

Allianz Research

Inflazione alimentare europea: fame di profitti?

Cosa guardare: Estate araba in arrivo? Un anno dall'accordo con il FMI in Argentina

14 Aprile 2023

Cosa osservare

Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com
allianz.com

- **Africa settentrionale** - Un'estate araba in arrivo?
- **Argentina** - L'accordo con il FMI compie un anno, ma c'è poco da festeggiare

Luca Moneta
Senior Economist
luca.moneta@allianz-trade.com
trade.com

In evidenza - Fame di profitti? Cosa c'è dietro l'inflazione alimentare europea

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

Andreas Jobst
Head of Macroeconomic
and Capital Markets
Research
andreas.jobst@allianz.com
allianz.com

Ano Kuhanathan
Head of Corporate
Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com
trade.com

Aurelien Duthoit
Senior Sector Advisor
aurelien.duthoit@allianz-trade.com
trade.com

Patricia Pelayo Romero
Economist
patricia.pelayo-romero@allianz.com
allianz.com

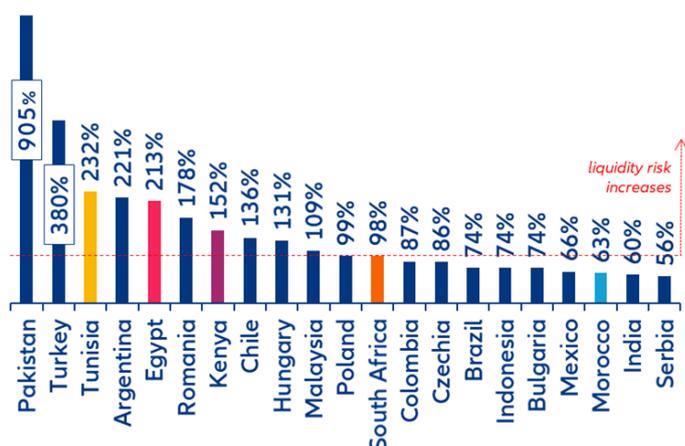
- **I prezzi dei prodotti alimentari in Europa rimangono elevati e diminuiranno solo nel corso dell'anno.** A marzo, l'inflazione complessiva nell'Eurozona è scesa al 6,9% annuo (dall'8,5% annuo di febbraio) a causa di un forte calo dell'inflazione energetica, scesa al -0,9% (dal 13,7% annuo di febbraio) in occasione del primo anniversario del balzo dei prezzi del petrolio e del gas dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Tuttavia, l'inflazione dei prodotti alimentari, alcolici e tabacco è salita nuovamente al 15,4% e probabilmente rimarrà elevata fino alla fine dell'anno.
- **Il raffreddamento dei prezzi delle materie prime non ha contribuito a mitigare le pressioni sui prezzi dei prodotti alimentari in Europa.** Ad aprile 2023, la maggior parte delle materie prime alimentari è scambiata a livelli vicini o leggermente superiori a quelli del 2021. Sebbene alcune rimangano costose, nel 2013-2014 abbiamo visto prezzi simili senza un forte aumento dell'inflazione alimentare. I produttori di alimenti confezionati sono all'origine della maggior parte delle pressioni sui prezzi.
- **Una parte dell'inflazione alimentare rimane "inspiegabile" a causa delle prese di profitto.** Ciò potrebbe derivare dalle imprese del settore alimentare che hanno recuperato i mesi difficili tra marzo e giugno 2022. Riteniamo che da allora la maggior parte delle aziende sia riuscita ad aumentare il fatturato oltre i costi.
- **I consumatori continueranno a pagare il conto.** Poiché i PPI (Producer price Index) hanno appena raggiunto il culmine, ci aspettiamo che i prezzi continuino ad aumentare fino all'estate e che rimangano a livelli elevati. Secondo le nostre stime, nell'ultimo anno le famiglie hanno perso tra l'1,1% e il 9,2% del potere d'acquisto, e i paesi dell'Europa orientale sono stati i più colpiti. Un ulteriore aumento dei prezzi dei generi alimentari del +20% potrebbe portare a un calo dei consumi di circa 1 punto percentuale nell'UE

Un'estate araba in arrivo?

I negoziati di Tunisia ed Egitto con il FMI per ottenere la tanto necessaria assistenza finanziaria sono in fase di stallo in un momento in cui i rischi politici aumentano. Mentre il FMI ha approvato ad aprile una linea di credito flessibile biennale da 5 miliardi di dollari per il Marocco, la democratizzazione a Tunisi ha portato la Banca Mondiale a sospendere la collaborazione all'inizio di quest'anno, mentre la prima revisione dell'ultimo programma da 3,2 miliardi di dollari con l'Egitto era prevista per metà marzo e non ha ancora consentito gli esborsi di quest'anno. Le riserve internazionali di entrambi i Paesi non sono sufficienti a coprire le scadenze semestrali (cfr. Figura 1) e i pagamenti degli interessi dell'Egitto assorbiranno probabilmente un importo pari al 9% del PIL nel 2023 (cfr. Figura 2).

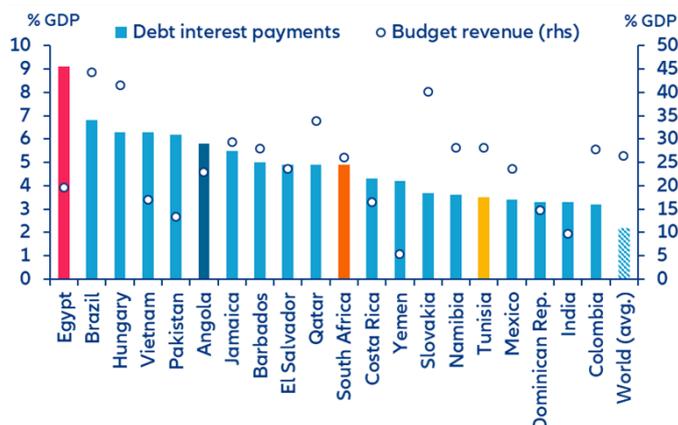
Con 18 miliardi di dollari in essere, l'Egitto è già il secondo Paese al mondo in termini di esposizione al FMI dopo l'Argentina. Solo nel 2023 sono previsti rimborsi al FMI per circa 3,5 miliardi di dollari, il che significa che anche se l'intero importo dell'ultimo prestito del FMI venisse erogato prima della fine dell'anno, non riuscirebbe nemmeno a coprire i rimborsi del debito al Fondo stesso.

Figura 1: Fabbisogno lordo di finanziamento esterno*



Fonti: FMI, Allianz Research. Nota: * Definito come la percentuale del saldo delle partite correnti + i rimborsi del debito estero in scadenza nei prossimi 12 mesi sulle riserve valutarie. Se il rapporto è superiore al 100%, le riserve valutarie esistenti non sono sufficienti a far fronte agli impegni a breve termine.

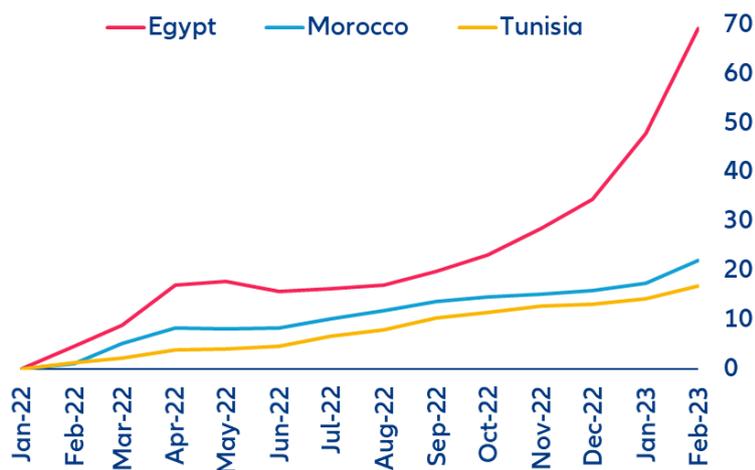
Figura 2: Mercati emergenti con pagamenti di interessi sul debito \geq 3% del PIL nel 2023



Fonti: Refinitiv, FMI, Allianz Research. Nota: i pagamenti degli interessi sul debito comprendono il debito pubblico denominato in valuta locale e in valuta estera con scadenza nel 2023; le entrate di bilancio sono calcolate a partire dal 2022. Paesi africani colorati in modo diverso.

L'inflazione alimentare, il tasso di cambio e le decisioni di politica monetaria delle banche centrali stanno accumulando tensioni nella regione, che potrebbero manifestarsi una volta terminato il Ramadan nel corso del mese. La bolletta delle importazioni di energia potrebbe aggravare gli squilibri commerciali dopo che l'Arabia Saudita, uno dei principali finanziatori dell'Egitto, e i membri dell'OPEC+ hanno concordato di tagliare la produzione di greggio per mantenere un livello di 80-85 dollari al barile. Prevediamo che l'inflazione in Egitto si attesterà in media al 24% quest'anno, con la banca centrale che continuerà ad essere obbligata ad aumentare ulteriormente il tasso di riferimento dopo il rialzo di 1,5 punti percentuali di fine marzo al 18,25%.

Figura 3: I prezzi dei prodotti alimentari continuano a soffrire (IPC alimenti e bevande, variazione % da gennaio 2022)



Fonti: Macrobond, banche centrali, agenzie statistiche nazionali, Allianz Research

In assenza di sostegno finanziario, ci aspettiamo che il rischio politico nella regione si deteriori ulteriormente, innescando eventi di trasferibilità e convertibilità, con rischi di contagio potenzialmente estesi a tutta la regione. Ciò potrebbe portare a un calo degli investimenti esteri e alla fuga di capitali, esacerbando l'instabilità economica. I governi potrebbero anche ricorrere a politiche protezionistiche, danneggiando ulteriormente il commercio e la cooperazione regionale.

Argentina - L'accordo con il FMI compie un anno, ma c'è poco da festeggiare

Questo mese l'Argentina ha ricevuto una nuova tranches di finanziamenti del FMI (5,4 miliardi di dollari), ma gli obiettivi quasi invariati e le previsioni macroeconomiche ottimistiche suggeriscono che il Fondo sia indulgente, in attesa che il nuovo governo prenda il potere per elaborare un programma economico più credibile. In totale, l'Argentina ha già avuto accesso a 29 miliardi di dollari dei 44 miliardi forniti nell'ambito dell'accordo di 30 mesi attraverso l'Extended Fund Facility. Il Fondo ha rilevato che il Paese ha raggiunto gli obiettivi quantitativi fino a dicembre 2022, grazie a politiche macroeconomiche più severe per stabilizzare l'economia. Pur riconoscendo che i progressi compiuti dalla fine del 2022 sono stati più contrastanti, a causa di una grave siccità e di battute d'arresto nei settori dell'energia, delle pensioni e della politica dei tassi di cambio, il Fondo non ha apportato revisioni sostanziali alle proiezioni macroeconomiche per il 2023. In effetti, la previsione di una crescita economica del +2% appare molto ottimistica in un momento in cui i mercati si aspettano una recessione di circa il -1,5%.¹ Inoltre, anche gli obiettivi per il 2023 e il 2024 rimangono sostanzialmente invariati. Solo l'obiettivo per le riserve internazionali nette (NIR) è

¹ Questo dato riflette in gran parte una forte revisione al ribasso della produzione di cereali -36% a/a (dal precedente -20%) da parte della borsa dei cereali di Buenos Aires.

stato rivisto al ribasso di 1,8 miliardi di dollari, portandolo a 8 miliardi di dollari per il 2023, per riflettere parzialmente l'impatto della siccità e le sue conseguenze sulle esportazioni future.

L'Argentina si trova ad affrontare una situazione estremamente fragile. La situazione economica e politica è diventata chiaramente più difficile negli ultimi mesi, con un ulteriore deterioramento delle principali variabili macroeconomiche. L'inflazione supera le due cifre, le riserve internazionali sono scese a livelli estremamente bassi e si osserva un elevato spread tra i tassi di cambio ufficiali e paralleli (il "tasso blu" è il più seguito) (Figure 4-6). Sebbene questo spread sia inferiore al picco osservato alla fine di giugno 2002, si attesta ancora intorno al 100.

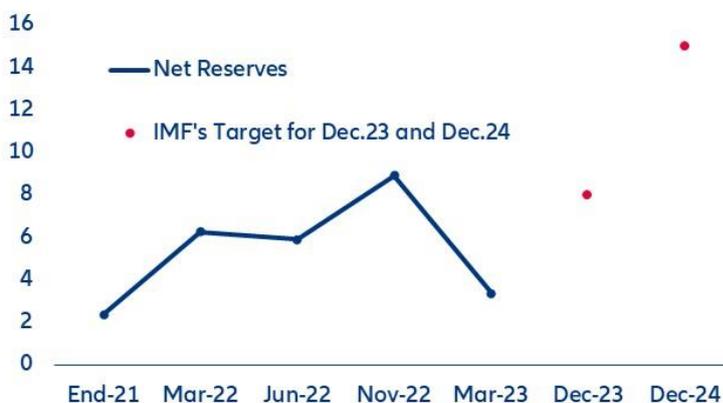
La siccità potrebbe aumentare gli squilibri macroeconomici, pesando sull'attività economica, aggiungendo ulteriori pressioni all'inflazione e mettendo in discussione l'accumulo di riserve. Ciò suggerisce che l'obiettivo imposto dal FMI potrebbe essere molto difficile da raggiungere. L'Argentina ha già affrontato gravi difficoltà nell'accumulare riserve internazionali, raggiungendo l'obiettivo del FMI attraverso misure temporanee, tra cui l'introduzione di tassi di cambio multipli, ad esempio tassi più favorevoli per gli esportatori come il tasso di cambio della soia (introdotto nei mesi di settembre e dicembre) e, più recentemente, il tasso di cambio del Malbec per incoraggiare le esportazioni di vino. Sebbene queste misure forniscano un sollievo temporaneo, non affrontano il problema fondamentale della sopravvalutazione del peso argentino (ARS) (Figura 7).

Figura 4: Inflazione in Argentina



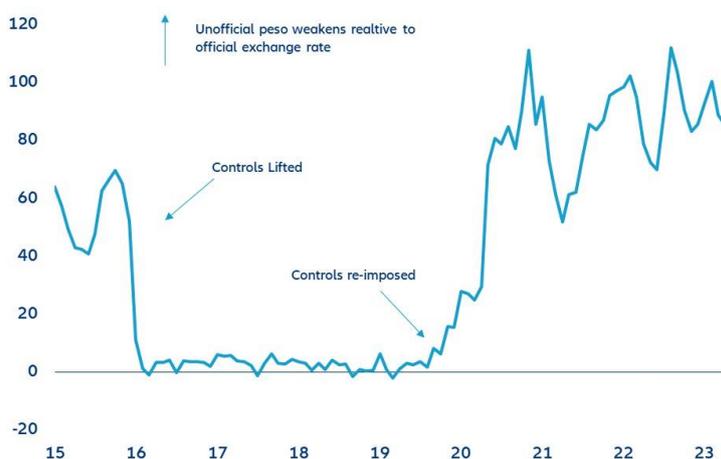
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 5: Riserve internazionali nette dell'Argentina (miliardi di dollari)



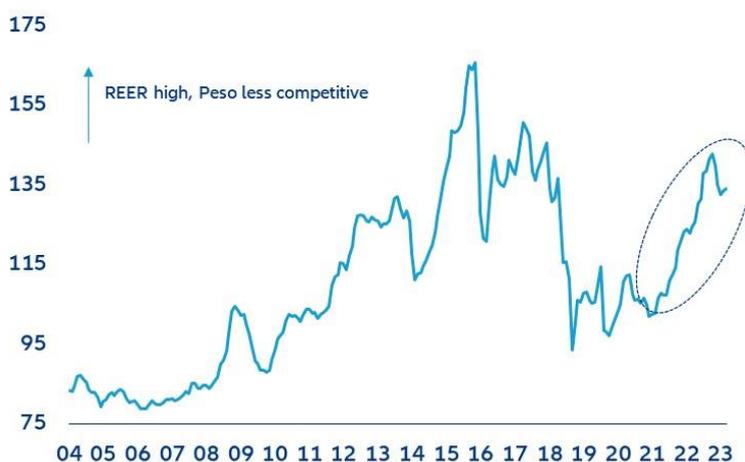
Fonti: Refinitiv, IMF, Allianz Research

Figura 6: Spread tra tasso di cambio ufficiale e parallelo (blu)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 7: Tasso di cambio effettivo reale (2010=100)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

È improbabile che i controlli sui tassi di cambio e sui capitali vengano eliminati a breve. L'Argentina si trova tra l'incudine e il martello: sebbene vi siano crescenti pressioni per una svalutazione della moneta, date le dinamiche delle riserve internazionali, ciò aumenterebbe i costi di produzione, aggravando uno scenario inflazionistico già complicato. Inoltre, gran parte del debito locale del Paese è legato all'inflazione e al cambio; di conseguenza, la svalutazione aumenterebbe significativamente i costi fiscali, con effetti negativi sulle dinamiche del debito pubblico. Con due terzi del debito denominati in valuta estera, un deprezzamento causerebbe anche un significativo deterioramento del rapporto debito/PIL dell'Argentina. Con l'aumento del rischio di deprezzamento della valuta, potrebbe esserci un certo rischio di ristrutturazione del debito, per cui il suo rinnovo sul mercato rimarrà incerto nel medio termine.

Le elezioni politiche previste per la fine dell'anno implicano che gli obiettivi fiscali potrebbero essere compromessi. A causa di un'ulteriore accelerazione dell'inflazione e del deterioramento delle condizioni sociali (i salari reali sono in rapido calo), aumentano i rischi di disordini sociali, che comprometterebbero il consolidamento fiscale attraverso il controllo della spesa, in particolare la destinazione dei sussidi energetici e dell'assistenza sociale. È molto probabile che il governo mantenga i sussidi. Inoltre, l'approvazione da parte del Congresso di una nuova legge sulla moratoria delle pensioni, avvenuta a febbraio, creerà probabilmente ulteriori passività pensionistiche pari a circa lo 0,4% del PIL nel medio

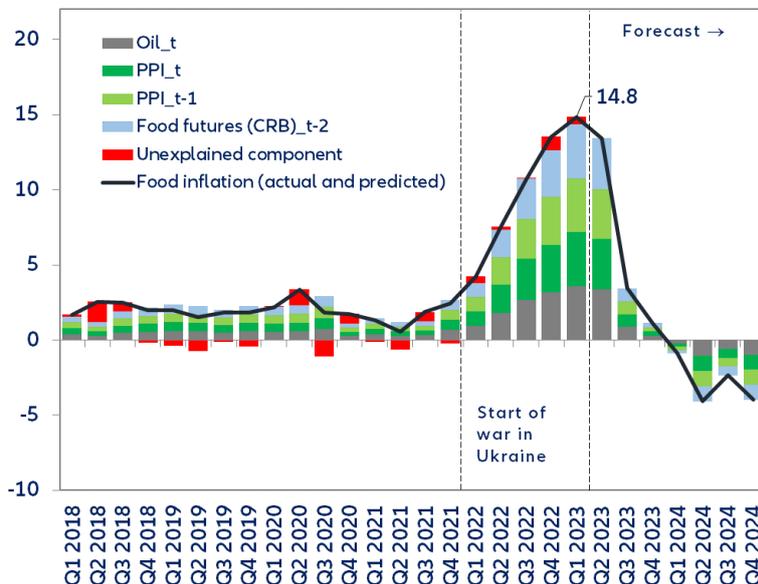
termine. Saranno necessarie ulteriori misure politiche per mitigare l'impatto e mantenere il percorso di aggiustamento fiscale..

Nel complesso, è improbabile che il programma del FMI possa migliorare i risultati macroeconomici a breve termine. La credibilità delle politiche rimane debole, l'inflazione dovrebbe rimanere a tre cifre, la repressione finanziaria è in aumento e un significativo rallentamento dell'attività reale è già in corso. La nuova tranche di finanziamenti consentirà all'Argentina di guadagnare tempo..

Inflazione alimentare europea: fame di profitti?

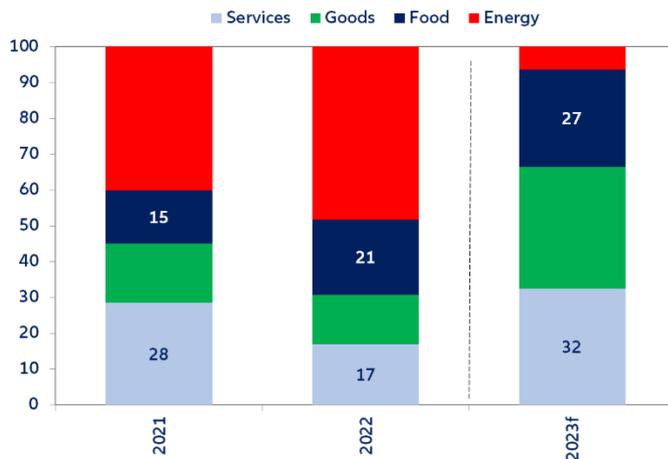
I prezzi dei prodotti alimentari in Europa continuano a rimanere elevati e diminuiranno solo nel corso dell'anno. A marzo, l'inflazione complessiva dell'Eurozona è scesa al 6,9% annuo (dall'8,5% annuo di febbraio) a causa di un forte calo dell'inflazione energetica, scesa al -0,9% (dal 13,7% annuo di febbraio) in occasione dell'anniversario del balzo dei prezzi del petrolio e del gas dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Tuttavia, l'inflazione dei prodotti alimentari, alcolici e tabacco è salita nuovamente al 15,4%. Allo stesso tempo, le pressioni inflazionistiche si sono ampliate e sono diventate sempre più radicate; il tasso di inflazione di fondo (che esclude l'energia, gli alimenti, l'alcol e il tabacco) è salito a un nuovo record del 5,7% (dal 5,6% di febbraio). Mentre l'inflazione complessiva rallenterà sensibilmente nei prossimi trimestri (a causa dei forti effetti disinflazionistici di base), ci aspettiamo che i prezzi dei generi alimentari rimangano elevati per almeno un altro trimestre prima di una rapida normalizzazione. Prevediamo che l'inflazione complessiva dell'Eurozona si attesterà su una media del 5,6% nel 2023, prima di scendere al 2,6% nel 2024, con un'inflazione di fondo che rimarrà piuttosto rigida, dato che i salari diventeranno il principale fattore di pressione sui prezzi. L'inflazione alimentare contribuirà per quasi un terzo all'inflazione complessiva quest'anno (rispetto a meno del 20% dello scorso anno) e dovrebbe attestarsi su una media dell'8,0% prima di diventare deflazionistica (-3,8%) il prossimo anno.

Figura 8: Dinamica e previsioni dell'inflazione alimentare nell'Eurozona (%)



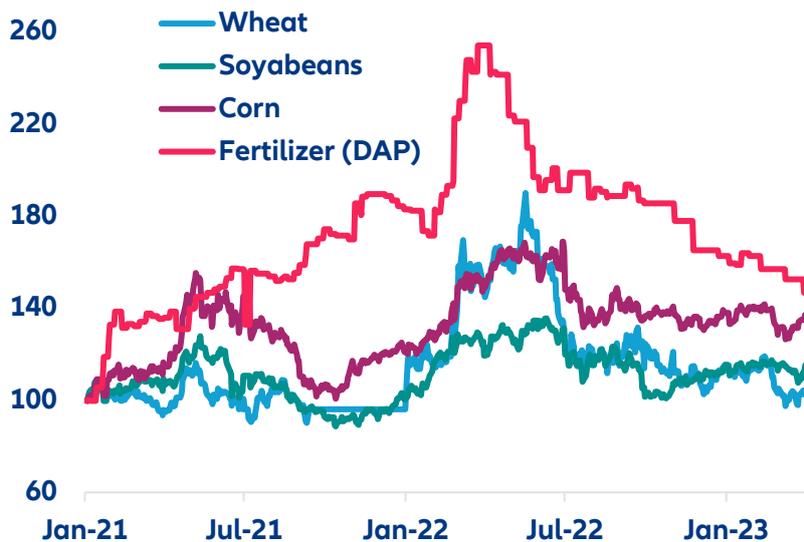
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 9: Eurozona - Contributo dei prezzi alimentari all'inflazione complessiva (pp)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 10: Materie prime selezionate (gen.-21=100)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Il raffreddamento dei prezzi delle materie prime suggerisce che altri fattori potrebbero spiegare le continue pressioni sui prezzi degli alimenti. I prezzi globali delle materie prime hanno subito una forte contrazione rispetto ai picchi del 2022: il grano e la soia sono ora scambiati ai livelli del 2021, mentre il mais è più costoso di circa il 30% rispetto all'inizio del 2021 e i fertilizzanti rimangono più cari di circa il 50% rispetto a un paio di anni fa; eppure l'inflazione alimentare continua a salire. I costi operativi dei produttori e dei rivenditori di generi alimentari sembrano spiegare il crescente scollamento tra i prezzi dei prodotti alimentari a monte (commodity) e a valle: energia (petrolio: +43% (2022 vs 2021), elettricità all'ingrosso (+145%), imballaggi (+24% per la carta, +18% per il vetro, +23% per il metallo, +16% per la plastica) e manodopera (costo unitario del lavoro nel settore della vendita al dettaglio +5%) (Figura 10).

Sembra che ad incrementare maggiormente i prezzi siano state le aziende produttrici di alimenti confezionati piuttosto che i dettaglianti. Con oltre il 70% di tutta la spesa alimentare in Europa, i rivenditori di generi alimentari hanno storicamente guidato la maggior parte degli aumenti di prezzo nel recente

passato. Gli aumenti dei prezzi dei prodotti alimentari sono aumentati nella seconda metà del 2021 in seguito all'impennata dei prezzi dei prodotti agricoli di riferimento, per poi accelerare in seguito all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. I rivenditori hanno scaricato la maggior parte dei costi (ma non tutti) sui clienti: Solo nel 2022, i produttori alimentari hanno aumentato i prezzi del +17% annuo (rispetto al "solo" +12% dei dettaglianti alimentari). I bilanci dei dettaglianti alimentari quotati in borsa confermano che i costi sono aumentati più rapidamente delle vendite, con margini lordi che nel 2022 si sono ridotti e sono scesi al di sotto dei livelli pre-pandemici. Guardando più da vicino, scopriamo anche che il settore alimentare europeo è stato colpito dall'aumento dei costi nel secondo trimestre del 2022: all'epoca, il nostro indice dei costi totali per il settore è aumentato del +6,7%, mentre il fatturato è cresciuto di un misero +0,8%. Da allora, la crescita del fatturato ha superato l'indice dei costi, suggerendo che le aziende del settore alimentare hanno aumentato i prezzi per compensare i margini persi (Figura 11).

Tuttavia, l'inflazione alimentare varia significativamente da un Paese all'altro a causa di fattori strutturali. Francia (+7,3%), Italia (+9,3%) e Spagna (+11,6%) hanno registrato un'inflazione alimentare inferiore alla media europea del 2022 (+11,9%). D'altro canto, Germania (+12,6%), Polonia (+14,5%) e Slovacchia (+18,6%) hanno registrato un'inflazione alimentare superiore alla media. Questa dispersione tra i Paesi dipende da:

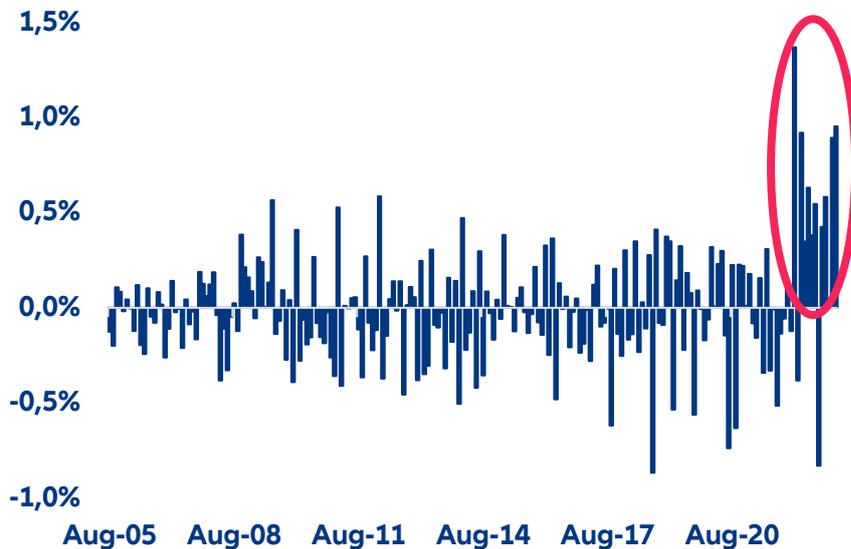
- Struttura del mercato al dettaglio: i Paesi con una penetrazione superiore alla media dei discount registrano un'inflazione generalmente superiore alla media. Gli alimenti confezionati a marchio discount incorporano una quota comparativamente più elevata di costi di input come percentuale dei costi totali rispetto agli alimenti confezionati di marca, il che significa che i loro prezzi probabilmente aumenteranno a un ritmo più rapido rispetto a quelli dei marchi, dove altri costi sono più flessibili (pubblicità, spese promozionali). I discount hanno generalmente quote di mercato molto più elevate in Germania (47%) e nell'Europa centrale e orientale rispetto all'Europa meridionale (ad esempio, 8% in Italia.).
- Abitudini di consumo: gli alimenti trasformati incorporano in genere una quota maggiore di costi energetici e di imballaggio. Di conseguenza, i Paesi con un consumo superiore alla media registrano generalmente un'inflazione superiore alla media. In Europa, il consumo di alimenti trasformati è relativamente più basso in Francia, Italia o Spagna rispetto a Regno Unito, Germania e Paesi nordici.
- Dipendenza dalle importazioni di cibo dall'Ucraina: i paesi dell'Europa orientale sono stati i più colpiti.

Figura 11: Costi e fatturato dei produttori alimentari in Europa (indicizzati, 2° trimestre 2022)=100)



L'eccesso di prese di profitto da parte delle imprese determina anche una piccola ma significativa quota non spiegata dell'inflazione alimentare nell'ultimo anno. La parte "non spiegata" (cioè non correlata ai prezzi alla produzione e all'energia) del nostro modello di inflazione alimentare è notevolmente aumentata (Figura 12). Dalla metà del 2022, circa il 10% della variazione dei prezzi alimentari non può essere spiegato sulla base delle dinamiche storiche..

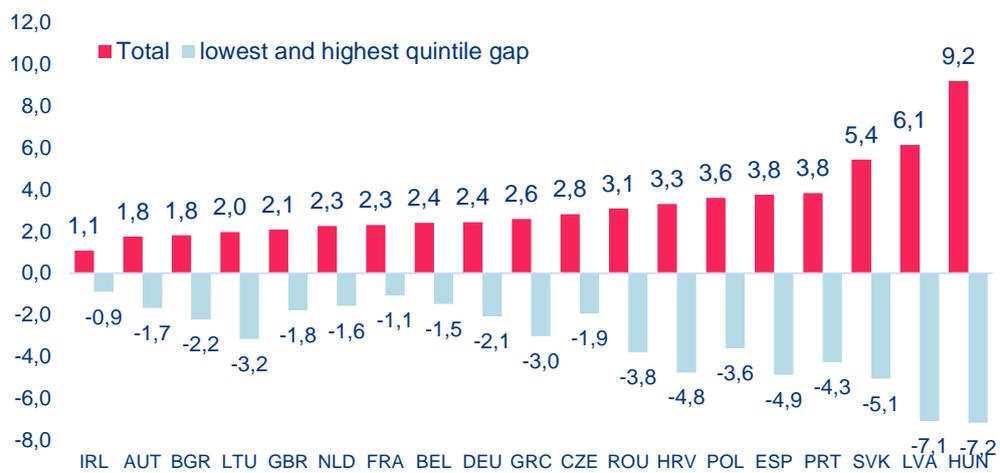
Figura 12: Eurozona - componente non spiegata del nostro modello di inflazione alimentare



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

I consumatori continueranno a soffrire. Secondo le nostre stime, nell'ultimo anno le famiglie hanno già perso tra l'1,1% e il 9,2% del potere d'acquisto, soprattutto nei Paesi che dipendono maggiormente dalle importazioni alimentari (in particolare nell'Europa dell'Est). Tuttavia, non tutte le famiglie sono sotto pressione: quelle che si trovano nel 20% inferiore della distribuzione del reddito sono state colpite più duramente, poiché spendono una quota maggiore del loro reddito disponibile in beni non discrezionali (Figura 14). Secondo un sondaggio condotto dall'Istituto europeo di innovazione e tecnologia (EIT) su 5.000 consumatori di 10 Paesi, i consumatori hanno tagliato i costi delle spese non discrezionali quando possibile, acquistando da marchi o negozi più economici. Oltre un terzo dei partecipanti ha dichiarato di acquistare meno carne rossa, pesce e pollame per ridurre i costi. I comportamenti di risparmio potrebbero però non essere sufficienti. Quando i consumatori pagano di più per i generi alimentari, spendono meno per gli articoli discrezionali, il che potrebbe rallentare la ripresa. Un ulteriore aumento dei prezzi dei prodotti alimentari del 20% potrebbe portare a un calo dei consumi di quasi 1 punto percentuale.

Figura 13: Europa: perdita del potere d'acquisto dei consumatori e divario tra il quintile di reddito più basso e quello più alto



Fonti: Refinitiv, Eurostat, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali. Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

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

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