

Prospettive economiche 2023-2024: Keep Calm & Carry On

15 December 2022

EXECUTIVE SUMMARY

Secondo il nostro ultimo aggiornamento economico trimestrale, il deterioramento della crisi energetica e il mix di politiche hanno confermato le previsioni di rallentamento della crescita e l'aumento dei tassi di interesse. Per il prossimo anno, abbiamo individuato otto temi per tenere l'orecchio a terra durante la grande quarantena energetica:

#1. Crescita. Nel 2023 continuiamo a prevedere una lieve recessione in Europa, a causa della crisi energetica, e negli Stati Uniti a causa della brusca normalizzazione delle condizioni monetarie e finanziarie. Questa recessione di transizione metterà alla prova la capacità di resistenza. Bilanci più solidi, domanda arretrata e sostegno fiscale contribuiranno a limitare i danni. Nei paesi emergenti, la crescita dovrebbe rimanere stabile nel 2023. Nel 2024, prevediamo una ripresa negli Stati Uniti, mentre l'Eurozona potrebbe rimanere bloccata a causa dello stop-and-go dell'energia.

#2. Energia. Il gap energetico continuerà a destare preoccupazioni in Europa. Dopo che lo stoccaggio record di gas e gli incrementi di efficienza energetica hanno permesso di evitare uno scenario di blackout nel 2022, le prospettive per il prossimo inverno (2023-2024) sono incerte, poiché la sostituzione delle importazioni di gas russo non sarà sufficiente. L'incertezza della fornitura di gas creerà effetti negativi sulla fiducia e metterà alla prova le capacità fiscali della regione di attutire l'impatto dei prezzi elevati dell'elettricità su imprese e famiglie. Inoltre, costringerà i governi a trovare alternative per migliorare l'efficienza energetica e stabilizzare il consumo di gas al di là dei risparmi a breve termine. L'alternativa è una ripetizione del 2012 e un rischio di frammentazione in Europa.

#3. Politica. La (geo)politica è tornata prepotentemente alla ribalta. Da un Congresso diviso e da un evidente ritorno al protezionismo attraverso l'*Inflation Reduction Act* (IRA) negli Stati Uniti, alle politiche europee di contrasto allo shock competitivo negativo derivante dalla crisi energetica (sovranità, reindustrializzazione), all'atto di bilanciamento della Cina per uscire dallo zero-Covid e alle numerose e importanti elezioni imminenti, gli investitori e le aziende dovranno giocare con strategie di coping e di tamponamento..

#4. Misure Covid. Il cambiamento delle misure di contenimento della Cina allevierà le pressioni sul rallentamento del commercio globale e accelererà il calo dei prezzi alla produzione. La ripresa interna post-Covid potrebbe iniziare a farsi sentire nella seconda metà del 2023 e nel

2024, poiché ci aspettiamo che le restrizioni sanitarie vengano allentate nella primavera del 2023. Un allentamento più rapido andrebbe a vantaggio dell'economia globale, mentre un'eventuale battuta d'arresto potrebbe pesare sul commercio mondiale e ritardare l'allentamento delle pressioni inflazionistiche..

#5. Sfide. Nei prossimi mesi i mercati emergenti dovranno affrontare sfide e venti contrari molto diversi tra loro. Il rischio politico è aumentato in America Latina, i paesi dell'Europa orientale sono stati colpiti più duramente di altri dalla crisi energetica e gli importatori di materie prime di tutto il mondo dovranno fare i conti con un dollaro forte e con i prezzi elevati dell'energia e dei prodotti alimentari. La differenza la faranno le mosse politiche. Le preoccupazioni per la sostenibilità del debito aumentano per alcuni paesi in un contesto di tassi crescenti e di fuga di capitali verso la sicurezza.

#6. Inflazione. Le banche centrali sono determinate a combattere l'inflazione e ad assicurarsi che non rimanga radicata. Mentre l'attuale percorso di rialzo si sta per moderare, l'indipendenza delle banche centrali sarà messa alla prova in entrambi i casi: mantenendo la propria posizione monetaria più restrittiva più a lungo nonostante l'incombente recessione, o gettando la spugna prima del tempo e rischiando definitivamente la stagflazione. In un contesto di moderato inasprimento quantitativo e di diminuzione della liquidità a livello di sistema, c'è il rischio di una stretta dovuta a errori politici.

#7. Spesa fiscale. Dal 2020, la guerra contro il virus, e ora contro la Russia, ha avuto una super arma: la spesa fiscale. Questa rimarrà al centro della scena nei prossimi due anni, dalle misure di sostegno alla crisi del costo della vita, alle politiche industriali verdi per aiutare le guerre silenziose (cambiamento climatico, invecchiamento), fino alla lotta contro l'impulso a una massiccia inversione di rotta della politica fiscale. Per evitare che i mercati finanziari diventino molto selettivi, è auspicabile che gli aiuti siano più mirati e che si riducano le distorsioni.

#8. Prospettive. Nel 2022 i mercati hanno vissuto un disastro senza precedenti, con una correzione dei prezzi senza precedenti sia per le azioni che per il reddito fisso. In prospettiva, le previsioni sugli utili sembrano ancora troppo ottimistiche e anche una recessione più lieve non è del tutto scontata. Il reddito fisso è tornato, ma attenzione al rischio. Inoltre, mentre le banche centrali drenano la liquidità in eccesso a livello di sistema e i volumi di trading diminuiscono anche nei mercati storicamente liquidi, attenzione agli incidenti finanziari.

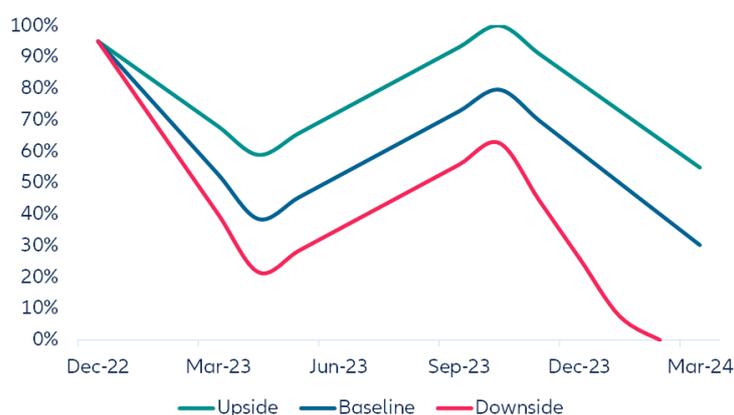
Crisi energetica: per quanto tempo ancora?

La risposta politica in evoluzione all'attuale crisi energetica e alimentare modellerà le prospettive per il prossimo anno. La continua incertezza sull'approvvigionamento di gas e gli elevati prezzi dell'elettricità e dei prodotti alimentari peseranno sulla fiducia dei consumatori e sulle prospettive commerciali, determinando una dinamica di crescita stop-and-go a causa di effetti negativi sulla fiducia sempre più radicati. L'Europa è l'epicentro della crisi energetica e quindi, nel breve periodo, l'impatto negativo sarà più pronunciato, mentre i rischi rimangono chiaramente orientati al ribasso. Più specificamente, la profondità della crisi del costo della vita in Europa dipenderà da come le basse temperature scenderanno quest'inverno, da quanto bene la solidarietà dell'UE regge e da quanto efficientemente le imprese potranno liberarsi dal gas russo o passare a fattori produttivi meno energivori. Anche le centrali nucleari francesi torneranno in rete più tardi di quanto inizialmente previsto, il che complica l'attuale "atto di bilanciamento energetico".

Prevediamo che i prezzi dell'energia rimarranno elevati nei prossimi due anni. Ipotizziamo che i flussi di gas russo verso l'Europa attraverso il gasdotto Nord Stream rimarranno a zero fino alla primavera, con una bassa probabilità di ripresa delle esportazioni nell'autunno 2023 (potenzialmente innescata dai colloqui di pace tra Ucraina e Russia). Un'ulteriore fornitura limitata attraverso il gasdotto Yamal (attraverso la Polonia) sarebbe vista come un segnale positivo dai mercati. Con l'OPEC+ prudente e i volumi di GNL limitati, l'offerta dovrebbe rimanere limitata sia per il petrolio che per il gas naturale. Inoltre, nonostante un certo allentamento della domanda dovuto alla recessione globale prevista per il 2023 e alla distruzione della domanda di gas, riteniamo che i mercati rimarranno tesi e i prezzi elevati per i prossimi due anni. Prevediamo che i prezzi del petrolio raggiungeranno una media di 95 USD/bbl nel 2023 e di 90 USD/bbl nel 2024, mentre i prezzi del gas naturale TTF raggiungeranno una media di 170 EUR/MWh nel 2023 prima di consolidarsi leggermente a 150 EUR/MWh nel 2024. I rischi al rialzo potrebbero derivare (i) da una recessione più morbida, (ii) ulteriori tagli all'offerta da parte dei produttori o (iii) insufficienti risparmi di gas in Europa. I rischi al ribasso potrebbero derivare da (i) una recessione più dura e (ii) una transizione energetica più rapida (attraverso una maggiore efficienza o una maggiore disponibilità di energia elettrica).

Una riduzione sostenuta della domanda di energia sarà fondamentale in quella che diventerà una crisi di approvvigionamento energetico più persistente. Nel nostro scenario di base, ipotizziamo che l'Europa entrerà nell'inverno 2023/24 con uno stoccaggio al 65-70% della capacità nella migliore delle ipotesi (ipotizzando un rifornimento di gas stoccato +20-25 pps da fine marzo 2023 a inizio novembre). Tuttavia, poiché l'Europa è entrata nel Q3 2022 con livelli di stoccaggio superiori all'80%, stiamo anche puntando a risparmi energetici sostenuti. La maggiore disponibilità di energia nucleare francese fornirà un cuscinetto piuttosto significativo. Come scenario al ribasso, vediamo il 40% dello stoccaggio all'inizio dell'inverno 2023, che dovrebbe raddoppiare il divario energetico nell'inverno 2023-24 e spingere l'Europa nel suo secondo anno di recessione (Figura 3). In futuro, le sfide principali riguardano la progettazione dei mercati nazionali dell'energia e la compatibilità delle diverse infrastrutture energetiche (ad esempio, la fornitura di gas dalla Spagna, dove le importazioni superano il consumo) ad altre parti d'Europa. Anche aumentare gli investimenti nelle infrastrutture per le energie rinnovabili e le valide alternative al gas dei gasdotti, come i terminali GNL nei porti, è essenziale, ma richiede un impegno strategico tempestivo e richiederà tempo. Nel frattempo, per mitigare efficacemente l'impatto della crisi energetica sarà necessaria una risposta coordinata di politica di bilancio, (1) riutilizzare gli oltre 200 miliardi di EUR di fondi Next Generation EU ancora rimanenti e/o (2) istituire un nuovo fondo di crisi presso la Commissione europea, utilizzando SURE come modello (sostenuto da garanzie governative).

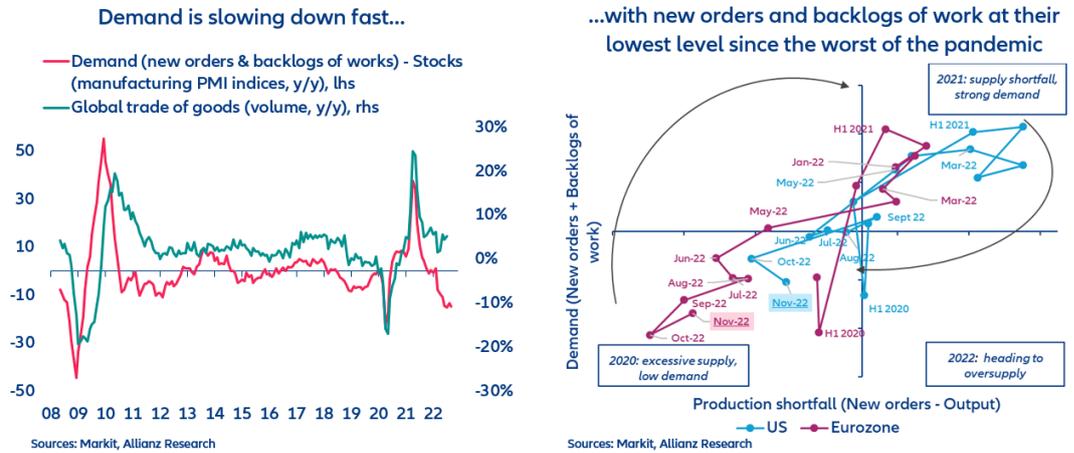
Figura 3: Scenari europei di stoccaggio del gas



Fonti: ENTSO-G, Allianz Research

Il commercio mondiale continua a rallentare mentre l'attività industriale si ritira nonostante l'allentamento dei vincoli sul versante dell'offerta (Figura 4). L'eccesso di offerta nel settore manifatturiero è peggiorato dal 3° trimestre 2022, in particolare in Europa. I nuovi ordini e gli arretrati di lavoro sono al livello più basso dalla pandemia nel 2020. Pertanto, il settore manifatturiero dovrebbe rimanere in recessione nel 2023 a causa della minore domanda, principalmente per le industrie orientate ai consumatori, e di un processo di riduzione delle scorte più pronunciato da parte delle imprese nei settori in cui l'eccesso di offerta è più elevato. La caduta maggiore è prevista in settori ciclici come l'edilizia, i beni di consumo (elettronica, elettrodomestici, ecc.) e il commercio al dettaglio. Le catene di approvvigionamento continuano a normalizzarsi, sostenute dal rallentamento della domanda e dalla progressiva riapertura della Cina. Il Global Supply Chain Pressure Index ha raggiunto il livello più basso dall'inizio del 2020 e le tariffe di trasporto sono tre volte inferiori rispetto all'inizio di quest'anno (anche se ancora due volte superiori ai livelli pre-pandemia). Una normalizzazione delle catene di approvvigionamento ridurrebbe l'inflazione di oltre -1 punto percentuale nelle economie avanzate entro la metà del 2023. Una recessione manifatturiera, unita alla continua lenta ripresa del commercio dei servizi e a una correzione delle pressioni sui prezzi, ci aspettiamo che accresca il commercio globale di beni e servizi solo del +0,7% in termini di volume nel 2023 (-0,5 punti percentuali rispetto alla nostra precedente previsione) e che si contragga del -1,3% in termini di valore (-0,2 punti percentuali rispetto alle previsioni precedenti). Una lieve ripresa dovrebbe essere possibile nel 2024, con un commercio mondiale di beni e servizi in crescita del +3,6% in termini di volume (ossia circa 1 punto percentuale al di sotto della media a lungo termine pre-pandemia) e un effetto neutro sui prezzi derivante da tendenze settoriali opposte. Al di là degli sviluppi ciclici, le politiche commerciali e industriali rimarranno di attualità nei prossimi anni. Mentre le nostre ricerche passate hanno dimostrato che il reshoring era più chiacchiere che passeggiate e che le dipendenze critiche dalla Cina sono troppo numerose per essere districate, i responsabili politici di tutto il mondo sembrano concentrati sull'azione per proteggere le catene di approvvigionamento (ad esempio EU Chips Act, US Inflation Reduction Act). Non tutti gli operatori commerciali saranno ostacolati da tali misure protezionistiche (ad esempio il Sud-Est asiatico che beneficia delle tensioni USA-Cina), ma il commercio globale potrebbe dirigersi verso tassi di crescita più bassi nei prossimi anni rispetto alla media a lungo termine pre-pandemia.

Figura 4. Stato del commercio mondiale



Inflazione: raggiungere il picco

L'inflazione rimarrà scomodamente elevata nel breve termine, attestandosi in media al 6,4% a livello globale nel 2023 prima di scendere al 3,9% nel 2024 (tabella 2). Dovrebbe continuare a rimanere elevata nei prossimi trimestri (nonostante i forti effetti di base disinflazionistici nel 2023), con l'inflazione core che rimarrà piuttosto vischiosa l'anno prossimo. Ad esempio, nell'Eurozona, i prezzi dell'energia dovrebbero ancora spiegare circa un terzo dell'inflazione totale rispetto a quasi il 50% nel 2022 (Figura 5). Oltre al minore contributo delle catene di approvvigionamento e al contributo negativo della domanda e della politica monetaria, un euro più forte dovrebbe ridurre l'inflazione di circa -1 punto percentuale nel 2023-24. Nelle economie avanzate, ci aspettiamo che l'inflazione raggiunga il 4,7% nel 2023 (in calo dal 7,4% nel 2022). Le continue pressioni salariali unite al persistere di prezzi elevati dell'energia e dei prodotti alimentari manterranno l'inflazione al 2,4% fino alla fine del 2024, soprattutto in Europa. L'inflazione nei mercati emergenti scenderà solo all'8,5% (dal 10,4% nel 2022) e rimarrà elevata al 5,9% nel 2024. I fattori strutturali (compresi i dati demografici) manterranno i mercati del lavoro tesi nonostante la recessione prevista e il sostegno politico impedirà maggiori aggiustamenti della domanda interna e quindi una maggiore disinflazione, in particolare per i servizi. Dal lato delle merci, la deflazione delle importazioni dalla Cina inizierà ad essere più visibile nei prossimi mesi. Ciò dovrebbe ridurre almeno -0,5 punti percentuali di inflazione negli Stati Uniti, nell'Eurozona e nel Regno Unito e sostenere un aggiustamento al ribasso delle aspettative di inflazione. Negli Stati Uniti, secondo l'indagine NFIB, la quota di piccole imprese che vogliono aumentare i prezzi nei prossimi mesi è scesa al 34% da un picco del 52% a marzo. Nell'Eurozona, la stessa quota è scesa da quasi il 60% di aprile al 44% di recente..

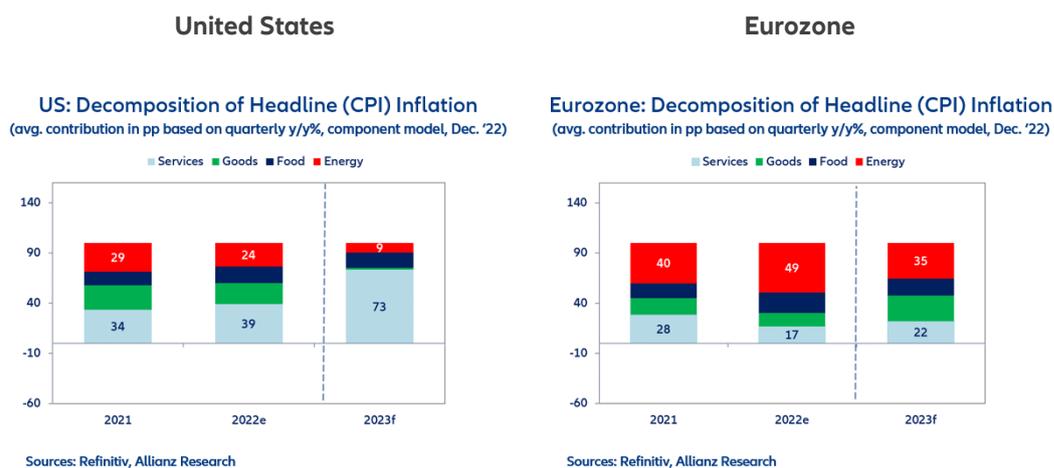
Tabella 2. Inflazione (%)

Inflation Forecast (12-month percentage changes – y/y%)

Inflation (yearly %y/y)	2020	2021	2022f	2023f	2024f
Global	2.6	4.3	8.6	6.4	3.9
USA	1.3	4.7	8.1	4.1	2.3
Latin America	11.8	13.9	16.2	14.2	10.3
Brazil	3.2	8.3	9.6	4.8	3.6
UK	0.9	2.6	9.0	7.5	3.5
Eurozone	0.3	2.6	8.5	6.1	2.6
Germany	0.5	3.1	8.8	6.8	2.4
France	0.5	1.6	5.8	5.4	2.3
Italy	-0.1	1.9	8.0	5.8	2.2
Spain	-0.3	3.1	8.6	4.8	3.5
Russia	3.4	6.7	14.0	12.0	7.9
Turkey	12.3	19.6	72.6	36.1	20.6
Central and Eastern Europe	4.5	8.1	14.8	11.8	5.6
Poland	3.4	5.1	14.5	11.8	5.5
Asia-Pacific	2.2	1.7	3.7	3.2	2.7
China	2.5	0.9	2.0	2.2	2.4
Japan	-0.0	-0.2	2.3	1.9	1.5
India	6.6	5.1	7.0	5.8	4.7
Middle East	9.9	15.8	25.0	21.6	12.9
Saudi Arabia	3.5	3.1	2.5	2.6	2.1
Africa	10.0	12.4	17.5	14.1	8.8
South Africa	3.3	4.6	7.0	5.1	4.7

Sources: Refinitiv [Datastream](#), Allianz Research

Figura 5. Eurozona e USA: scomposizione dell'inflazione CPI complessiva



Politica monetaria: una timida svolta alla fine del 2023

Le banche centrali rimangono determinate a combattere l'inflazione, ma prevediamo che il ciclo di rialzi rallenterà nei prossimi mesi (Figura 6). Data la vischiosità dell'inflazione di fondo, prevediamo che i tassi nelle economie avanzate si manterranno su livelli elevati più a lungo, e che nel 2023 il cambio di rotta sarà meno ambizioso, nonostante la recessione. Tuttavia, all'inizio del 2023, l'orientamento monetario restrittivo rischia di essere sempre più politicizzato, poiché ci si aspetta che i banchieri centrali continuino a dare priorità alla lotta all'inflazione rispetto al sostegno alla crescita. Questa sarà la prova definitiva della loro indipendenza. Inoltre, limiterà il ritmo con cui si scioglierà l'allentamento quantitativo. L'esaurimento proattivo del bilancio della Federal Reserve statunitense continua a rafforzare l'orientamento restrittivo, ma è improbabile che acceleri per evitare ulteriori pressioni al rialzo sui tassi a lungo termine e potenzialmente alimentare ulteriori picchi di volatilità nel mercato dei Treasury. Nell'Eurozona, il potenziale aumento del rischio di frammentazione dovuto all'aumento degli spread sovrani periferici limiterà la possibilità di un rapido inasprimento quantitativo..

- Stati Uniti: Prevediamo che la Federal Reserve statunitense rialzerà i tassi di interesse al 5% entro marzo 2023. Si prevede un moderato rialzo (-75 pb) nel novembre-dicembre 2023, in un contesto di inflazione in rapido calo e di economia debole. Ciononostante, la politica monetaria rimarrà rigida e i tassi reali dovrebbero rimanere ampiamente positivi fino al 2024. L'inflazione si sta chiaramente raffreddando nel settore dei beni di consumo, segno di un indebolimento della domanda, di un dollaro più forte e dell'allentamento delle interruzioni della catena di approvvigionamento. L'elevata inflazione dei servizi di base appare ancora preoccupante, ma riteniamo che entro il secondo trimestre del 2023 inizierà a scendere in modo convincente. I prezzi delle case hanno iniziato a scendere su base sequenziale mese su mese e riteniamo che la crescita dei prezzi degli affitti si attenerà presto. Le pressioni sui prezzi dei servizi a monte si stanno già attenuando e l'imminente recessione dovrebbe contribuire a ulteriori pressioni al ribasso. Prevediamo che il deflusso del bilancio della Fed rimanga in moto automatico nell'orizzonte di previsione, con una riduzione mensile degli attivi di circa 90 miliardi di dollari al mese, come da obiettivo del FOMC. Fino al 2024, tuttavia, prevediamo che la Fed continuerà a ridurre i titoli garantiti da ipoteca e a stabilizzare i titoli di Stato. I saldi di riserva delle banche presso la Fed dovrebbero attestarsi intorno al 9% del PIL entro la fine del 2024, un livello coerente con una liquidità sufficientemente ampia. È improbabile che la Fed riduca più rapidamente il proprio bilancio per timore di innescare turbolenze sui mercati finanziari.

- Eurozona: A differenza della Fed statunitense, l'inflazione persistentemente elevata per la maggior parte del prossimo anno ritarderà i potenziali tagli dei tassi di interesse della BCE al 2024. Prevediamo che la BCE rallenti il ritmo dei rialzi dei tassi dopo la riunione di dicembre (+50 punti base) per raggiungere un tasso terminale del 2,75% per il tasso di riferimento effettivo (tasso sui depositi) fino a maggio 2023. Il rallentamento della crescita e l'aumento della disoccupazione attenueranno le pressioni sui salari e sui prezzi man mano che gli squilibri tra domanda e offerta diminuiranno gradualmente. Un anno dopo la Fed statunitense, è probabile che la BCE dia il via alla riduzione del suo bilancio nel 1° trimestre 2023, principalmente a causa di ulteriori rimborsi (anticipati) delle OMRLT. La liquidazione del QE si concentrerà sul "vecchio" programma di acquisto di asset APP, mentre il PEPP rimarrà invariato. In particolare, ci aspettiamo un deflusso passivo basato sui rimborsi programmati attraverso un limite progressivamente decrescente sui reinvestimenti. Di conseguenza, le partecipazioni nel debito pubblico dovrebbero diminuire solo fino al 5% l'anno prossimo..

- Cina: La politica monetaria rimarrà selettivamente accomodante nel prossimo anno per sostenere l'economia, contenere qualsiasi rischio sistemico derivante dal settore immobiliare e facilitare il proseguimento dell'allentamento della politica fiscale. Prevediamo solo altri due tagli dei tassi ufficiali nel 2023 (prima di una stabilizzazione nel 2024), il che significa che questo ciclo di allentamento monetario sarà stato più trascinato e meno intenso rispetto al passato (-40 pb in due anni rispetto a -50 pb in meno di tre trimestri tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020). I policymaker cinesi diffidano delle vulnerabilità strutturali (indebitamento complessivo, rischio di sovracapacità) e delle potenziali pressioni inflazionistiche derivanti dalla riapertura post-Covid. È probabile che l'orientamento monetario passi a neutrale e restrittivo nel secondo semestre 2024, quando la ripresa interna post-Covid diventerà sostenibile.

- Mercati emergenti: la maggior parte delle banche centrali dovrà continuare ad aumentare i tassi di interesse alla luce del persistente aumento dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari e delle forti pressioni al ribasso sui cambi. Tuttavia, solo pochi hanno raggiunto tassi di interesse reali positivi finora (ad esempio Brasile, Messico, Arabia Saudita, Vietnam). Tuttavia, alcune banche centrali, principalmente nell'Europa centrale e orientale (CEE), saranno probabilmente le prime a tagliare nuovamente i tassi a metà del 2023 per sostenere l'economia sulla scia del forte rallentamento della crescita globale, seguite da altre regioni nel 4° trimestre 2023. I più grandi saranno in America Latina (tra 200 e 300 punti base in Brasile, Colombia e Cile) e quelli più piccoli (da 50 a 100 punti base) in Medio Oriente e in pochissimi paesi africani e asiatici. Nel complesso, prevediamo che i tassi di interesse di riferimento rimarranno al di sopra dei livelli del 2021 entro la fine del 2024.

Figura 6. Eurozona e Stati Uniti: cicli di rialzo dei tassi di riferimento attuali e passati (%)

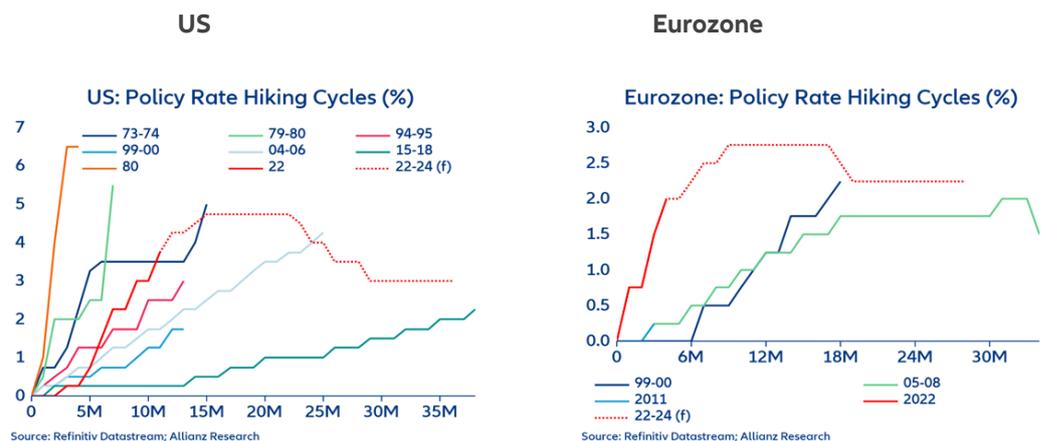
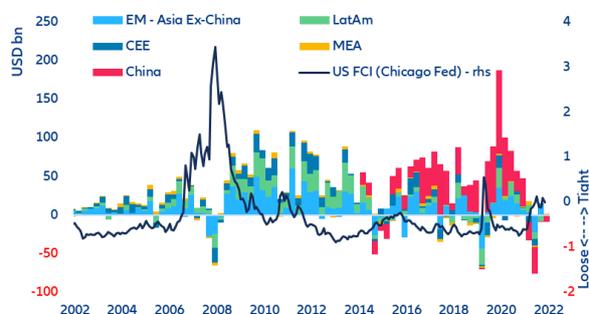


Figura 7. Flussi di portafoglio verso i mercati emergenti e indice delle condizioni finanziarie statunitensi. [Chartbook: EM_PortfolioFlows]



Fonti: IIF, Allianz Research. Nota: flussi mensili aggregati per trimestri. I flussi vengono aggregati non appena vengono segnalati, ma diversi paesi riportano i dati con ritardi diversi.

I deflussi netti di capitale dai ME e le conseguenti pressioni valutarie continueranno il prossimo anno (Figura 7). L'ampliamento dei differenziali dei tassi d'interesse rispetto agli Stati Uniti e all'Eurozona lascia la porta aperta a ulteriori deflussi di capitali dai ME verso interessanti economie avanzate. Questa situazione si aggraverà nel caso in cui i paesi perseguano una politica monetaria diversa (ad esempio la Turchia) e potrebbe portare a problemi di liquidità, sebbene concentrati nei ME più piccoli. Inoltre, le condizioni rimangono ampiamente favorevoli per l'USD, soprattutto nel breve termine, dal momento che la Fed statunitense dovrebbe mantenere una posizione aggressiva ancora per un po', mentre la maggior parte delle altre banche centrali è destinata ad affrontare maggiori pressioni per diventare accomodanti man mano che la domanda interna rallenta e/o aumentano i rischi per la stabilità finanziaria. Inoltre, il clima invernale in Europa e il conflitto Russia-Ucraina in corso indicano anche il rischio di ulteriori picchi dei prezzi dell'energia e di modalità di avversione al rischio, che accentua il ruolo di rifugio sicuro del dollaro USA. Pertanto, l'USD rimarrà relativamente forte ancora per qualche tempo. Ciò mette certamente sotto pressione i paesi che hanno un elevato debito estero denominato in USD in quanto devono acquistare il biglietto verde per rimborsare il loro debito in USD con valute locali più economiche. Inoltre, un dollaro USA più forte aumenta anche i costi delle importazioni, il che significa che le principali banche centrali potrebbero limitare un potenziale futuro ciclo di allentamento monetario per contenere le pressioni sui prezzi.

Le difficoltà del debito sovrano sono notevolmente aumentate nel corso del 2022, in particolare nelle economie in via di sviluppo, ma anche in alcuni ME. Le ragioni principali sono il rafforzamento dell'USD che rende più costosi i rimborsi del debito denominato in USD (come indicato sopra), tassi di interesse più elevati (aumento dei premi al rischio) che complicano il rinnovo del debito in scadenza, l'ampliamento dei disavanzi di bilancio dovuto all'aumento dei sussidi e dei trasferimenti per mitigare l'impatto dell'aumento dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari su persone e imprese, nonché la ripresa dei pagamenti del servizio del debito per le DE che hanno partecipato all'iniziativa di riduzione del debito del G20 (DSSI) che si è conclusa nel 2021. Nella nostra analisi aggiornata del rischio di sostenibilità del debito pubblico, identifichiamo diversi paesi africani (Egitto, Ghana, Kenya, Malawi e Tunisia), nonché

Costa Rica, El Salvador, Giordania, Laos e Pakistan come altamente suscettibili alle difficoltà del debito (Tabella 3). Si noti che il rischio di default sovrano rimane molto elevato anche in Argentina e ha continuato ad aumentare in Turchia, sebbene quest'ultima dovrebbe evitare il default, grazie a consistenti accordi di swap tra la banca centrale turca e le sue controparti in un certo numero di paesi (ad esempio Cina, Qatar, Corea del Sud ed Emirati Arabi Uniti)..

Tabella 3. Punteggio di rischio di sostenibilità del debito pubblico (25 EMDE più vulnerabili, su 102 mercati valutati, a dicembre 2022)

Rank	Country (from high risk to low risk)	Public Debt Sustainability Risk Score (0 = high risk; 100 = low risk)	Total Public Debt (% of GDP) max(2022;2023)	Debt Shock (due to Covid- 19 and war in Ukraine; increase in public debt-to- GDP ratio) 2019 -> 2022	Foreign Exchange- denominated Public Debt (% of total public debt) 2022	Maturing Public Debt (% of GDP) 2023-2024	Fiscal Balance (% of GDP) 2022-2023	Interest Payments (% of fiscal revenues) 2023	Effective Interest Rate (interest pay- ments in % of public debt at the end of previous year) 2023	Interest Rate - Growth Differential (%) 2023
2	Sri Lanka	6.7	130.5	47.9	35.8	9.3	-9.9	79.1	9.1	6.7
3	Malawi	6.8	71.2	21.6	54.1	8.6	-7.7	36.1	9.8	14.9
4	Ghana	10.8	84.8	21.9	55.0	3.7	-8.2	50.4	9.9	17.7
5	El Salvador	11.9	88.7	14.0	63.7	4.0	-6.6	19.4	6.7	2.2
6	Ukraine	13.4	90.0	38.1	69.9	4.8	-17.0	11.1	8.7	13.7
7	Egypt	13.8	95.0	10.8	26.2	13.9	-7.4	43.0	11.2	10.8
8	Kenya	14.4	70.3	11.7	56.7	4.5	-6.1	25.5	7.3	5.0
9	Laos	19.5	108.9	45.1	86.3	0.3	-5.0	22.3	3.4	10.8
10	Costa Rica	20.4	66.8	10.1	41.9	9.4	-4.1	35.0	8.5	2.0
11	Jordan	20.8	94.2	14.9	45.0	10.3	-6.4	16.3	4.8	-0.9
12	Tunisia	20.8	85.0	16.0	67.1	4.9	-9.0	10.9	3.8	4.4
13	South Africa	22.3	73.4	13.9	32.7	2.9	-7.8	18.5	7.9	5.3
14	Bahrain	23.6	119.8	17.3	62.5	11.0	1.3	21.4	4.0	0.6
15	Bangladesh	24.0	29.0	28.9	74.8	1.1	-5.9	27.1	7.9	2.7
16	Uganda	28.2	53.1	15.5	70.1	2.3	-4.8	20.1	6.7	-1.7
17	Brazil	30.9	92.8	4.2	6.3	7.6	-7.5	22.2	8.1	-0.6
18	Pakistan	30.9	77.8	0.2	34.1	3.3	-5.0	40.3	8.1	3.9
19	Lebanon	32.3	175.2	1.8	37.9	52.8	-3.2	32.9	3.6	2.1
20	Turkey	34.4	43.6	9.0	55.2	2.5	-5.2	10.5	12.1	1.8
21	India	34.7	94.1	14.4	5.9	2.3	-9.4	28.9	7.5	-2.7
22	Moldova	36.3	44.8	11.4	58.8	2.2	-6.0	5.6	5.4	3.4
23	Dominican Republic	37.7	61.0	7.5	77.0	6.5	-2.7	22.0	6.0	-2.8
24	Romania	38.2	55.5	17.7	50.9	4.2	-6.3	6.2	4.1	0.3
25	Argentina	38.7	80.6	-9.6	68.2	4.9	-4.6	6.0	4.6	2.5

Fonte: Allianz Research. Nota: per il calcolo del PDSRS, ciascuno degli indicatori è stato riscalato da 0 a 100, con 0 che indica il rischio più elevato e 100 il più basso (non visibile nelle colonne 4-11, che mostrano i valori effettivi). Quindi il PDSRS è stato calcolato come media degli indicatori, quindi anche tra 0 e 100.

Politica fiscale: 2023 un altro anno eccezionale; Prepararsi al risanamento di bilancio nel 2024

La maggior parte dei paesi ha adottato misure coraggiose per attutire l'impatto della crisi energetica sulle imprese e sulle famiglie. In Europa, la maggior parte delle misure fiscali attuali sono state prorogate fino al 2023 per un totale di oltre il 3% del PIL in media (quasi il 5% del PIL o più di 600 miliardi di euro a settembre 2021) (Figura 8). Non sorprende che la risposta fiscale sia un po' più elevata nei Paesi con una maggiore industria ad alta intensità energetica e/o una maggiore dipendenza dal gas. Nella maggior parte dei Paesi, le misure complessive (ad esempio, tetti ai prezzi, tagli alle tasse sull'energia, iniezioni di liquidità e di capitale, prestiti garantiti dal governo e piani di licenziamento) ammontano a circa la metà dei pacchetti Covid-19. Poiché la crisi energetica - e di conseguenza l'inflazione che colpisce il settore privato - non

ha ancora raggiunto il suo picco, ci aspettiamo che i governi dell'UE aumentino ulteriormente la spesa..

Tuttavia, i grandi balzi fiscali sono alle nostre spalle, poiché il margine di manovra è molto più limitato a causa dell'aumento dei tassi di interesse. I governi devono trovare un modo per migliorare l'efficienza energetica e stabilizzare il consumo di gas oltre i risparmi a breve termine (che attualmente si attestano solo al 10%). In effetti, senza una riduzione della domanda (attraverso i prezzi di mercato o la politica fiscale), i paesi potrebbero cadere in un circolo vizioso di prezzi più alti che portano a un maggiore slittamento fiscale. Al contrario, lo spazio fiscale limitato e una politica energetica inefficace potrebbero rallentare ulteriormente la crescita economica e aumentare le probabilità di una recessione più lunga e profonda in un momento in cui l'aumento degli oneri dei tassi di interesse mette a dura prova la sostenibilità del debito. In particolare, la riduzione dello spazio di bilancio potrebbe richiedere difficili compromessi politici, poiché i governi affrontano anche importanti sfide strutturali al di fuori dell'attuale crisi energetica, come la transizione verde delle loro economie e l'avvio di riforme pensionistiche coraggiose, come in Francia e Spagna..

Il sostegno fiscale disponibile ridurrà l'impatto dell'aumento dei prezzi dell'energia sui redditi reali disponibili e attenuerà il colpo sulla domanda. Tuttavia, può anche rallentare la riduzione dei tassi di inflazione in generale. Stimiamo che le misure attuali riducano direttamente i tassi di inflazione abbassando maggiormente i prezzi dell'energia nel Regno Unito (-3,7 punti percentuali nel 2023), seguiti da oltre -2 punti percentuali in Germania, Francia, Italia e Spagna. In tal modo, tuttavia, "liberano" in media l'1,7% del PIL dalla domanda interna, poiché il calo dei redditi disponibili delle famiglie nel 2023 sarà più che dimezzato da -4,3 punti percentuali a -1,7 punti percentuali in media (oltre 1.300 euro per famiglia). Tuttavia, è probabile che il coordinamento a livello europeo continui a deludere, in particolare per quanto riguarda il mercato dell'elettricità, che aumenterà il potenziale costo fiscale.

Negli Stati Uniti, la politica fiscale si è decisamente spostata verso un orientamento restrittivo dalla seconda metà del 2021 (Figura 9). A causa degli effetti ritardati della politica fiscale, si prevede che indebolirà l'economia tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023, sostenendo la nostra richiesta di un imminente calo dell'inflazione e di una recessione. Tuttavia, ci aspettiamo che la Casa Bianca guidata dai democratici e la Camera a guida repubblicana concordino un modesto allentamento fiscale – pari allo 0,2% del PIL – intorno alla metà del prossimo anno per sostenere un'economia in difficoltà. Nel 2024, prevediamo che la politica fiscale tornerà ad essere restrittiva (pari all'1% del PIL) nonostante le elezioni presidenziali, a fronte di crescenti squilibri fiscali. I disavanzi pubblici dovrebbero essere prossimi al 7% del PIL nel 2023 per le amministrazioni pubbliche, spinti al rialzo da un conto di pagamento degli interessi in rapida crescita (che prevediamo supererà i 1.000 miliardi di dollari entro il 2024) a fronte di elevati costi di finanziamento.

Figura 8. Europa: misure di sostegno fiscale per combattere la crisi energetica (%)

Europe: Fiscal Support Measures to Fight Energy Crisis (%)

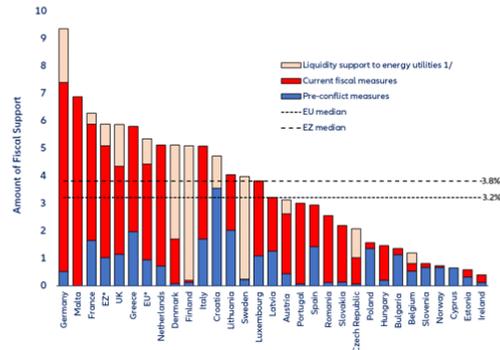
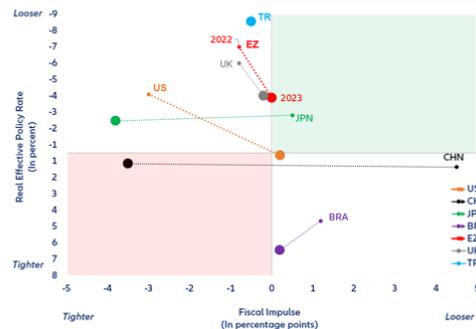


Figura 9. Impulso fiscale e monetario nelle economie avanzate ed emergenti (pp)

Fiscal and Monetary Impulse in Advanced and Emerging Economies (pp)



Corporates: la tripletta di rischi (finanziamenti, salari e recessione) morderà nel 2023

La confluenza di una crescita più lenta, un'inflazione più elevata e tassi di interesse più elevati ha aumentato i rischi aziendali, principalmente nei settori delle costruzioni, dei trasporti, delle telecomunicazioni, dei macchinari e delle attrezzature, della vendita al dettaglio, delle apparecchiature domestiche, dell'elettronica, automobilistico e tessile. La crisi energetica significa un enorme shock di redditività per le imprese europee, che i governi possono compensare solo parzialmente. I pacchetti fiscali che sono stati messi sul tavolo per le imprese sono sufficienti per evitare una forte ondata di insolvenze a causa delle perdite di redditività nei settori più colpiti (metalli, carta, macchinari e attrezzature, legno, estrazione mineraria), ma non compenseranno completamente la bolletta energetica aggiuntiva stimata di oltre 150 miliardi di euro per le società francesi, tedesche, italiane, spagnole e britanniche. La stagione degli utili del 3° trimestre ha indicato le prime crepe, in particolare nei settori dei beni di consumo e ad alta intensità energetica. Tuttavia, le imprese stanno rapidamente adeguando al ribasso le loro aspettative per il 2023. Con l'aumento dell'incertezza, anche la fiducia delle imprese sta diminuendo. Inoltre, il ciclo di licenziamenti è partito, dato l'aumento del costo del

lavoro, soprattutto nei settori che hanno registrato un forte boom durante la pandemia, come la tecnologia (Tabella 4).

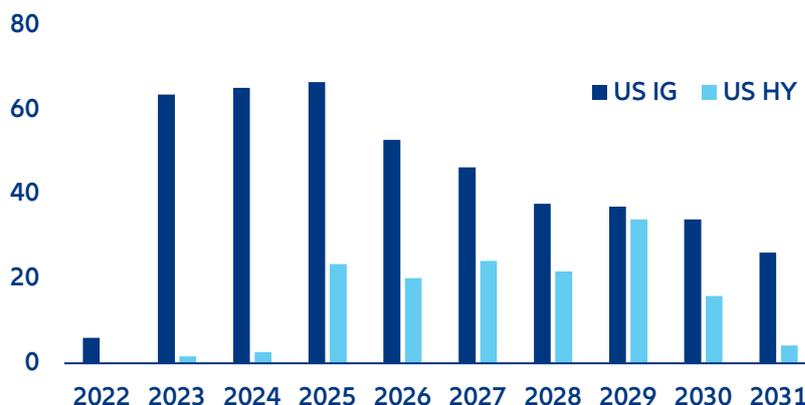
Tabella 4. Stima della bolletta energetica supplementare per le imprese nel 2023 (EUR Bn / % PIL)

	Extra electricity cost	Extra gas cost	Total (% GDP)
France	14	3	0.7%
Germany	27	9	1.0%
Italy	29	8	2.0%
Spain	19	6	1.9%
UK	31	9	1.4%
Total	120	36	1.2%

Fonti: Eurostat, ONS, Allianz Research. Nota: *Sulla base di un aumento dei prezzi del +50% rispetto al 2022

L'elevato potere di cassa e il potere di determinazione dei prezzi hanno fornito un cuscinetto significativo contro la normalizzazione della politica monetaria nel 2022, ma il peggio deve ancora venire. Poiché le disponibilità liquide delle imprese erano elevate e la forte domanda combinata con un significativo potere di determinazione dei prezzi, le società hanno mostrato resilienza nel 2022 sia in termini di ricavi che di redditività. Tuttavia, lo shock dei tassi di interesse e la massa salariale più elevata in risposta a un'inflazione senza precedenti potrebbero rappresentare uno shock di redditività simile a quello osservato durante il blocco di Covid-19. Prevediamo che i prossimi aumenti dei tassi di riferimento negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'Eurozona dovrebbero aumentare i tassi di interesse medi per le società di ulteriori 200 punti base entro la metà del 2023, il che a sua volta ridurrà i margini di -1,5 punti percentuali negli Stati Uniti, -2,2 punti percentuali nel Regno Unito e di oltre -3 punti percentuali nei paesi dell'Eurozona. Italia, Spagna e Francia sono le più a rischio. Tuttavia, la forte crescita dei prestiti bancari ha compensato i mercati delle obbligazioni societarie più costosi e meno liquidi (+22% a/a nei nuovi prestiti da inizio anno), il che dovrebbe contribuire a mitigare la pressione di rifinanziamento nel 2024, quando gli emittenti societari si troveranno ad affrontare un muro di rimborsi (figura 10). Inoltre, oltre il 50% dei prestiti alle imprese ha aumentato la propria scadenza a oltre cinque anni, con meno del 20% al di sotto di un anno. Molte imprese sono anche riuscite a ottenere prestiti a tempo determinato per finanziamenti a lungo termine. Guardando ai salari, il conto è leggermente più alto per i settori industriali europei rispetto agli Stati Uniti. Quindi, un aumento dei salari del 4-5% nel 2023 potrebbe spazzare via tra -0,5 punti percentuali e -1 pp di margini in media.

Figura 10. Profilo delle scadenze del debito societario in essere EUR & US (in USD & EUR Bld)



Fonti: Refinitiv Eikon, Allianz Research. Nota: esclude il debito con scadenza dopo il 2031 e i perpetui

L'equilibrio del rischio rimane inclinato al ribasso

Nel nostro scenario al ribasso, vincoli più dirompenti per l'approvvigionamento energetico, ad esempio a causa di un inverno freddo, richiederebbero un razionamento, il che implica shock più duri per la produzione industriale, i mercati del lavoro e una fiducia più ampia, spingendo la crescita del PIL del 2023 profondamente in territorio negativo e aumentando la probabilità che l'Europa entri in un secondo anno di recessione nel 2024. In particolare, l'attuale situazione favorevole nel mercato del lavoro, che suggerisce un riequilibrio attraverso una riduzione dei posti vacanti piuttosto che un aumento della disoccupazione (soprattutto negli Stati Uniti), potrebbe richiedere più tempo per adeguarsi, ma potrebbe deteriorarsi rapidamente con l'ulteriore rallentamento della crescita economica. Anche senza ulteriori shock energetici, c'è anche il rischio che l'inflazione possa rimbalzare se il sostegno fiscale attraverso i massimali tariffari viene revocato prematuramente, poiché lo spazio politico diventa sempre più limitato dall'aumento dei tassi di interesse. Un'inflazione più elevata per più tempo spingerebbe le banche centrali a aumentare maggiormente i tassi per tutto il 2023, aumentando i rischi di un errore politico (compresa un'ulteriore riduzione della liquidità del mercato, che potrebbe far precipitare una crisi finanziaria).

Nel nostro scenario al rialzo, ci sarebbe una sostanziale ripresa della fornitura di gas all'Europa occidentale, che impedirebbe una recessione, e le banche centrali raggiungerebbero i loro tassi terminali muovendosi in modo più costante, pur mantenendo una posizione monetaria restrittiva, poiché le prospettive migliori favoriscono pressioni inflazionistiche interne più persistenti. Le nostre stime suggeriscono che la Russia può sopravvivere senza esportazioni di gas verso l'Europa per più di un anno, poiché vende di più a nuovi mercati (ad esempio India, Cina, Turchia). Mentre una fine completa della guerra sembra improbabile nel 1° semestre del 2023, vediamo alcuni segnali che un cessate il fuoco potrebbe materializzarsi nel prossimo futuro. Un cessate il fuoco rilascerebbe infatti parte della pressione del mercato e dei vincoli di offerta. Una rapida inversione della strategia cinese zero-Covid potrebbe anche portare a precedenti effetti positivi di riapertura che potrebbero rivitalizzare il rallentamento del

commercio globale e accelerare il calo dei prezzi alla produzione, che avevano raggiunto livelli record solo pochi mesi fa.

Una prospettiva di "rischio permanente": i tempi volatili sono qui per rimanere

L'invasione russa dell'Ucraina ha innescato il ritorno del rischio geopolitico, e pensiamo che probabilmente rimarrà. Riteniamo basso il rischio di un vero e proprio scontro militare tra le grandi potenze, dato che i governi daranno probabilmente la priorità ad affrontare le grandi sfide sul fronte interno. In Europa, la guerra in Ucraina e le sue implicazioni politiche ed economiche continueranno a dominare il dibattito politico. La crisi energetica rischia di trasformarsi in una crisi politica se l'UE non riuscirà a rispondere in modo unitario nei prossimi due anni, quando sono in previsione le elezioni europee per il maggio 2024. Un'ulteriore divergenza politica ed economica potrebbe aggravare la tendenza di lunga data al calo dei consensi per i due maggiori gruppi parlamentari (PPE e S&D) a favore dei partiti euroscettici. Questo a sua volta potrebbe significare un'ulteriore situazione di stallo politico e minori progressi su importanti iniziative di riforma. Nel frattempo, le elezioni generali negli Stati Uniti del novembre 2024 mostreranno se i Democratici riusciranno ad avanzare sulla base della recente resistenza, che a sua volta può portare a politiche più protezionistiche. I risultati delle elezioni statunitensi potrebbero avere anche importanti implicazioni internazionali, tra cui la misura in cui gli Stati Uniti continueranno a sostenere la sicurezza europea e quella di Taiwan. Ci si aspetta che Cina, Russia e altre grandi potenze osservino attentamente questo spazio. La guerra economica attraverso le sanzioni (soprattutto per il settore tecnologico) dovrebbe continuare in qualsiasi scenario, con il Sud-Est asiatico chiaro vincitore economico dell'intensificarsi delle tensioni tra Stati Uniti e Cina. La Cina sembra destinata a dare priorità anche agli affari interni – con particolare attenzione alla generazione di crescita economica sostenibile e pace sociale – dopo che un picco di malcontento sociale per le estese restrizioni Covid-19 alla fine del 2022 è servito da avvertimento. In America Latina, il verdetto sul fatto che la regione continuerà a girare a sinistra è ancora irrisolto (guarda le elezioni generali argentine nel 2023) poiché i forti venti contrari economici e l'aumento dei tassi di interesse stanno riducendo lo spazio fiscale per costose promesse politiche.

Mercati

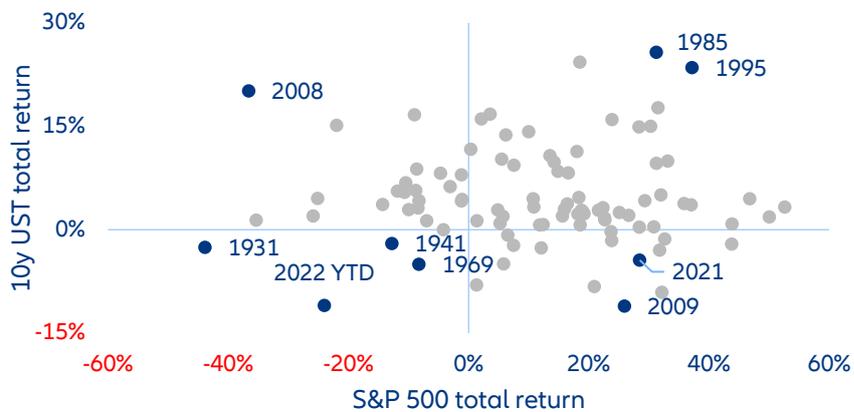
Troppo presto per rischiare di nuovo!

Il 2022 è stato un disastro assoluto per i mercati dei capitali. La combinazione di tassi d'interesse più elevati nonostante il rallentamento della crescita ha portato a una correzione dei prezzi senza precedenti sia nelle azioni che nel reddito fisso. Ciò ha lasciato gli investitori senza un posto dove nascondersi e ha effettivamente eliminato qualsiasi vantaggio di diversificazione ex-ante, con conseguente elevata volatilità dei tassi d'interesse. In questo contesto, hanno iniziato a manifestarsi fratture del mercato, come le recenti turbolenze nel mercato britannico dei Gilt, poiché i finanziamenti diventano costosi e scarsi. Nonostante non rappresenti, ad oggi, un rischio sistemico imminente, l'effetto combinato di elevata volatilità e maggiori costi di finanziamento, amplificato dalla leva finanziaria e dal rischio di concentrazione, potrebbe innescare una cosiddetta "spirale di liquidità", con esigenze di finanziamento innescate dal calo dei prezzi che aumenta la domanda di garanzie sicure per coprire le richieste di margini e sostenere le riserve di liquidità..

È probabile che le attuali dinamiche di mercato volatili si ripercuotano nella prima metà del 2023, mentre gli investitori tentano di anticipare il percorso di ripresa. Il nostro scenario economico giustifica un posizionamento tattico difensivo a breve termine e un investimento mantenuto fino alla scadenza nel reddito fisso di qualità nel breve termine. Nella seconda metà del 2023, l'attenuazione delle pressioni inflazionistiche e la stabilizzazione dei tassi ufficiali attenuano le pressioni al ribasso sulle valutazioni e consentono un posizionamento long duration. Tuttavia, lo slancio di rimbalzo sarà di breve durata poiché il sostegno fiscale verrà gradualmente ritirato nel 2024, con la maggior parte delle classi di attività che lentamente convergeranno verso (ma non raggiungeranno) i loro rendimenti medi a lungo termine.

In questo contesto di incertezza, la correzione attesa delle attività alternative illiquide è stata trascurata. Valutazioni meno trasparenti e trading limitato li rendono a rischio di essere colpiti più duramente nel caso in cui gli investitori siano costretti a vendere. Per questo motivo, e con l'avvicinarsi della liquidità e della recessione, la probabilità di sorprese negative in questi segmenti continua ad essere elevata. La buona notizia è che entro la fine del 2023, l'economia e i mercati globali inizieranno a lasciarsi alle spalle tre anni di estrema instabilità economica e di mercato per iniziare a formare, ancora una volta, una tendenza ciclica strutturale molto necessaria ma ancora timida (Figura11).

Figura 11 [CMR_Relative Performance]: Azioni USA vs rendimenti totali annui dei titoli di Stato a 10 anni (%)



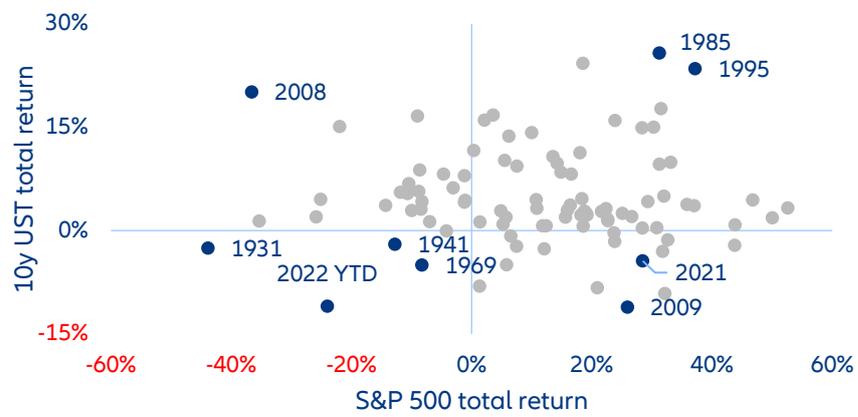
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Data la complessità dell'attuale contesto economico e di mercato, vediamo sette temi che modellano la nostra visione del mercato dei capitali 2023-2024:

- Rimanere cauti nel breve periodo. I mercati dei capitali sono destinati a rimanere capricciosi poiché i tempi e la gravità della recessione prevista (e le sue implicazioni sulla politica) rimangono incerti. Il perdurare dell'incertezza economica potrebbe impedire un'inversione strutturale del trend positivo fino a quando le banche centrali non raggiungeranno il picco di propensione al rischio (ovvero il primo trimestre del 2023). Inoltre, le attuali valutazioni suggeriscono che i mercati non hanno ancora pienamente valutato l'attesa erosione dei bilanci delle società (anche per quelle con potere di determinazione dei prezzi) quando la domanda vacilla. Ad esempio, la correzione dei mercati azionari di quest'anno è

stata guidata dagli effetti di valutazione (ossia la riduzione dei multipli prezzo-utili) dovuti all'aumento dei tassi reali piuttosto che dagli utili in sé. Con le aspettative sugli utili che tendono al ribasso per l'anno prossimo, le valutazioni azionarie presentano ancora un rischio di ribasso significativo ai livelli attuali. Ad esempio, il nostro metodo di identificazione delle bolle del mercato azionario suggerisce che la correzione delle azioni statunitensi non si è ancora del tutto esaurita. Con un rendimento percepito dell'S&P 500 attualmente pari a circa l'8%, si può dedurre che l'S&P 500 potrebbe scendere fino a -10% nei prossimi 12 mesi. In generale, una tipica correzione post-bolla tende a far scendere i rendimenti percepiti a una sola cifra. Il credito di alta qualità e l'azionario difensivo probabilmente sovraperformeranno nel breve periodo (Figura 12).

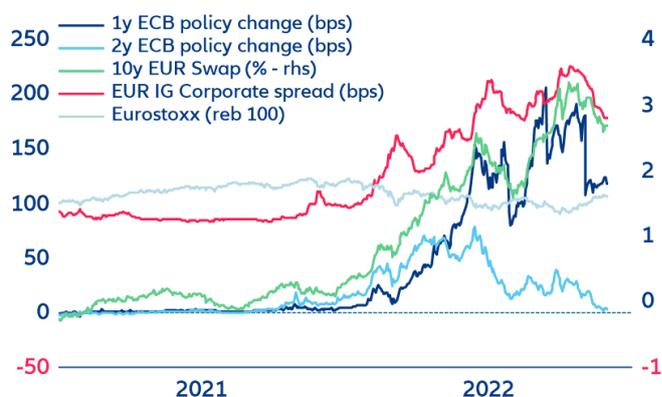
Figura 12 [CMR _ USA vs politica monetaria]: L'inflazione e la politica monetaria dominano la performance del mercato



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

- In balia della politica monetaria. Nell'ultimo anno, la performance del mercato è stata trainata principalmente da cambiamenti macroeconomici nelle aspettative di politica monetaria e non dai fondamentali societari. Mentre un ritorno ai fondamentali avverrà alla fine, è improbabile che si verifichi nel corso del prossimo anno. Di conseguenza, vale la pena essere cauti nel breve termine, dando più peso agli asset e ai settori meno sensibili ai tassi di interesse. Tuttavia, dopo la svolta della politica monetaria alla fine del 2023, i micro fondamentali (ossia i bilanci societari) riacquisteranno maggiore rilevanza e inizieranno a trainare la performance del mercato (Figura13).

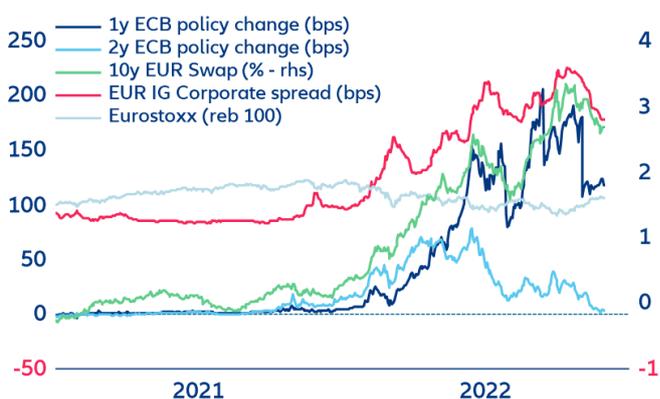
Figura 13 [CMR _ Attività in EUR vs Politica monetaria]: Le attività in EUR sono guidate dalle aspettative politiche



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

- Rispettare la linea di demarcazione della politica. L'attuale crisi energetica ha amplificato la crescente eterogeneità tra paesi. Nei prossimi due anni si prevede una divergenza ancora maggiore all'interno e tra le regioni. Di conseguenza, il rispetto dello spunto di svolta politica e del grado di resilienza economica di ciascun paese sarà fondamentale per generare rendimenti positivi, soprattutto nei prossimi sei-nove mesi. È probabile che i ME sovraperformino in quanto le condizioni iniziali sono molto più "convenienti" rispetto a quelle dei mercati sviluppati, consentendo un rimbalzo più forte che dovrebbe essere ulteriormente alimentato da una svolta globale e generalizzata di re-risking (Figura14).

Grafico 14 [CMR _ Politica monetaria globale]: Aspettative di politica monetaria globale (%)

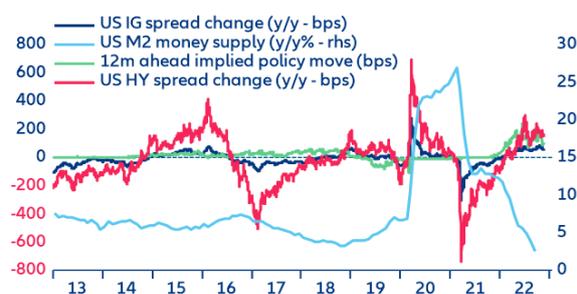


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: aspettative politiche di anticipo di 1 anno e 2 anni basate sui tassi OIS.

- Grandi fonti passive di domanda di mercato stanno partendo. Dopo molti anni di co-convivenza con il QE, l'era della domanda permanente di asset sta volgendo al termine. Il graduale ritiro delle banche centrali dai mercati attraverso il quantitative tightening (QT) aggiungerà probabilmente alcune pressioni al rialzo di breve durata sui rendimenti. Secondo i

nostri calcoli, l'effetto immediato del ritiro sarà di circa 10-30 pb sia per i rendimenti sovrani a lungo termine che per gli spread delle società investment-grade. Tuttavia, agli attuali livelli di rendimento, gli operatori di mercato saranno disposti ad assorbire l'offerta aggiuntiva, in quanto i cacciatori di rendimenti cercheranno sempre più di assicurarsi gli asset a reddito più elevato. Questo dovrebbe valere in particolare per il credito societario investment-grade, soprattutto perché l'emissione netta rimarrà molto probabilmente neutra o addirittura negativa, attenuando così strutturalmente l'effetto del ritiro delle banche centrali. Naturalmente, ciò dipenderà interamente dall'approccio delle banche centrali all'inasprimento quantitativo, che a nostro avviso sarà ancora moderato (nessuna vendita diretta). A parte l'effetto diretto della mancanza di acquisti da parte delle banche centrali, il rallentamento generale dell'offerta di moneta dovuto all'inasprimento delle condizioni finanziarie continuerà ad avere un effetto di deterioramento sulla propensione al rischio nei prossimi sei-nove mesi. Tuttavia, una volta rientrata l'inclinazione da falco nel secondo semestre del 2023, i mercati dovrebbero iniziare a percepire una timida riaccelerazione della crescita monetaria, aggiungendo un vento di coda per gli asset rischiosi e spingendo al rialzo le valutazioni (Figura 15).

Figura 15 [CMR _ Attività USA vs Moneta]: Attività USA vs offerta di moneta



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

- Una recessione lieve è ancora una recessione. La lieve recessione prevista per il prossimo anno nella maggior parte delle economie avanzate metterà direttamente in discussione le aspettative sugli utili, ancora positive e relativamente elevate in tutte le principali economie. In effetti, le aspettative sugli utili sembrano al momento troppo elevate, soprattutto perché numerosi indicatori economici indicano una timida contrazione degli utili nel 2023 (lo stesso vale per i margini aziendali). Per questo motivo, riteniamo che le azioni e le società ad alto rendimento abbiano ancora un certo margine di correzione, con i rischi di ribasso che superano il potenziale di rialzo nel breve periodo. Inoltre, la prevista sfida economica diretta ai risultati economici delle imprese, unita ai costi di finanziamento ancora elevati, porterà molto probabilmente a una lieve accelerazione delle insolvenze, che rimarranno comunque a livelli storicamente bassi, e a un certo aumento dei "fallen angels" (società declassate da investment grade ad high yield). Tuttavia, verso il 2024, i bilanci societari aggregati, ancora solidi, favoriranno l'inizio di una fase di ripresa, con i microfondi che guideranno la performance del mercato (Figura 16).

Figura 16 [CMR _ Crescita degli utili USA]: Crescita degli utili USA (y/y%)



Fonti: IBES, Refinitiv Datastream, Allianz Research

- Non aspettatevi anni di grandi performance. Il sottile equilibrio tra incertezza economica, geopolitica e di mercato lascia troppi fronti aperti per orientarsi verso una strategia di investimento aggressiva, poiché un singolo dato negativo ha il potere di far deragliare i mercati. Per questo motivo, e dato che questa situazione potrebbe protrarsi più a lungo di quanto i mercati e gli economisti stiano attualmente prevedendo, sembra ragionevole ipotizzare che la combinazione di un'avversione al rischio relativamente elevata, il deterioramento dei fondamentali, l'incertezza macroeconomica e i crescenti problemi di liquidità dei mercati freneranno la performance dei mercati in futuro. A questo proposito, i nostri modelli di scomposizione degli asset rischiosi mostrano ancora che i mercati stanno camminando sul ghiaccio sottile, soprattutto perché l'equilibrio instabile tra il sentimento del mercato e la resistenza economica continuerà a essere messo in discussione fino a quando non si formerà chiaramente una tendenza di ripresa economica globale (Figura 17).

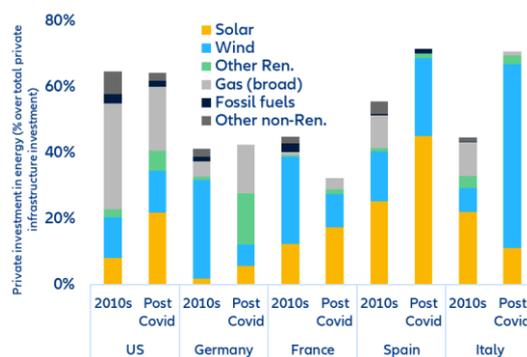
Figura 17 [CMR _ Margini UEM]: margini di profitto dell'Eurozona vs fiducia economica



Fonti: Worldscope, Refinitiv Datastream, Allianz Research

- Salite a bordo del treno ESG. Anche se l'attuale crisi energetica porterà molto probabilmente a una sovraperformance relativa dei settori del petrolio e del gas e dei Paesi ricchi di energia nel breve periodo, il trend ESG continuerà ad acquisire importanza nei prossimi due anni. È probabile che gli investitori continuino a passare a strategie d'investimento ad alta intensità ESG e che la maggior parte dei nuovi capitali venga impiegata con un orientamento sostenibile. Questo nuovo atto di ribilanciamento del mercato è destinato a generare una sovraperformance strutturale di tali attività rispetto ai ritardatari ESG. È probabile che abbracciare la transizione ESG all'interno dei mercati dei capitali agisca come una copertura al ribasso, poiché la maggior parte dei nuovi fondi e delle strategie di investimento saranno inevitabilmente esaminati sulla base dei principi ESG. Come è noto, "la tendenza è tua amica" (Figura18).

Grafico 18 [Green_train_infra]: Investimenti infrastrutturali per tipo



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Note: "Ren." è usato come abbreviazione di energie rinnovabili in "Other ren." e "Other non-ren."; la categoria "gas" comprende gli impianti di GNL e di rigassificazione; La categoria "Altre rinnovabili" comprende geotermia, biomasse e idroelettrico.

Questi temi informano la nostra strategia globale. Prevediamo che il reddito fisso, in particolare il credito societario investment grade, sovraperformerà le azioni nel 2023, in particolare verso la fine dell'anno, ma non a qualsiasi costo. Nel 2024 le azioni dovrebbero sovraperformare leggermente il reddito fisso, con i mercati emergenti che supereranno sia l'Europa che gli Stati Uniti. È importante sottolineare che, a causa degli attuali rendimenti elevati, il reddito fisso di alta qualità potrebbe già rivelarsi interessante per gli investitori hold-to-maturity in grado di resistere alla volatilità a breve termine (Tabella 5). In sintesi:

Tassi sovrani – Un po' troppo presto per sovrappesare la duration. Prevediamo che l'anno prossimo il prolungato ciclo di rialzi dominerà pienamente entrambe le estremità della curva sovrana, determinando un appiattimento delle curve dei rendimenti. Poiché le aspettative del mercato coincidono con il percorso politico dei nostri economisti, non è giustificato un sovrappeso di lunga durata, in quanto sussiste ancora un elevato rischio che i mercati si riaggiustino per un aumento dei tassi a breve termine. Nell'Eurozona, questa situazione

potrebbe portare a un aumento del rischio di frammentazione che potrebbe mantenere gli spread sovrani persistentemente più alti nel breve periodo. Per questo motivo, prevediamo che i rendimenti dei Treasury USA si muoveranno timidamente al ribasso nei prossimi due anni e soprattutto nel 2024, a causa di un calo della parte breve della curva che porterà a un timido irripidimento del toro. Numericamente, puntiamo a un rendimento del Tesoro USA a 10 anni del 3,6% per il 2023 e del 3,5% per il 2024. Dall'altra parte dell'Atlantico, ci aspettiamo che i Bund a 10 anni seguano un andamento simile, ma con un ritardo, poiché la svolta politica della BCE richiederà probabilmente tempi leggermente più lunghi rispetto agli Stati Uniti. In questo contesto, ci aspettiamo che il Bund a 10 anni rimanga piatto all'1,9% nel 2023 e che diminuisca di 20 pb all'1,7% nel 2024.

Reddito fisso dei mercati emergenti - I rendimenti sono elevati, ma le pressioni non si sono attenuate. L'aumento dei rendimenti e le forti correzioni degli ultimi due anni rendono gli EM sempre più interessanti nel corso dell'anno. Tuttavia, i rischi derivanti dalla debolezza delle prospettive macroeconomiche permangono. Gli esportatori di materie prime sono ancora avvantaggiati nel breve periodo, ma i venti di coda derivanti dalla riapertura della Cina e da un potenziale cambio di rotta della Fed favorirebbero altri Paesi del Sud-Est asiatico. Prevediamo una prima metà dell'anno volatile per gli spread in valuta forte, che potrebbero raggiungere massimi vicini a 400, ma che dovrebbero comprimersi verso la fine dell'anno (sotto i 350 pb nel 2023) e ancora di più nel 2024 (sotto i 300 pb), grazie ai prezzi ancora elevati delle materie prime e al miglioramento dei fondamentali macro. Analogamente, riteniamo che nel corso dell'anno vi saranno interessanti punti di ingresso nel contesto delle valute locali, in quanto le banche centrali degli EM attendono che la Fed si muova e che l'inflazione si raffreddi. Il GBI-EM div. registrerà un calo sostenuto dei rendimenti (6,5% nel 2023 e 6% nel 2024).

Credito alle imprese - Ottimizzazione del profilo rischio-rendimento. L'estrema sottoperformance "macro" del reddito fisso nel 2022 ha spinto i rendimenti societari strutturalmente più in alto, con la maggior parte del movimento innescato dall'aumento dei tassi a lungo termine. Nel 2023 le aspettative di politica dei tassi continueranno a dominare la performance del credito societario, lasciando fuori campo i microfondamentali e portando a un'esacerbazione della volatilità di breve termine con un'alta probabilità di allargamenti di breve durata degli spread e di sottoperformance dei prezzi sia per il credito investment-grade che per quello ad alto rendimento. Tuttavia, gli spread societari sono destinati a comprimersi grazie alla ripresa dei fondamentali, alle posizioni di liquidità relativamente elevate e al miglioramento del sentiment economico prospettico nella seconda metà del prossimo anno. Ci aspettiamo che gli spread rimangano vicini ai livelli attuali per il resto dell'anno, con la possibilità di qualche ondata di allargamento nel primo semestre del 2023 (~180 pb per l'IG). In seguito prevediamo una compressione strutturale degli spread, con il credito IG e HY che si avvicinerà lentamente alle medie di lungo periodo (~160 pb nel 2023 e ~140 pb nel 2024). All'interno di questa traiettoria a gobba di cammello, ci aspettiamo che il credito ad alto rendimento sottoperformi soprattutto nel primo semestre del 2023 e che si comprima strutturalmente nel 2024 (~450 pb entro il 2024).

Azioni - Cautela lungo l'orizzonte d'investimento. I mercati azionari sono stati sotto pressione nel 2022 a causa dei crescenti timori di stagflazione che pesano sul sentiment del mercato. I

leader di mercato degli ultimi 10 anni sono diventati rapidamente il principale freno alla performance del mercato (circa -10-20% annuo). Tuttavia, nonostante l'accresciuta certezza di recessione, i mercati continuano a non oltrepassare la linea del mercato orso e probabilmente concluderanno l'anno con una performance negativa a due cifre, sottovalutando le implicazioni di questo ciclo sulla domanda aggregata. Per questo motivo, sembra troppo presto per parlare di un minimo del mercato azionario e riteniamo che sia possibile assistere a un'altra consistente correzione del mercato nel breve periodo, qualora i mercati si adattino a un percorso politico più aggressivo o a una recessione più profonda. Questa pressione al ribasso continuerà a essere esacerbata dalle aspettative sugli utili ancora elevate, che dovranno essere riadattate nei prossimi 12 mesi (soprattutto negli Stati Uniti). Verso la fine del 2023, i mercati azionari dovrebbero riguadagnare un po' di trazione, poiché la spinta derivante dal calo dei tassi a breve termine e la ripresa economica generale dovrebbero favorire la propensione al rischio (~5%-8% di rendimento totale sia nel 2023 che nel 2024). A livello regionale, prevediamo che l'Europa e i Paesi emergenti registreranno ancora rendimenti positivi a una cifra nel 2023, mentre gli Stati Uniti rimarranno molto probabilmente fermi. Nel 2024 dovremmo assistere a una riaccelerazione dei rendimenti azionari, con i mercati più ampi che registreranno rendimenti appena inferiori alla doppia cifra e con gli EM che mostreranno uno slancio crescente grazie alle basse valutazioni di alcuni mercati asiatici, anche se con l'importante avvertenza di importanti rischi di ribasso provenienti dalla Cina e dalla geopolitica.

Tabella 5 [CMR _ Previsioni]: Previsioni del mercato dei capitali 2023 - 2024

year-end figures	Last	Unit	2021	2022f	2023f	2024f
EMU						
Government Debt						
Policy rate (ECB deposit rate)	1.50	%	-0.50	2.00	2.75	2.25
Policy Rate (MRO)	2.00	%	0.00	2.50	3.25	2.75
10y yield (Bunds)	1.93	%	-0.2	2.10	1.90	1.70
10y EUR swap rate	2.6	%	0.3	2.80	2.20	2.00
Italy 10y sovereign spread	188	bps	136	210	180	160
France 10y sovereign spread	46	bps	37	65	50	40
Spain 10y sovereign spread	102	bps	77	100	85	75
Corporate Debt						
Investment grade credit spreads	170	bps	98	190	170	140
High-yield credit spreads	509	bps	331	520	540	460
Equity						
Eurostoxx (total return p.a.)	-8.8 ytd	%	23.4	-10	6	7
US						
Government Debt						
Policy rate (upper)	4.00	%	0.25	4.50	4.25	3.25
10y yield (Treasuries)	3.57	%	1.5	3.75	3.60	3.50
Corporate Debt						
Investment grade credit spreads	137	bps	98	160	150	130
High-yield credit spreads	446	bps	310	480	510	440
Equity						
S&P 500 (total return p.a.)	-16.2 ytd	%	28.7	-15	2	9
UK						
Government Debt						
Policy rate	3.00	%	0.25	3.50	4.00	3.50
10y yield sovereign (Gilt)	3.2	%	1.0	3.20	3.75	3.25
Corporate Debt						
Investment grade credit spreads	196	bps	115	220	200	160
High-yield credit spreads	665	bps	390	650	680	550
Equity						
FTSE 100 (total return p.a.)	5 ytd	%	18.4	4	3	7
Emerging Markets						
Government Debt						
Hard currency spread (vs USD)	300	bps	295	335	345	290
Local currency yield	6.8	%	5.72	7.1	6.4	5.9
Equity						
MSCI EM (total return p.a. in USD)	-18.1 ytd	%	-2.2	-20	7	7
Others						
Foreign Exchange						
EURUSD	1.054	\$ per €	1.137	1.01	1.06	1.11
Commodities						
Oil Brent*	76	\$ per Bbl	78	97	96	90
Natural Gas Dutch TTF*	136	€ per MWh	69	170	173	150

*yearly averages

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 is the trademark used to designate a range of services provided by Euler Hermes.