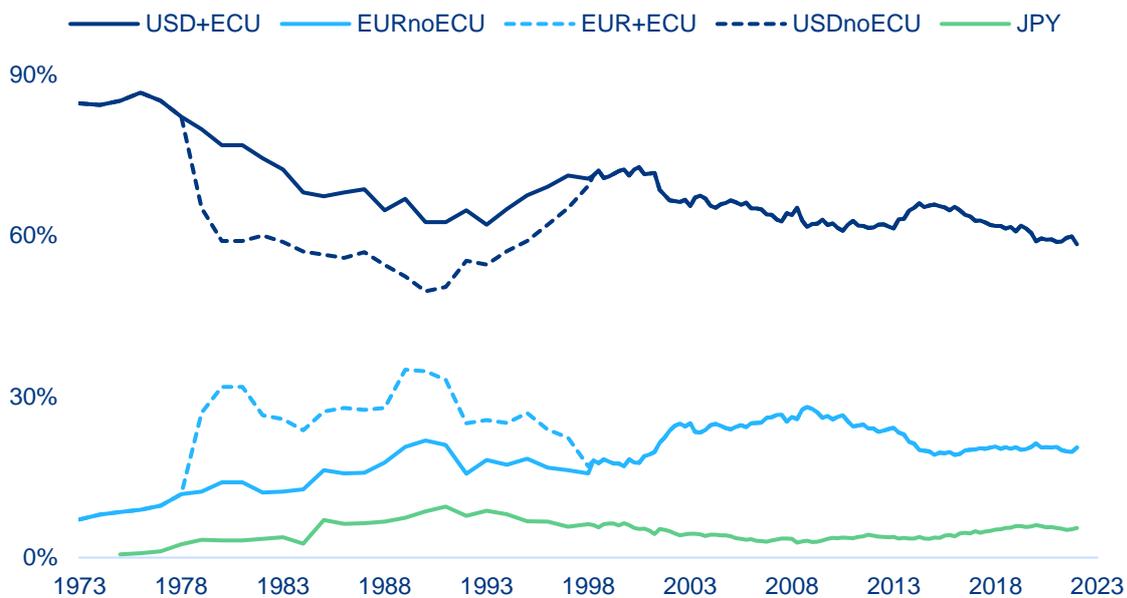
...

I recenti sforzi di alcuni mercati emergenti (EM) per diversificare le proprie riserve valutarie dal dollaro USA hanno sollevato dubbi sull'inizio della fine del dominio del dollaro. Tuttavia, la dinamica della diminuzione della quota del dollaro USA nelle riserve valutarie globali è molto più complessa di quanto suggeriscano le statistiche ufficiali (Figura 12). I fattori chiave spesso trascurati quando si parla di riserve

valutarie ufficiali sono che (1) qualsiasi cambiamento persistente rispecchia in ultima analisi la composizione valutaria del commercio (piuttosto che una scelta politica ad hoc, come il posizionamento strategico del renminbi cinese come moneta di scambio) e (2) la scelta valutaria dipende in larga misura dalla disponibilità di strumenti liquidi in mercati efficienti (insieme alla certezza del diritto e a una governance efficace). Entrambi i fattori probabilmente sosterranno per il momento lo status del dollaro USA come prima valuta di riserva del mondo. Tuttavia, l'aumento della quota di valute alternative nel commercio globale e l'approfondimento dei mercati dei capitali dei Paesi emergenti ridurranno nel tempo lo status dominante del dollaro USA, senza provocare un cambiamento di regime.

In primo luogo, la disponibilità di attività finanziarie liquide influenza pesantemente la composizione delle riserve valutarie. Il dollaro USA regna sovrano grazie alla profondità e alla liquidità del suo mercato dei titoli (dove è detenuta la maggior parte delle riserve in valuta estera), mentre altri contendenti come lo yuan cinese (CNY) devono affrontare sfide come la liquidità e l'accessibilità limitate. Inoltre, la frammentazione del mercato dell'euro (EUR) e l'elevato grado di partecipazione delle autorità finanziarie giapponesi al mercato dello yen giapponese (JPY) riducono le loro possibilità. Quando si parla di un'ipotetica valuta dei BRICS, molti guardano al funzionamento dell'ECU o del DSP, ma il ruolo che il dollaro USA ha svolto o continua a svolgere nel loro funzionamento viene talvolta trascurato (Figura 13).³

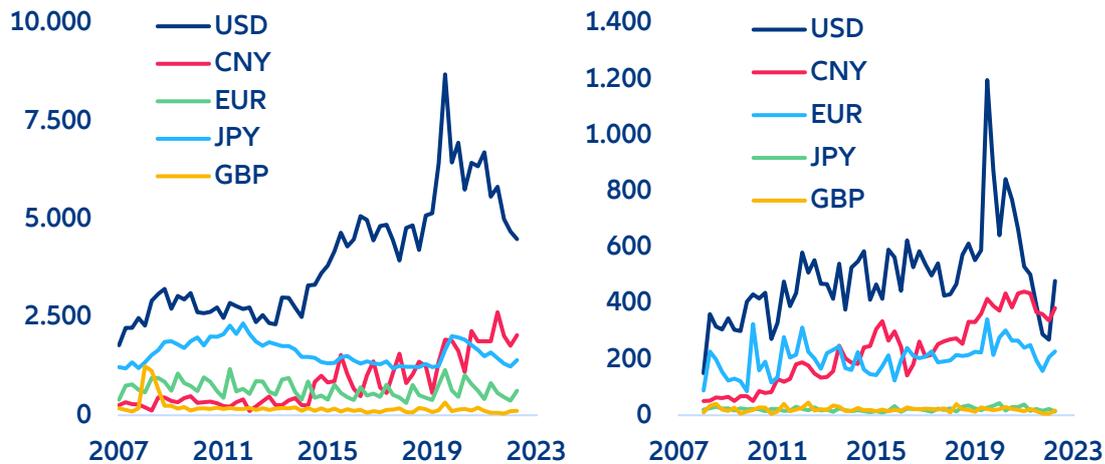
Figure 12: Decomposition of global official FX reserves (by currency)



Fonti: FMI, Refinitiv, Allianz Research. Note: 1/ L'EUR prima dell'introduzione dell'euro rappresenta la somma del marco tedesco, del franco francese e del fiorino olandese (e dell'ECU quando si applica); 2/ L'ECU veniva emesso a fronte di un paniere di USD e oro; di conseguenza, nei rapporti annuali degli anni '80 e '90 il FMI presenta la quota dell'ECU in due modi: (i) includendolo come singola valuta di riserva o (ii) aggiungendo il valore dell'ECU emesso a fronte dell'USD come parte delle riserve di USD ed escludendo la parte emessa a fronte dell'oro dal totale delle riserve in valuta. Poiché negli anni '90 i rapporti sembrano preferire quest'ultima soluzione, la quota dell'ECU è rappresentata come una linea continua, mentre la prima (considerando l'ECU come una valuta di riserva separata) è rappresentata da linee discontinue..

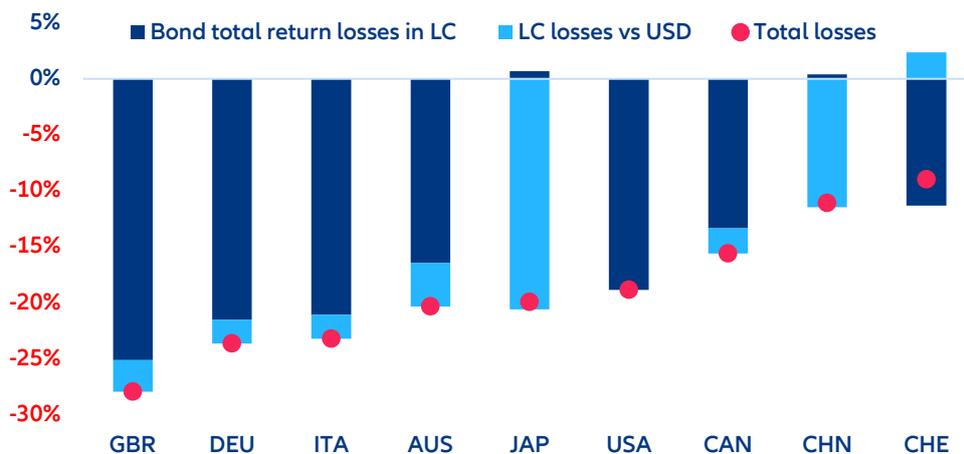
³ Il seguente link fornisce un confronto sul funzionamento di entrambi e sul ruolo fondamentale che l'USD ha avuto nella sua creazione.

Figura 13: Emissione di obbligazioni sovrane (a sinistra) e di obbligazioni societarie non finanziarie (a destra) per valuta (in miliardi di USD)



Fonti: Bloomberg, Allianz Research. Note: 1/ Aggreghiamo tutte le emissioni di tutti i livelli di governo, agenzie ed enti sovranazionali; 2/ Sono incluse tutte le emissioni, non solo quelle emesse dal Paese alla cui valuta ci riferiamo..

Figura 14: Perdite sul rendimento totale delle obbligazioni sovrane in paesi selezionati (da novembre 2022)

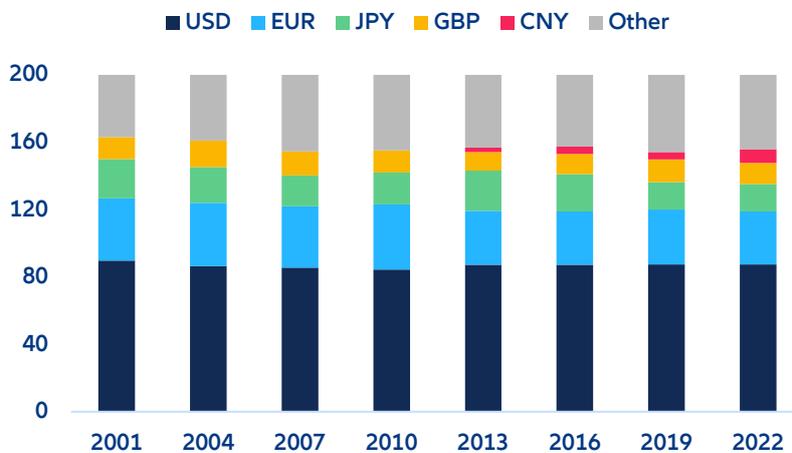


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Dallo scorso anno, l'effetto netto di un apprezzamento dell'USD sulla composizione delle riserve valutarie non è stato sostanziale. Si è sostenuto che un dollaro più forte sopravvaluta la sua quota reale nelle riserve valutarie mondiali, poiché la quota nominale dell'USD aumenterebbe senza variazioni nell'allocazione. Tuttavia, questa non è l'intera storia: il forte apprezzamento del dollaro USA dello scorso anno è stato causato da un aumento dei tassi di interesse, che ha comportato anche una minore valutazione dei titoli denominati in dollari (Figura 14). Infatti, le banche centrali di diversi paesi, tra cui la Banca del Giappone (il secondo maggior detentore di riserve in valuta), hanno venduto titoli denominati in USD per allentare le pressioni di deprezzamento sulle loro valute, diminuendo così la quota di USD nelle loro riserve (e anche la loro valutazione a causa di una minore valutazione dei titoli denominati in USD).

Diversi grandi paesi emergenti con significative riserve in valuta estera hanno anche venduto titoli di Stato USA in risposta alle pressioni di deprezzamento.⁴

Figura 15: Fatturato in valuta estera per valuta (%)



Fonti: BRI, Allianz Research. Nota: poiché ogni transazione coinvolge due valute, il totale ammonta al 200%, ma le quote devono essere lette singolarmente: ad esempio, il dollaro USA è stato coinvolto nell'88% di tutte le transazioni in valuta estera nel 2022.

Ciò che in ultima analisi determinerà il ruolo dell'USD come valuta di riserva non è la scelta di allocazione del portafoglio delle banche centrali, ma piuttosto l'utilizzo della valuta da parte del settore privato per gli scambi e gli investimenti. Negli ultimi decenni, la posizione dell'USD nelle transazioni del settore privato è cambiata solo leggermente in base al fatturato in valuta estera (Figura 15), all'emissione di obbligazioni da parte di società non finanziarie e ai pagamenti SWIFT (Figure 16 e 17). Sebbene le aziende che desiderano operare in Asia siano state "costrette" a partecipare ai mercati delle valute locali, queste valute non hanno ancora intaccato in modo significativo il dollaro USA quando si tratta di raccogliere denaro sui mercati internazionali dei capitali.

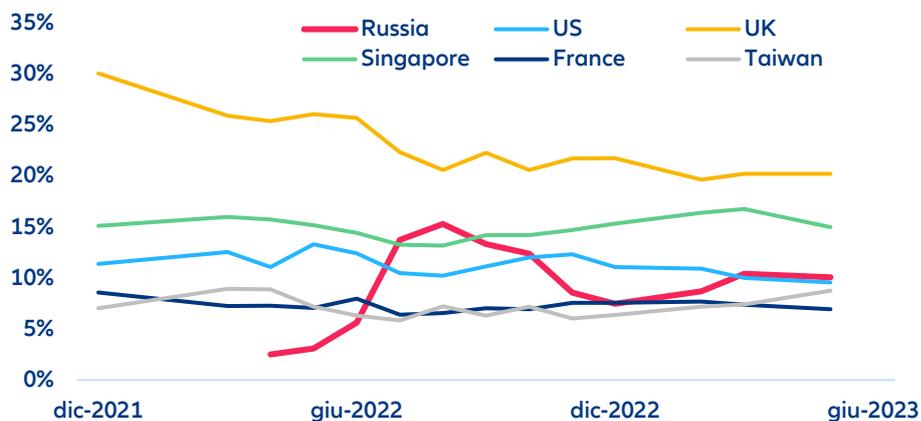
Nel breve termine, tuttavia, un dollaro USA più forte indebolirebbe il suo ruolo di valuta di riserva. Se l'accesso all'USD diventa più costoso, i mutuatari cercheranno alternative. Con la diminuzione delle riserve di USD in molte economie EM, queste diventano più selettive nel suo utilizzo e cercano di ripiegare su finanziamenti in valuta locale (ad esempio, tentativi di "lirizzazione"). Se portata all'estremo, questa situazione equivarrebbe a una prova reale della Legge di Gresham nell'era della moneta fiat.

Nel lungo periodo, l'incipiente frammentazione del commercio globale e una domanda di petrolio più diversificata - se persistente - sono destinate a rafforzare le ragioni delle alternative al dollaro USA, ma qualsiasi cambiamento significativo richiederà molto tempo per evolversi. Il cambiamento strutturale del mercato petrolifero provocato dalla rivoluzione dello shale-oil (che ha permesso agli Stati Uniti di diventare indipendenti dal punto di vista energetico) può paradossalmente danneggiare il ruolo dell'USD come valuta di riserva globale, poiché gli esportatori di petrolio, che giocano un ruolo cruciale nello status dell'USD (prezzi del petrolio, ampie quote di riserve di USD), dovrebbero riorientarsi verso altri Paesi e le loro valute. Inoltre, la pandemia di Covid-19 e la guerra in Ucraina hanno portato a un ripensamento della globalizzazione sia da parte delle economie avanzate (creando catene di approvvigionamento più resistenti) sia da parte dei Paesi emergenti (sfidando il dominio degli Stati Uniti sul sistema finanziario

⁴ Inoltre, l'allocazione concentrata delle riserve in valuta estera tra una manciata di paesi incide significativamente sulle quote aggregate. La Cina, pur essendo il maggior detentore di riserve valutarie, non può (per definizione) possedere riserve denominate in CNY. Inoltre, i paesi con grandi riserve valutarie, come la Cina e la Svizzera, detengono una quota inferiore alla media di USD nelle loro riserve, il che suggerisce un'allocazione distorta di USD e, in misura minore, di CNY tra i paesi con minori riserve..

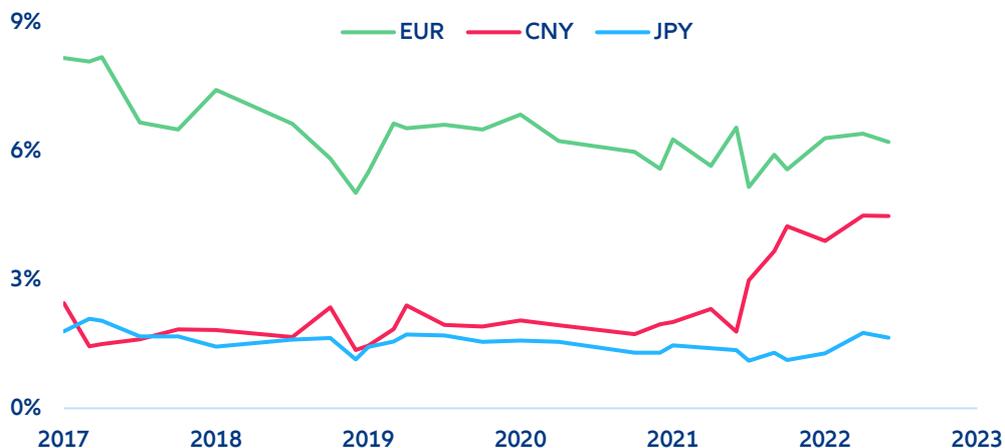
globale). Entrambi gli sviluppi hanno portato a una tendenza incipiente nel mercato delle materie prime: alcuni EM hanno deciso di utilizzare valute alternative al dollaro (tipicamente il CNY). Tuttavia, il passaggio alle valute alternative richiederà molto tempo a causa di ostacoli sostanziali,⁵ soprattutto quando si tratta di attrarre investimenti esteri, che richiedono una valuta stabile.⁶

Figura 16: Quota di transazioni SWIFT denominate in CNY (al di fuori della Cina, di Hong Kong e di Macao, per paese)



Fonti: Swift RMB Tracker, Allianz Research. Nota: la Russia non era regolarmente inclusa nel tracker poiché copre solo i primi 15 paesi, ma a dicembre 2018 la quota della Russia era inferiore all'1% rispetto all'attuale 10%.

Figura 17: Quota di valuta nel finanziamento del commercio globale, in base alle transazioni SWIFT



Fonti: Swift RMB Tracker, Allianz Research. Nota: la Cina ha sviluppato un proprio sistema di pagamento interbancario, il CIPS, e ne ha recentemente sollecitato l'utilizzo.

⁵ Si veda il nostro rapporto *La globalizzazione finanziaria: verso un sistema polarizzato?*

⁶ Molti paesi emergenti, in particolare in Africa, hanno già sperimentato come l'alternativa cinese non sia una panacea (ad es. [China applies brakes to Africa lending | Financial Times \(ft.com\)](https://www.ft.com/content/2022/07/27/china-applies-brakes-to-africa-lending))

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.