

Riforma delle pensioni in Francia: Bonjour tristesse

Anche questa settimana: inflazione USA ed Eurozona, riapertura della Cina e rally ribassista sui mercati azionari

13 Gennaio 2023



Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco-carrera@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist
maxime.darmet@allianz-trade.com

Michaela Grimm
Senior Economist
michaela.grimm@allianz.com

Françoise Huang
Senior Economist
françoise.huang@allianz-trade.com

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

Maddalena Martini
Economist
maddalena.martini@allianz.com

PRINCIPALI CONTENUTI - PANORAMICA

Bonjour tristesse: la riforma delle pensioni pianificata in Francia fomenta tensioni sociali

- L'attuale proposta di riforma in Francia è stata accolta con notevole rabbia, vista come la fine del *savoir vivre*. Ma la verità è che la riforma va a malapena abbastanza lontano. L'aumento proposto dell'età legale di pensionamento anticipato a 64 anni da 62 non affronta il deterioramento a lungo termine delle prospettive demografiche e di finanziamento: nel 2050 ci saranno ancora 60 persone in pensione (di età pari o superiore a 64 anni) ogni 100 persone in età lavorativa (tra i 20 e i 63 anni). Oggi il rapporto è del 49,2%.
- La riforma presenta altre importanti carenze. Gli attuali pensionati non saranno colpiti a differenza dei lavoratori attuali (e dei futuri pensionati) che sono già messi a dura prova dal calo dei salari reali. I "regimi speciali", in base ai quali i dipendenti beneficiano di regimi più generosi, saranno aboliti molto lentamente, poiché le nuove condizioni meno generose si applicheranno solo ai nuovi assunti.
- Senza misure volte ad adattare l'ambiente di lavoro alle esigenze di una forza lavoro che invecchia, la riforma potrebbe finire per aumentare la disoccupazione in età avanzata. L'innalzamento dell'età pensionabile potrebbe aggiungere fino a 1,6 milioni di persone alla forza lavoro nel 2050, quando il 22% della forza lavoro avrà 55 anni e più. Ma dato l'invecchiamento prevalente – con il tasso di disoccupazione per la fascia di età 55-64 anni attestato al 6,3% in Francia, più del doppio rispetto alla Germania – gli sforzi per integrare i lavoratori anziani devono essere raddoppiati.

SVILUPPI CHIAVE

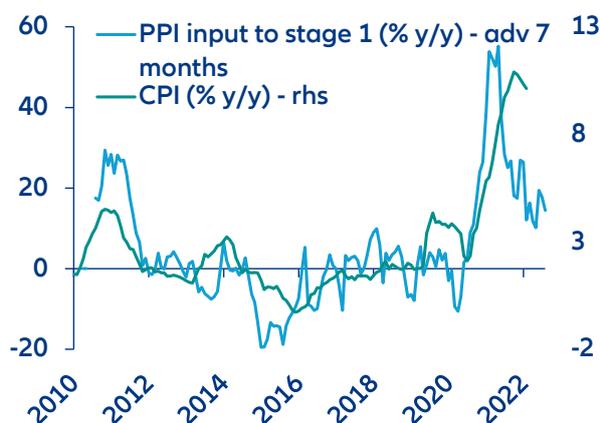
Inflazione USA ed Eurozona, riapertura della Cina e rally ribassista sui mercati azionari

- Inflazione USA: superato il picco e in rapida discesa nei prossimi sei mesi, chiudendo l'anno vicino al 2%.
- Inflazione dell'Eurozona: forte calo, grazie ai sussidi energetici, ma inflazione core viscosa quest'anno.
- Cina: riapertura accidentata, ma nel complesso valore netto positivo per la crescita globale quest'anno.
- Mercati dei capitali: inizio ottimistico del nuovo anno, ma la strada verso la ripresa sarà lunga e accidentata.

Inflazione USA: superato il picco e in rapida discesa nei prossimi sei mesi, chiudendo l'anno vicino a 2%

La pubblicazione dei dati di ieri ha fornito ulteriori prove del fatto che l'inflazione statunitense è saldamente in discesa. L'IPC di dicembre si è attestato al 6,5% a/a, trascinato verso il basso da un'inflazione energetica nettamente inferiore; su base sequenziale m/m i prezzi sono scesi del -0,3%, il calo maggiore da aprile 2020 al culmine della pandemia. Guardando al futuro, ci aspettiamo che l'inflazione CPI continui a scendere nei prossimi mesi. L'inflazione energetica dovrebbe diventare negativa entro il prossimo aprile o maggio. L'inflazione alimentare è elevata, ma le pressioni sui prezzi a monte nell'industria alimentare si stanno allentando rapidamente e suggeriscono più di un dimezzamento dell'inflazione alimentare entro la metà dell'anno (cfr. figura 1). Infine, l'allentamento delle interruzioni della catena di approvvigionamento – aggravato dal vacillante slancio economico – continuerà a ridurre l'inflazione dei beni core.

Figura 1. Inflazione alimentare USA



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Mentre il rapido allentamento dell'inflazione complessiva statunitense nei prossimi mesi è pronto per la torta, c'è molta più incertezza per la fine del 2023 – e oltre. L'indagine NFIB sui piani salariali delle imprese suggerisce che la crescita dei salari non scenderà molto al di sotto del 5% prima della fine dell'estate, un livello chiaramente incoerente con la sostenibilità dell'inflazione sottostante al 2%.

Tuttavia, riteniamo che l'evoluzione della domanda aggregata rispetto all'offerta aggregata – ciò che determina l'inflazione nel medio termine – spingerà l'inflazione verso il basso di quasi il 2% entro il 4° trimestre 2023. La domanda aggregata dovrebbe diminuire nel 2023 (-0,3% calo del PIL), mentre la ripresa dovrebbe rimanere piuttosto contenuta nel 2024. La Fed è impegnata a mantenere i tassi alti a lungo. Il suo potente canale di influenza sull'inflazione è attraverso i prezzi degli immobili, che trasmettono l'inflazione degli affitti per un periodo di circa 12 mesi. I prezzi degli immobili sono destinati a diminuire di oltre il -10% dal picco al minimo, come abbiamo dimostrato in una precedente pubblicazione¹. Sul fronte fiscale, è improbabile che il governo federale allenti i cordoni della borsa tra le lotte politiche interne al Congresso. I governi statali affrontano prospettive di deterioramento delle finanze pubbliche e probabilmente intraprenderanno presto una stretta restrittiva. Nel frattempo, dal lato dell'offerta, l'economia statunitense sembra aver resistito relativamente bene allo shock pandemico, anche se con una minore partecipazione della forza lavoro. La combinazione di domanda debole e offerta resiliente significa che l'inflazione tornerà a quasi il 2% in un contesto di aspettative di inflazione a medio termine ben salde.

¹ Si veda il nostro report [US housing market: The first victim of the Fed](#).

Inflazione dell'Eurozona: forte calo, grazie ai sussidi energetici, ma inflazione core viscosa quest'anno

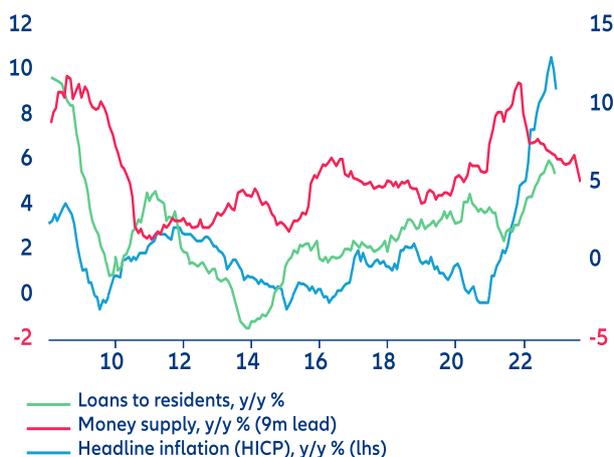
A dicembre, l'inflazione complessiva dell'Eurozona è scesa per la prima volta dall'inizio del 2021 al 9,2% a/a, in calo rispetto al 10,1% del mese precedente. Un fattore chiave è stato il calo dei prezzi dell'energia, in particolare in Germania, dove l'inflazione è rallentata all'8,6% a/a (non destagionalizzata), grazie in gran parte ai sussidi governativi per il gas e il riscaldamento. Ciò porta l'inflazione annua a meno dell'8% a/a (e al di sotto della nostra previsione iniziale di inflazione media dell'8,5% nelle nostre ultime prospettive economiche a dicembre)[\[LINK\]](#). Tuttavia, la dinamica dell'inflazione rimane forte, soprattutto per i servizi. Inoltre, l'inflazione potrebbe aumentare di nuovo a gennaio, poiché le misure tedesche sono state una tantum. Tuttavia, l'inflazione rimarrà scomodamente elevata durante questo trimestre prima di scendere dal 2° trimestre in poi, quando entreranno in vigore i limiti dei prezzi tedeschi del gas e dell'elettricità..

L'inflazione core rimarrà probabilmente al 4% fino alla fine dell'anno a causa delle continue (anche se in calo) pressioni salariali. Le misure dell'indagine sulle intenzioni di assunzione, compresa la componente occupazionale del PMI, indicano solo un modesto aumento del tasso di disoccupazione quest'anno. Inoltre, gli ultimi dati sull'attività e sul sentiment suggeriscono una recessione più lieve nel primo semestre del 2023, con un calo dell'attività a un ritmo più lento nell'ultimo mese del 2022.

Una crescita nominale più debole dell'offerta monetaria potrebbe diventare un fattore più importante del rallentamento dell'inflazione (Figura 2). La crescita del credito di fondo, sebbene leggermente indebolita m/m, è rimasta positiva e le banche continuano a concedere prestiti alle imprese e alle famiglie a un tasso sostenuto. L'M1 reale a novembre è sceso ulteriormente sotto lo zero a -7,7% a/a dal -6,8% di ottobre, il più basso da quando sono iniziate le registrazioni nel 2001. Il messaggio di fondo è rimasto più positivo, con la crescita del credito alle società non finanziarie che è rimasta forte al 7,3% a novembre, leggermente inferiore all'8,1% di ottobre. I prestiti alle famiglie si sono adeguati a un ritmo più modesto al 3,9%, in calo dal 4,1% del mese precedente.

La forte inflazione core e le sorprese economiche renderanno più facile per la BCE mantenere una posizione aggressiva, suggerendo un ulteriore apprezzamento dell'euro. Le preoccupazioni energetiche che si profilavano come euro-negative a metà del 2022 stanno iniziando a diminuire. La resilienza strutturale dei mercati del lavoro ritarderà una svolta nella politica monetaria fino al prossimo anno e manterrà le condizioni di finanziamento più restrittive più a lungo. La BCE ha chiarito che la sua grande paura è l'inflazione radicata, che è più probabile che si rifletta nell'aumento dell'inflazione core.

Figura 2 – Eurozona: credito, inflazione e crescita monetaria



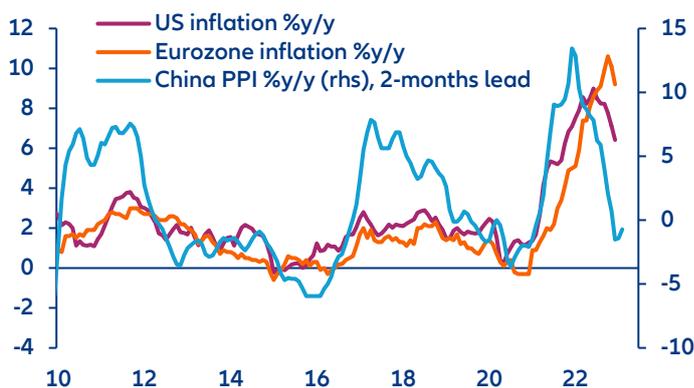
Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Cina: riapertura accidentata, ma nel complesso valore netto positivo per la crescita globale quest'anno

La Cina si è allontanata dallo zero-Covid molto rapidamente; mesi invernali difficili prima di un rimbalzo economico dal 2° trimestre. Dal dicembre 2022, le restrizioni sanitarie sono state revocate rapidamente. Ciò ha portato a focolai incontrollati in tutto il paese, con una mobilità media del -16% a/a a dicembre, ovvero la peggiore performance mensile da marzo 2020. Mentre i dati più recenti suggeriscono un potenziale picco di focolai nelle città più grandi, la mobilità nazionale nella prima decade di gennaio è ancora in media -8% a/a. Questa situazione sanitaria, insieme alla scarsa performance degli indicatori anticipatori, conferma la nostra aspettativa che l'economia cinese inizi il 2023 su basi molto traballanti. È probabile che le vacanze del Capodanno cinese alla fine di questo mese prolunghino il periodo di debole attività economica poiché le persone si recano nelle loro città d'origine per le celebrazioni familiari (circa 3 miliardi di viaggi stimati in tempi pre-pandemia), portando potenzialmente il virus a livello nazionale. Inoltre, l'indebolimento della domanda globale e il continuo crollo del settore immobiliare continueranno a pesare prima che la domanda interna rimbalzi su una spinta post-Covid, molto probabilmente dal secondo trimestre 2023. Questo dovrebbe avvenire un po' prima della nostra precedente aspettativa relativa al secondo semestre 2023, il che significa che i rischi per la nostra previsione di crescita del 2023 del +4,0% sono orientati al rialzo.

Notizie positive per il resto del mondo: il ritorno del consumatore cinese, con pressioni inflazionistiche contenute. Dopo le pressioni iniziali (probabilmente gestibili) sulla domanda e sulle catene di approvvigionamento dovute ai focolai in corso, la normalizzazione post-Covid dell'economia cinese dovrebbe rivelarsi vantaggiosa per il resto del mondo. Tutte le misure di quarantena per i viaggiatori in entrata sono state allentate l'8 gennaio, aprendo la strada a un ritorno dei turisti cinesi all'estero nel 2023. Il ritorno più ampio del consumatore cinese sarà probabilmente meno inflazionistico rispetto all'esperienza di molti altri paesi nel periodo 2021-2022, dato un mercato del lavoro più flessibile, una piccola quota di servizi nel paniere CPI e minori risparmi in eccesso. La riapertura della Cina contribuirà ulteriormente ad allentare le pressioni della catena di approvvigionamento, che si erano già disfatte sulla scia dell'aumento della capacità produttiva e dell'indebolimento della domanda globale. Ciò potrebbe contribuire a ridurre le pressioni inflazionistiche globali in un contesto in cui i prezzi alla produzione in Cina sono già in calo (Figura 2). Dal punto di vista del mercato dei capitali, le prime settimane del 2023 sono state particolarmente positive, con l'indice Hang Seng che ha guadagnato oltre il +8% (con variazione maggiore nelle azioni cinesi quotate negli Stati Uniti) e il CSI 300 oltre il +3% (Figura 3).

Figura 3. Prezzi alla produzione cinesi rispetto all'inflazione USA e Eurozona



Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

Figura 4. Azioni cinesi sollevate dalla revoca delle misure zero-Covid



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Nota: evoluzione CSI 300 in CNY

Dopo la pausa invernale, le aspettative di una svolta della politica monetaria, soprattutto per il 2024, hanno portato a un inizio inaspettatamente positivo del nuovo anno. Su base annua, i tassi sovrani a 10 anni sono scesi di ~ 30 punti base al 3,5% per l'UST a 10 anni e al 2,2% per il Bund a 10 anni. Gli asset rischiosi, soprattutto nell'Eurozona, stanno avendo uno dei migliori inizi d'anno degli ultimi decenni. In termini di mercati azionari, l'S&P500 è salito del +3,5% da inizio anno, mentre l'Euro Stoxx ha registrato un +7% storicamente impressionante. Ciò si è tradotto anche in un minor rischio di credito societario, in particolare per l'high yield..

Tuttavia, date le prospettive economiche incerte, l'attuale performance del mercato fornisce indicazioni inadeguate per la performance complessiva del mercato nel 2023. L'attuale tendenza del mercato sarà probabilmente piuttosto fragile e si basa sulle aspettative piuttosto che su dati concreti. Seguendo il motto "ciò che la politica dà, la politica può togliere", l'aspettativa dei mercati di un repricing del perno della politica monetaria a causa delle maggiori pressioni recessive e del calo dell'inflazione può ancora essere messa in discussione, soprattutto durante la prima metà dell'anno. Ciò lascerà molto probabilmente i mercati in balia di un'elevata volatilità e non proteggerà gli investitori dalla possibilità di una vera e propria inversione di trend. Dopo i primi 10 giorni dell'anno, la maggior parte delle asset class ha già superato le nostre previsioni target di mercato per il 2023. Rimaniamo tuttavia scettici sull'attuale dinamica del mercato, poiché prevediamo che le pressioni recessive continueranno a mettere a dura prova i fondamentali societari ed economici.

IL PUNTO

Bonjour tristesse: la prevista riforma delle pensioni in Francia fomenta tensioni sociali - anche se non va abbastanza lontano

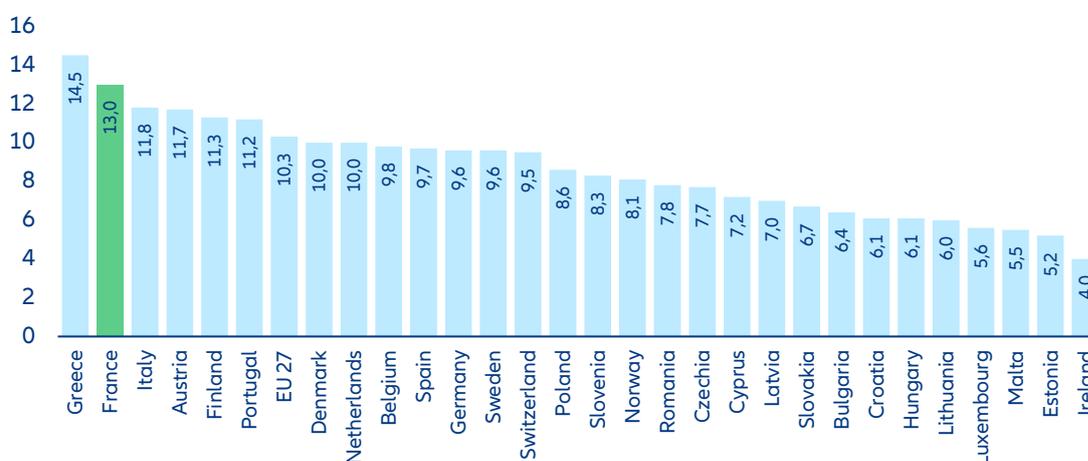
Per alleggerire l'onere finanziario del sistema pensionistico, il governo francese prevede di aumentare l'età minima pensionabile legale di due anni da 62 a 64 anni entro il 2030, e di portare l'aumento già concordato del numero di anni contributivi necessari per ricevere una pensione completa da 41,5 a 43,0 anni, con un anticipo dal 2035 al 2027. L'età pensionabile alla quale può essere percepita una pensione completa indipendentemente dal numero di anni di contribuzione rimane invariata a 67 anni.

Tuttavia, in un confronto internazionale è dato che i pensionati in Francia hanno una delle più alte aspettative di vita in tutto il mondo, i passi di riforma sembrano piuttosto modesti. Secondo gli ultimi dati CNAV, nel 2021 l'età media di pensionamento di un uomo in Francia era di 62,7 anni e quella di una donna di 63,2 anni; erano rispettivamente di 62 anni e sei mesi e 62 anni e 11 mesi per i nuovi pensionati AGIRC-

ARRCO. Data l'ulteriore aspettativa di vita all'età di 63 anni, ciò significa che il pensionato maschio francese medio è destinato a trascorrere 21,5 anni in pensione mentre una donna può aspettarsi di trascorrere 25,4 anni in pensione.² Per fare un confronto, in Germania l'età media di pensionamento di un uomo era di 64,1 anni e quella di una donna di 64,2 anni nel 2021³ e il tempo medio previsto trascorso in pensione era rispettivamente di 18,6 anni (uomini) e 22,1 anni (donne). In effetti, la Francia era il paese con la più alta percentuale di pensionati pubblici di età inferiore ai 65 anni di tutti i pensionati pubblici nell'UE prima dello scoppio della pandemia di Covid-19: in Francia, il 42% aveva meno di 65 anni rispetto al 14% in Germania e alla media UE del 26%.⁴

Inoltre, la Francia è anche il paese con la seconda più alta spesa pubblica per le pensioni di vecchiaia all'interno dell'UE, dietro la Grecia. Nel 2020, le spese per le pensioni di vecchiaia ammontavano al 13,0% del PIL in Francia rispetto al 10,3% in media nell'UE e al 9,6% in Germania. Senza modifiche dell'età pensionabile, la Commissione europea stima che la quota delle pensioni pubbliche aumenterebbe al 15,5% entro il 2050⁵ (Figure 5).

Grafico 5: La Francia tra i paesi con la spesa pensionistica più elevata nell'UE (2020)



Fonti: banca dati Eurostat e Allianz Research

Tuttavia, dato l'andamento demografico previsto, le riforme proposte potrebbero non essere sufficienti. Anche con il previsto aumento dell'età pensionabile anticipata prevista dalla legge, ci saranno 60 persone di età pari o superiore a 64 anni, vale a dire in età pensionabile, per 100 persone in età lavorativa tra i 20 e i 63 anni nel 2050. Per mantenere l'indice di dipendenza degli anziani al livello attuale (49,2%), entro il 2050 l'età pensionabile prevista dalla legge dovrebbe essere portata a 67 anni (cfr. grafico 6).

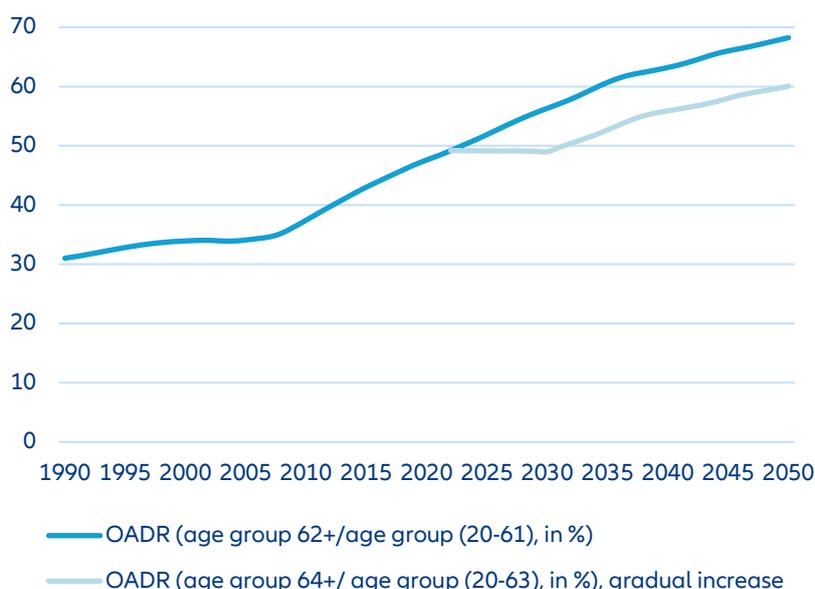
² I dati sulla popolazione sono tratti dalle Nazioni Unite, Dipartimento degli affari economici e sociali, Divisione popolazione (2022). Prospettive sulla popolazione mondiale 2022, edizione online.

³ Facendo riferimento a "Pensioni di vecchiaia". Cfr. Deutsche Rentenversicherung (2022): Assicurazione pensionistica in serie storiche. Capitolo "Accesso alla pensione", Berlino 2022.

⁴ Cfr. Commissione europea (2021): The 2021 Ageing Report, tabelle incrociate. https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/2021-ageing-report-economic-and-budgetary-projections-eu-member-states-2019-2070_en

⁵ Cfr. Commissione europea (2021): The 2021 Ageing Report, tabelle incrociate. (...)

Grafico 6: Aumento dell'indice di dipendenza degli anziani nonostante la riforma



Fonti: *Divisione popolazione delle Nazioni Unite (2022), Allianz Research*

L'innalzamento dell'età pensionabile contribuirebbe anche ad attenuare l'impatto del cambiamento demografico sul mercato del lavoro: senza riforme, il numero di persone in età lavorativa tra i 20 e i 61 anni è destinato a diminuire dagli attuali 33,2 milioni a 31,0 milioni nel 2050. L'innalzamento dell'età di pensionamento anticipato a 64 anni aggiungerebbe 1,6 milioni al potenziale della forza lavoro; il 22% della popolazione della forza lavoro avrà un'età compresa tra i 55 e i 63 anni nel 2050.

Tuttavia, l'innalzamento dell'età pensionabile può anche comportare periodi di disoccupazione più lunghi prima del pensionamento. Si tratta di una minaccia reale, dato che in Francia il tasso di disoccupazione nella fascia di età compresa tra 55 e 64 anni è ben al di sopra dei livelli della Germania e dell'UE 27 – 6,3% contro 3,0% e 5,5%, rispettivamente – nonostante abbia tassi di attività molto più bassi in questa fascia di età. In Francia, solo il 59,7% della fascia di età compresa tra 55 e 64 anni era disponibile sul mercato del lavoro, rispetto al 74,1% in Germania e al 64,0% nell'UE 27 nel 2021. Pertanto, anche la partecipazione, l'occupabilità e l'accettazione dei lavoratori anziani nel mercato del lavoro devono essere aumentate considerevolmente. In caso contrario, l'invecchiamento potrebbe far deragliare le misure di riforma ben orientate.

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.