

Allianz Research | 27 Ottobre 2023

La Fed: tra l'incudine e il martello

Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist for the United
States & France
maxime.darmet@allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist
pablo.espinosa-urriel@allianz.com

Björn Griesbach
Senior Investment Strategist
bjoern.griesbach@allianz.com

Arne Holzhausen
Head of ESG and Insurance Research
arne.holzhausen@allianz.com

Maddalena Martini
Senior Economist Italy, Greece &
Benelux
maddalena.martini@allianz.com

Kathrin Stoffel
Economist Insurance & wealth
kathrin.stoffel@allianz.com

Antonin Henriët
Research Assistant
antonin.henriet@allianz-trade.com

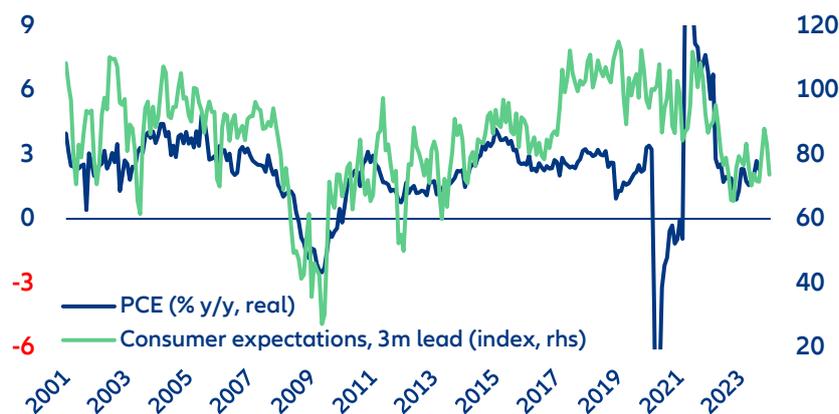
Executive summary

- **La Fed si trova tra l'incudine (economica) e il martello.** Si prevede che la Fed manterrà i tassi invariati la prossima settimana nel bel mezzo delle disfatte obbligazionarie. Tuttavia, i forti dati economici hanno alimentato le pressioni inflazionistiche e potrebbero ancora spingere la Fed a effettuare un ultimo rialzo dei tassi a dicembre. Il recente aumento dei rendimenti obbligazionari e il corrispondente calo del mercato azionario potrebbero ridurre il PIL di -0,3 punti percentuali e l'inflazione di -0,2 punti percentuali nel primo semestre del 2024. Tuttavia, ci atteniamo alla nostra previsione che i tassi statunitensi a 10 anni si normalizzino al 3,9% alla fine del 2024 e al 3,6% alla fine del 2025. In uno scenario alternativo – più alti per molto più tempo e QT continuato – ci aspetteremmo che i tassi salgano al 4,1% alla fine del 2024, e 4% alla fine del 2025, che è ancora ben lontano dall'attuale soglia del 5%.
- **Asia emergente: pressioni più elevate più a lungo sui rendimenti e sulle valute.** Le condizioni finanziarie nell'Asia emergente stanno diventando meno immuni agli sviluppi negli Stati Uniti, complicando il lavoro delle banche centrali della regione. Riteniamo che i rendimenti potrebbero addirittura superare i livelli attuali e che le pressioni sui cambi aumenteranno. Il reddito fisso di India e Indonesia potrebbe diventare interessante nel prossimo futuro. Se la Fed manterrà i tassi più alti più a lungo, il baht thailandese e il ringgit malese sembrano essere i più vulnerabili.
- **Le prospettive di crescita nebulose dell'Eurozona rafforzano le forze disinflazionistiche.** Prevediamo che il PIL dell'Eurozona si sarà appiattito nel 3° trimestre e che i primi sondaggi per il 4° trimestre indichino una crescita che scenderà sotto lo zero. La prolungata debolezza della crescita e l'eccesso di offerta significano notizie migliori sul fronte dell'inflazione: prevediamo che l'inflazione complessiva scenderà al 3,2% a/a a ottobre dal 4,3% del mese precedente. Il quadro generale conferma la nostra opinione secondo cui la BCE toglierà il piede dal freno nella seconda metà del 2024, con moderati tagli dei tassi.
- **Tassi d'interesse netti: i francesi e i tedeschi hanno vinto, gli italiani e gli spagnoli hanno perso.** Sono passati 14 mesi e 29 giorni da quando la BCE ha eliminato i tassi di interesse negativi. In Francia, nei 14 mesi da luglio 2022 ad agosto 2023, gli interessi attivi aggiuntivi hanno superato i pagamenti aggiuntivi di 12,5 miliardi di euro, rispetto ai 14 mesi precedenti; in Germania il surplus è stato pari a 2,4 miliardi di euro. In Italia e Spagna, tuttavia, l'aumento dei tassi ha pesato sulle finanze delle famiglie.

La Fed è intrappolata tra l'incudine (economica) e il martello (volatile)

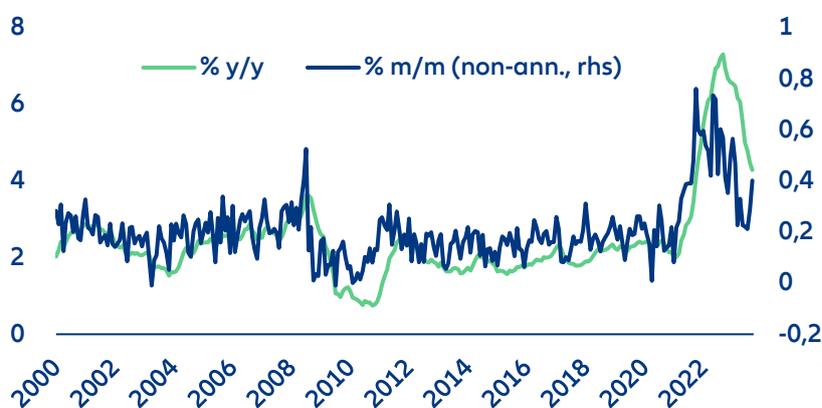
Si prevede che la Fed mantenga i tassi invariati la prossima settimana in un contesto di volatilità del mercato obbligazionario, forte slancio economico e pressioni inflazionistiche. Diversi partecipanti al FOMC hanno recentemente suggerito che il tasso dei fondi federali probabilmente rimarrà invariato nella prossima riunione, e addirittura che probabilmente avrà raggiunto il suo picco per questo ciclo di stretta. Il tono piuttosto accomodante del presidente Powell all'Economic Club di New York la scorsa settimana, indicando un graduale raffreddamento del mercato del lavoro e della crescita dei salari, riflette anche una maggiore cautela riguardo al recente inasprimento delle condizioni finanziarie. La Fed è ora preoccupata di alimentare una volatilità finanziaria potenzialmente elevata, che potrebbe aumentare il rischio di un atterraggio duro. Tuttavia, questa settimana il PIL degli Stati Uniti nel terzo trimestre ha registrato risultati positivi, pari al +4,9% su base annua, con i consumi delle famiglie in rapida crescita pari al +4%. I dati mensili di settembre indicano una forte conclusione del terzo trimestre, ponendo le basi per una crescita resiliente in vista del quarto trimestre, nonostante i crescenti ostacoli economici legati agli alti tassi di interesse e alla ripresa dei pagamenti dei prestiti studenteschi. I sondaggi suggeriscono che le famiglie statunitensi sono ancora fiduciose riguardo alle prospettive economiche a breve termine, indicando che la crescita della spesa reale per consumi personali decelererà solo leggermente nel quarto trimestre, attestandosi leggermente al di sotto del +2% (Figura 1). Inoltre, la lettura dell'IPC di settembre è stata deludente, con i prezzi dei servizi al netto dell'accoglienza e i prezzi dell'ospitalità in aumento del +0,6% nel corso del mese (non annualizzato), molto al di sopra di un livello con cui la Fed si sentirebbe a proprio agio. Anche le misure sottostanti di pressione sui prezzi, come l'IPC medio ridotto della Fed di Cleveland, hanno registrato un rimbalzo (Figura 2).

Figura 1: Crescita della spesa per consumi personali reali negli Stati Uniti e aspettative economiche dei consumatori



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Figura 2: media troncata dell'IPC statunitense della Fed di Cleveland

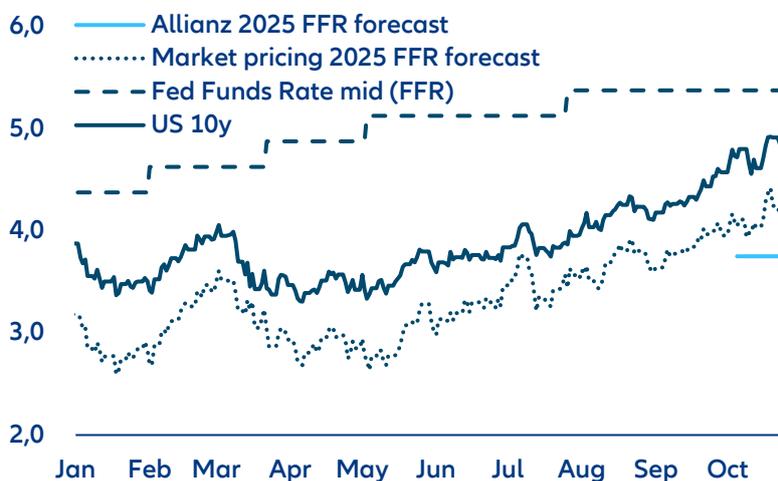


Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Utilizzando il nostro indice interno delle condizioni finanziarie (FCI), stimiamo che l'aumento dei rendimenti obbligazionari e il calo del mercato azionario a partire dall'estate ridurranno ulteriormente il PIL di -0,3 punti percentuali e l'inflazione di -0,2 punti percentuali (non annualizzata) nella prima metà del 2024. Ciò potrebbe non essere sufficiente a convincere la Fed che la crescita del PIL scivolerà ben al di sotto del trend e che l'inflazione si normalizzerà rapidamente verso il 2%: dopo tutto, le condizioni finanziarie erano restrittive anche nel 2022 (-1 punto percentuale sul PIL) quando il mercato azionario è scivolato, ma questo non ha impedito al PIL di crescere vigorosamente. Riteniamo ancora che un rialzo finale dei tassi (25 punti base) alla riunione di dicembre sia più probabile che negativo se la volatilità del mercato obbligazionario si attenua. Continuiamo inoltre a prevedere che la stretta quantitativa verrà interrotta a metà del 2024, con il tasso dei fondi federali che raggiungerà il 4,75% a fine 2024 e il 3,75% a fine 2025..

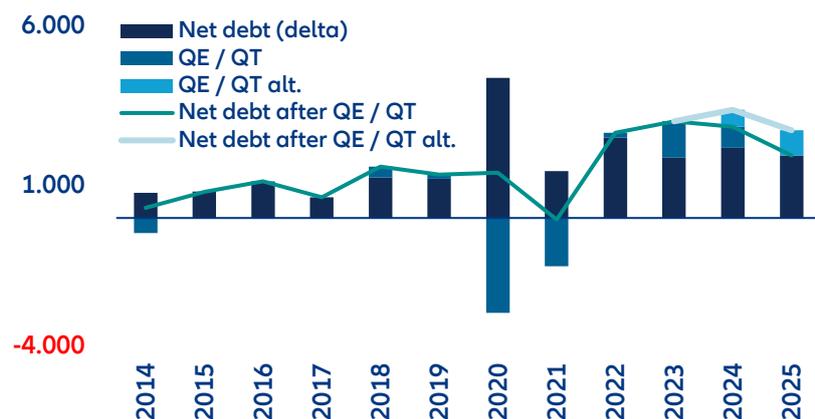
Cosa significa questo per le prospettive di rendimento degli Stati Uniti nel 2024 e nel 2025? In questo scenario di base invariato, continuiamo a prevedere che i rendimenti obbligazionari a 10 anni si normalizzeranno scendendo al 3,9% alla fine del 2024 e al 3,6% alla fine del 2025. Ma poiché i mercati obbligazionari hanno recentemente svenduto le aspettative di (i) meno tagli dei tassi di quanto inizialmente ipotizzato (Figura 3) e (ii) ulteriore offerta di obbligazioni derivante dalla speculazione che la Fed potrebbe continuare con il QT, vale la pena guardare a tale scenario alternativo. Attualmente, la Fed sta riducendo il proprio bilancio in media di circa 90 miliardi di dollari al mese. Se la Fed continuerà il QT a questo ritmo e non si fermerà a metà del 2024 secondo le nostre aspettative, ciò si tradurrà in 1 trilione di dollari di offerta di obbligazioni nel 2024 e nel 2025, oltre ai 2 trilioni di dollari di emissioni nette in un contesto di deficit fiscali elevati (Figura 4) . Se assumiamo anche che il tasso dei Fed Funds segua gli attuali prezzi di mercato per raggiungere il 4,4% alla fine del 2025, il che si traduce in tagli cumulativi di 130 punti base invece dei 200 punti base previsti, il nostro modello di *fair value* vedrebbe i tassi a 10 anni scendere a 4,1. % (4,0%) a fine 2024 (fine 2025). Si tratterebbe di 20-40 punti base in più rispetto alla nostra attuale previsione di base (Figura 5). Tuttavia, questo sarebbe ancora ben lontano dagli attuali livelli di rendimento intorno al 5% e dai corrispondenti tassi a termine a livelli simili. In conclusione, se la Fed effettivamente rimanesse al rialzo più a lungo senza interrompere il QT, il recente sell-off del mercato obbligazionario potrebbe sembrare più razionale, anche se appare comunque eccessivamente vigoroso se confrontato con i fondamentali.

Figura 3: Tasso sui Fed Funds: aspettative di mercato e previsioni di Allianz Research, in %



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Figura 4: Variazione del debito statunitense e del QT nello scenario di base e alternativo di Allianz Research



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Figura 5: Rendimenti USA a 10 anni e stime del modello del fair value

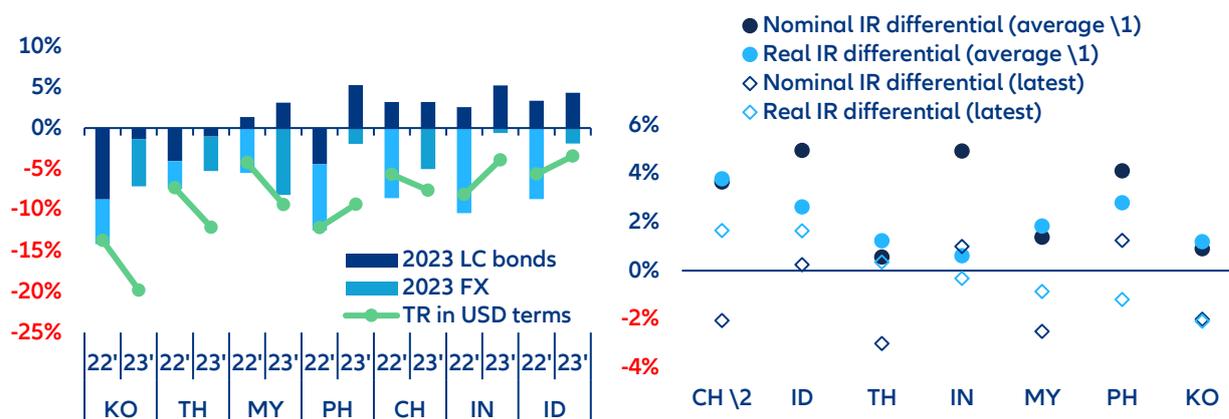


Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Asia emergente: il rialzo continua a esercitare pressioni su rendimenti e valute

Tassi di interesse più alti per un periodo più lungo nelle economie avanzate complicheranno il lavoro delle banche centrali asiatiche poiché le aspettative di un lento calo dei rendimenti svaniscono Di fronte a pressioni inflazionistiche relativamente inferiori, le banche centrali asiatiche hanno iniziato a inasprire la politica monetaria molto più tardi rispetto alle loro omologhe nelle economie avanzate. Ma se da un lato ciò ha contribuito a contenere l'aumento dei rendimenti sovrani in valuta locale e dei costi di finanziamento, dall'altro non è stato efficace nel mitigare le notevoli sfide finanziarie derivanti dal significativo aumento dei rendimenti statunitensi e dal restringimento dei differenziali dei tassi di interesse (Figura 6). Poiché i tassi di inflazione sono ora notevolmente scesi (solo India, Filippine e Corea del Sud hanno riportato un'inflazione su base annua significativamente superiore al 2,5%, con Cina e Thailandia allo 0%) e i rischi economici stanno aumentando, le banche centrali dovrebbero iniziare a tagliare i tassi di interesse. La volatilità dei rendimenti statunitensi e l'adozione da parte dei mercati di una strategia "più alta per un periodo più lungo" non stanno solo ritardando potenziali tagli dei tassi, ma anche invertendo la tendenza al ribasso iniziale dei rendimenti locali dei mercati emergenti (ME) (come mostrato nella Figura 7).

Figura 6: Evoluzione dei rendimenti totali dei titoli sovrani dei mercati emergenti asiatici (a sinistra) e differenziale del tasso di riferimento rispetto agli Stati Uniti (a destra)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Note RHS: \1: media calcolata considerando i differenziali di fine mese dal 2006. \2 Tasso primario del prestito a 1 anno utilizzato per l'IR cinese.

Non si può sfuggire alla gravità del mercato obbligazionario statunitense, quindi non aspettatevi notizie positive dai titoli sovrani dell'Asia emergente.

Sebbene sia improbabile che i tassi a lungo termine statunitensi superino la soglia del 5%, la volatilità delle obbligazioni e le continue pressioni finanziarie potrebbero spingere temporaneamente i rendimenti locali asiatici oltre i massimi registrati nell'ottobre 2022, anche se i tassi nella (maggior parte) dei mercati asiatici emergenti non hanno superato i livelli del 2010. Come mostrato nella Figura 8, le correlazioni con i titoli del Tesoro statunitense sono aumentate negli ultimi anni, contribuendo alla volatilità nell'attuale contesto economico. I recenti rischi al rialzo legati all'aumento dei prezzi del petrolio – non solo attraverso l'effetto inflazionistico sui rendimenti locali ma anche attraverso il cambio per gli importatori – e il deterioramento del sentiment nei confronti dei mercati emergenti stanno aumentando la pressione.

Figura 7: Evoluzione dei rendimenti sovrani a 5 anni nei mercati emergenti asiatici



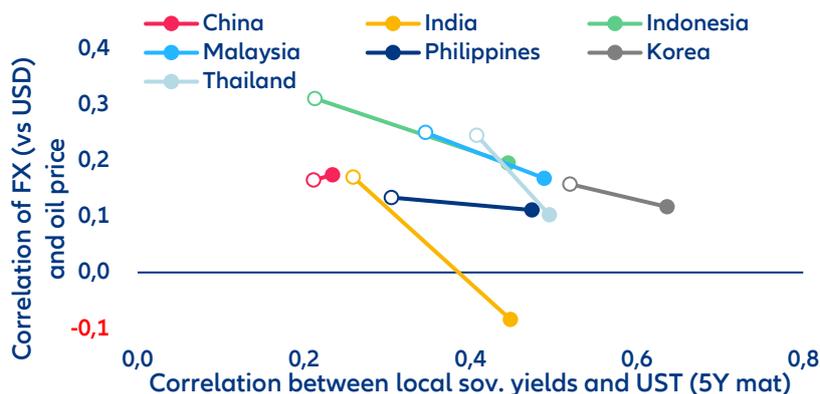
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: la stella rappresenta il massimo che potrebbero raggiungere sotto la linea di base. La stella viene mostrata alla fine del 2023, ma il massimo potrebbe essere raggiunto in qualsiasi momento da oggi al secondo trimestre del 2024.

I rendimenti cinesi rappresentano un'eccezione, ma ciò ha un prezzo. Questo ciclo ha confermato che i rendimenti cinesi sono tra quelli meno correlati ai rendimenti statunitensi. Tuttavia, ciò comporta forti pressioni sulla valuta (per gli investitori stranieri) e sono uno dei titoli sovrani meno attraenti rispetto ai rendimenti azionari del paese (per gli investitori locali). Si prevede che i piani di stimolo fiscale abbinati a ulteriori prestiti allevieranno la pressione al ribasso sui rendimenti, sia attraverso l'aumento dell'offerta che della crescita nominale. Anche se la natura unica della situazione cinese potrebbe in una certa misura avvicinarsi alla fine, al momento non ci sono altri paesi che offrono sollievo dalle crescenti pressioni sui rendimenti. Mentre l'India trarrà vantaggio da alcuni fattori favorevoli

provenienti dall'apertura dei suoi mercati dei capitali¹, è particolarmente sensibile ai prezzi del petrolio (Figura 8). I rendimenti delle Filippine sono già aumentati in modo significativo, ma potrebbero dover affrontare battute d'arresto dovute alle costose importazioni di materie prime e alle preoccupazioni fiscali, che le renderanno meno attraenti per gli investitori stranieri. Per diventare più attraenti, i rendimenti globali dovrebbero adeguarsi al ribasso e le economie dovrebbero essere relativamente più brave a gestire la crescita globale più debole (compreso il rallentamento della Cina). In linea di principio, India e Indonesia (ben posizionate nel mercato delle materie prime sia per le materie prime "marroni" che per quelle "verdi") sembrano posizionate meglio, rendendo le loro obbligazioni più propense a fornire rendimenti positivi e ad attrarre investitori stranieri..

Attenzione alle vulnerabilità sul fronte FX. Come mostrato nella Figura 6, le valute asiatiche si sono dimostrate meno resilienti rispetto alle principali valute dell'America Latina (ex-ARS²) e anche quelle dei principali paesi dell'Europa dell'Est (ex-TRY) che sono più direttamente colpiti dalla guerra in Ucraina. Ma se la Fed mantenesse i tassi di interesse elevati più a lungo, le valute rimarrebbero sotto pressione, soprattutto date le crescenti interdipendenze con un CNY debole (anche se prevediamo che il governo impedirà ulteriori importanti cali). In questo contesto, il Bath thailandese si troverebbe ad affrontare le pressioni più significative a causa della combinazione di tassi di interesse relativamente bassi e disavanzo delle partite correnti. Il MYR avvertirebbe forti pressioni anche se si considerassero fattori aggiuntivi come gli impegni di debito estero e le riserve. Tuttavia, in un simile evento, il rischio principale è comune a tutta la regione: come gestire le pressioni sulle valute attraverso aumenti dei tassi di interesse a fronte di una crescita economica debole.

Figura 8: correlazione tra rendimenti e cambi dei paesi emergenti asiatici con variabili esogene chiave. I punti vuoti rappresentano la correlazione dal 2005, i punti pieni solo per gli ultimi 3 anni



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Le prospettive nebulese di crescita dell'Eurozona rafforzano le forze disinflazionistiche

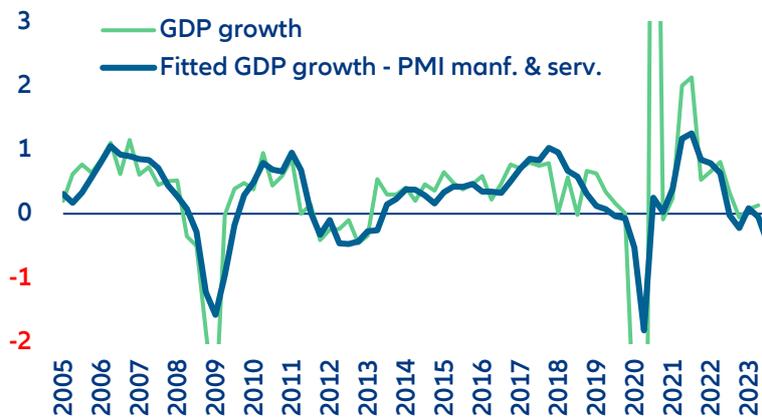
È probabile che la prossima settimana l'Eurozona registrerà un quarto trimestre consecutivo di crescita stagnante. Indicatori anticipatori come gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) suggeriscono che esiste addirittura il rischio di una contrazione del PIL del terzo trimestre, che verrà pubblicato il 31 ottobre, risultato dell'impatto ritardato della politica monetaria altamente restrittiva sulla domanda di credito e quindi sugli investimenti, così come del rallentamento in Germania. E le prospettive per il quarto trimestre non sono affatto

¹ Si veda la nostra storia sui benefici attesi per l'India dalla sua inclusione in un importante benchmark delle obbligazioni sovrane: [link](#).

² ARS: Argentinian Peso; TRY: Turkish Lira; THB: Thailand Baht; MYR: Malaysian Ringgit.

migliori: i deludenti PMI di ottobre hanno posto le basi per una crescita del -0,5% t/t nel quarto trimestre, che sarebbe ben al di sotto della nostra attuale previsione di +0,2% t/t (Figura 9).

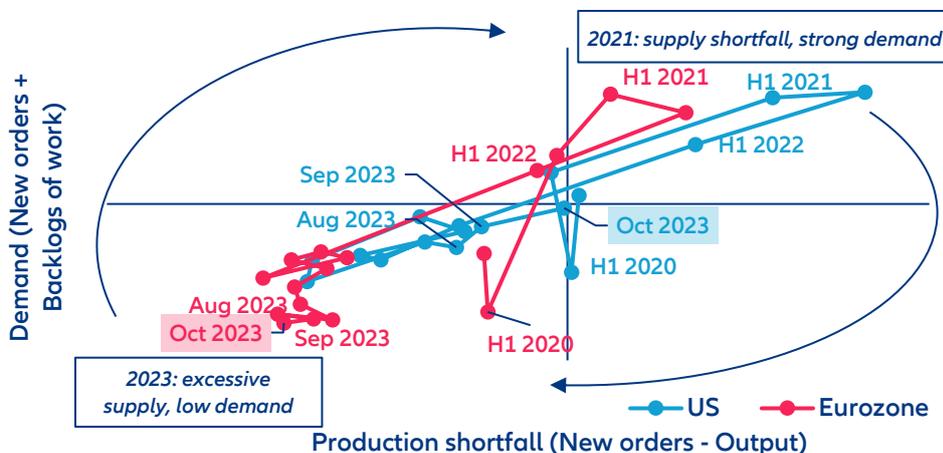
Figura 9: Crescita del PIL e crescita implicita del PMI, in % su base trimestrale



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

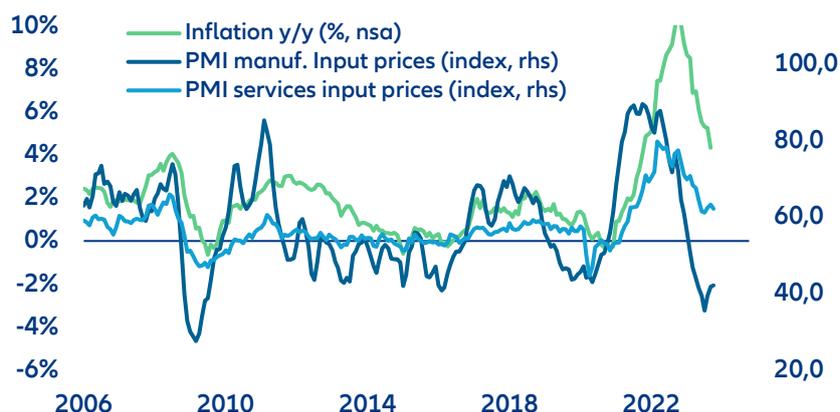
Ma queste prospettive di crescita più deboli aprono la strada a progressi più rapidi verso l'obiettivo di inflazione della BCE. Ci aspettiamo che l'inflazione complessiva scenda al 3,2% a/a a ottobre dal 4,3% del mese precedente, in gran parte a causa degli effetti base ma anche grazie al calo dei prezzi della benzina. La disinflazione core sarà leggermente più lenta poiché prevediamo un calo al 4,3% a ottobre dal 4,5% del mese precedente. Guardando al futuro, prevediamo rischi al ribasso per le nostre previsioni per il 2024 relative a un'inflazione complessiva annua pari al 3,0% (BCE 3,2%, Consensus 2,5%), dato che una crescita più contenuta e guidata dalla domanda trascinerà l'inflazione verso il basso più rapidamente attraverso un più ampio output gap negativo. I nuovi ordini, i lavori invariati e i dati sulla produzione provenienti dalle indagini PMI suggeriscono un eccesso di offerta e una domanda contenuta, che sarebbe la situazione opposta rispetto a due anni fa (Figura 10) e indica una disinflazione più rapida. Inoltre, anche le principali misure di pressione sui prezzi nei sottoindici PMI suggeriscono che la disinflazione è sulla buona strada. I prezzi dei fattori produttivi nel settore manifatturiero stanno scendendo rapidamente, con livelli significativamente al di sotto del livello espansivo di 50. I prezzi dei fattori produttivi nel settore dei servizi rimangono in territorio espansivo, sebbene inferiori rispetto a prima, ma il grafico mostra chiaramente che si tratta di un indicatore in ritardo rispetto al settore manifatturiero, proprio come nel periodo precedente i corrispondenti componenti dell'IPC (Figura 11). In ogni caso, il quadro generale conferma la nostra visione secondo cui la BCE toglierà il freno nella seconda metà del 2024, con tagli moderati dei tassi. A quel punto, l'inflazione si avvicinerà allo spettro inferiore compreso tra il 2 e il 3%, vicino all'obiettivo della BCE del 2%, assumendo che non si verifichi un'ulteriore escalation dei conflitti geopolitici in corso in Medio Oriente e Ucraina.

Figura 10: Grafico temporale del PMI manifatturiero



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Figura 11: Sottoindici di inflazione e PMI sui prezzi degli input



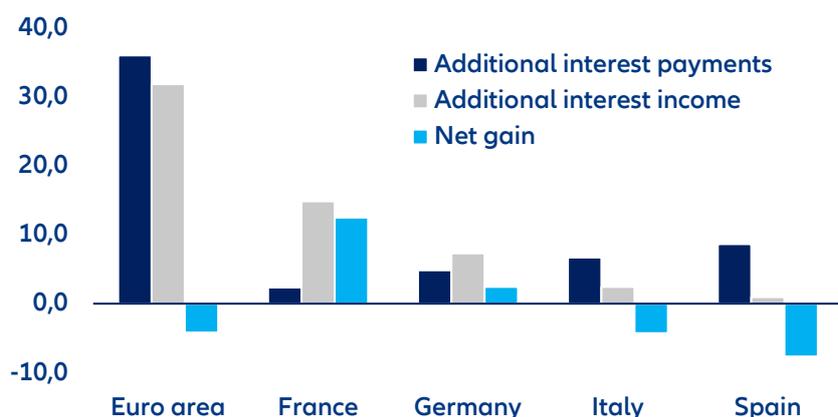
Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

La Germania rimane l'anello debole dell'Eurozona – seguita dall'Italia – ma anche Spagna e Francia stanno rallentando. Si prevede che il PIL tedesco sia sceso del -0,2% nel terzo trimestre, estendendo così il declino economico iniziato lo scorso anno a causa degli alti prezzi dell'energia e della debole domanda internazionale. Allo stesso modo, l'Italia sta flirtando con una recessione, ma si prevede che ristagnerà dopo il calo del -0,4% nel secondo trimestre. La Francia vedrà una decelerazione rispetto al suo secondo trimestre sorprendentemente forte al +0,2% t/t e le prospettive per i prossimi due trimestri puntano verso la stagnazione. La Spagna ha già riportato una ripresa della crescita del +0,3% t/t: migliore del previsto, ma le prospettive del quarto trimestre sembrano più impegnative in quanto la crescita dei salari sta rallentando e l'inflazione è destinata ad aumentare.

Tassi di interesse netti: hanno vinto francesi e tedeschi, hanno perso italiani e spagnoli

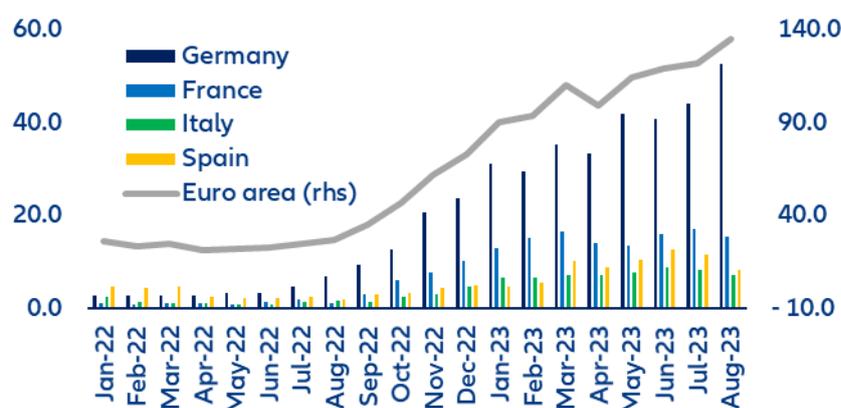
Sono passati 14 mesi e 29 giorni da quando la BCE ha eliminato i tassi di interesse negativi. Come sono andate le famiglie? Sorprendentemente, le famiglie francesi e tedesche hanno guadagnato parecchie cene in ristoranti alla moda. La saggezza convenzionale dice che l'aumento dei tassi di interesse è positivo per le banche perché aumenta il margine di interesse, cioè la differenza tra gli interessi pagati ai depositanti e gli interessi ricevuti dai mutuatari. Considerando l'Eurozona nel suo insieme, gli interessi sui depositi in essere sono aumentati di 64 punti base mentre quelli sui prestiti in essere sono aumentati di 78 punti base nel periodo. Di conseguenza, il margine è aumentato di 14 punti base, passando da 1,90 a 2,04 punti base. Finora tutto previsto, anche se l'espansione dei margini è relativamente piccola. Ma ci sono enormi differenze tra i quattro paesi più grandi dell'Eurozona. In Francia e Germania, il margine di interesse si è ridotto rispettivamente di ben 72 punti base e di 32 punti base, ancora notevoli. In netto contrasto, è aumentato di 107 punti base in Italia e di 166 punti base in Spagna. Ciò ha avuto un impatto reale sui profitti delle famiglie. In Francia, nei 14 mesi da luglio 2022 ad agosto 2023, gli interessi attivi aggiuntivi hanno superato i pagamenti aggiuntivi di 12,5 miliardi di euro, rispetto ai 14 mesi precedenti; in Germania il surplus è stato pari a 2,4 miliardi di euro. In Italia e Spagna, tuttavia, l'aumento dei tassi ha pesato sulle finanze delle famiglie (Fig 12).

Figura 12: Ulteriori interessi attivi e pagamenti nei 14 mesi da luglio 2022 ad agosto 2023 rispetto ai 14 mesi precedenti, in miliardi di EUR



Fonti: BCE, Allianz Research

Figura 13: Depositi*, in miliardi di euro (nuove operazioni)



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

Cosa c'è dietro questo risultato insolito? Uno sguardo al lato attivo del bilancio delle famiglie, ovvero i depositi, mostra che i tassi di interesse sui nuovi depositi con scadenza prestabilita sono aumentati in media di 273 punti base, con variazioni solo limitate tra i paesi. Tuttavia, il grado in cui queste offerte sono state accolte dalle famiglie differiva notevolmente da un paese all'altro (figura 13). Le famiglie tedesche erano davvero entusiaste; i depositi in essere con scadenza prestabilita sono aumentati di oltre 200 miliardi di euro in un anno e la loro quota sui depositi complessivi è quasi raddoppiata raggiungendo il 18%. Non si può osservare nulla di paragonabile in nessuno degli altri paesi³ (Figura 13), dove le famiglie hanno anche acquistato titoli di debito (per l'Italia cfr. il nostro rapporto⁴; per la Francia, fondi pensione). Pertanto, i guadagni delle famiglie tedesche sono principalmente dovuti a una storia di risparmiatori agili, che si riversano in massa verso offerte allettanti: i risparmiatori tedeschi riconoscono un affare quando ne vedono uno.

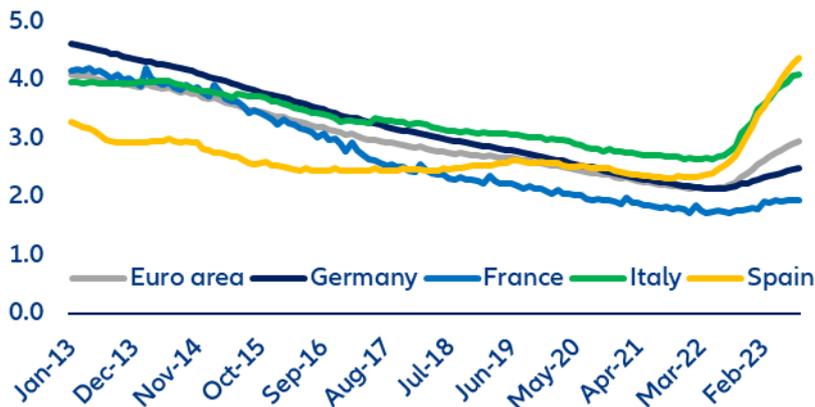
Allo stesso tempo, le famiglie italiane e spagnole sono state colpite più duramente dall'aumento dei tassi sui nuovi prestiti. L'aumento dei tassi di interesse sui nuovi prestiti (di 240 punti base in media) ha portato a una diminuzione dei volumi di affari in tutti i paesi (di oltre un terzo in media). Ma i movimenti degli interessi sui prestiti in essere hanno mostrato andamenti molto diversi. Mentre in Francia l'incremento è stato pari a 19 pb irrisori e in Germania a soli 36 pb, in Italia è stato pari a 142 pb. In Spagna, i tassi medi sui prestiti ad agosto erano addirittura

³ Le famiglie italiane, tuttavia, hanno spostato denaro dal sistema bancario verso obbligazioni sovrane per garantirsi tassi di interesse più elevati.

⁴ [What to Watch 13 October 2023](#)

di 190 punti base superiori al livello di giugno 2022 (Figura 14). Ciò riflette diverse dinamiche di trasmissione dai tassi ufficiali ai tassi sui prestiti, ma anche alcuni fattori strutturali (ad esempio il tetto massimo dei tassi sui mutui ipotecari in Francia). Anche la quota dei mutui a tasso variabile gioca un ruolo significativo (fig. 15). I guadagni delle famiglie francesi sono principalmente una storia di resilienza poiché hanno beneficiato bene dei tassi di interesse fissi sui loro prestiti, intascando al contempo tassi in aumento sui loro depositi, non ultimo il Livret A. In Italia e Spagna, tuttavia, la percentuale di nuovi prestiti a tassi variabili – sebbene in calo rispetto ai livelli storici – sembrano riflettere sia le aspettative di politica monetaria (dal lato della domanda), che condizioni di prestito inaccessibili e restrittive dal lato dell’offerta.

Figura 14: tassi di interesse medi ponderati sui prestiti in essere*, in %

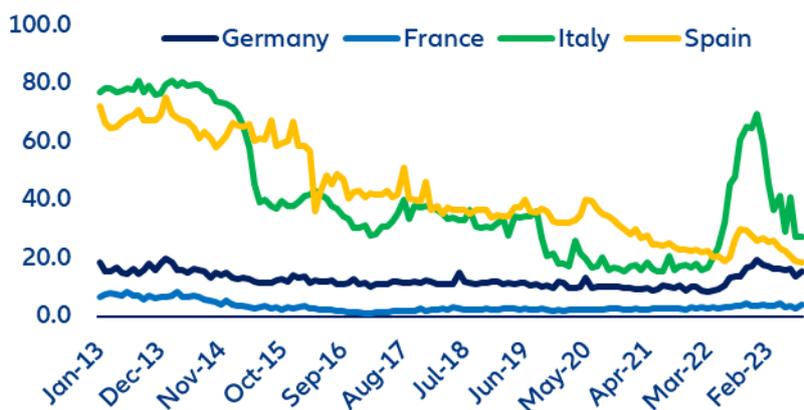


* Mutui per l’acquisto di case, credito al consumo, altri prestiti.

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

Il periodo della luna di miele per alcune famiglie non durerà per sempre. I prestiti con tassi di interesse fissi un giorno arriveranno in scadenza e necessiteranno di rifinanziamento a tassi molto più elevati. E i tassi di interesse sui depositi potrebbero aver già raggiunto il loro picco, mentre anche le famiglie tedesche più frugali possono spostare solo una parte dei loro risparmi in depositi ad alto rendimento. Il risultato: le famiglie francesi e tedesche probabilmente si uniranno a quelle italiane e spagnole nel sentire la stretta dei tassi di interesse più alti – almeno nei loro rapporti con le banche.

Figura 15: Quota di prestiti a tasso variabile (nuove operazioni)



Fonti: BCE, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione della 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 possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti 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 potrebbero avere una maggiore probabilità di verificarsi, o essere 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.