

Allianz Research | 07 Marzo 2024

93 anni per colmare il divario retributivo di genere



Ludovic Subran
Chief economist
ludovic.subran@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist, US and France
maxime.darmet@allianz-trade.com

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

Jasmin Gröschl
Senior Economist, Europe
jasmin.groeschl@allianz.com

Maddalena Martini
Senior Economist, Europe
maddalena.martini@allianz.com

Patricia Pelayo Romero
Senior Economist, Insurance and ESG
patricia.pelayo-romero@allianz.com

Kathrin Stoffel
Economist, Insurance and Wealth
kathrin.stoffel@allianz.com

Executive summary

- **Giornata internazionale della donna: ancora nessun aggiornamento.** Nonostante i progressi compiuti negli ultimi 30 anni nel campo dell'istruzione e della rappresentanza politica delle donne, la lotta per la parità di genere continua. Il divario di genere rimane in gran parte invariato, influenzato da disuguaglianze sistemiche che ostacolano lo sviluppo professionale delle donne. Al ritmo attuale dei progressi, ci vorrebbero ancora 46 anni perché le donne raggiungano i tassi di partecipazione al lavoro degli uomini, quasi il doppio (93 anni) per colmare il divario retributivo di genere e 33 anni per colmare le differenze di rappresentanza politica tra uomini e donne nei Paesi OCSE. In questo contesto, il calo dei finanziamenti alle iniziative per la parità di genere è motivo di preoccupazione. È necessario un maggiore sostegno pubblico per smantellare le barriere che le donne devono affrontare.
- **Eurozona: Come far rientrare il genio fiscale nella bottiglia.** I recenti dati sulla spesa pubblica di Germania, Francia, Italia e Spagna stanno già sollevando preoccupazioni sull'impegno del blocco alla disciplina fiscale. Evitare i fantasmi dell'austerità e gestire i compromessi fiscali esplosivi (protezione sociale, difesa, ecologia) pongono seri interrogativi ai percorsi fiscali. Mentre i governi delle quattro maggiori economie dell'Eurozona stanno cercando di stringere la cinghia in vista della reintroduzione del nuovo quadro fiscale dell'UE nel 2025, non vediamo alcuno sforzo di consolidamento immediato che sia sufficiente a rendere i Paesi pienamente conformi. Peggio ancora, tra le traiettorie di riferimento inviate dalla Commissione e i piani strutturali presentati dagli Stati membri, quest'estate un elenco preoccupante e intempestivo di Paesi rientrerà nella procedura per deficit eccessivo. Le proiezioni disponibili per il 2025 indicano che nove Paesi dell'Eurozona avranno un rapporto deficit/PIL superiore al 3% nel 2025, mentre 12 Paesi dell'Eurozona avranno un rapporto debito/PIL superiore al 60%.
- **Tassi più alti per le famiglie europee: qualcuno vince, qualcuno perde.** L'aumento dei tassi di interesse sta avvantaggiando alcune famiglie europee più di altre. Mentre le famiglie tedesche e francesi hanno visto i loro redditi da interessi aumentare più rapidamente dei pagamenti, quelle italiane e spagnole hanno registrato un deterioramento del saldo degli interessi. Le differenze nei comportamenti di risparmio e nei contesti bancari sono alla base dell'ineguale trasmissione della politica monetaria.

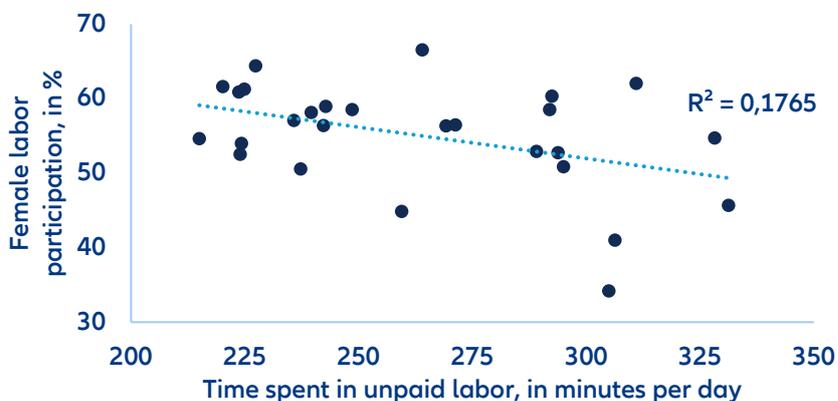
Giornata internazionale della donna: ancora nessun aggiornamento

Le donne dei paesi OCSE hanno registrato miglioramenti sorprendenti in termini di salute, istruzione e partecipazione politica. Questa settimana, la Francia è diventata il primo Paese al mondo a sancire il diritto all'aborto nella propria Costituzione. Ma la rinascita dei partiti di estrema destra ha messo sotto pressione i diritti riproduttivi in altri Paesi sviluppati, suggerendo un bivio sulla strada dell'uguaglianza di genere globale. In questo contesto, valutiamo la possibilità di emancipazione economica femminile nei Paesi OCSE esaminando cinque dimensioni: vita e salute, istruzione, lavoro, partecipazione al processo decisionale e pensionamento. Scopriamo che sono stati fatti grandi passi avanti nel campo dell'istruzione. Ad esempio, il 44,7% delle donne tra i 25 e i 64 anni ha completato l'istruzione terziaria, rispetto al 36,7% degli uomini. Questo, a sua volta, ha contribuito ad alcuni importanti indicatori di sviluppo, come il tasso di natalità adolescenziale per mille donne (di età compresa tra i 15 e i 19 anni), che è diminuito massicciamente da quasi 30 nel 1993 a 13,4 nel 2023. Le donne più istruite si sono anche tradotte in una maggiore rappresentanza politica femminile. All'inizio degli anni '90, meno del 16% dei seggi nei parlamenti nazionali era occupato da donne. Trent'anni dopo, questa cifra è più che raddoppiata, arrivando al 32,5%, un miglioramento non trascurabile, anche se rimane inferiore al 50%.

Ma i risultati lavorativi e finanziari sono in ritardo perché le donne dedicano più tempo al lavoro non retribuito.

Il tasso di partecipazione femminile non ha seguito la rapida traiettoria delle dinamiche dell'istruzione, aumentando di circa 5 punti percentuali dal 48% nel 1993 al 53% nel 2023. La cattiva stella della partecipazione femminile al lavoro è il lavoro non retribuito, poiché le donne si assumono ancora in larga misura le responsabilità della gestione della casa. La Figura 1 mostra la relazione tra il tasso di partecipazione femminile al lavoro e il tempo di lavoro non retribuito (domestico) speso dalle donne in minuti al giorno. Nei Paesi OCSE, le donne trascorrono in media 127 minuti in più di lavoro non retribuito rispetto agli uomini e circa mezz'ora in più rispetto agli uomini nel lavoro totale - retribuito e non retribuito. In Cina, l'unico altro Paese non OCSE che abbiamo esaminato, le donne dedicano 143 minuti in più al giorno al lavoro non retribuito rispetto agli uomini e 94 minuti in più al lavoro totale rispetto ai loro coetanei maschi.

Figura 1: Tasso di partecipazione femminile al lavoro e tempo dedicato al lavoro non retribuito dalle donne nei paesi OCSE.



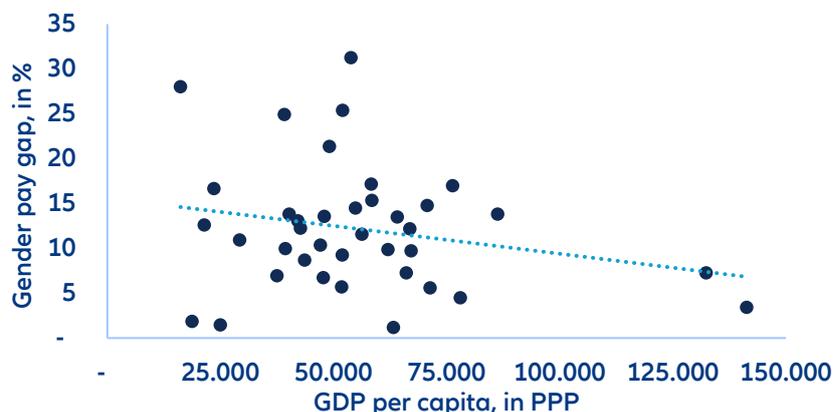
Fonti: OCSE, Banca Mondiale, Allianz Research

Anche il divario retributivo di genere non è cambiato molto negli ultimi tre decenni, passando dal 18,9% al 12,1%.

La Figura 2 mostra il divario retributivo di genere e il PIL pro capite a parità di potere d'acquisto, utilizzato come misura dello sviluppo economico. Gran parte della differenza di retribuzione tra uomini e donne è spiegata dal settore di impiego, dal tipo di contratto, dal lavoro part-time e dalle interruzioni di carriera. Tuttavia, questi sono sintomi dello stesso malessere: le donne devono ancora affrontare disuguaglianze sistemiche che creano ostacoli al loro sviluppo professionale. Nei settori STEM (scienza, tecnologia, ingegneria e matematica), ad esempio, le

donne sono state allontanate dalla carriera accademica a causa delle molestie subite¹. L'abbandono di questi settori da parte delle donne limita la loro capacità di guadagno e impedisce la creazione di una nuova generazione di mentori donna che possa favorire l'ingresso di un numero ancora maggiore di donne nel settore. La ricerca² dimostra costantemente che le donne che fanno da guida svolgono un ruolo cruciale nell'affrontare gli squilibri di genere in varie professioni,³ fornendo supporto psicosociale e di sviluppo della carriera, sponsorizzazione e coaching.

Figura 2: Divario retributivo di genere e PIL pro capite in PPA nei paesi OCSE



Fonti: OCSE, FMI, Allianz Research

Al ritmo attuale dei progressi, ci vorrebbero ancora 46 anni perché le donne raggiungano i tassi di partecipazione al lavoro degli uomini, quasi il doppio (93 anni) per colmare il divario retributivo di genere e 33 anni per colmare le differenze di rappresentanza politica tra uomini e donne nei Paesi OCSE. Svezia, Danimarca e Norvegia sono in cima alla nostra classifica grazie ai grandi passi avanti compiuti per livellare il campo di gioco tra uomini e donne, soprattutto nei settori della salute e dell'istruzione, oltre che nel mondo del lavoro, nella rappresentanza politica e nei risultati pensionistici delle donne. Ma Messico, Cina e Turchia hanno una lunga strada da percorrere per raggiungere l'uguaglianza di genere.

In questo contesto, è necessario un maggiore sostegno pubblico per smantellare le barriere che impediscono alle donne di raggiungere il loro pieno potenziale. Gran parte dei progressi registrati negli ultimi trent'anni sono il risultato di finanziamenti mirati agli obiettivi di sviluppo sostenibile. Tuttavia, l'aiuto pubblico allo sviluppo (APS) dei Paesi OCSE legato alla governance con obiettivi di parità di genere è in calo. L'APS a sostegno delle organizzazioni e dei movimenti per i diritti delle donne e delle istituzioni governative è sceso a una media di 684 milioni di euro all'anno nel 2021-2022, rispetto agli 824 milioni di euro del 2019-2020. Senza un ulteriore sostegno, chiudere il divario di genere sarà un sogno lontano, soprattutto per i Paesi in fondo alla nostra classifica.

¹ Reidy D., Salazar L., Baumler E., Wood L., Daigle L. *Sexual Violence against Women in STEM: A Test of Backlash Theory Among Undergraduate Women*. *J Interpers Violence*. 2023 Jul;38(13-14):8357-8376. doi: 10.1177/08862605231155124. Pubblicato il 2023 febbraio 20. PMID: 36803036.

² Crawford K., Windsor L. *Donne e minoranze incoraggiate a fare domanda (non a rimanere)*. 2021. SSRN .

³ Eurofound. *Indagini sulle condizioni di lavoro in Europa*. 2021.

Figura 3: Classifica del potere economico femminile

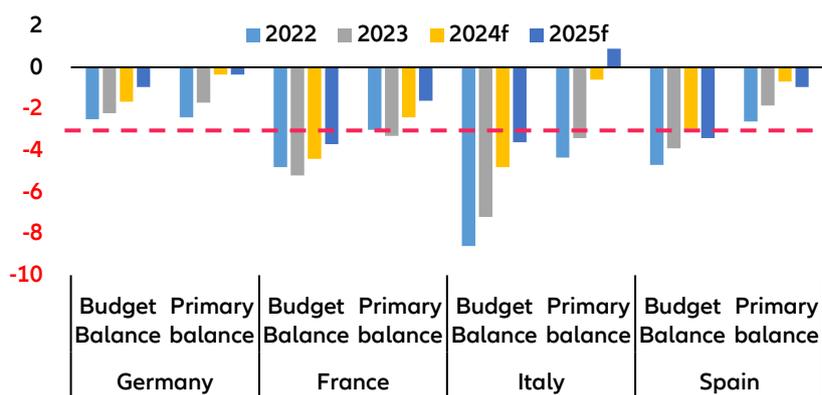
	Life and Health		Education		Labor outcomes		Participation in decision-making			Retirement			
	Fraction of life expectancy at birth spent in good health, %	Women whose need for family planning is satisfied with modern methods, in %	Adolescent birth rate (births per 1,000 women ages 15-19)	Population with secondary education or higher, in %	Expected years of schooling	Gender pay gap	Female labor force participation rates, in % (ages 15 and older)	Female NEET (youth not in education training or employment) rates, in %	Seats held by women in national parliaments, in %	Seats held by women in local governments, in %	Share of managerial positions held by women, in %	Healthy life expectancy at age 60, years	Share of women that are very worried about not having enough money for old age, in %
1. Sweden	85.9	86.7	3	77.9	21	7.2	61.6	4.7	46.4	44.0	43.0	19	7.7
2. Denmark	86.0	87.8	2	80.2	19	5.6	58.9	7.2	43.6	37.0	28.2	19	5.2
3. Norway	85.2	88.6	2	79.3	19	4.5	64.4	5.7	45.0	40.8	33.5	19	6.8
4. Iceland	86.2	80.1	5	73.8	21	9.7	71.2	4.6	47.6	51.3	37.6	19	9.6
5. Finland	85.7	90.5	4	79.4	20	15.3	57.1	6.9	45.5	40.2	36.5	20	6.8
6. Belgium	85.4	90.3	5	72.3	20	1.2	50.6	6.6	42.7	39.0	35.4	19	21.5
7. Switzerland	85.6	88.6	2	84.4	17	13.8	62.4	9.1	41.5	39.0	31.5	20	8.5
8. Netherlands	86.0	88.4	3	69.8	19	14.8	61.3	5.0	40.7	35.0	26.0	19	7.8
9. New Zealand	84.8	87.8	12	74.6	21	9.2	66.5	12.6	50.4	39.4	40.0	19	11.4
10. Australia	84.5	85.3	8	79.1	22	9.9	62.1	9.0	38.4	33.9	39.7	20	12.5
11. Ireland	85.6	88.4	6	75.7	19	7.3	60.3	6.8	23.1	23.9	38.0	19	8.1
12. United Kingdom	85.1	85.9	10	80.1	18	14.5	58.5	10.6	34.6	35.3	36.8	19	7.0
13. Austria	85.8	88.7	5	76.2	16	12.2	56.3	10.3	41.0	26.3	35.5	19	8.9
14. France	85.9	91.2	9	70.9	16	11.6	52.5	10.4	37.3	42.3	37.8	21	16.8
15. Canada	85.6	92.5	7	86.6	17	17.1	60.9	10.6	30.5	26.6	35.5	20	22.2
16. Latvia	86.8	80.9	11	93.5	17	24.9	55.2	9.1	30.0	30.5	45.9	17	24.1
17. Spain	85.0	86.3	6	53.4	19	6.7	52.9	10.1	43.0	38.6	33.3	20	23.5
18. Germany	85.1	87.3	7	80.7	17	13.5	56.4	7.7	34.9	30.3	29.2	20	20.8
19. Costa Rica	85.5	83.7	36	41.5	17	1.4	50.1	22.6	47.4	45.5	40.2	20	44.0
20. Israel	86.2	68.6	7	85.0	17	25.4	60.2	17.2	23.3	17.1	29.0	20	7.0
21. Lithuania	86.6	72.6	10	89.0	17	10.3	58.5	10.9	28.4	29.4	37.0	18	18.0
22. Poland	87.1	72.1	9	85.9	17	8.7	50.8	11.9	28.3	30.4	43.0	19	39.3
23. South Korea	86.7	82.3	2	74.8	16	31.2	54.6	21.0	18.6	30.3	14.6	21	28.9
24. Czechia	86.1	83.3	9	87.8	17	13.6	52.3	8.4	28.5	29.0	28.4	18	19.0
25. Japan	86.8	68.0	3	91.6	15	21.3	54.0	3.8	9.9	15.6	12.9	22	34.2
26. Luxembourg	85.5	80.1	4	72.5	15	3.4	58.2	7.4	33.3	25.1	21.9	19	21.0
27. Portugal	85.6	78.8	7	44.4	17	12.2	54.7	7.4	37.0	31.7	38.0	20	40.7
28. Slovakia	86.9	78.2	27	85.0	15	13.8	56.0	11.5	21.3	26.9	38.0	18	24.8
29. Italy	85.5	74.1	4	51.8	17	5.7	41.0	20.0	32.3	32.4	28.6	20	15.9
30. Chile	85.4	84.8	23	62.9	17	10.9	48.8	18.3	35.5	33.6	30.4	19	43.6
31. United	83.0	80.3	15	91.3	17	17.0	56.5	11.7	28.7	26.2	41.0	17	23.8
32. Hungary	87.0	79.2	22	76.4	15	13.1	52.7	13.2	14.1	30.5	36.6	17	20.8
33. Greece	86.0	66.0	8	62.3	20	6.9	44.8	12.0	21.0	21.8	29.6	20	53.5
34. Colombia	86.1	87.0	58	55.4	15	1.9	50.9	35.7	28.9	17.9	35.3	19	56.7
35. Mexico	85.2	81.6	54	35.2	15	16.7	45.7	26.7	50.0	47.5	38.5	17	40.0
36. China	87.0	92.0	11	32.4	12	12.6	61.1	18.5	24.9	32.2	25.0	17	18.6
37. Turkey	85.5	61.4	16	37.7	18	10.0	34.2	32.4	17.4	10.1	19.7	17	59.4

Fonti: OCSE, Banca Mondiale, Il nostro mondo in dati, Allianz Research

Come far rientrare il genio fiscale nella bottiglia

In vista della reintroduzione del nuovo quadro fiscale dell'UE, i segnali di slittamento dei conti pubblici minano la credibilità fiscale dei Paesi dell'Eurozona. Dopo il periodo di grazia concesso per il 2024 e l'approvazione finale prevista per aprile da parte del Parlamento UE, le nuove regole stabiliranno un ritmo lento ma costante di riduzione del deficit e del debito a partire dal 2025 su un periodo da quattro a sette anni (l'opzione estesa è disponibile se uno Stato membro intraprende riforme e investimenti in settori prioritari dell'UE). Ma i numeri del bilancio pubblico e le relative revisioni per il 2023 stanno sollevando preoccupazioni circa la futura conformità (Figura 4).

Figura 4: Saldo di bilancio pubblico (% del PIL)

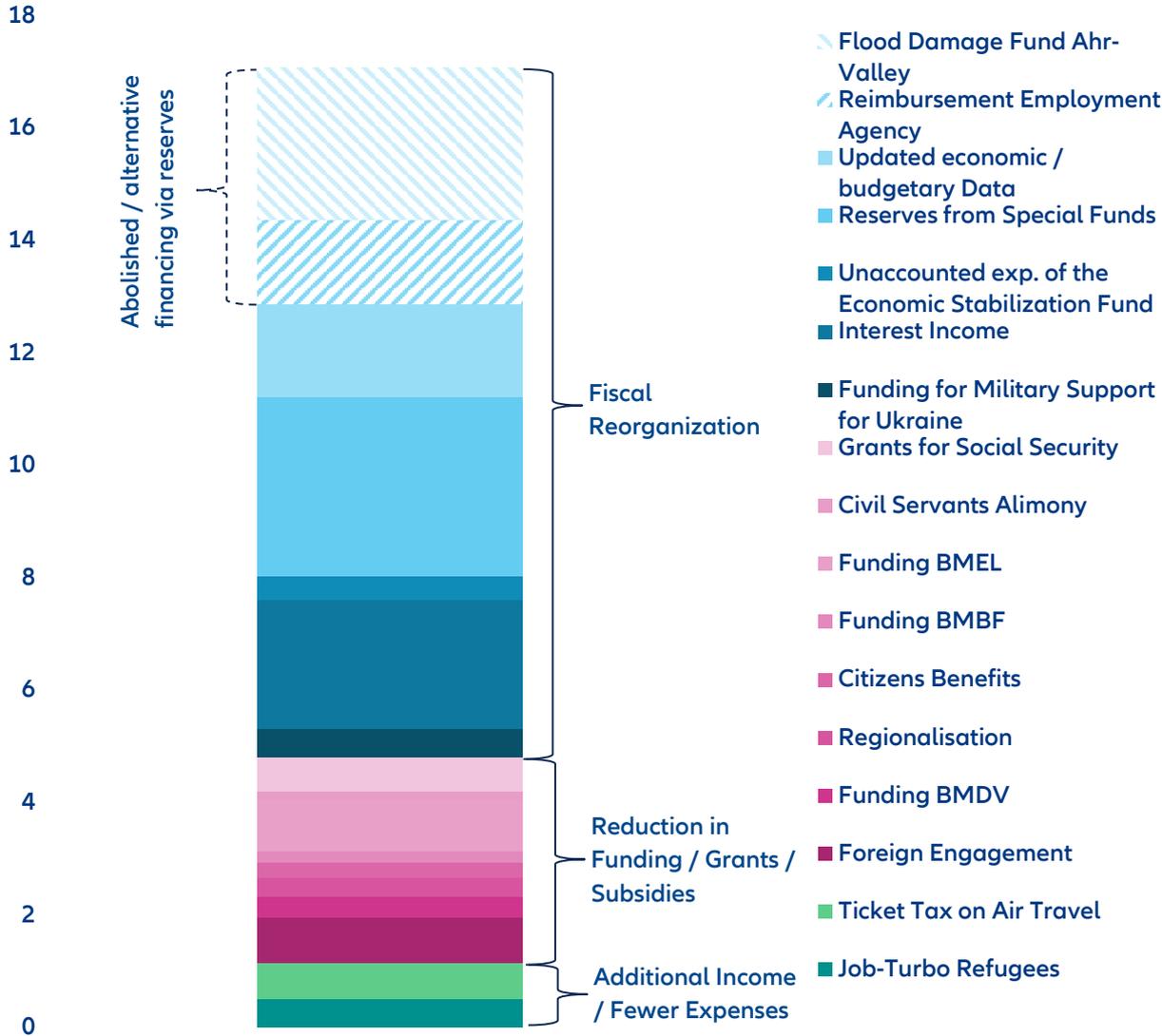


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: i numeri della Francia per il 2023 sono stime

Nonostante le molteplici crisi, la Germania sta perseguendo una riduzione del deficit che non è appropriata né dal punto di vista macroeconomico né per ragioni di sostenibilità del debito. Il rapporto deficit/PIL per il 2023 si è attestato al 2,1%, mentre il rapporto debito/PIL è pari al 65,9% e si prevede un'ulteriore riduzione in base all'attuale regola del debito. Tuttavia, la sentenza della Corte federale dell'autunno 2023 ha costretto il governo tedesco a tagliare e spostare le risorse. Nel 2024, la Germania stringerà la cinghia e l'indebitamento netto sarà guidato dal rispetto del freno al debito, poiché le alternative non sono attualmente politicamente praticabili. Ma i tempi veramente duri devono ancora arrivare. Il fabbisogno di interventi per il bilancio centrale è stato fissato a 17 miliardi

di euro, con l'accordo raggiunto dai leader della coalizione che ha definito un ulteriore fabbisogno di risparmio di 12,7 miliardi di euro nel fondo per il clima e la trasformazione (KTF). Nonostante il quadro apparentemente severo, le decisioni prese sono state in gran parte di natura finanziaria. Ci sono stati solo piccoli tagli effettivi (meno di 4 miliardi di euro) nel bilancio di base (Figura 5), in gran parte resi possibili dall'utilizzo delle riserve esistenti. Ma questo non sarà più possibile. Inoltre, ci sono 4,5 miliardi di euro di risparmi effettivi nel KTF e 5,5 miliardi di euro nel Fondo di stabilizzazione economica (WSF). In altre parole, non è rimasto molto delle misure di austerità annunciate, soprattutto in relazione all'acceso dibattito politico e pubblico. Il vero e proprio precipizio finanziario è ormai imminente per i negoziati sul bilancio 2025 e per gli anni successivi. Per il 2025, il Ministero federale delle Finanze prevede un deficit di finanziamento di 40 miliardi di euro. La pressione al risparmio aumenterà drasticamente con le attuali regole di bilancio. Allo stesso tempo, la pressione già estremamente elevata per stimolare l'economia e promuovere la trasformazione verde continua ad aumentare. La spesa per la protezione del clima è già inferiore a quella necessaria.

Figura 5: Accordo tra i leader della coalizione sul bilancio federale 2024, miliardi di euro



Fonti: BPA, Allianz Research

In Francia, la minore crescita del PIL sta costringendo il governo ad avviare il consolidamento fiscale prima del previsto per preservare la credibilità. Il deficit fiscale del 2023 non è ancora stato pubblicato, ma i dati fiscali mensili in arrivo per la fine del 2023 e le recenti dichiarazioni del governo suggeriscono che il deficit ha superato in modo significativo l'obiettivo del governo di -4,9% del PIL. Per il 2024, le autorità puntano a un deficit del -4,4% del

PIL. Il mese scorso, il Ministero delle Finanze ha abbassato le previsioni di crescita del PIL reale da +1,4% a +1,0%. Tuttavia, per preservare la propria credibilità, il governo ha ribadito il proprio impegno a raggiungere l'obiettivo del -4,4%. Le agenzie di rating hanno messo sotto osservazione la Francia, con una decisione attesa per aprile e maggio. Per rispettare l'obiettivo di deficit a fronte di una crescita più bassa, il ministro delle Finanze Bruno Le Maire ha annunciato 10 miliardi di euro di risparmi (0,4% del PIL), ottenuti tramite l'emanazione di un decreto esecutivo. Questi risparmi consistono in tagli generalizzati ai bilanci, ma non in aumenti delle tasse, poiché il Presidente Macron si è impegnato a non aumentare la pressione fiscale complessiva. Prima di annunciare questi nuovi risparmi, il governo francese contava sull'eliminazione "indolore" della maggior parte delle misure di protezione del costo della vita, grazie al calo dei prezzi dell'energia, per far scendere il deficit al -4,4%, ossia 16 miliardi di euro (0,6% del PIL).

Ci aspettiamo che il governo francese annunci ulteriori misure di risparmio per almeno 4 miliardi di euro quest'anno. Il governo ha annunciato 20 miliardi di euro di nuovi risparmi nel 2025. Questo rappresenterebbe il più forte consolidamento fiscale basato sulla spesa degli ultimi tempi. Le previsioni aggiornate del governo sul PIL reale, pari a +1% per quest'anno, appaiono ancora un po' ottimistiche; ci aspettiamo un +0,7%, il che significherebbe che sarebbe necessario trovare circa 4 miliardi di euro (0,15% del PIL) di risparmi aggiuntivi. Inoltre, lo slittamento del deficit al 2023 potrebbe significare un altro paio di miliardi da trovare. Il governo probabilmente se la caverebbe con ulteriori tagli di bilancio quest'anno. Per il 2025 ha annunciato che cercherà di ottenere 20 miliardi di euro di nuovi risparmi (0,7% del PIL), un importo molto più elevato di quello previsto nel progetto di bilancio dello scorso anno (12 miliardi di euro). La spesa sociale e i trasferimenti finanziari alle imprese potrebbero essere ridotti. Non escludiamo la possibilità di un aumento delle tasse a favore delle famiglie ricche per colmare il buco di bilancio - alcuni parlamentari della coalizione che sostiene il governo si sono infatti espressi a favore di questa politica. Complessivamente, in uno scenario di assenza di aumenti fiscali, stimiamo che la spesa pubblica aggregata reale (al netto del pagamento degli interessi) diminuirà del -1,4% nel 2024 e del -0,3% nel 2025 (Figura 6). Si tratterebbe del più forte consolidamento fiscale basato sulla spesa degli ultimi decenni, con una spesa reale ben al di sopra del trend.

Figura 6: Spesa pubblica reale della Francia, trimestrale 2019 in miliardi di euro (esclusi i pagamenti di interessi)

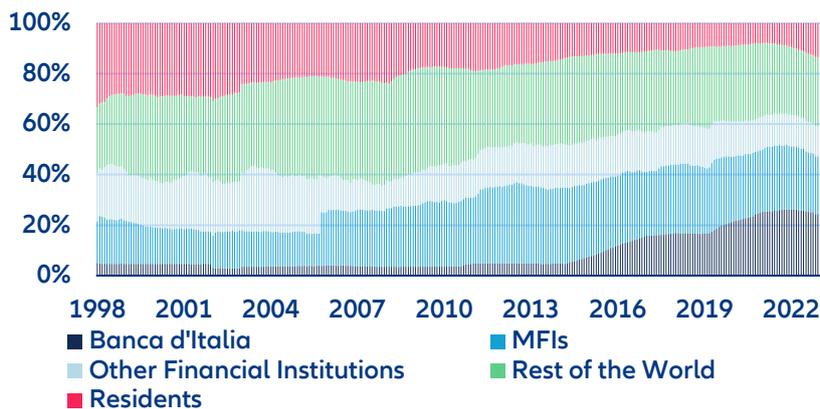


Fonti: Insee, Allianz Research

Nel frattempo, la credibilità fiscale italiana è tornata sotto i riflettori. Il deficit di bilancio italiano per il 2023 è risultato più alto del previsto (-7,2% rispetto al -5,3% stimato da Allianz Research e dal governo) rispetto al -8,6% rivisto al ribasso del 2022. Come si temeva, l'ampia diffusione del regime di credito d'imposta Superbonus per le ristrutturazioni domestiche ha avuto un forte impatto sulle finanze pubbliche, ben superiore a quello inizialmente stimato dal governo. A dicembre 2023, circa 102 miliardi di euro di investimenti complessivi nel settore dell'edilizia abitativa erano ammissibili ai crediti d'imposta, con un costo fiscale di 112 miliardi di euro. Il regime, generoso e non mirato, ha dato impulso al settore delle costruzioni per tutta la sua durata. Il valore aggiunto lordo delle costruzioni si è espanso in modo massiccio, registrando una crescita media annua del +12% nel periodo 2021-2023, rispetto al -3% annuo tra il 2010 e il 2019. Di conseguenza, ci aspettiamo un forte rallentamento con l'affievolirsi del programma.

Nonostante i vecchi timori, i mercati finanziari sembrano essere diventati più indulgenti nei confronti delle mosse fiscali dell'Italia. In effetti, la reazione del mercato è stata piuttosto attenuata e lo spread del BTP non è aumentato dopo la pubblicazione dei dati (il 1° marzo) come sarebbe accaduto in tempi "pre-pandemia". La concomitante revisione al rialzo del dato sul PIL e la fine dell'offerta del BTP Valore hanno forse rassicurato gli investitori internazionali; il PIL 2023 è stato rivisto a +0,9% dal +0,7% precedentemente stimato, mentre il titolo di Stato retail (alla sua terza emissione) ha raggiunto ordini record di 18,3 miliardi di euro. Il grande appetito degli investitori privati nazionali rassicura anche sulle prospettive di finanziamento per il 2024, quando oltre 300 miliardi di euro di titoli di Stato dovranno essere rinnovati, in concomitanza con lo svuotamento del portafoglio di attività della banca centrale. A dicembre 2023, gli investitori retail italiani detenevano il 13,4% del debito pubblico totale, dal 9,5% alla fine del 2019 (Figura 7).

Figura 7: Italia - Quota del debito pubblico detenuta da ciascun investitore (%)



Fonti: Banca d'Italia, Allianz Research

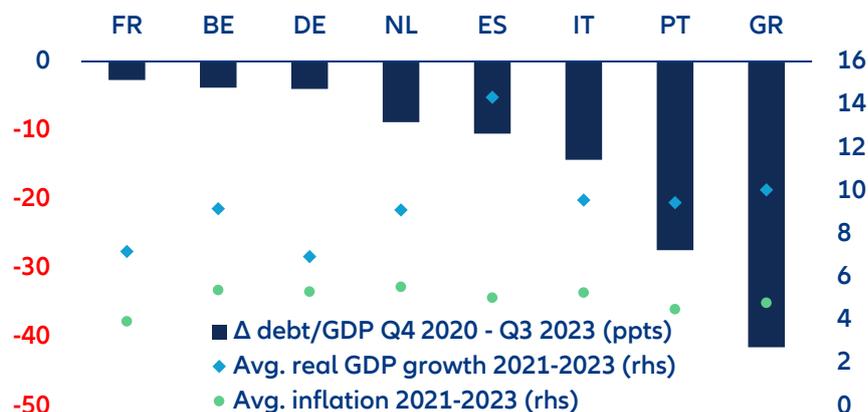
Nonostante l'ampliamento del deficit, il rapporto debito pubblico/PIL dell'Italia è diminuito, grazie alla forte inflazione e alla maggiore crescita economica (Figura 8). Il debito pubblico è riuscito a scendere più del previsto al 137,3% del PIL nel 2023 dal 140,5% dell'anno precedente (e dal picco di circa il 155% del PIL nel 2020). Tuttavia, non ci aspettiamo un consolidamento fiscale convincente nel 2024 (deficit pubblico previsto al 4,3% dal governo e al 4,8% da Allianz Research). Prevediamo che il rapporto deficit/PIL scenda sotto il 3% solo nel 2026, insieme a una riduzione solo marginale del rapporto debito/PIL in seguito alla normalizzazione dei tassi di inflazione e di crescita, riducendo il cosiddetto "effetto palla di neve".

Infine, la fragile situazione politica della Spagna potrebbe influire sulle future decisioni fiscali. Prevediamo che il rapporto debito/PIL si ridurrà gradualmente nei prossimi anni, anche se a un ritmo lento. In base alle proiezioni attuali, il rapporto debito/PIL dovrebbe rimanere al di sopra del 100% per i prossimi quattro anni, scendendo dal 108,4% stimato nel 2023 al 104% nel 2027. Il deficit di bilancio dovrebbe rimanere relativamente stabile a circa il 3,5% del PIL per tutto il periodo di previsione. Il governo si è impegnato a ridurre gradualmente il deficit di bilancio nei prossimi tre anni, partendo da circa il 4% nel 2023 e puntando al 2,5% nel 2026. Notiamo che la stabilità politica in Spagna è fragile e il rischio di paralisi politica è elevato, dato il gran numero di partiti regionali, tutti con interessi in competizione. Un ambiente politico così frammentato comporta rischi per il deficit di bilancio, poiché il governo Sanchez potrebbe dover far fronte alle richieste di maggiore spesa sociale da parte dei partiti socialisti, ad esempio.

Le proiezioni disponibili per il 2025 suggeriscono che sei Paesi dell'Eurozona potrebbero superare sia il deficit che il debito/PIL, ma dovremo aspettare il prossimo anno per valutare l'efficacia del nuovo quadro fiscale. Lo scarso rispetto delle regole e la debolezza dell'applicazione sono stati i principali problemi del quadro fiscale originario. Ad oggi, nove Paesi dell'Eurozona avrebbero un rapporto deficit/PIL superiore al 3% nel 2025, il che richiederebbe un aggiustamento strutturale annuale pari allo 0,5% del PIL. Inoltre, 12 Paesi dell'Eurozona avranno un rapporto debito/PIL superiore al 60% nel 2025. Pertanto, senza considerare i fattori di attenuazione che il Consiglio e la CE inizieranno a prendere in considerazione, sei Paesi dell'Eurozona (Francia, Spagna, Italia, Belgio, Finlandia e Slovacchia) probabilmente violeranno i criteri del 3% di deficit e del 60% di debito il prossimo anno, innescando potenzialmente una procedura per deficit eccessivo. Ma per rendere il quadro più applicabile e

flessibile, una nuova salvaguardia del debito differenzierà il percorso di consolidamento dei Paesi con un debito pubblico tra il 60% e il 90% del PIL e di quelli al di sopra del 90%. In prospettiva, nuovi elementi (ad esempio, salvaguardie, piani specifici per Paese) potrebbero complicare l'applicazione delle regole. Allo stesso tempo, nei primi anni sarà offerta anche una certa flessibilità temporanea (ad esempio, l'esclusione degli interessi passivi dal deficit, l'esclusione di alcune spese dal percorso della spesa netta). Le elezioni europee del giugno 2023 potrebbero anche influenzare politicamente la posizione dei Paesi nei confronti dell'UE e, di conseguenza, il loro impegno nei confronti delle regole fiscali.

Figura 8: Variazione del rapporto debito/PIL, 2020-2023

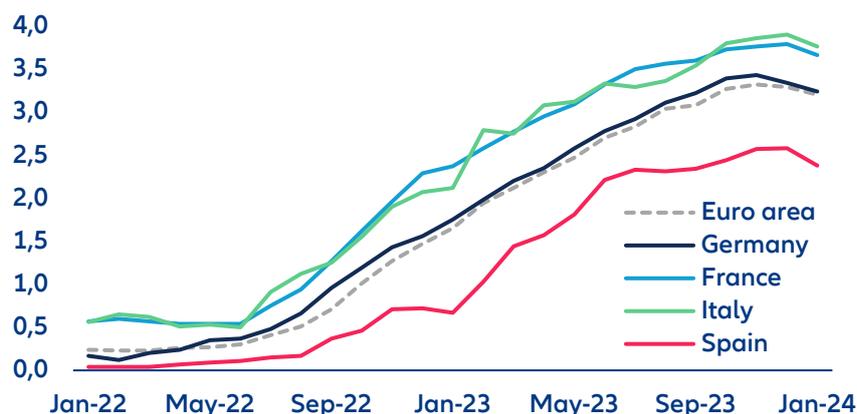


Fonte: LSEG Datastream, Eurostat, Allianz Research

Reddito da interessi: Uno scenario di perdita per le famiglie europee

Per la gioia dei risparmiatori e il dispiacere dei debitori, la svolta sui tassi d'interesse avviata dalla BCE nella lotta contro l'inflazione ha portato a significativi aumenti dei tassi d'interesse per i clienti. In media nell'Eurozona, i tassi di deposito sulle nuove operazioni sono aumentati di ben 290 pb da fine giugno 2022 a gennaio 2024, anche se di recente sono scesi di 9 pb dal picco di dicembre in tutte e quattro le principali economie dell'Eurozona (Figura 9). Tuttavia, vi sono notevoli differenze tra questi Paesi: Mentre i risparmiatori in Francia e in Italia hanno visto un aumento rispettivamente di 312 pb e addirittura di 326 pb, l'aumento per le famiglie spagnole è stato di "soli" 227 pb; in Germania i tassi sono aumentati di 287 pb.

Figura 9: Tassi di interesse medi sui depositi bancari* - nuove imprese, in %



Fonti: BCE, Allianz Research. *Depositi con scadenza prestabilita.

Con l'eccezione della Spagna, l'aumento dei tassi di interesse è stato trasferito in misura molto minore sul lato dei prestiti rispetto a quello dei depositi, il che ha portato a un notevole calo dei margini. Nell'Eurozona nel suo complesso, l'aumento dei tassi medi sui prestiti è stato di 253 pb alla fine di gennaio 2024, 37 pb in meno rispetto al rispetto al versante dei depositi (Figura 10). Il differenziale dei tassi di interesse è diminuito in Germania (81 pb), Italia (42 pb) e Francia (29 pb), ma è aumentato di 6 pb in Spagna.

Cattive notizie per i (futuri) mutuatari. Dopo un calo o almeno una stabilizzazione (Francia) a dicembre, i tassi medi sui prestiti sono aumentati di nuovo a gennaio: di 21 punti base nell'intera Eurozona e di ben 70 punti base in Italia. Ciò è dovuto a un aumento dei tassi d'interesse sui prestiti al consumo e sugli altri prestiti, mentre i tassi d'interesse sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti in tutti e quattro i Paesi.

Figura 10: Tassi di interesse medi ponderati sui prestiti bancari* - nuove imprese, in %



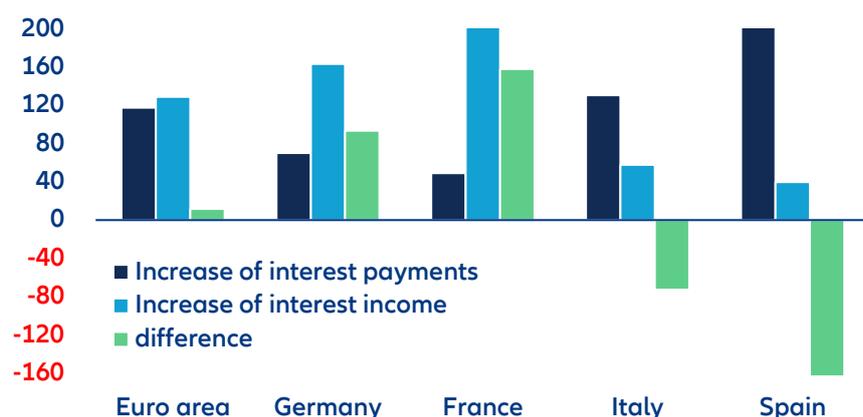
Fonti: BCE, Allianz Research. *Prestiti per l'acquisto di abitazioni, credito al consumo, altri prestiti.

Chi ne beneficia e chi ne paga il prezzo? Le famiglie dei quattro grandi paesi stanno chiaramente risentendo dell'inversione di tendenza dei tassi d'interesse, anche se con segni diversi (Figura 11). I tedeschi e i francesi ne stanno beneficiando in maniera piuttosto consistente: Nel corso del 2023, gli interessi attivi sulle somme in sospeso sono aumentati rispettivamente di 163 e 207 euro pro capite, in misura significativamente maggiore rispetto all'aumento degli interessi passivi (rispettivamente di 70 e 49 euro). Ciò ha creato un "profitto inatteso" per le famiglie pari a 93 euro (Germania) e 158 euro (Francia). La situazione è esattamente opposta in Italia e Spagna, che hanno visto un significativo peggioramento del saldo degli interessi, rispettivamente di 73 e 164 euro pro capite.

I guadagni delle famiglie tedesche sono principalmente dovuti all'afflusso in massa di risparmiatori flessibili verso offerte interessanti. I depositi con durata prestabilita sono aumentati di oltre 270 miliardi di euro (3.280 euro pro capite), ovvero di quasi il 90% in un anno, e la loro quota sui depositi complessivi è quasi raddoppiata, arrivando a circa il 21%. In Francia, invece, lo spostamento dai depositi a vista verso i depositi con durata prestabilita (a più alto rendimento) è stato meno pronunciato (+15%) perché i depositi a vista hanno un ruolo molto più limitato: solo il 30% di tutti i depositi sono parcheggiati lì, rispetto al 63% in Germania, al 69% in Italia e all'87% in Spagna. I conti bancari più popolari sono i conti di risparmio come il "livret A", che offrono tassi competitivi esenti da imposte (ma solo fino a un certo limite di risparmio). Non c'è quindi da stupirsi che la Francia abbia registrato il più forte aumento dei tassi di tutti i Paesi considerati, e quindi i maggiori guadagni per le famiglie. Inoltre, sul fronte del passivo, la percentuale di mutui a tasso variabile è molto bassa, scendendo di 1,1 punti percentuali a solo il 2,7% nel corso dell'anno. In Germania, questa quota si è attestata al 13,0% alla fine del 2023, 6,4 punti percentuali in meno rispetto all'anno precedente.

D'altro canto, le famiglie italiane e spagnole devono far fronte a un onere per interessi significativamente più elevato, soprattutto a causa della percentuale relativamente alta (ma in netta diminuzione) di mutui a tasso variabile (Spagna: 17,7%, Italia: 40,6%). Inoltre, entrambi i Paesi beneficiano meno del lato patrimoniale: Sebbene le famiglie spagnole e italiane abbiano quasi raddoppiato i loro risparmi sotto forma di depositi con durata prestabilita, le somme in questione sono molto più piccole (in media 1.440 euro pro capite in Italia e 2.730 euro pro capite in Spagna) e questi depositi rappresentano rispettivamente solo il 13% e il 7% del totale dei depositi bancari. Inoltre, i tassi di deposito in Spagna sono aumentati di "soli" 247 pb dalla fine di giugno 2022, molto meno della media dell'Eurozona (+299 pb).

Figura 11: Aumento degli interessi attivi e passivi (sulle consistenze)*, 2023 rispetto al 2022, in euro pro capite



Fonti: BCE, Allianz Research. *Depositi: depositi a vista, depositi con durata prestabilita, depositi rimborsabili con preavviso; prestiti: prestiti per l'acquisto di abitazioni, credito al consumo, altri prestiti.

Ma il periodo di luna di miele per alcune famiglie non durerà per sempre. I prestiti a tasso fisso un giorno arriveranno a scadenza e dovranno essere rifinanziati a tassi molto più alti. Inoltre, i tassi di interesse sui depositi hanno già raggiunto il loro picco, mentre anche le famiglie tedesche più frugali possono spostare solo una parte dei loro .

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