

Allianz Research | 23 ottobre 2025

La BCE si ferma di nuovo, la Fed si trova bloccata tra il mercato del lavoro e quello monetario

Ludovic Subran
Chief Investment Officer e Chief
Economist
ludovic.subran@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist per Stati Uniti,
Regno Unito e Francia
maxime.darmet@allianz.com

Björn Griesbach
Responsabile della ricerca
macroeconomica e dei mercati dei
capitali
bjorn.griesbach@allianz.com

America Hernandez Ortiz
Senior Investment Strategist
america.hernandez@allianz.com

Alexander Hirt
Responsabile Equity e Credito
Strategia d'investimento
alexander.hirt@allianz.com

Patrizio Krizan
Senior Investment Strategist
patrick.krizan@allianz.com

In sintesi

La BCE chiude di nuovo la pausa, ma il QT mantiene le obbligazioni in fuga. La BCE dovrebbe mantenere invariati i tassi di riferimento per la terza riunione consecutiva il 30 ottobre, con il tasso sui depositi che rimane al 2,0%. Il Consiglio direttivo sembra disposto a mantenere i tassi a un livello neutrale, dato che l'inflazione è ancora leggermente al di sopra dell'obiettivo obiettivo, nonostante la crescita sia stagnante, un contesto che di solito richiederebbe ulteriori stimoli. Manteniamo la nostra previsione di nessuna variazione dei tassi di riferimento in futuro, anche se i rischi rimangono orientati al ribasso. La debolezza dei prezzi del petrolio, l'euro forte e la deflazione importata dalla Cina esercitano una pressione al ribasso sull'inflazione. L'incertezza geopolitica sta frenando la domanda dei consumatori, riflettendosi nell'aumento dei tassi di risparmio, e lo stimolo fiscale pianificato dalla Germania per rilanciare l'economia della regione nel 2026 **dipende dalle riforme**. Nel frattempo, i mercati obbligazionari rimangono sotto pressione, dato il rapido inasprimento quantitativo (QT), che rilascia sul mercato obbligazioni equivalenti al 3,5% del PIL all'anno, aggravando elevati disavanzi fiscali.

Fed: intrappolata tra i rischi del mercato del lavoro e del mercato monetario. Ci aspettiamo un altro taglio dei tassi di 25 punti base alla riunione della prossima settimana, poiché la persistente debolezza del mercato del lavoro rimane la principale preoccupazione della Fed. Lo shutdown del governo che entra nella sua quarta settimana ha già ridotto la crescita del PIL annualizzato del 4° trimestre di 0,45 punti percentuali. In questo contesto, i responsabili politici stanno dando priorità ai rischi occupazionali piuttosto che a quelli persistentemente al di sopra dell'obiettivo di inflazione. Tuttavia, dopo questo taglio, il tasso dei fondi federali si attesterà di 50-70 punti base al di sotto del livello implicito nella regola di Taylor, un divario visto l'ultima volta nel 2022, quando la Fed ha sottovalutato l'inflazione. Ci aspettiamo ancora una pausa a dicembre, seguita da altri 50 pb di tagli cumulativi dei tassi nel primo semestre del 2026, meno di quanto prezzato dai mercati. Il recente accenno del presidente Powell a una fine anticipata del QT sottolinea che la Fed deve anche affrontare un'intensificazione dello stress di finanziamento sui mercati dei pronti contro termine. Lo spread SOFR-IOR ha recentemente raggiunto un picco di 15 pb, riflettendo condizioni di liquidità più rigide dopo l'esaurimento del buffer di 2 trilioni di dollari nella linea ON RRP. Nel frattempo, il Conto Generale del Tesoro è stato rifornito da 260 miliardi di dollari a 800 miliardi di dollari (principalmente con l'emissione di buoni del Tesoro), prosciugando le riserve dal sistema bancario. Riteniamo che i recenti picchi dei tassi repo siano segnali di un inasprimento di fine ciclo piuttosto che di una crisi, ma ci aspettiamo che il QT si fermi entro la fine dell'anno, con effetti limitati sulla curva dei rendimenti statunitensi.

Vigilantes in cerca di crediti. Il recente ampliamento degli spread high yield, in particolare dei rating B in euro (56 pb), illustra la vulnerabilità di una qualità creditizia più debole all'attenzione degli investitori, tanto più che la concorrenza del debito privato è cresciuta. L'accresciuta avversione al rischio è particolarmente visibile negli spread rispetto all'investment grade nel mercato dell'euro, ma anche in USD, anche se in misura più modesta. I recenti default hanno evidenziato vulnerabilità in alcuni settori del credito, anche se

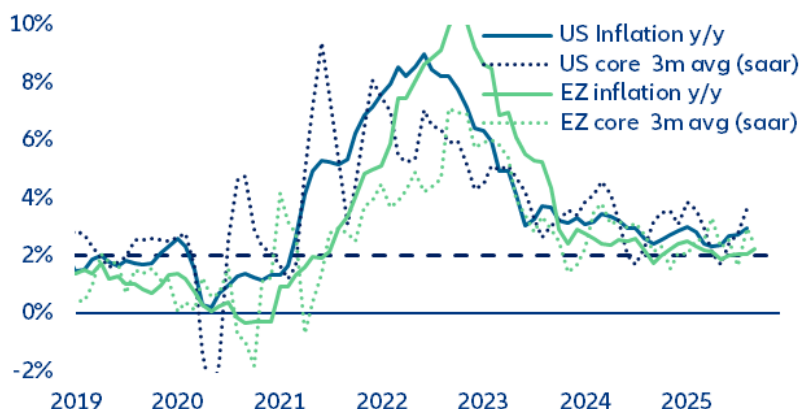
rappresentative di un fenomeno di fine ciclo e non sistemico. Nonostante la domanda ancora elevata di rendimento e credito, parametri fondamentali come i rapporti di copertura degli interessi sono fondamentali per valutare la capacità di un'azienda di onorare il debito e indicano spread ancora più ampi. Le prospettive macroeconomiche continuano a sostenere i mercati del credito in generale, ma le società con rating più basso e meno flessibilità finanziaria devono affrontare pressioni. Gli spread degli indici high yield sono saliti fino alle nostre previsioni a breve termine (300 pb), ma prevediamo un ulteriore ampliamento nel 2026 (a 380 pb per l'euro e a 390 pb per l'high yield statunitense). Ciò richiede un approccio più differenziato e un atteggiamento prudente, con particolare attenzione alla qualità e alla selezione attiva del credito, compreso il debito privato, per mitigare i rischi.

La BCE si ferma di nuovo, ma il QT mantiene le obbligazioni in fuga

La BCE è pronta a mantenere i tassi per la terza volta consecutiva. La BCE dovrebbe mantenere invariato il tasso sui depositi al 2,0 per cento nella prossima riunione del 30 ottobre, che il Consiglio direttivo considera un livello neutro. L'inflazione si aggira leggermente al di sopra dell'obiettivo, ma l'economia sta crescendo a malapena. Una semplice regola di Taylor giustificerebbe comunque un ulteriore allentamento, ma i principali responsabili politici della BCE hanno chiarito che vogliono mantenere un po' di polvere secca e non tagliare ulteriormente, a meno che non vi sia un forte rischio di una deviazione significativa dalle previsioni di base degli esperti, che vedono già l'inflazione scendere al di sotto dell'obiettivo nel 2026 (1,7% rispetto al nostro 1,9%). Anche se molti dati usciranno prima della riunione di giovedì prossimo (inflazione, PMI, PIL, indagine sul credito bancario), nessuno di essi dovrebbe spostare l'ago della bilancia, almeno per questa riunione.

Un'inflazione superiore all'obiettivo giustifica l'attuale orientamento politico, ma la debole crescita economica non lo giustifica. L'inflazione complessiva è salita al 2,2% a/a a settembre (dal 2,0% dei tre mesi precedenti), mentre l'inflazione core è salita al 2,4% a/a (rispetto al 2,3% dei quattro mesi precedenti). Sequenzialmente, anche l'inflazione core è ancora chiaramente al di sopra dell'obiettivo, con il tasso annualizzato a tre mesi al 2,6%, una misura che esclude gli effetti base e le componenti energetiche volatili (Figura 1). Da questo punto di vista, la BCE si sentirà riaffermata nel mantenere invariati i tassi di riferimento, anche se la prossima settimana avrà a disposizione un altro dato sull'inflazione. D'altro canto, l'economia appare cupa e non a un livello tale da giustificare un orientamento neutrale della politica monetaria, ma piuttosto un ulteriore allentamento: l'incertezza geopolitica sta spaventando i consumatori e li spinge ad aumentare i tassi di risparmio, i dati PMI non mostrano una forte accelerazione e l'output gap è ancora negativo dopo anni di crescita contenuta. Anche le stime a breve termine per i prossimi due trimestri sono vicine allo zero e anche la crescita annua per il 2025 – prevista a +1,2% sia da Allianz Research che dalla BCE – sembra artificialmente elevata a causa della straordinaria volatilità dell'economia irlandese, trainata dall'ottimizzazione fiscale. Escludendo l'Irlanda, la crescita dell'Eurozona è prevista a +0,7% quest'anno, ancora una volta nettamente al di sotto del tasso di crescita potenziale di circa +1,1%.

Figura 1: Inflazione dell'Eurozona e degli Stati Uniti, core primario e sequenziale, %



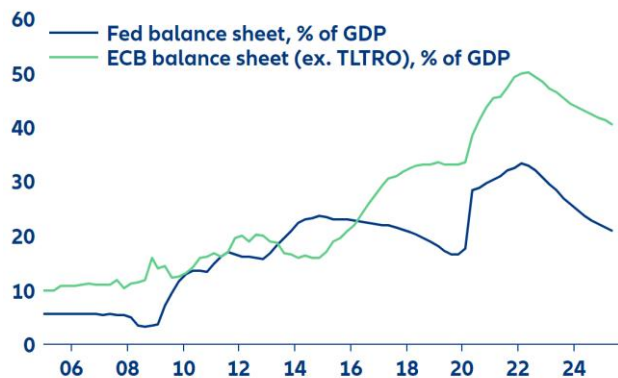
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I rischi al ribasso superano i rialzi, poiché i prezzi del petrolio deboli, l'euro forte, la deflazione importata dalla Cina, l'incertezza geopolitica e [il lento processo di riforma della Germania](#) pesano sulle prospettive. I rischi al ribasso attualmente dominano. La debolezza dei prezzi del petrolio e la deflazione in corso in Cina potrebbero far

scendere il tasso di inflazione in Europa al di sotto delle stime attuali. L'euro forte, non solo nei confronti del dollaro (+12% da inizio anno) ma anche nei confronti dello yuan cinese (+10% da inizio anno), aumenta il rischio di deflazione importata. La geopolitica e l'incertezza economica limitano la volontà dei consumatori di stimolare la domanda, un altro rischio al ribasso sia per l'inflazione che per la crescita. Comprensibilmente, la BCE è riluttante ad abbassare i tassi di riferimento quando la più grande economia dell'Eurozona, la Germania, sta per scatenare miliardi di stimoli fiscali aggiuntivi, che dovrebbero stimolare la crescita nell'intera regione a partire dal 2026. Tuttavia, tale impatto dipende da riforme critiche per garantire che i fondi di stimolo siano distribuiti in modo efficace e rapido.

L'inasprimento quantitativo ad alta velocità dovrebbe essere al centro dell'attenzione, soprattutto se la Fed porrà presto fine a questa era. I rendimenti obbligazionari a lungo termine si sono stabilizzati su livelli elevati, ma il ritmo aggressivo della stretta quantitativa (QT) della BCE rimane un fattore chiave per il rialzo. Attualmente, la BCE sta riducendo le sue consistenze obbligazionarie totali in media di 46 miliardi di euro al mese (di cui 38 miliardi di euro di titoli di Stato), rispetto ai soli 18 miliardi di dollari (3 miliardi di dollari di titoli di Stato) della Fed (Figura 2). Questo rapido deflusso delle consistenze in obbligazioni sovrane potrebbe creare rischi al rialzo per i rendimenti a lungo termine e contrastare l'orientamento di politica monetaria perdente implicito nei tassi di riferimento a breve termine più bassi. L'attuale ritmo del QT riversa sul mercato ingenti quantità di titoli di Stato a un equivalente del 3,5% del PIL in media per l'Eurozona, ma con differenze significative tra i paesi (Figura 3). Il debito in essere e lo schema di capitale, che è servito da ancoraggio per la BCE per valutare gli strumenti quantitativi nei vari paesi, portano a un'ampia forbice che va dallo 0,9% del Lussemburgo al 4,3% del Portogallo. Per la Francia questo è particolarmente grave perché, oltre all'emissione netta di obbligazioni da un deficit fiscale di circa il 5% del PIL, gli investitori devono acquistare un altro 3,4% del PIL derivante dal QT. Data la tendenza al rallentamento del QT presso la Fed, la BoE e la BoJ, la questione si sposterà presto al centro del dibattito politico. Le figure 2 e 3, tuttavia, mostrano anche che la BCE ha ancora molte più obbligazioni nei suoi libri contabili e, date [le elevate perdite subite in passato](#), è certamente ansiosa di ridurle ulteriormente se le condizioni di mercato lo permetteranno.

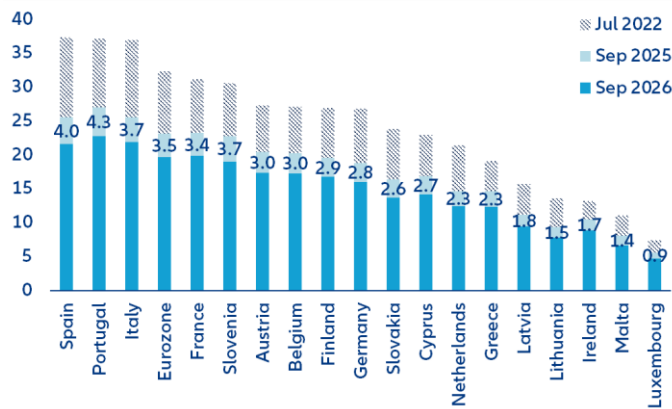
Figura 2: Bilanci delle banche centrali in % del PIL



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Note: Da aprile 2025, la Fed ha limitato l'inasprimento quantitativo dei Treasury USA a 5 miliardi di dollari e dei titoli garantiti da ipoteca a 35 miliardi di dollari al mese. Il run-down effettivo è molto più basso e da allora è rallentato a 18 miliardi di dollari al mese in media, significativamente inferiore ai 48 miliardi di euro al mese della BCE (che include i titoli di Stato e altri strumenti a reddito fisso).

Figura 3 - Possesso di titoli di Stato da parte della BCE in % del PIL

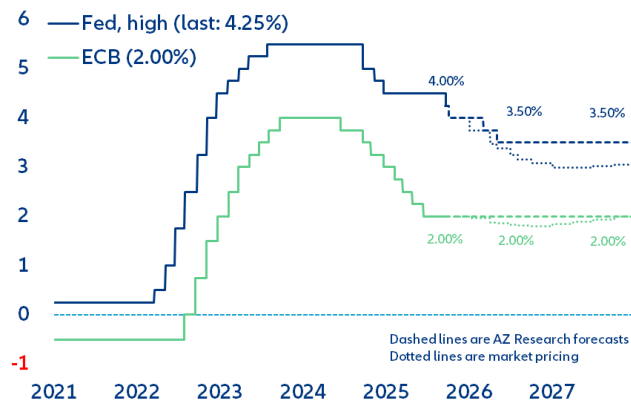


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Note: le barre del settembre 2026 mostrano il livello di proprietà se il QT continua alla velocità attuale e i numeri mostrano la quantità aggiuntiva di obbligazioni riversate sul mercato in % del PIL nei prossimi 12 mesi.

Ci aspettiamo che la BCE mantenga il tasso sui depositi stabile al 2,0%, con i mercati che si sono recentemente allineati a questa visione poiché i rialzi nel 2027 sono stati scontati. Manteniamo la nostra previsione di un tasso di deposito del 2% per il prossimo futuro, con rischi di ribasso. I mercati hanno nuovamente scontato i rialzi dei tassi nel 2027 e ora sono sostanzialmente in linea con la nostra previsione (Figura 4). Manteniamo inoltre la nostra previsione di 1,18 EUR/USD per il futuro. È interessante notare che il tasso di cambio si è mosso lateralmente negli ultimi mesi, nonostante la riduzione del differenziale dei tassi di interesse a breve termine (Figura 5). Ciò è stato in gran parte trainato dagli Stati Uniti, dove i mercati hanno iniziato a scontare più tagli rispetto all'Europa. A differenza dei periodi precedenti, questo non ha portato a un deprezzamento dell'USD, nonostante i rendimenti inferiori. Ciò può essere attribuito in parte alle aspettative di inflazione più basse negli Stati Uniti, ma anche a un affievolirsi o addirittura a un'inversione di tendenza alla de-dollarizzazione dopo il "Giorno della Liberazione" di aprile.

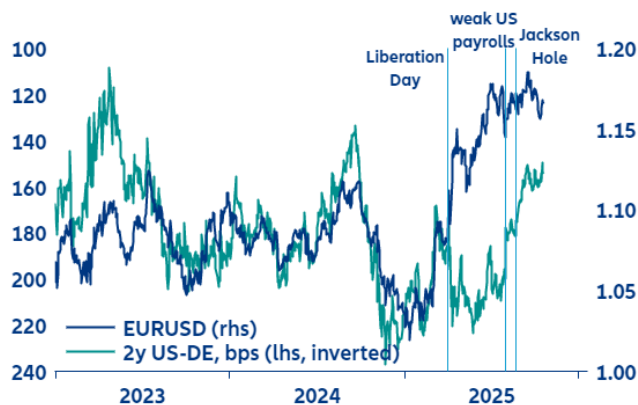
Figura 4: Tassi di riferimento attesi dalla BCE e dalla Fed rispetto alle aspettative del mercato, %



Fonti: LSEG Datastream, FED New York, Allianz Research

Note: La linea tratteggiata è la previsione di Allianz Research, la linea tratteggiata è il prezzo di mercato

Figura 5: Tasso di cambio EUR/USD e differenziale dei tassi di interesse a breve termine, %

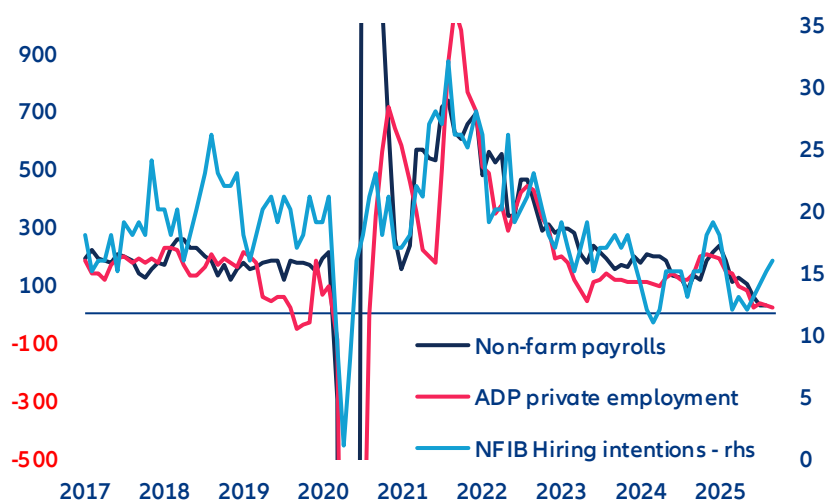


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Fed: in bilico tra rischi del mercato del lavoro e rischi del mercato monetario

Ci aspettiamo che la Federal Reserve effettui un taglio dei tassi di 25 pb alla riunione del FOMC della prossima settimana, poiché la persistente debolezza del mercato del lavoro rimane la preoccupazione principale. Diversi funzionari, tra cui il presidente Powell, hanno segnalato che è probabile un'altra riduzione, dopo il taglio di 25 punti base di settembre. Il mercato del lavoro continua a mostrare segni di tensione: mentre i dati ufficiali sulle buste paga di settembre non sono disponibili a causa dello shutdown governativo in corso, i sondaggi del settore privato indicano una continua debolezza. Il rapporto ADP sull'occupazione, ad esempio, mostra che la creazione di posti di lavoro nel settore privato continua a essere debole (cfr. figura 6). Anche le buste paga del governo federale si sono probabilmente indebolite a settembre a causa dei circa 150.000 lavoratori che hanno accettato le dimissioni differite e che verranno ritirate dalle buste paga federali in questo trimestre. Nel frattempo, i rapporti suggeriscono che l'amministrazione ha iniziato a licenziare i lavoratori in cassa integrazione non essenziali durante lo shutdown, come avvertito in precedenza, anche se i numeri rimangono limitati per ora. Mentre entra nella sua quarta settimana, è probabile che lo shutdown abbia un costo di -0,45 punti percentuali di crescita del PIL del 4° trimestre (-0,15 punti percentuali a settimana), alcuni dei quali non saranno recuperabili.

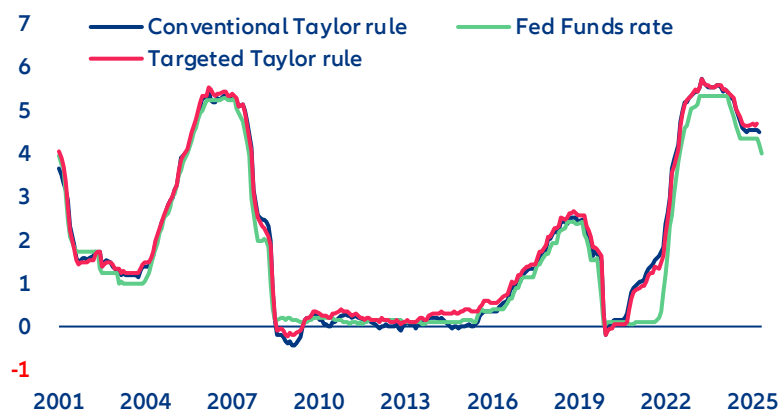
Figura 6: Creazione di posti di lavoro (ADP e indagini sulle istituzioni) e intenzioni di assunzione NFIB.



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

È probabile che la Fed mantenga un orientamento accomodante nei prossimi mesi, anche se con un ritmo più misurato, anche se l'inflazione rimane ostinatamente al di sopra dell'obiettivo. Dopo il taglio della prossima settimana, il tasso dei fondi federali si attesterà a circa 50-70 punti base al di sotto del livello prescritto da una regola standard di Taylor (Figura 7). La regola di Taylor collega i tassi di riferimento appropriati alle deviazioni dell'inflazione dall'obiettivo e all'output gap. Un divario così pronunciato tra i tassi di riferimento effettivi e quelli basati su regole è stato raro, osservato l'ultima volta solo nel 2022, quando la Fed ha inizialmente giudicato l'impennata dell'inflazione "transitoria". Col senno di poi, quell'episodio ha lasciato la banca centrale dietro la curva. Oggi l'inflazione rimane elevata, con l'inflazione PCE che si è attestata a +2,7% su base annua ad agosto, mentre stimiamo che l'output gap sia ancora positivo. Il tasso di disoccupazione è aumentato a malapena nonostante le assunzioni modeste, in parte perché le rigide politiche sull'immigrazione hanno ridotto drasticamente gli afflussi di forza lavoro. Di conseguenza, sia la domanda che l'offerta di lavoro rimangono limitate. Nel frattempo, gli investimenti nelle tecnologie per le imprese continuano a espandersi rapidamente (Figura 8). Sospettiamo che l'accelerazione dell'adozione dell'IA, unita all'incertezza politica, spieghi in parte la recente debolezza ciclica dell'occupazione. È incoraggiante che la misura alternativa della disoccupazione della Fed di Chicago per settembre indichi stabilità o solo un modesto aumento. E sebbene la creazione di posti di lavoro rimanga probabilmente modesta a causa del rallentamento della crescita e dei cambiamenti strutturali in corso, l'indagine NFIB mostra un rimbalzo delle intenzioni di assunzione dai minimi precedenti (si veda di nuovo la Figura 6). Alla luce di queste correnti incrociate, ci aspettiamo che la Fed proceda con maggiore cautela nei prossimi mesi. Anche il governatore della Fed Waller, colomba, è sembrato più preoccupato per i rischi di inflazione, affermando che la Fed dovrebbe "muoversi con cautela" nell'adeguare i tassi più in là "per assicurarsi che non commetta un errore che sarà costoso da correggere". Continuiamo a prevedere una pausa alla riunione del FOMC di dicembre, seguita da ulteriori 50 pb di tagli cumulativi nel primo semestre del 2026. Il graduale aumento della disoccupazione e un contesto di crescita più debole dovrebbero far sì che i responsabili politici propendano per l'allentamento, anche a fronte di persistenti pressioni inflazionistiche, anche se meno di quanto scontato dai mercati finanziari (Figura 4).

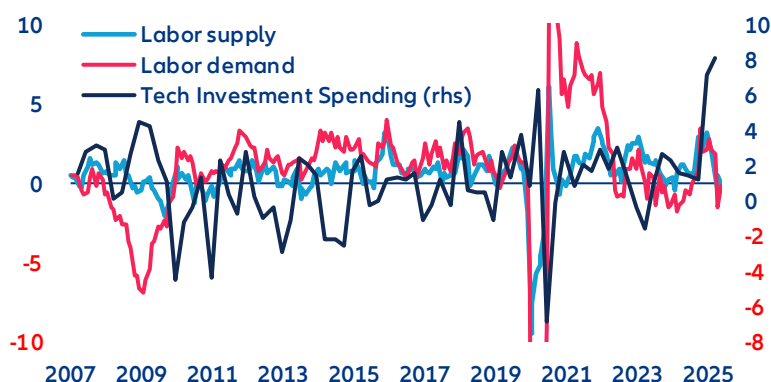
Figura 7: Tasso effettivo dei Fed Funds rispetto al tasso prescritto dalle regole di Taylor (%)



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Nota: In una regola di Taylor, il tasso di riferimento dipende da i) il tasso di interesse naturale, ii) l'output gap (capacità inutilizzata nell'economia) e iii) l'inflazione rispetto all'obiettivo. Il tasso di interesse naturale è derivato dai prezzi di mercato; l'output gap è derivato dalle indagini sul mercato del lavoro e sull'utilizzo della capacità; Taylor significa che la banca centrale dà più peso all'inflazione guidata dalla domanda che all'inflazione guidata dall'offerta. Gli ultimi dati sono di settembre per la regola convenzionale (ipotizzando un'inflazione PCE al 2,7% - stabile da agosto) e agosto per la regola mirata.

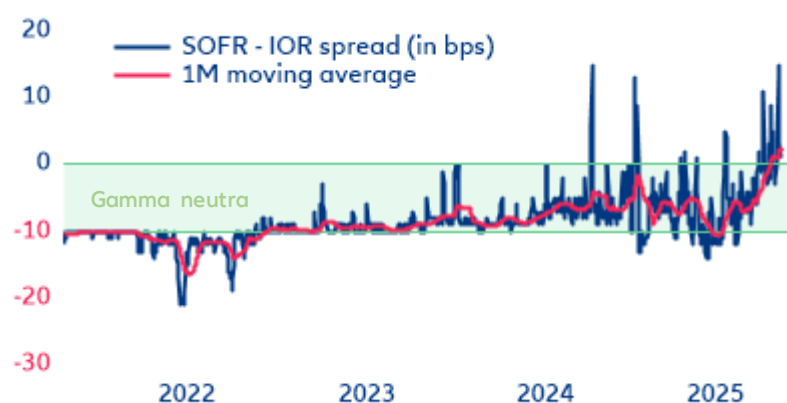
Figura 8: Offerta di lavoro, domanda di lavoro (% di crescita annualizzata a 6 mesi) e investimenti tecnologici (% di crescita trimestrale annualizzata)



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

La fine dei discorsi sul QT non è un segno di crisi, ma un evento di inasprimento di fine ciclo. Oltre al tasso di riferimento, anche le prospettive di inasprimento quantitativo (QT) saranno al centro dell'attenzione nella riunione della prossima settimana, dopo il recente accenno del presidente Powell a una fine anticipata del QT (Figura 2). Quello che a prima vista potrebbe sembrare un orientamento accomodante volto a contenere i rendimenti a lungo termine si rivolge in realtà al mercato monetario statunitense. Lo stesso Powell ha collegato le sue osservazioni sul QT ad "alcuni segnali [...] che le condizioni di liquidità si stiano gradualmente inasprindo, compreso un generale rafforzamento dei tassi repo [...]". In effetti, alcuni tassi del mercato monetario hanno recentemente superato i limiti superiori amministrati dalla Fed, come l'Interest Reserve (IOR) (Figura 9). Tale superamento è raro e indica che la liquidità si sta esaurendo. Il verificarsi simultaneo di stress tra le banche regionali statunitensi ha fatto rivivere i ricordi della crisi della Silicon Valley Bank del 2023. Non crediamo che l'annuncio della fine del QT debba essere interpretato come una risposta alla crisi; Non tutti gli attriti nel mercato dei pronti contro termine si traducono in una crisi di liquidità. Al contrario, riteniamo che i recenti sviluppi nel mercato dei pronti contro termine negli Stati Uniti rappresentino un chiaro evento di inasprimento di fine ciclo.

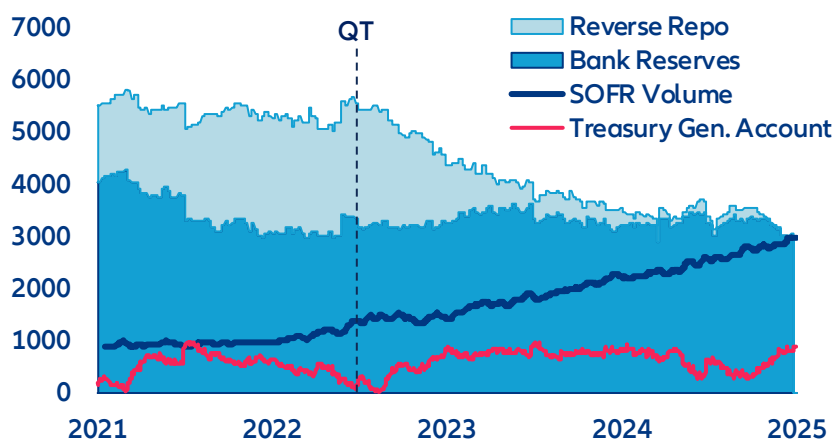
Figura 9: I tassi dei mercati dei pronti contro termine indicano un aumento delle tensioni sulla liquidità



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Le banche sono diventate il fornitore marginale di liquidità. Quando la Fed ha iniziato a ridurre il suo bilancio a metà del 2022, l'eccesso di liquidità di 2 trilioni di dollari parcheggiato nella Overnight Reverse Repo Facility (ON RRP) ha agito da cuscinetto di liquidità. I fondi comuni monetari (FCM) potrebbero prelevare fondi dall'ON RRP e prestarli nel mercato dei pronti contro termine, mantenendo i tassi pronti contro termine ben al di sotto del tasso di interesse della Fed per i saldi di riserva (IOR). Oggi, il PNRR dell'ON è stato esaurito e le banche hanno assunto il ruolo di fornitori di liquidità marginale (Figura 10). A differenza degli FCM o di altri soggetti non bancari, le banche devono far fronte a costi di bilancio significativi (requisiti patrimoniali regolamentari, coefficienti di copertura della liquidità, maggiorazioni G-SIB), che aumentano il limite inferiore dei tassi repo (ad esempio il tasso di finanziamento overnight garantito, o SOFR). Quando sono presenti forti attriti di mercato (come le grandi emissioni o l'allestimento di fine trimestre), i tassi repo possono salire al di sopra dello IOR della Fed. Lo spread SOFR-IOR è diventato positivo già a settembre 2025, riflettendo la struttura dell'offerta di cambiamento nel mercato dei pronti contro termine e indicando una liquidità scarsa e costosa.

Figura 10: Il QT ha alterato le dinamiche di liquidità nel mercato monetario statunitense (in miliardi di dollari)



Fonti: LSEG Datastream, Fed di New York, Allianz Research

La recente impennata dei tassi repo è un segno di crescente fragilità, ma non di rischio sistemico. Il 16 ottobre, lo spread SOFR-IOR ha raggiunto un picco di 15 pb. Più che un segnale di crisi sistemica, riteniamo che si tratti di una tipica coincidenza di frizioni di mercato in un contesto di liquidità strutturalmente scarsa. La sabbia negli ingranaggi è la massiccia emissione di buoni del Tesoro statunitensi per ricaricare il Treasury General Account (da 260 miliardi di dollari a 800 miliardi di dollari di recente). Questa emissione assorbe riserve significative dal sistema bancario e contemporaneamente mobilita liquidità dai fondi del mercato monetario per acquistare i nuovi buoni del Tesoro che altrimenti sarebbero stati prestati nel mercato dei pronti contro termine. Di conseguenza, l'offerta nel mercato

dei pronti contro termine diminuisce, mentre i primary dealer richiedono liquidità per finanziare l'afflusso di buoni del Tesoro, causando un rapido aumento del prezzo della liquidità. Ma grazie alla Standing Repo Facility (SRF) della Fed, una valvola di sicurezza introdotta nel 2019, questa crisi di liquidità è contenuta ed è rimasta confinata a questi fattori tecnici del mercato monetario, senza causare stress sul mercato interbancario (spread FRA-OIS stabile) o ricadute sul mercato degli swap. Tuttavia, mostra che con lo spostamento dell'offerta di liquidità dall'ON RRP al settore bancario, l'equilibrio è diventato più fragile e qualsiasi continuazione del QT aumenta la volatilità dei tassi del mercato monetario, il che inasprisce efficacemente le condizioni di finanziamento.

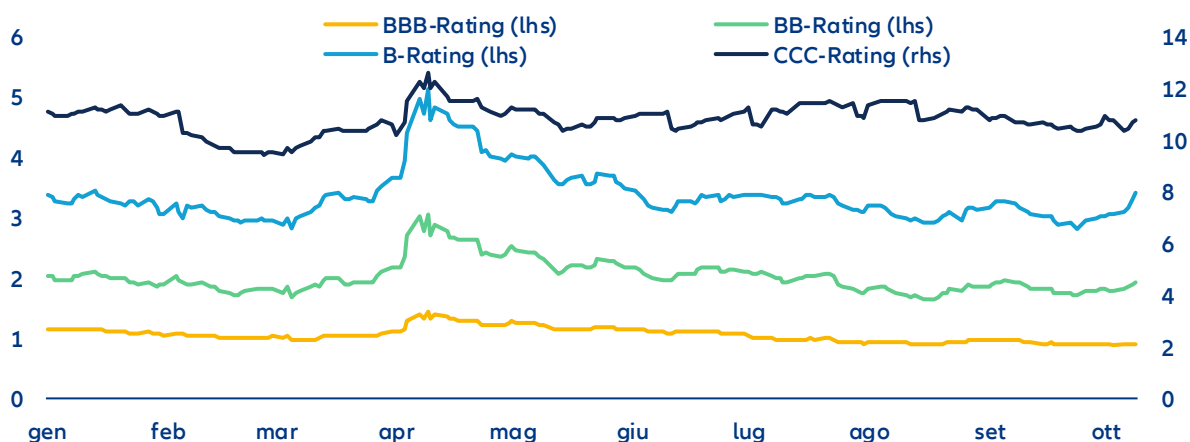
Ci aspettiamo quindi che la Fed annunci la fine del QT entro la fine dell'anno, ma ciò non significa un ritorno del QE. Con le riserve bancarie che rappresentano il 13% degli attivi bancari, riteniamo che la soglia neutrale sia già stata raggiunta. Il rischio di prosciugare troppe riserve, mettendo così in pericolo la stabilità finanziaria, supera i benefici del QT, mentre i recenti picchi dei tassi repo hanno dimostrato che il margine di errore si sta riducendo. La fine del QT non significa automaticamente un ritorno al QE. A nostro avviso, la Fed punterà a un bilancio stabile e utilizzerà l'SRF per ottimizzare la volatilità dei tassi a breve termine. Il QE si verificherebbe solo se il drenaggio di liquidità è già stato eccessivo, in modo che i tassi repo continuino a salire. Lo spread SOFR-IOR scambia costantemente al di sopra dei 10 pb e l'SRF si dimostra insufficiente per stabilizzare il finanziamento a breve termine. Il QE diventerebbe uno strumento di correzione degli errori politici.

La fine del QT avrà effetti limitati sulla curva dei rendimenti statunitensi. Per i tassi a lungo termine, il QT è stato un fattore significativo alla base dell'aumento dei rendimenti statunitensi a lungo termine dal 2022. Per i Treasury a 10 anni, circa 30 pb possono essere attribuiti all'inversione dell'estrazione della duration guidata dal QE, ma l'effetto è diminuito dall'inizio dell'anno. Non ci aspettiamo un impatto significativo sulla parte lunga della curva oltre a quanto già prezzato dopo l'annuncio di Powell. Tuttavia, la fine del QT migliorerà la capacità del mercato di assorbire i Treasury USA e creerà spazio per continuare la forte attività di emissione, soprattutto nella parte breve, che potrebbe avere un certo effetto di appiattimento sulla curva dei rendimenti statunitensi.

Vigilantes in cerca di credito

Dopo aver oscillato intorno ai minimi storici, gli spread high yield in euro si stanno ampliando, rendendo le operazioni di carry beta meno attraenti per gli investitori. Per la maggior parte del 2025, solo le obbligazioni societarie più rischiose (rating CCC) non hanno visto la dinamica di inasprimento che ha seguito lo shock del "Giorno della Liberazione" ad aprile, rimanendo elevate a circa il 10% di spread rispetto ai Bund. Tuttavia, nelle ultime quattro settimane, anche altri rating bassi, come i rating BB e B, hanno iniziato ad aumentare di circa 27 pb e 56 pb, mentre gli spread investment grade rimangono molto più ancorati, ampliandosi di soli 3 pb nello stesso periodo. È interessante notare che gli spread high yield in USD si sono ampliati leggermente meno, ma quelli investment grade in USD si sono ampliati di 7 pb, da un livello inferiore, che è 2-3 volte il movimento dei loro omologhi in euro.

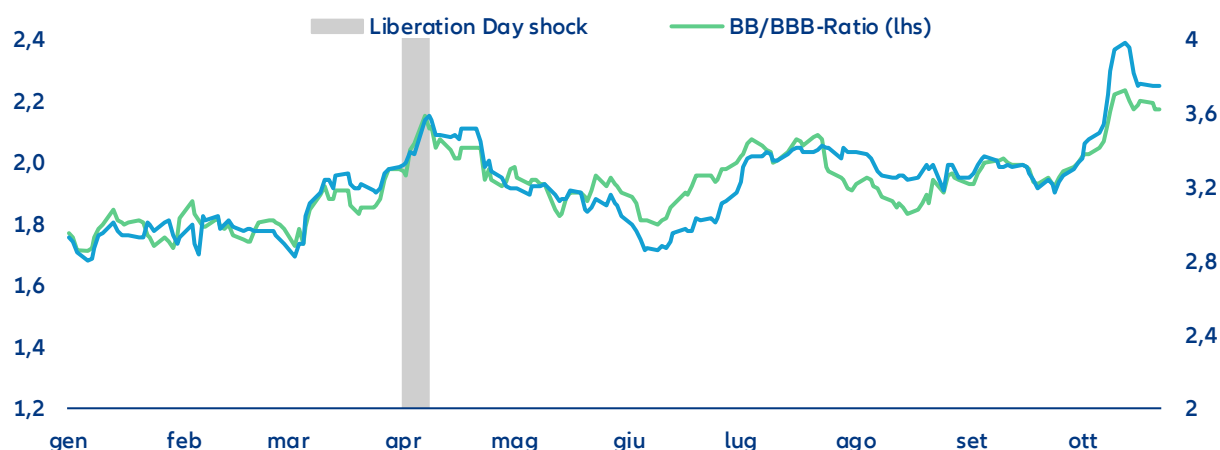
Figura 11 - Spread tra le società in euro e i Bund per rating (p.p.)



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

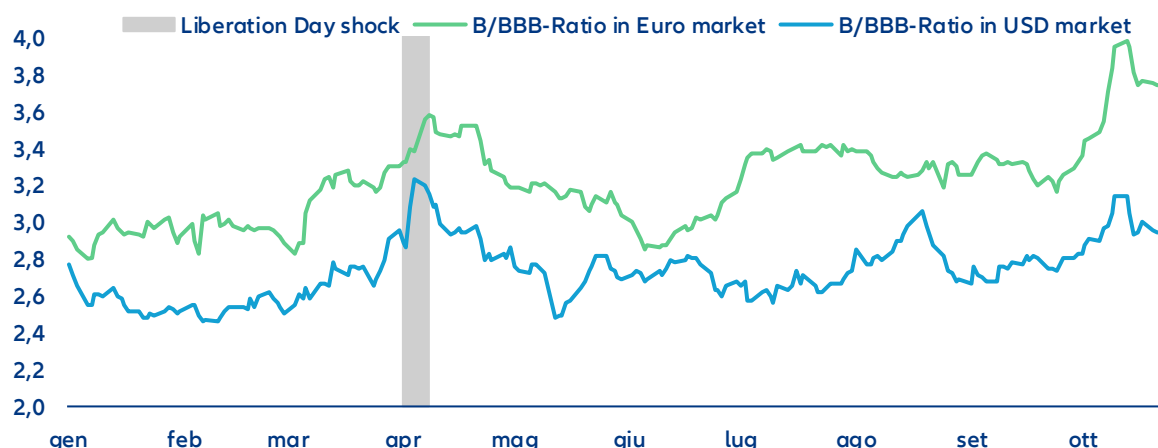
Una prospettiva relativa rivela che per il mercato dell'euro si sta facendo sentire una differenziazione ancora maggiore e che questa attenzione è attesa da tempo. A causa della correlazione generalmente elevata all'interno del mercato delle obbligazioni societarie, è molto significativo considerare la sensibilità rispetto al credito più sicuro nell'investment grade (qui prendiamo i rating BBB). Il rapporto tra spread high yield e investment grade supera ora i livelli osservati durante lo shock del "Giorno della Liberazione" (attualmente a 2,2× per i rating BB e 3,7× per i rating B). Nel mercato dell'USD, a causa del più notevole ampliamento dell'investment grade, la differenziazione è meno pronunciata ma chiaramente visibile. Questo movimento sembra essere guidato da una maggiore discriminazione e consapevolezza del rischio, soprattutto nei settori meno resilienti e vulnerabili al ciclo e ai dazi. Sebbene tale differenziazione sia benvenuta, solleva la questione se ne arriveranno altre, soprattutto perché i default hanno recentemente fatto notizia e si sono aggiunti alla dinamica.

Figura 12: Spread societari in euro rispetto a BBB (p.p.)



Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Figura 13: Spread societari in USD rispetto a BBB (p.p.)

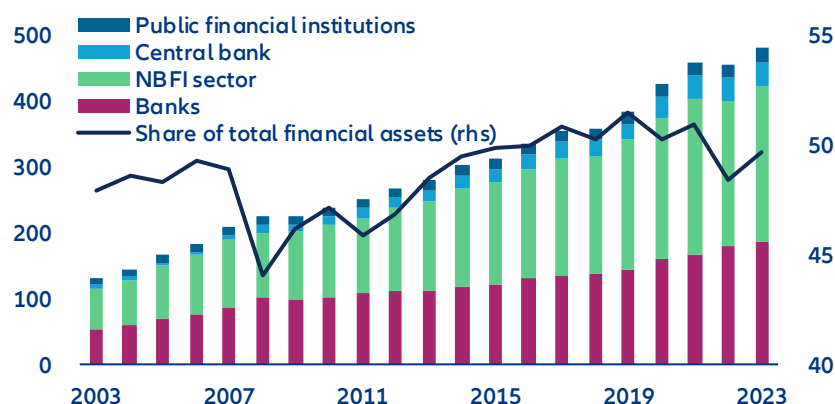


Fonti: Bloomberg, Allianz Research

I recenti eventi creditizi hanno puntato i riflettori sulla trasmissione del rischio dai mercati privati a quelli pubblici, indicando segnali di stress, ma non di contagio. Con l'ampliamento della differenziazione nel credito negoziato, gli eventi recenti hanno dimostrato che la pressione non è limitata ai mercati pubblici, ma sta emergendo in tutto il più ampio ecosistema del credito. Dalla crisi finanziaria globale, l'equilibrio della creazione di credito si è spostato costantemente verso le istituzioni finanziarie non bancarie (NBFIs), la cui quota di credito e finanza globale è salita da circa il 43% a quasi il 50% entro il 2023 (FSB 2024). Questa evoluzione aiuta a spiegare perché le recenti

pressioni si estendono oltre i mercati pubblici al più ampio ecosistema dei prestatori privati e dei fondi di investimento. Il fallimento di First Brands e le perdite su crediti comunicate da banche regionali come Zions e Western Alliance hanno innescato un repricing delle esposizioni bancarie e private collegate, mettendo in luce le vulnerabilità ma dimostrando anche che lo stress rimane contenuto. Questi sviluppi hanno sottolineato lo stretto legame tra banche e istituzioni finanziarie non bancarie (NBFi). Il Global Financial Stability Report dell'ottobre 2025 del FMI stima che le esposizioni bancarie verso soggetti non bancari ammontino a circa 4,5 trilioni di dollari negli Stati Uniti e in Europa, con alcuni impegni che superano il capitale Tier 1. Tali collegamenti significano che, in presenza di pressioni simultanee sul finanziamento o sul rimborso, lo stress nel credito privato potrebbe trasmettersi ai mercati negoziati e mettere alla prova riserve di sistema più ampie. Per ora, questi rimangono segnali di stress piuttosto che di contagio. Le reazioni del mercato sono state ordinate, ma i fondamentali dei mutuatari nel credito privato si stanno indebolendo. I coefficienti medi di copertura degli interessi sono diminuiti dal 2,2× all'1,7× negli ultimi tre anni (dati Lincoln), mentre i costi di rifinanziamento sono aumentati, mettendo sotto pressione i flussi di cassa e lasciando vulnerabili i mutuatari più piccoli e più sensibili ai tassi. Una banca regionale ha già assorbito una notevole svalutazione senza ricadute di mercato, e i principali gestori di credito privato hanno contenuto le perdite attraverso i diritti di anzianità e di controllo. Nel complesso, questi eventi ricordano agli investitori che, sebbene la resilienza del sistema permanga, viene gradualmente messa alla prova man mano che le condizioni di credito si normalizzano e i mercati passano da una stabilità guidata dalla liquidità a una differenziazione basata sui fondamentali.

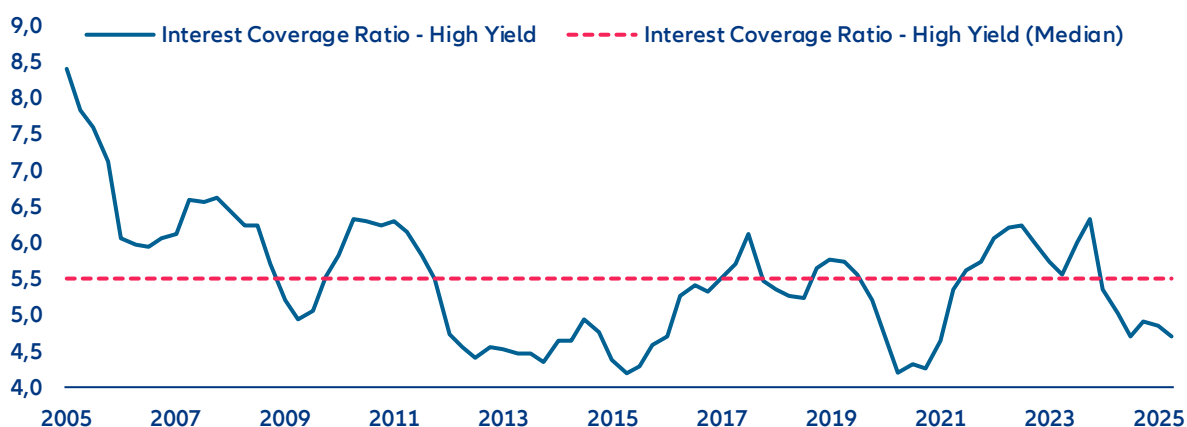
Figura 14: NBFi in percentuale del totale delle attività finanziarie globali



Fonti: Financial Stability Board, Allianz Research. La NBFi comprende le imprese di assicurazione, i fondi pensione, gli AIF e gli ausiliari finanziari.

Poiché ci aspettiamo che la domanda diminuisca a causa della crescente consapevolezza del rischio, il prossimo punto di riferimento dovrebbero essere le metriche fondamentali del credito. I coefficienti bid-cover record per le nuove emissioni e la compressione degli spread delle nuove emissioni al momento della negoziazione iniziale dimostrano il forte appetito degli investitori per il credito e il rendimento nel 2025. In particolare, il mercato high yield in euro rimane di piccole dimensioni rispetto all'investment grade, rappresentando circa il 10% del mercato, ma è ancora il doppio rispetto al 2008. Ciò è degno di nota dato che i grandi investitori si sono spostati verso il debito privato, il che implica che la quota di investitori strategici ad alto rendimento nel mercato liquido potrebbe essere ancora più bassa rispetto al passato. Con la domanda di credito più rischioso che probabilmente diminuirà, i fondamentali del credito come il rapporto di copertura degli interessi (EBITDA diviso per gli interessi passivi) sono un indicatore chiave della capacità di un'azienda di onorare il proprio debito nel breve termine nelle condizioni attuali. Per le società investment grade, le riserve finanziarie stabilite dopo la pandemia sono diminuite, avvicinando il parametro alle norme a lungo termine, il che sembra accettabile dato l'attuale contesto di bassa crescita. Nel settore high yield, anche le società con una leva finanziaria più elevata sono inferiori alla media, ma a un livello notevolmente inferiore. Il ristretto intervallo storico evidenzia la limitata flessibilità finanziaria di queste società. Qualsiasi ulteriore calo dei redditi (superiore al 10%) o peggioramento delle condizioni di finanziamento potrebbe spingere rapidamente queste imprese più deboli a livelli di tensione, incompatibili con gli attuali bassi spread. Sebbene non prevediamo tali tensioni, questa situazione sottolinea l'importanza di incorporare i fondamentali attuali nei prezzi e negli spread, non solo in euro ma anche nell'high yield in USD.

Figura 15: Rapporto di copertura degli interessi (high yield in euro)



Fonte: Bloomberg, Allianz Research (dati finanziari riportati per Q2/2025)

I mercati del credito di fine ciclo porteranno una maggiore differenziazione nel 2026 e spread più ampi, soprattutto per i rating più bassi. Ribadiamo la nostra cautela nonostante gli spread high yield abbiano raggiunto il nostro fair value per la fine del 2025. Le nostre prospettive di una bassa crescita economica nominale globale sostengono generalmente i mercati del credito. Ma questo contesto richiede anche una differenziazione tra settori e aziende. Dato che i rischi sono orientati verso una crescita più bassa e un aumento dell'inflazione/dei tassi, è probabile che le società con un elevato indebitamento e quelle in fase di ristrutturazione subiscano la pressione maggiore. Le intenzioni di deregolamentazione finanziaria degli Stati Uniti potrebbero mantenere bassi i costi di finanziamento e alta la domanda di credito ancora per un po', e la pressione fiscale potrebbe prolungare ulteriormente questa tendenza. Ma come si è visto di recente, gli investitori sono soli quando si tratta di insolvenze. Continuiamo a mantenere una posizione prudente nei confronti delle obbligazioni high yield, in quanto queste società potrebbero aver beneficiato maggiormente dell'ottimismo degli investitori sul credito e della mancanza di differenziazione. Anche se le dinamiche di mercato potrebbero non portare immediatamente a una correzione, prevediamo una normalizzazione che suggerisce una graduale convergenza verso la mediana storica, come indicano i fondamentali. Prevediamo che il debito privato possa aumentare le riserve di rischio attraverso un'ulteriore ripresa e una stretta supervisione del rischio da parte di gestori esperti. Con l'avvicinarsi della nostra previsione di normalizzazione dei prezzi del credito, ciò dovrebbe essere utile per approcci più differenziati in cui si prevede una maggiore qualità e una selezione attiva in grado di sovraperformare.

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di 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 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 derivare da, a titolo esemplificativo e non esaustivo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, 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 degli eventi di perdita assicurati, anche da catastrofi naturali, e dall'andamento delle spese per perdite, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nell'attività bancaria, l'entità delle insolvenze creditizie, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio EUR/USD, (ix) modifiche alle leggi e ai regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori competitivi generali, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili, o 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, ad eccezione di eventuali informazioni che devono essere divulgate per legge.

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