

## La Germania ha bisogno di più di un piano

Cosa guardare: Le perdite finanziarie della Fed contano, la Banca d'Inghilterra aumenterà ancora, Allianz Pulse rivela l'angoscia tedesca

14 Settembre 2023

Ludovic Subran  
Chief Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Ana Boata  
Head of Economic  
Research  
[ana.boata@allianz-trade.com](mailto:ana.boata@allianz-trade.com)

Maxime Darmet  
Senior Economist for  
France & US  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

Jasmin Gröschl  
Senior Economist for  
Europe  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

Arne Holzhausen  
Head of Insurance &  
Wealth  
[Arne.holzhausen@allianz.com](mailto:Arne.holzhausen@allianz.com)

### Da tener d'occhio

- **Le perdite finanziarie della Fed contano:** un incentivo a cambiare rotta nel 2024 se l'inflazione diminuisce
- **Banca d'Inghilterra:** salari, margini e attività economica dicono tutti "aumento".
- **Sondaggio Allianz Pulse - Angoscia tedesca**

### In evidenza - La Germania ha bisogno di più di un piano

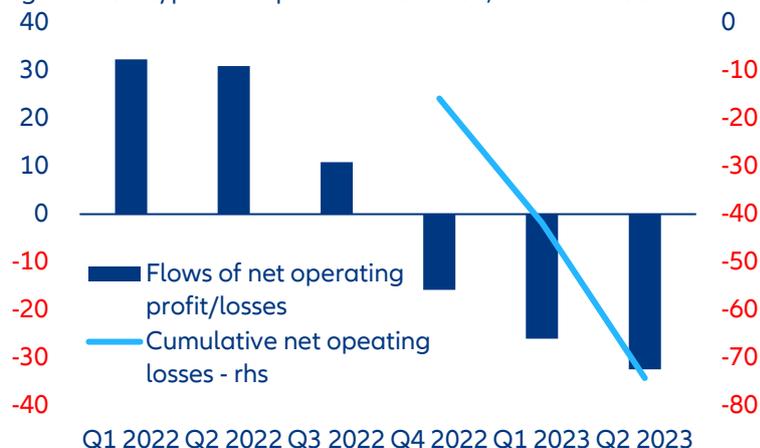
- **La Germania è l'unica grande economia che sembra destinata a contrarsi nel 2023**, con venti contrari quali il rallentamento della domanda per le sue esportazioni (in particolare per i beni altamente ciclici come le automobili, le macchine utensili e i prodotti chimici), la crescita globale sbilanciata verso i servizi rispetto ai beni, il rallentamento dell'industria negli Stati Uniti e in Cina e una correzione delle scorte..
- Anche se il piano economico del governo è un passo nella giusta direzione e darà un piccolo impulso alla crescita, **è troppo poco per ristrutturare un'economia da 4 miliardi di euro**. La Germania è alle prese con sfide strutturali, tra cui la carenza di manodopera, gli alti costi dell'energia, gli elevati oneri normativi e fiscali, la lenta digitalizzazione e l'incertezza politica. Per affrontarle, la Germania ha bisogno di misure che rafforzino la sua posizione di luogo in cui innovare, investire e creare posti di lavoro ad alto valore..
- **Se da un lato il governo deve creare condizioni favorevoli, dall'altro le aziende devono adottare contromisure e attuare attivamente la transizione verde e digitale**. Le chiavi per la rinascita economica della Germania sono uno Stato più snello e investimenti produttivi anziché sussidi. La trasformazione richiede la collaborazione tra il governo e il settore privato.

## Le perdite finanziarie della Fed contano: un forte incentivo a cambiare rotta nel 2024 se l'inflazione diminuisce

Con l'inflazione e la crescita in ripresa, ci aspettiamo che la Fed effettui un ultimo rialzo dei tassi nella riunione di novembre, dopo la pausa di settembre. Il rapporto sull'IPC pubblicato mercoledì ha mostrato che l'inflazione è aumentata a +3,7% a/a in agosto, un incremento guidato dall'aumento dei prezzi della benzina. Inoltre, il ritmo di aumento dei prezzi core è salito a +0,3% m/m (dopo il +0,2% dei due mesi precedenti). L'ulteriore aumento del prezzo del WTI all'inizio di settembre dovrebbe ritardare il calo dei prezzi al consumo. In questo contesto, i dati economici in arrivo rafforzano l'aspettativa che la crescita del PIL del 3° trimestre sia aumentata durante i mesi estivi. In particolare, due potenti canali attraverso i quali la politica monetaria dovrebbe influenzare la domanda aggregata - i prezzi delle case e il credito bancario - sono tornati a crescere. Se sostenuta, questa situazione potrebbe prolungare la crescita al di sopra del trend e rischiare di riaccendere le pressioni sottostanti sui prezzi. Pertanto, a conti fatti, riteniamo che i partecipanti al FOMC procederanno con un rialzo dei tassi di 25 pb a novembre, dopo una pausa (ampiamente prevista) nella riunione della prossima settimana. Riconosciamo, tuttavia, la grande incertezza che circonda questa decisione: per rafforzare la loro posizione da falchi, i partecipanti al FOMC potrebbero anche enfatizzare la loro narrativa "più alti più a lungo" invece di aumentare i tassi.

**I tassi d'interesse elevati mandano in rosso le perdite finanziarie della Fed.** Le potenziali implicazioni a medio termine di perdite operative finanziarie sempre più consistenti da parte della Fed stanno attirando sempre più attenzione. È la prima volta dal 1915 che la Fed registra perdite. Negli ultimi 20 anni aveva versato in media 63 miliardi di dollari all'anno al Tesoro. Ma a partire dal quarto trimestre del 2022, la Fed ha iniziato a registrare perdite operative (oltre che non realizzate) sempre più consistenti (Figura 1), in quanto il disallineamento tra quanto guadagna sulle sue attività e quanto paga sulle sue passività si sta ampliando. In effetti, la Fed possiede un portafoglio molto ampio di titoli (titoli garantiti da ipoteca e Treasuries) che fruttano un tasso di interesse fisso. Poiché tutto questo portafoglio - attualmente circa 7,3 trilioni di dollari - è stato acquistato prima dell'aumento dei tassi di interesse nel 2022, produce un tasso di interesse effettivo molto basso, retaggio dell'era pre-Covid, che stimiamo intorno al 2,27%<sup>1</sup> nel secondo trimestre del 2023. Al contrario, la Fed deve pagare un tasso d'interesse variabile, e in forte aumento, sulle sue passività (saldo di riserva delle banche e operazioni di riacquisto): stimiamo che il tasso d'interesse effettivo sulle sue passività sia stato di circa il 5,03% nel secondo trimestre del 2023, rispetto al solo 0,81% del secondo trimestre del 2022. Le perdite operative cumulative si sono attestate a 74 miliardi di dollari nel T2 2023 (Figura 1).

Figura 1: Utile/perdita operativa della Fed, miliardi di USD



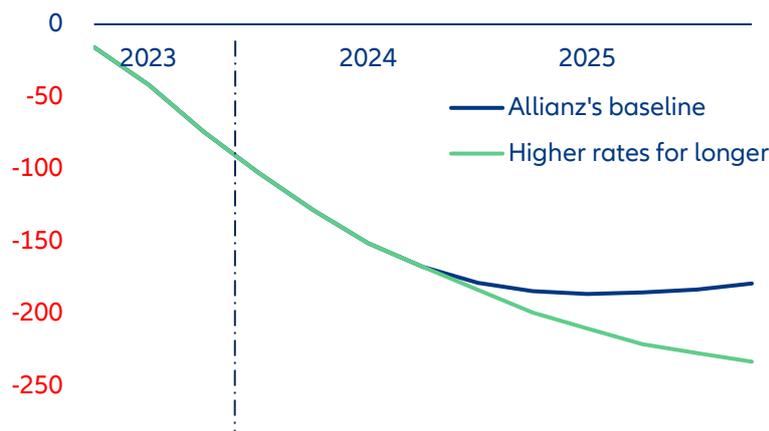
Fonti: Fed, Refinitiv Datastream, Allianz Research

<sup>1</sup> Includiamo i prestiti concessi alle banche, che hanno un tasso di interesse molto più alto rispetto alle disponibilità della Fed in Treasury e MBS, ma che rappresentano una piccola parte del portafoglio aggregato della Fed.

**È importante se una banca centrale subisce perdite?** Le perdite cumulate della Fed, pari a 74 miliardi di dollari, hanno già ampiamente superato i 42 miliardi di dollari di capitale della banca centrale. Se la Fed fosse una banca commerciale, sarebbe tecnicamente insolvente. Ma per una banca centrale non è importante operare con un patrimonio netto negativo: Ad esempio, le banche centrali del Cile o della Repubblica Ceca hanno mantenuto un patrimonio netto negativo per molto tempo senza essere ostacolate nella loro capacità di raggiungere i loro obiettivi. La credibilità di una banca centrale dipende innanzitutto dalla sua capacità di adempiere al proprio mandato e talvolta le perdite "possono essere il prezzo da pagare per raggiungere questi obiettivi" (BRI, 2023).

**Perdite consistenti e prolungate possono essere problematiche nel medio termine, in quanto possono erodere la fiducia del pubblico nell'istituzione.** Tuttavia, i tempi attuali potrebbero essere diversi per quanto riguarda l'entità delle perdite attuali e future che la Fed (e le altre banche centrali) stanno registrando e registreranno. In base alla nostra ipotesi che il tasso di policy si assesti al 4,25% (banda superiore) alla fine del 2024 e al 3,25% alla fine del 2025, stimiamo che le perdite cumulative della Fed continueranno ad aumentare fino alla metà del 2025, raggiungendo circa 186 miliardi di dollari, pari al 2,8% delle attività della Fed, prima di ridursi lentamente in seguito, quando la Fed ricomincerà a realizzare profitti (Figura 2). Perdite così ingenti potrebbero attirare l'attenzione del pubblico e iniziare a erodere la sua fiducia nella capacità della Fed di adempiere al suo mandato, compreso quello di mantenere la stabilità dei prezzi. In effetti, la Fed crea riserve bancarie per coprire le perdite operative, cioè la moneta della banca centrale, che in linea di principio è inflazionistica. Perdite consistenti possono quindi essere in contrasto con l'obiettivo della Fed di mantenere la stabilità dei prezzi.

Figura 2: Previsione delle perdite operative cumulative della Fed in base a diversi scenari, miliardi di USD



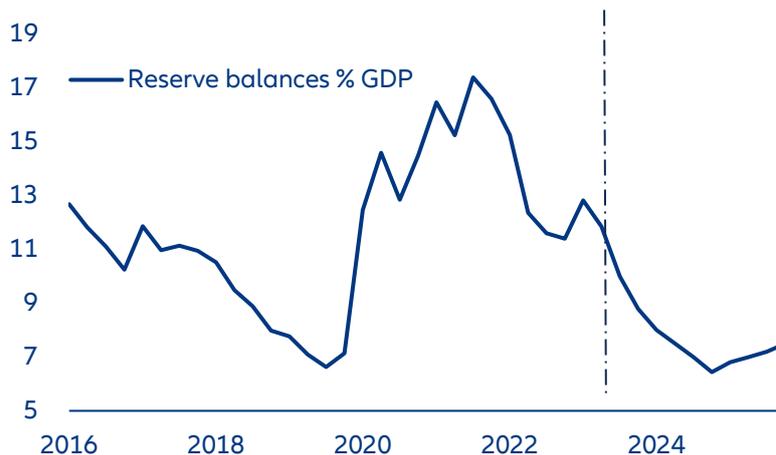
Fonti: Fed, Refinitiv Datastream, Allianz Research

**Nel breve termine, la Fed è spinta a continuare con il quantitative tightening (QT), ma nel 2024 sarà incentivata a tagliare i tassi prima che poi.** Per ora, dato che l'inflazione è ancora elevata, sarebbe sciocco per la Fed iniziare a tagliare i tassi. Il modo più sensato per la Fed di rimanere credibile nella sua lotta contro l'alta inflazione, minimizzando al contempo le perdite, è quello di continuare con il QT passivo, ossia lasciare che i titoli in suo possesso si scarichino man mano che maturano. Il QT passivo consente alla Fed di ridurre le riserve bancarie, poiché i titoli devono essere finanziati dal settore privato. Riserve bancarie più basse, a loro volta, significano interessi più bassi da pagare per la Fed. Tuttavia, al ritmo attuale (circa 100 miliardi di dollari di titoli ritirati ogni mese), la Fed potrebbe essere costretta a interrompere il QT (e a stabilizzare il proprio bilancio) entro la fine del secondo trimestre del 2024. Infatti, stimiamo che per quella data le riserve bancarie avranno raggiunto circa il 7% del PIL (Figura 3), un livello al di sotto del quale potrebbe verificarsi una volatilità nel mercato dei pronti contro termine a causa di una carenza di liquidità, come ha dimostrato l'episodio del settembre 2019. L'abbassamento dei tassi d'interesse diventerà allora l'unica opzione realistica<sup>1</sup> perché la Fed smetta di subire perdite. Se, come ci aspettiamo, l'inflazione si

<sup>1</sup> Un'altra opzione, molto meno realistica, sarebbe quella di sospendere il pagamento degli interessi sulle riserve bancarie da parte della Fed.

normalizzerà nel 2024 (avvicinandosi all'obiettivo del 2%), pensiamo che mantenere i tassi di interesse troppo alti per la Fed possa ritorcersi contro. In uno scenario di "tassi più alti più a lungo", in cui la Fed non si muove nel 2024 (i tassi d'interesse rimangono a circa il 5,5% entro la fine del 2024) e inizia a tagliare lentamente i tassi nel 2025 (scendendo al 4,5% entro la fine del 2025), stimiamo che la banca centrale statunitense continuerebbe ad accumulare perdite (Figura 3). In altre parole, se l'inflazione dovesse calare l'anno prossimo, vi è un forte argomento a favore di una svolta da parte della Fed prima che poi, altrimenti le perdite prevedibili, ampie e in accumulo, potrebbero danneggiare la credibilità della banca centrale nel raggiungimento dei suoi obiettivi.

Figura 3: Previsione dei saldi di riserva delle banche presso la Fed, % PIL

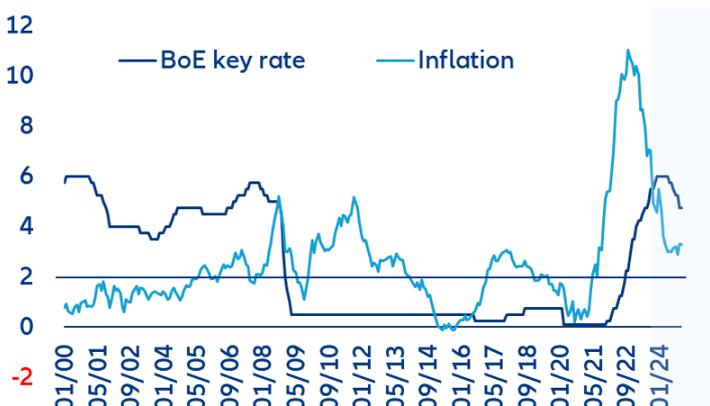


Fonti: Fed, Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: ipotizziamo che la Fed interrompa il QT nel 2° trimestre 2024 e mantenga il proprio bilancio a circa 6,7 trn di dollari. Si ipotizza che dopo il 2° trimestre 2024 la liquidità proveniente dalle operazioni pronti contro termine confluisca gradualmente nei saldi di riserva.

## Banca d'Inghilterra: salari, margini e attività economica dicono tutti 'rialzo'

Prevediamo un rialzo di 25 pb da parte della Banca d'Inghilterra nella prossima riunione del 21 settembre, che porterà i tassi di riferimento al 5,5%, seguito da un picco al 6% nel dicembre 2023. Prevediamo che i tagli dei tassi equivalenti a un totale di -125 pb inizieranno solo dopo la seconda metà del 2024, spingendo i tassi di riferimento al 4,75%. Riteniamo che l'inflazione rimarrà elevata, leggermente al di sotto del 5% entro dicembre 2023, con pressioni sempre elevate dal lato dei servizi. Non prevediamo che l'inflazione scenda al di sotto del 3% nel 2024 (Figura 4).

Figura 4: Tassi di riferimento della Banca d'Inghilterra e previsioni d'inflazione, %



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**Ci sono tre ragioni per cui i tassi della Banca d'Inghilterra raggiungeranno un picco del 6%. In primo luogo, la rigidità del mercato del lavoro e il rischio di una spirale salari-prezzi.** Il riequilibrio del mercato del lavoro britannico è in corso, ma rimane molto lento. I posti di lavoro vacanti sono diminuiti del -24% dal loro picco, ma rimangono al di sopra del trend (a differenza della Germania, ad esempio, Figura 5). Il calo dell'occupazione ha accelerato (-207K 3m di variazione a luglio, il triplo rispetto a giugno) e il tasso di disoccupazione rimane molto basso (4,3% a luglio, +0,1pp rispetto a un mese prima). Tuttavia, nonostante la carenza di manodopera si stia raffreddando, non sembra esserci un punto di svolta nella crescita dei salari, che continua a superare l'8% 3m annuo nei servizi e nel settore manifatturiero, e probabilmente rimarrà ben al di sopra delle previsioni della Banca d'Inghilterra, che prevedono un 6,9% in media a settembre. La crescita totale dei salari reali è positiva da giugno e da aprile nel settore dei servizi (Figura 6). Si tratta chiaramente di una tendenza da monitorare nei prossimi mesi, poiché un loop salari-prezzi potrebbe diventare un rischio reale se la crescita dei salari reali sarà positiva per tre dei prossimi quattro trimestri, ossia fino alla metà del 2024<sup>2</sup>. Il FMI ha individuato due episodi di questo tipo nel Regno Unito (2003, 2016), molto meno rispetto agli Stati Uniti, che ne hanno registrati sei (1973, 1978, 1987, 1996, 2000 e 2017). In Belgio e Germania, dove anche la crescita dei salari è attualmente molto dinamica, se ne sono verificati rispettivamente quattro (1999, 2005, 2010 e 2016) e tre (1989, 2010 e 2017). Poiché il 2024 è un anno politico, ci aspettiamo che il salario minimo venga aumentato di almeno un altro 7% dopo il 9,7% di quest'anno, a fronte di previsioni di inflazione rispettivamente del 3,5% e del 7%, il che significa un'accelerazione in termini di crescita dei salari reali. Si prevede che la crescita totale dei salari reali raggiunga un cumulativo +3,9pps, rispetto al -3,1% del 2022 (Figura 7).

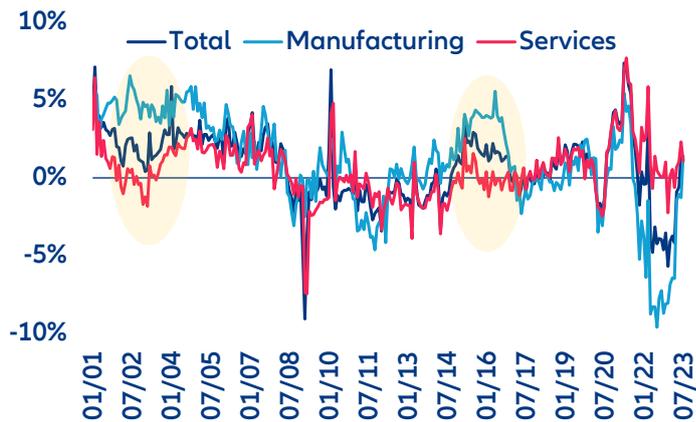
Figura 5: Posti di lavoro vacanti, migliaia di persone



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

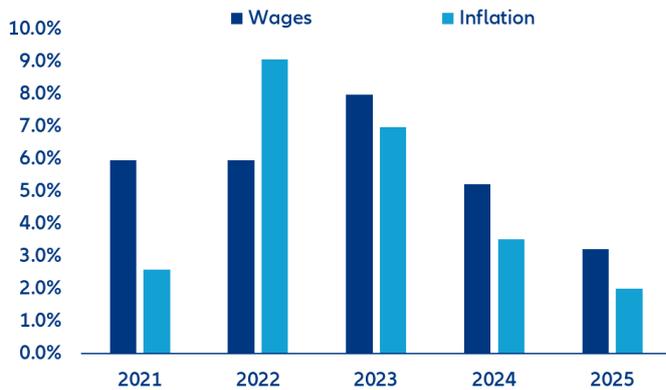
<sup>2</sup> Secondo la definizione del FMI in "Wage-Price Spirals: What is the Historical Evidence?", novembre 2022

Figura 6: Crescita dei salari reali per settore, a/a



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: gli episodi passati di cicli salari-prezzi nel Regno Unito sono evidenziati in giallo, poiché tre trimestri su quattro hanno registrato un'accelerazione dei prezzi e dei salari nominali.

Figura 7: Previsioni sui salari nominali e sull'inflazione, crescita annuale



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

**In secondo luogo, le prospettive dei prezzi aziendali si sono stabilizzate su livelli elevati e i margini delle imprese continuano a crescere.** Le aspettative di costo delle aziende si sono ridotte, ma rimangono comunque superiori a quelle del 2019 (Figura 8 a). Ciò si spiega in parte con l'aumento del costo del lavoro. Allo stesso tempo, le aspettative per i prezzi di vendita sono stabili su livelli elevati nei servizi B2B, nei beni e servizi al dettaglio, mentre si sono adeguate al ribasso nel settore manifatturiero, raggiungendo il livello più basso dalla fine del 2021 (Figura 8 b). I margini EBITDA delle imprese sono cresciuti di +1pp del valore aggiunto lordo tra il 2° trimestre 2023 e il 2° trimestre 2022, segno che le imprese britanniche non hanno scontato gli aumenti dei costi sui loro margini nonostante l'accelerazione del costo unitario del lavoro. Ciò è chiaramente in contrasto con l'Eurozona e gli Stati Uniti, dove i margini hanno iniziato a diminuire. Inoltre, le riserve di liquidità delle aziende sono diminuite (-15% di liquidità in eccesso a luglio 2023 rispetto a fine 2022).

Figura 8 a: Aspettative delle aziende sui costi, saldo netto

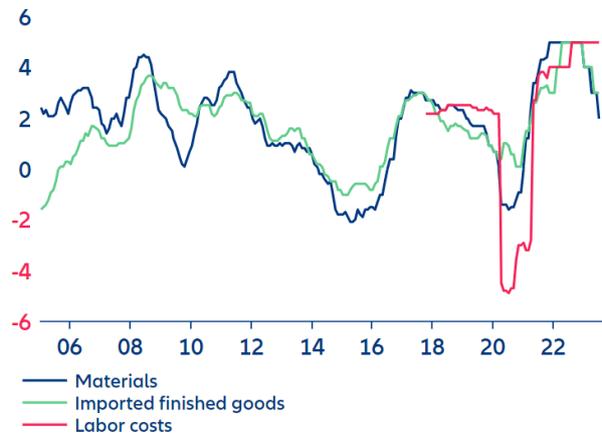
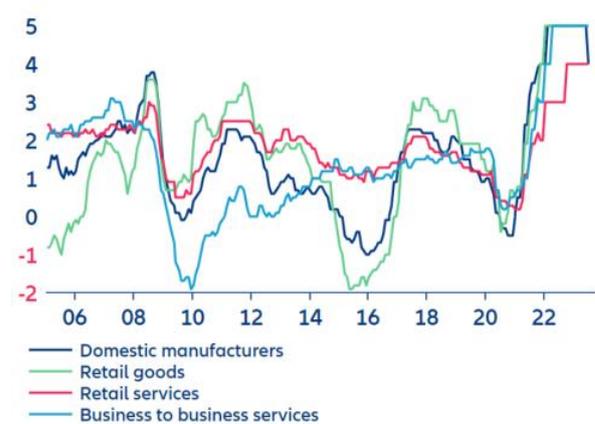


Figura 8 b: Prezzi di vendita attesi dalle imprese, saldo netto



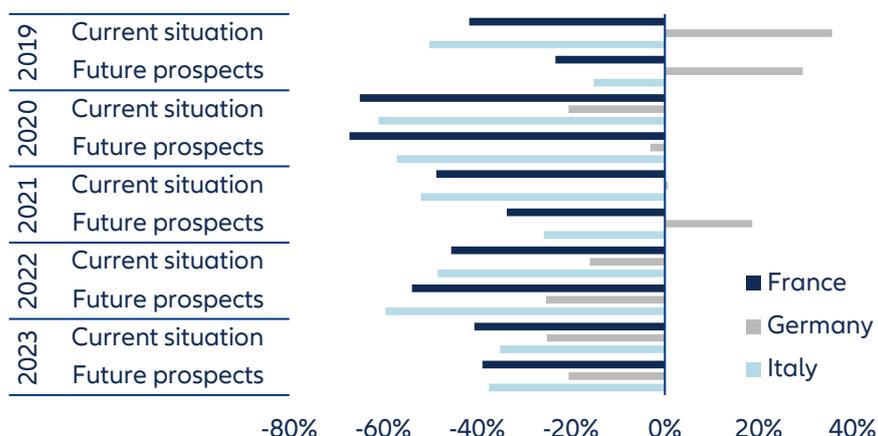
Fonti: Banca d'Inghilterra, Refinitiv, Allianz Research

**Infine, le prospettive economiche suggeriscono minori rischi di recessione e tassi di interesse reali negativi fino alla fine dell'anno.** Mentre il contesto esterno ha frenato l'attività nel 2023, con un calo delle esportazioni del -3,1% a/a, la domanda interna, e in particolare i consumatori, si sono dimostrati resistenti. Nonostante il calo del PIL a luglio, non riteniamo che sia in atto una tendenza recessiva, in quanto la flessione di -0,5% m/m è stata probabilmente determinata dal numero di giorni di sciopero (quasi il doppio dei giorni lavorativi persi) e da un clima insolitamente umido che ha spinto la produzione edilizia in contrazione. Da un lato, le famiglie del Regno Unito sono entrate nel ciclo di restrizione con un ampio stock di risparmi, che attualmente si attestano al 4% del PIL. Per quanto riguarda le passività, la maggior parte dei mutui in essere è fissata per due o cinque anni. Questo rallenta l'aumento dei tassi ipotecari medi effettivi sullo stock di debito in essere e determina una differenza di almeno 200 pb sui tassi di interesse del flusso e dello stock di prestiti. I tassi di interesse negativi (-1,8% a luglio) dovrebbero rimanere in vigore fino alla fine dell'anno, anche se negli Stati Uniti sono già diventati positivi ad aprile. Questo dà un po' di tempo in più in termini di sostenibilità del debito e incentiva la Banca d'Inghilterra a continuare ad aumentare i tassi di interesse per raffreddare ulteriormente la domanda, in particolare nel settore dei servizi. Anche se prevediamo che il Regno Unito eviterà la recessione, la crescita del PIL rimarrà bassa, pari a +0,3% e +0,6% rispettivamente nel 2023 e nel 2024.

## Sondaggio Allianz Pulse - Angoscia tedesca

**I risultati del nostro sondaggio annuale Allianz Pulse sulla valutazione della situazione economica rivelano ben poco di sorprendente: l'umore è negativo, le prospettive sono cupe.** Ciò che colpisce, tuttavia, è che i partecipanti tedeschi al sondaggio stanno iniziando a raccogliere il pessimismo dei partecipanti francesi e italiani (Figura 9). Se nel 2019 e nel 2021 l'"ottimismo tedesco" si era ancora distinto, quest'anno le voci negative predominano nettamente: la percentuale netta si attesta a -25,1%. Ciò significa che i partecipanti tedeschi valutano la situazione economica attuale ancora peggiore rispetto al 2020, quando il sondaggio è stato condotto all'ombra della prima grande ondata di Covid-19, e al 2022, quando lo shock della guerra di aggressione russa all'Ucraina era ancora fresco. Significativamente, ciò non accade né in Francia né in Italia, dove i partecipanti al sondaggio non sono attualmente così pessimisti (anche se il livello assoluto è ancora inferiore a quello della Germania). Sembra che i partecipanti tedeschi si stiano rendendo conto solo con un certo ritardo che il quadro geoeconomico si sta attualmente spostando a svantaggio della Germania.

Figura 9: Come valuta la situazione attuale e le prospettive future dell'economia del suo Paese? Percentuali nette

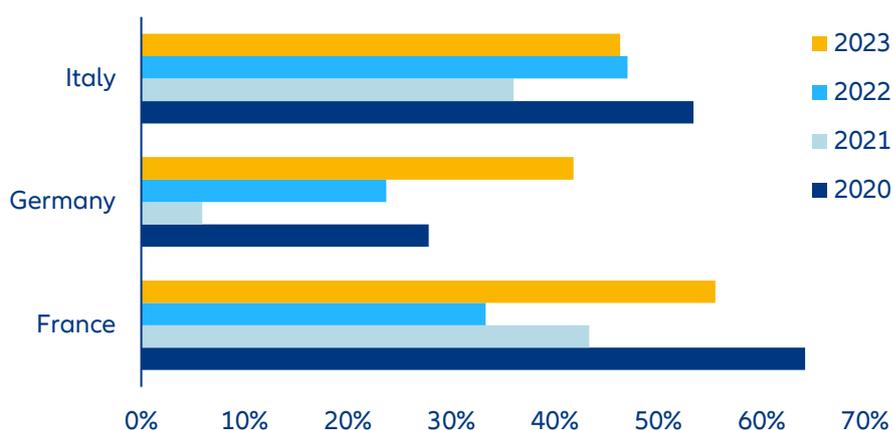


Fonte: Allianz Research. Le percentuali nette sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali dei partecipanti che hanno risposto "molto bene" e "abbastanza bene" e la somma delle percentuali dei partecipanti che hanno risposto "abbastanza male" e "male".

**Le differenze tra le generazioni non sono molto pronunciate, anche se i partecipanti più giovani (Gen-Z) sono generalmente un po' meno ansiosi per il futuro.** Ma anche tra loro i pessimisti prevalgono nettamente: percentuale netta -22,5% contro -25,2% dell'intero campione.

Ciò che distingue l'indagine di quest'anno è anche la grande discrepanza tra la valutazione delle prospettive future generali e quella delle prospettive personali. Mentre in tutti gli anni i partecipanti tendevano a vedere il proprio futuro un po' più roseo rispetto a quello dei rispettivi Paesi, il divario era così grande come quest'anno in tempi di pandemia; in Germania ha raggiunto un massimo storico quest'anno (Figura 10). Le differenze tra i tre Paesi non sono quindi più così marcate. Questo vale anche per il confronto generazionale. Sebbene il "divario personale" sia più alto nelle due generazioni più giovani (Gen-Z e Millennials), con circa 50 punti percentuali, è molto alto anche tra i partecipanti più anziani, con poco meno di 30 punti percentuali.

Figura 10: Futuro personale e futuro generale, percentuali nette



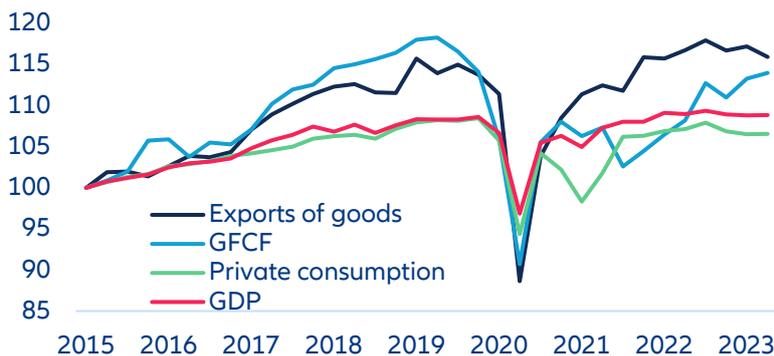
Fonte: Allianz Research. Le percentuali nette sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali dei partecipanti che hanno risposto "molto bene" e "abbastanza bene" per quanto riguarda le prospettive future personali e la somma delle percentuali dei partecipanti che hanno risposto "molto bene" e "abbastanza bene" per quanto riguarda le prospettive future generali.

**La ragione di questo notevole disaccoppiamento è probabilmente il mercato del lavoro ancora robusto.** Finché la paura della perdita di posti di lavoro rimane contenuta, la miseria generale può essere ignorata. Questa valutazione divisa del futuro è allo stesso tempo un'opportunità e un rischio. Se l'umore personale rimane positivo, è probabile che la temuta flessione sia poco profonda. D'altro canto, se la fiducia che siano sempre gli "altri" a essere colpiti dalle difficoltà economiche vacilla, c'è il rischio di un brusco risveglio. Una lieve recessione può trasformarsi in anni di stagnazione. Si tratterebbe di uno scenario pericoloso non solo dal punto di vista economico, ma anche da quello politico.

## In evidenza - La Germania ha bisogno di più di un piano

**L'ex potenza europea si è trasformata nell'unica grande economia che sembra destinata a contrarsi nel 2023.** La Germania ha a malapena recuperato i livelli pre-pandemia (Figura 11) e le prospettive per la seconda metà del 2023 non sembrano più incoraggianti. Tutti i principali indicatori segnalano una flessione, poiché i venti contrari derivanti dal rallentamento della domanda globale e dalla forte esposizione ai rallentamenti di Stati Uniti e Cina pesano sull'economia tedesca, altamente ciclica. Prevediamo un calo del PIL del -0,3% nel 2023 (USA: +2,2%, FR: +0,9%, Eurozona: +0,6%), ma non ci aspettiamo che la recessione tedesca si protragga oltre il prossimo inverno. Per il 2024, prevediamo che l'economia tedesca torni a crescere, sostenuta da tutte le principali componenti della domanda, con una leggera ripresa del +0,8% (USA: +1,1%, FR: +0,7%, Eurozona: +1,0%) del PIL.

Figura 11: PIL e contributi tedeschi (Indice 2015 = 100)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

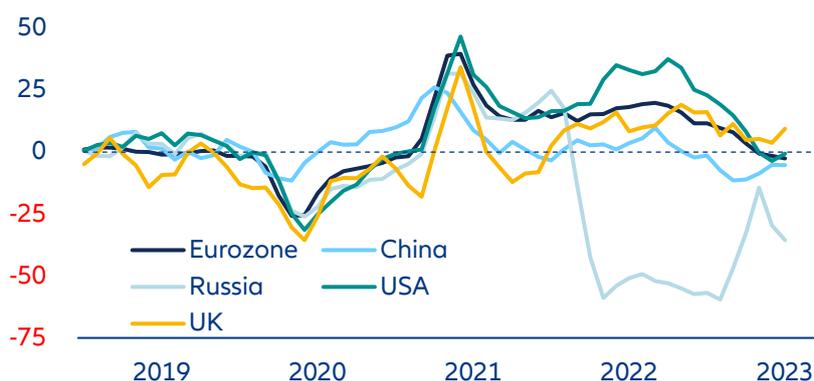
**Il rallentamento della domanda globale e la maggiore frammentazione dell'economia mondiale stanno intaccando le esportazioni tedesche.** Nella prima metà del 2023, le esportazioni tedesche sono aumentate complessivamente del +3,3% annuo a 797,8 miliardi di euro, mentre sono state importate in Germania merci per un valore totale di 699,1 miliardi di euro. Questo dato è inferiore del 4,3% rispetto alla prima metà del 2022. La bilancia commerciale non è ancora tornata ai livelli pre-pandemia e con una domanda globale e soprattutto cinese destinata a rimanere più bassa ancora a lungo, è improbabile che la bilancia commerciale si riprenda per qualche tempo. Nel complesso, le imprese tedesche sono più sensibili alle fluttuazioni del ciclo produttivo globale a causa della specializzazione delle aziende nell'esportazione di beni altamente ciclici come automobili, macchine utensili e prodotti chimici. In passato, le catene di valore industriale integrate verticalmente si sono dimostrate un vantaggio nella competizione globale e sono state in grado di compensare alcuni svantaggi di costo (ad esempio, salari, normative, energia). Ma ora la frammentazione globale e il de-risking hanno messo fine a questa situazione.

**La Germania deve inoltre affrontare una crescita globale sbilanciata verso i servizi e i beni.** I consumatori sono desiderosi di spendere gli aumenti di reddito in servizi piuttosto che in beni che la Germania produce. Al contrario, Paesi come gli Stati Uniti, la Francia o la Spagna sono più orientati ai servizi. In Germania, il 18,5% del valore aggiunto del PIL proviene dal settore manifatturiero (rispetto al 9,3% della Francia o al 10,7% degli Stati Uniti), mentre il 62,7% del valore aggiunto del PIL deriva dai servizi (rispetto al 70,3% della

Francia e al 77,6% degli Stati Uniti). I servizi tedeschi si basano principalmente su una vasta rete di servizi industriali, su una logistica efficiente e su servizi post-vendita specifici per il cliente, che sono per lo più legati al settore manifatturiero e non soddisfano l'attuale domanda dei consumatori.

**Inoltre, la Germania è fortemente esposta al settore manifatturiero statunitense e al rallentamento cinese.** La produzione industriale statunitense è entrata in recessione e si prevede un'ulteriore contrazione nella seconda metà del 2023. Le esportazioni tedesche sono calate del -11,8% annuo nella prima metà del 2023 (Figura 12). Allo stesso tempo, la riapertura della Cina dopo la pandemia non si è tradotta in una maggiore domanda di importazioni. Al contrario, le esportazioni tedesche verso la Cina sono diminuite del -7,9% a/a nella prima metà del 2023.

Figura 12: Esportazioni tedesche verso i partner commerciali, medie mobili a 3 mesi a/a in %



Fonti: Refinitiv Datastreams, Allianz Research

**Infine, una correzione delle scorte causerà un ulteriore calo della produzione manifatturiera.** Dopo un aumento delle scorte superiore al solito quando sono cessate le carenze dovute alla pandemia, i rivenditori stanno ora riducendo le scorte di fattori produttivi e di prodotti finiti a causa della flessione della domanda. Con il suo enorme settore manifatturiero orientato all'esportazione, la Germania sarà nuovamente colpita più duramente della maggior parte delle altre economie europee.

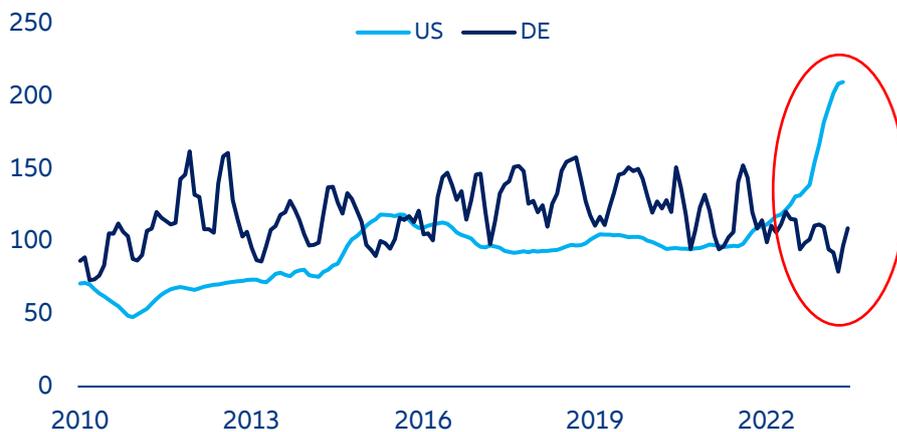
**L'ultimo piano di salvataggio del governo salverà la situazione?** Alcuni dei problemi ciclici si intrecciano con venti contrari più strutturali che frenano la Germania. Tra questi, la pervasiva carenza di manodopera, gli eccessivi costi dell'energia in parte causati da politiche energetiche sbagliate del passato, gli elevati oneri normativi e fiscali, la lenta digitalizzazione e l'incertezza politica. Rispetto ai problemi del periodo 1995-2004, tuttavia, oggi la Germania gode di un'occupazione record, di un'elevata domanda di lavoro e di una posizione fiscale piuttosto confortevole. Ciò rende molto più facile l'adattamento agli shock. Tuttavia, l'attuale crisi può servire da campanello d'allarme. Mentre fino al 2002 la coalizione di centro-sinistra dell'epoca ha bloccato le riforme a favore della crescita, l'attuale governo mostra meno resistenza e ha recentemente presentato un piano di salvataggio. Il piano economico in 10 punti cerca di affrontare i venti contrari e di creare uno stimolo per l'economia. La legge sulla crescita e l'opportunità costituisce il nucleo centrale e integra le misure esistenti per fornire sostegno fiscale alle imprese e agli investimenti rispettosi del clima. Queste includono un premio per gli investimenti, la deduzione delle perdite fiscali, il miglioramento dei termini di ammortamento, la reintroduzione temporanea delle opzioni di ammortamento a saldo decrescente per i beni mobili e gli edifici residenziali e il rafforzamento degli incentivi fiscali per la ricerca e lo sviluppo. Si prevede che tali misure comporteranno una riduzione delle imposte di 7 miliardi di euro all'anno fino al 2028. Le opzioni di ammortamento ampliate forniscono uno stimolo di 500 milioni di euro specificamente per l'edilizia residenziale.

**Sebbene il piano sia un passo nella giusta direzione e dia un piccolo impulso alla crescita, è troppo poco per ristrutturare un'economia da 4 miliardi di euro.** Anche prima di annunciare l'attuale piano, il governo ha cercato di creare qualche stimolo agli investimenti attraverso la politica industriale. Ma il problema non è la mancanza di fondi, bensì la natura stessa dell'amministrazione. La Germania deve attualmente pagare

il prezzo delle sue scelte politiche del passato, in parte sbagliate, in materia di energia e di gestione delle risorse idriche, piuttosto che di riforme. Man mano che gli obiettivi di zero netto vengono raggiunti e i prezzi dell'energia rimangono più alti più a lungo, è inevitabile la perdita di alcune industrie ad alta intensità energetica. Questo sarà un danno perché le industrie chimiche e metallurgiche sono tra quelle a più alta intensità di ricerca e producono in media più innovazioni di altre industrie. Poiché generano circa il 20% del valore aggiunto industriale in Germania e impiegano circa il 16% della forza lavoro industriale, ciò avrà un impatto significativo sulla prosperità.

**Il processo di trasformazione della Germania è già in pieno svolgimento.** Le aziende hanno iniziato ad abbandonare la Germania per raggiungere località con energia più economica. Tuttavia, il governo tedesco ha proposto un sussidio dell'80% del prezzo dell'elettricità per l'industria pesante (Industriestrompreis), che comporta un prezzo di 30 miliardi di euro, anche se non è ancora stato deciso. Ha inoltre elaborato piani di sovvenzioni per la produzione pulita nell'industria pesante per un valore di circa 20 miliardi di euro e sono già stati stanziati 20 miliardi di euro di sovvenzioni per gli impianti di produzione di chip, di cui 10 miliardi di euro solo per Intel. Tuttavia, resta da vedere se questo sarà sufficiente a spingere gli investimenti privati in Germania, come gli investimenti associati all'Inflation Reduction Act hanno spinto gli investimenti in nuovi impianti negli Stati Uniti (Figura 13).

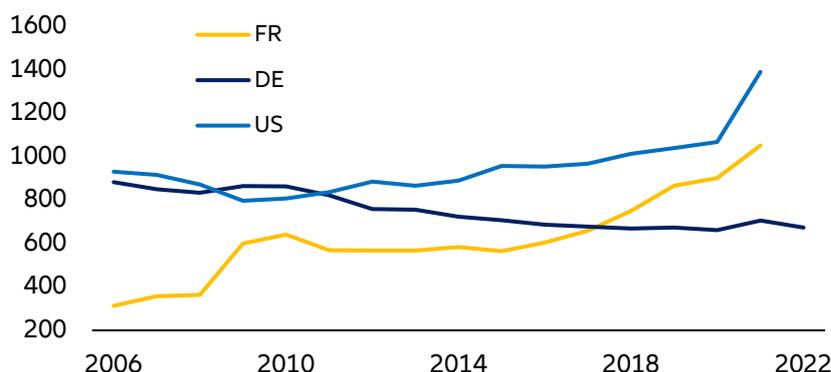
Figura 13: Investimenti per la costruzione di nuovi impianti, media mobile a 3 mesi Indice 2019 = 100



Fonti: BEA, Destatis, Allianz Research. Nota: Stati Uniti: spesa totale per l'edilizia privata corretta per i prezzi utilizzando l'IPP per la domanda intermedia "materiali e componenti per l'edilizia". Germania: stima dei costi di costruzione, permessi di costruzione per fabbriche e officine, aggiustati per i prezzi utilizzando l'IPP per la domanda intermedia "materiali e componenti per la costruzione".

**La Germania ha bisogno di misure che la rafforzino come luogo di innovazione, investimento e creazione di posti di lavoro ad alto valore aggiunto.** L'aspetto positivo è che la Germania è ancora forte nelle richieste di brevetti e negli investimenti in ricerca e sviluppo. Ma negli ultimi anni la spesa tedesca si è stabilizzata. Inoltre, un Paese attraente per i fondatori ha un aspetto diverso: il capitale di rischio è diminuito negli ultimi anni e il calo delle nuove imprese e delle start-up potrebbe essere un altro segnale del declino dell'attrattiva della Germania come sede di attività economiche (Figura 14). In futuro, i guadagni in termini di valore aggiunto deriveranno probabilmente da settori che non rientrano tra i tradizionali punti di forza della Germania, come i servizi per il personale a stretto contatto, il software, i big data e l'intrattenimento. Per avere successo, la Germania dovrà rendere e mantenere la sua economia sufficientemente flessibile per far fronte a questi cambiamenti. Per questo motivo, deve adottare le politiche giuste. La legge sul finanziamento del futuro, che stanziava 1 miliardo di euro all'anno, mira a facilitare il finanziamento delle start-up e la quotazione in borsa, affrontando le barriere del mercato dei capitali. Inoltre, l'iniziativa Promuovere il futuro prevede di investire 20 miliardi di euro nell'istruzione e nella ricerca. Tuttavia, l'efficacia di queste iniziative rimane incerta a causa della vaghezza dei piani di attuazione.

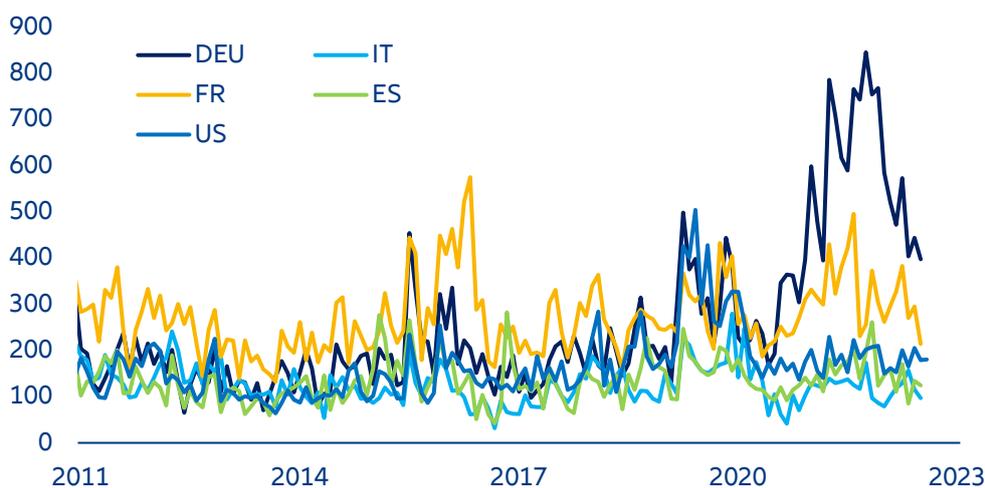
Figura 14: Numero di nuove imprese, in migliaia



Fonte: OCSE, Allianz Research

**Le imprese tedesche hanno bisogno di certezze politiche per pianificare e investire di conseguenza.** Ciò include la chiarezza sul prezzo del carbonio e dell'energia da combustibili fossili. Il Fondo per il clima e le trasformazioni, con una dotazione di 211 miliardi di euro, offre un percorso da seguire. Nel 2024, 58 miliardi di euro saranno destinati alla ristrutturazione degli edifici, alla decarbonizzazione dell'industria, alla mobilità a impatto climatico zero, alla produzione di semiconduttori e allo sviluppo dell'industria dell'idrogeno. Altri 54 miliardi di euro sono stati stanziati per la sostituzione delle infrastrutture, lo sviluppo delle reti di stazioni di ricarica per le auto elettriche, le linee in fibra ottica per internet veloce e la diffusione dell'idrogeno a impatto climatico zero. I fondi per queste iniziative provengono da un fondo speciale finanziato dal commercio europeo di certificati di CO2 determinato dai sistemi di prezzo nazionali. Nel complesso, la Germania richiede prezzi dell'energia più bassi, ottenibili attraverso una maggiore produzione energetica nazionale. Tuttavia, l'attuale mancanza di chiarezza nelle soluzioni proposte per l'energia verde, l'espansione della rete, la strategia per le centrali elettriche e la legge sull'accelerazione dell'idrogeno creano incertezza nella pianificazione delle aziende (Figura 15).

Grafico 15: Incertezza politica, in %



Fonte Baker, Bloom, Davis (2016), Allianz Research

**La Germania ha inoltre urgente bisogno di ridurre la burocrazia e accelerare la digitalizzazione per attrarre investimenti.** La semplificazione dei regolamenti, la riduzione della burocrazia e il rafforzamento della capacità amministrativa sono fondamentali. Il governo deve dare priorità a procedure di pianificazione e approvazione più rapide per facilitare gli investimenti economici. L'attuale proposta affronta l'accesso e l'utilizzo dei dati, le normative sugli studi clinici farmaceutici e la digitalizzazione dei

principali servizi amministrativi. Si tratta di interventi attesi da tempo ed essenziali, soprattutto per quanto riguarda l'amministrazione. Ma ci sono altre opportunità mancate in passato che la Germania deve recuperare per affrontare l'arretratezza dei servizi digitali.

**La legge sull'immigrazione dei lavoratori qualificati, che riduce le barriere all'immigrazione qualificata, è un passo positivo per affrontare la carenza di manodopera.** L'istruzione e la ricerca devono affrontare sfide significative, tra cui l'insufficienza dei fondi e del personale, che ostacola l'accesso a un'istruzione di qualità e limita la partecipazione delle donne alla forza lavoro. Affrontare questi problemi è fondamentale per il successo a lungo termine della Germania nel promuovere l'innovazione e l'imprenditorialità. Tuttavia, la legge sull'immigrazione dei lavoratori qualificati dovrebbe essere integrata da riforme fiscali e pensionistiche per incentivare l'offerta di lavoro nazionale insieme all'immigrazione qualificata. L'automazione può contribuire a mitigare il divario di competenze e la carenza di manodopera, accelerando i processi e utilizzando i talenti scarsi. La mano vincente è una forza lavoro altamente formata e impegnata che lavora di concerto con tecnologie all'avanguardia e automazione. Se da un lato l'automazione può rendere i posti di lavoro più inclusivi e sicuri, dall'altro può fornire una formazione immediata e on-demand. Le preoccupazioni sulla delocalizzazione dei posti di lavoro sono contrastate dalle previsioni secondo cui le nuove tecnologie creeranno più posti di lavoro di quanti ne eliminano. Ad esempio, il World Economic Forum stima che entro il 2025 le nuove tecnologie creeranno almeno 12 milioni di posti di lavoro in più rispetto a quelli che eliminano.

**L'espansione delle relazioni commerciali e la garanzia di approvvigionamento di materie prime sono fondamentali per la trasformazione verde della Germania.** Ciò offre una grande opportunità per ricreare il modello di business tedesco in modo sostenibile, ma sono necessari investimenti significativi sia da parte del settore pubblico che di quello privato per affrontare l'enorme compito della decarbonizzazione. La Germania è al centro di una promettente base produttiva europea di tecnologie verdi. Nessun altro Paese del G7 - o la Cina - ha esportato più beni verdi della Germania in percentuale del PIL. Il governo deve osare di più e spingere le tecnologie verdi, che sostengono il percorso della Germania verso la neutralità climatica e sono vantaggiose per l'economia. Ma il cambiamento è inevitabile per la maggior parte delle aziende e delle industrie e l'economia ha bisogno di politiche che si concentrino sul miglioramento delle condizioni quadro, sulla garanzia degli investimenti necessari per un'adeguata fornitura di energia a basso costo e a basse emissioni di carbonio e sulla promozione della ricerca e dello sviluppo di nuovi prodotti e servizi con un potenziale di valore aggiunto.

**Infine, anche le aziende tedesche devono adottare contromisure ed essere aperte alle riforme.** Dovrebbero progettare i processi lavorativi in modo da poter reagire rapidamente agli shock e anticipare i cambiamenti geopolitici e gli ostacoli alla decarbonizzazione. Le chiavi per la rinascita economica della Germania sono uno Stato più snello e investimenti al posto dei sussidi. La trasformazione richiede la collaborazione tra il governo e l'azione imprenditoriale. Il governo deve creare condizioni favorevoli, mentre le aziende devono attuare attivamente la transizione verde e digitale.

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.