

Allianz Research | 22 Maggio 2025

# Colmare il divario di finanziamento della biodiversità, l'Europa in crisi, riportare a buon mercato i farmaci statunitensi e gli utili del 1° trimestre

## In sintesi

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

**Jordi Basco Carrera**  
Lead Investment Strategist  
[jordi.basco\\_carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco_carrera@allianz.com)

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

**Thomas Hartl**  
Senior Investment Strategist  
[thomas.hartl@allianz.com](mailto:thomas.hartl@allianz.com)

**Hazem Krichene**  
Senior Climate Economist  
[hazem.krichene@allianz.com](mailto:hazem.krichene@allianz.com)

**Maria Latorre**  
Sector Advisor  
[maria.latorre@allianz-trade.com](mailto:maria.latorre@allianz-trade.com)

**Maddalena Martini**  
Senior Economist for Southern Europe and Benelux  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

**Gvanca Kirvalidze**  
Research assistant  
[gvanca.kirvalidze@allianz.com](mailto:gvanca.kirvalidze@allianz.com)

**La finanza sta recuperando il ritardo rispetto alla crisi della biodiversità?** Il tema della Giornata Internazionale per la Diversità Biologica di quest'anno è "Armonia con la Natura e Sviluppo Sostenibile", sottolineando l'urgente necessità di allineare la politica economica alla protezione della natura. La perdita di biodiversità rappresenta un grave rischio economico, con una riduzione del PIL globale del 2,3% entro il 2030 in uno scenario prudente. Negli Stati Uniti, in Giappone e nell'UE, circa il 10-13% del PIL è generato da settori fortemente dipendenti dalla natura, mentre la quota è superiore al 30% per i paesi emergenti come l'Indonesia e l'India. Nel 2023, i finanziamenti globali per la biodiversità hanno raggiunto i 208 miliardi di dollari, ma rimane un deficit di finanziamento annuale di 942 miliardi di dollari. Nel frattempo, 2,68 trilioni di dollari di sussidi pubblici dannosi continuano ad alimentare il degrado dell'ecosistema, evidenziando l'urgenza di allineare le azioni politiche.

**L'Europa in crisi: nuova gravità populista in tre elezioni** Le elezioni in Romania, Polonia e Portogallo riflettono la frammentazione politica in tutta Europa. In Romania, il pro-UE Nicușor Dan ha vinto la presidenza, stabilizzando i rendimenti obbligazionari sulle aspettative di consolidamento fiscale e affrontando il doppio deficit del -9%. Allo stesso tempo, la forte dimostrazione dell'ultranzionalista George Simion evidenzia una diffusa insoddisfazione. In Polonia, il centrista Rafał Trzaskowski deve affrontare un ballottaggio serrato contro il nazionalista Karol Nawrocki, con un risultato cruciale per le riforme dell'UE. In Portogallo, l'ascesa del partito di estrema destra Chega segnala malcontento, anche se la salute fiscale rimane solida e ben riflessa nel recente aggiornamento del rating e nel basso premio per il rischio. Nel complesso, i rischi di finanziamento si sono intensificati e un'accelerazione urgente della spesa per Next Generation EU dovrebbe essere una priorità per tutti e tre i governi.

**Farmaceutica statunitense: rendere i farmaci di nuovo economici** Con gli americani che pagano da 2 a 4 volte di più per i farmaci da prescrizione rispetto ad altre economie avanzate, il presidente Trump ha esortato le aziende farmaceutiche a tagliare volontariamente i prezzi dei farmaci del 30-80% entro 30 giorni. In caso di successo, ciò potrebbe avere un impatto sui mercati globali, poiché le aziende statunitensi ed europee traggono il 58% e il 45% delle loro entrate dagli Stati Uniti. Le prime 20 aziende farmaceutiche hanno guadagnato 827 miliardi di dollari l'anno scorso, ma un taglio del 50% dei prezzi per i pazienti di Medicare e Medicaid avrebbe ridotto questo numero a 606 miliardi di dollari, insostenibile per un settore che investe il 15%-20% dei ricavi in ricerca e sviluppo. Nel frattempo, cinque grandi aziende hanno promesso 180 miliardi di dollari di investimenti negli Stati Uniti, rafforzando il già forte potere negoziale del settore. La dipendenza dalle importazioni dalla Cina e dall'India potrebbe ancora mettere il settore sotto i riflettori dei dazi, anche se ciò potrebbe interrompere la produzione locale e contraddire gli sforzi per ridurre i costi dei farmaci.

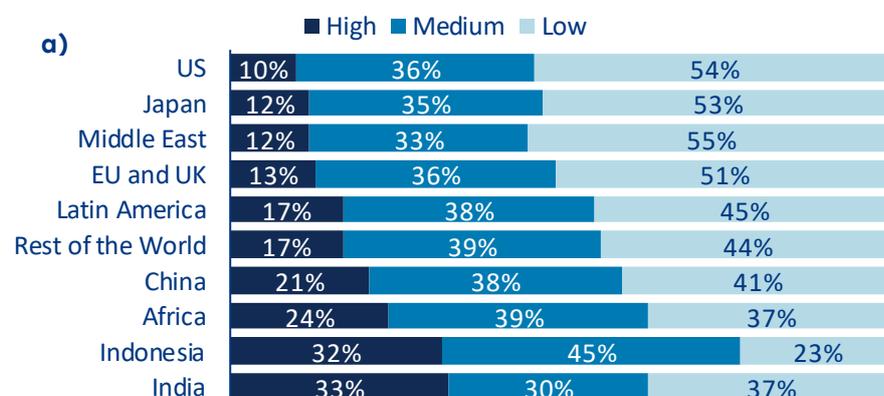
**Utili del 1° trimestre 2025: partenze solide, prospettive prudenti** Nonostante le sfide macroeconomiche e geopolitiche, le società statunitensi dell'S&P 500 hanno registrato utili solidi, mentre l'Europa ha registrato una crescita modesta con caute revisioni degli utili a causa dei dazi e dei venti contrari valutari. Tutta via, in mezzo alle continue turbolenze tariffarie, le aziende statunitensi prevedono ora una crescita del +8,5% nel 2025, in calo rispetto al 10,5% precedente il "Liberation Day", mentre le aziende dell'UE prevedono un +1,9%, in calo rispetto al +5,8%. I finanziari, la tecnologia e le infrastrutture stanno sovraperformando, mentre i beni di consumo discrezionali e l'energia sono in ritardo. Nonostante i venticontrari, i nostri modelli di crescita dell'EPS basati su macro confermano le aspettative degli analisti di resilienza degli utili fino al 2025.

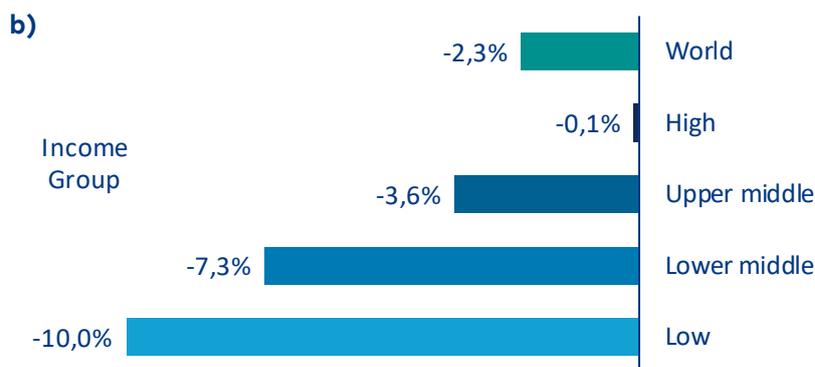
## La finanza sta recuperando terreno rispetto alla crisi della biodiversità?

**La stabilità e la produttività delle nostre economie sono profondamente radicate nella natura, molto più di quanto spesso riconosciamo.** I servizi ecosistemici, come l'acqua pulita, il suolo fertile, l'impollinazione e la regolazione del clima, sono alla base delle attività economiche critiche in tutti i settori. L'indicatore di dipendenza dalla natura coglie la misura in cui l'economia di un paese subirebbe perturbazioni se questi servizi fossero degradati o persi. In settori altamente dipendenti dalla natura come l'agricoltura, questa interruzione potrebbe essere grave. Ad esempio, nelle regioni che affrontano un rapido degrado del suolo, l'agricoltura rischia di diventare un settore bloccato. Come mostrato nella Figura 1a, anche le economie avanzate non ne sono esenti. Negli Stati Uniti, in Giappone e nell'UE, circa il 10-13% del PIL è generato da settori fortemente dipendenti dalla natura. La posta in gioco è ancora più alta per le economie emergenti come l'Indonesia e l'India, dove oltre il 30% della produzione economica è legata a settori dipendenti dalla natura, riflettendo il ruolo più ampio dell'agricoltura e delle industrie primarie.

**Questa dipendenza ha importanti implicazioni economiche.** Con il declino della biodiversità e il deterioramento dei servizi ecosistemici, le economie si trovano ad affrontare crescenti rischi di perdite di produttività, pressioni inflazionistiche e disgregazioni sociali, soprattutto nei paesi in cui la resilienza è bassa e la capacità di adattamento limitata. Il costo economico della perdita di biodiversità non è solo teorico. Come illustrato nella Figura 1b, anche in uno scenario conservativo, il mondo potrebbe affrontare una contrazione del PIL del 2,3% entro il 2030 a causa dell'erosione dei servizi ecosistemici. Tuttavia, si prevede che i paesi a basso reddito supporteranno l'onere maggiore, con perdite che raggiungono il 10% del PIL, seguiti dalle economie a reddito medio-basso al 7,3% e dai paesi a reddito medio-alto al 3,6%. Al contrario, i paesi ad alto reddito vedrebbero un impatto relativamente trascurabile, pari ad appena lo 0,1%.

Figura 1: Esposizione economica globale alla perdita di natura: (a) distribuzione della dipendenza dalla natura per economia, (b) perdite di PIL previste entro il 2030 a causa del declino della biodiversità



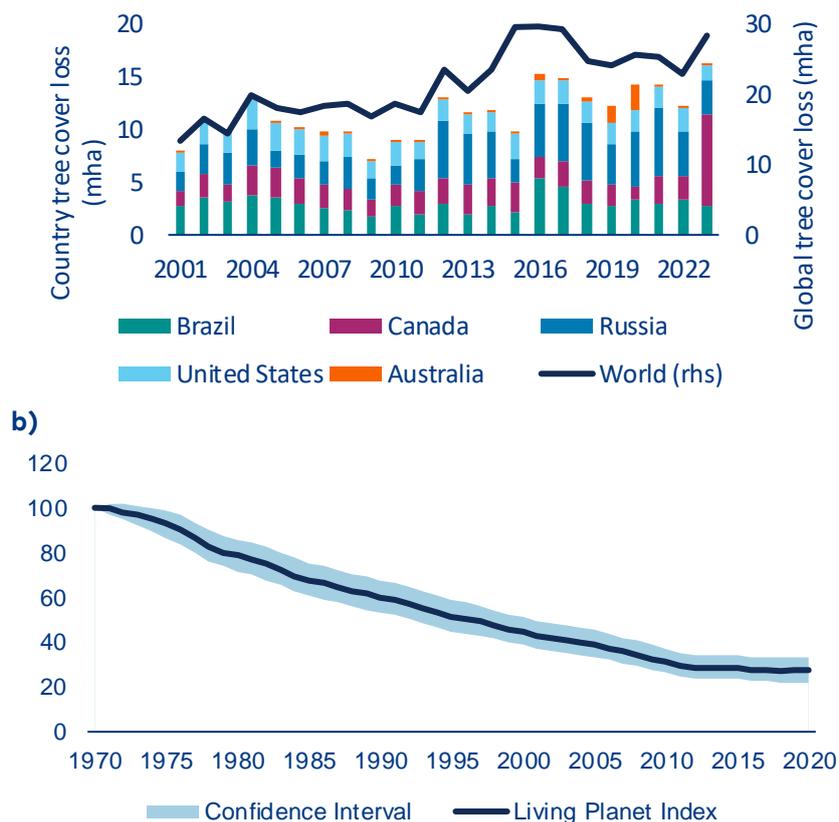


Fonti: World Economic Forum, Banca Mondiale, BloombergNEF, Allianz Research

**Il Living Planet Index (LPI) indica che le popolazioni globali di fauna selvatica sono diminuite in media del 73% tra il 1970 e il 2020 (Figura 2a).** Questo indice, che attualmente monitora più di 35.000 popolazioni che rappresentano oltre 5.500 specie di mammiferi, uccelli, anfibi, rettili e pesci, offre uno dei set di dati più completi disponibili per valutare lo stato della biodiversità globale. Gli ultimi dati dell'LPI 2024 indicano una riduzione di quasi tre quarti delle popolazioni monitorate in soli cinque decenni, pari a un calo medio annuo del 2,6%. È importante sottolineare che questa tendenza riguarda non solo le specie rare o in via di estinzione, ma anche molte specie comuni che in precedenza erano considerate stabili. Questo allarmante declino non è solo una preoccupazione ambientale: segnala un indebolimento fondamentale degli ecosistemi da cui dipende il benessere umano.

**Il degrado della biodiversità è strettamente legato al cambiamento della destinazione dei terreni, in particolare all'espansione dei terreni agricoli e alla deforestazione, che stanno rimodellando gli ecosistemi terrestri su una scala senza precedenti.** I terreni coltivati a livello globale si sono espansi in modo significativo, passando da circa 0,9 miliardi di ettari nel 1900 a oltre 1,6 miliardi di ettari nel 2023. Allo stesso modo, i pascoli hanno raggiunto oltre 3,3 miliardi di ettari, anch'esse si sono stabilizzati negli ultimi anni. Questa espansione si è spesso verificata a spese di habitat naturali come foreste, zone umide e praterie. La deforestazione, in particolare nelle regioni tropicali, si è intensificata negli ultimi decenni. La Figura 2b mostra che dal 2001 la perdita globale di copertura arborea ha subito una forte accelerazione, raggiungendo un picco di quasi 30 milioni di ettari nel 2016. Paesi come il Brasile, che ospita alcuni degli ecosistemi più ricchi di biodiversità del pianeta, hanno sperimentato una significativa deforestazione causata dalla conversione delle foreste per la coltivazione della soia, l'allevamento di bestiame e altri usi agricoli. Tendenze simili si osservano in Canada e in Russia, dove il disboscamento industriale e gli incendi boschivi sempre più frequenti contribuiscono al degrado delle foreste ad alta densità di carbonio. Queste perdite diminuiscono la capacità del pianeta di sequestrare il carbonio, regolare i cicli dell'acqua e sostenere complesse reti di vita.

Figura 2: Lo stato critico della biodiversità globale: (a) evoluzione storica della perdita di copertura arborea, (b) evoluzione storica del Life Planet Index (LPI)



Fonti: Global Forest Watch, Il nostro mondo nei dati, Allianz Research

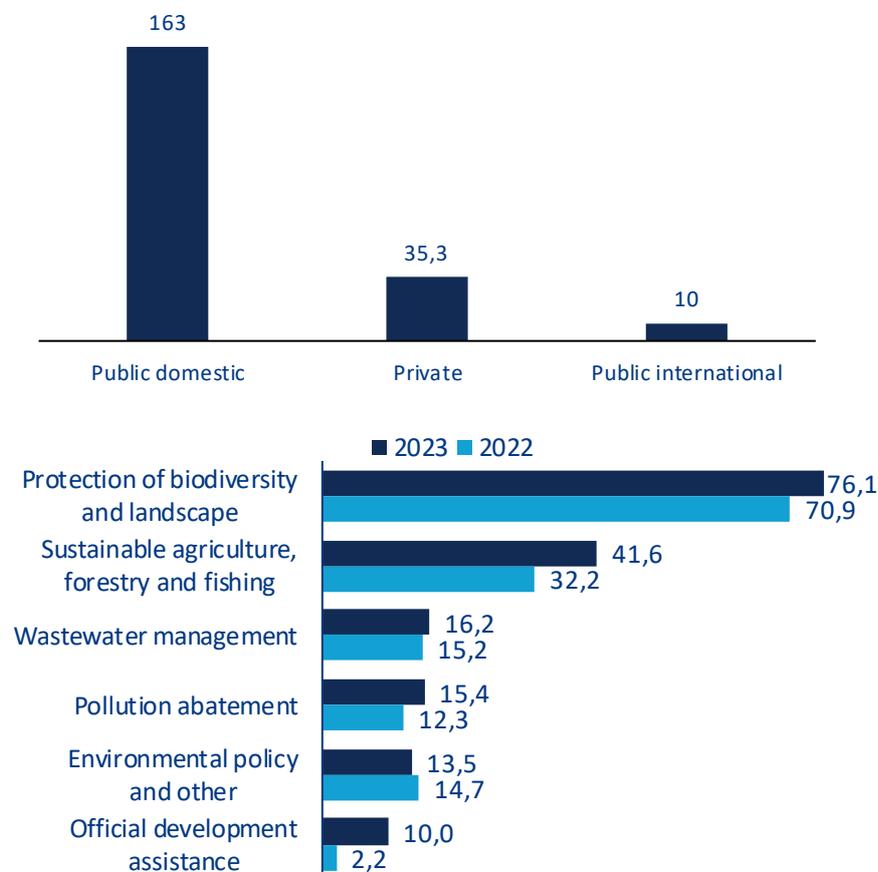
**Arrestare il rapido declino della biodiversità e ripristinare gli ecosistemi naturali richiederà una scala di investimenti e un allineamento delle politiche senza precedenti.** Il Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework (GBF), adottato alla COP15 nel dicembre 2022, rappresenta un accordo globale di riferimento per arrestare e invertire la perdita di biodiversità entro il 2030. Il quadro delinea 23 obiettivi d'azione e quattro obiettivi generali, tra cui la protezione del 30% delle terre e degli oceani del pianeta, il ripristino su larga scala degli ecosistemi degradati e il riallineamento dei flussi finanziari verso risultati positivi per la natura. Per raggiungere queste ambizioni, il GBF chiede almeno 200 miliardi di dollari all'anno di finanziamenti relativi alla biodiversità entro il 2030. Sottolinea inoltre l'urgente necessità di riorientare o eliminare le sovvenzioni dannose, stimate in 500 miliardi di dollari all'anno, che attualmente contribuiscono al degrado degli ecosistemi.

**In uno sviluppo promettente, i finanziamenti globali per la biodiversità hanno raggiunto i 208 miliardi di dollari nel 2023, superando di poco l'obiettivo di finanziamento annuale fissato nell'ambito del GBF.** Come mostrato nella Figura 3a, questi progressi sono stati in gran parte trainati dalla spesa interna pubblica, che ha rappresentato 163 miliardi di dollari, pari a quasi l'80% del finanziamento totale. Al contrario, i contributi del settore privato sono rimasti relativamente modesti, pari a 35,3 miliardi di dollari, mentre le finanze pubbliche internazionali sono state pari a soli 10 miliardi di dollari, sottolineando la continua necessità di aumentare il sostegno transfrontaliero, soprattutto per i paesi in via di sviluppo.

**L'allocazione dei finanziamenti pubblici per la biodiversità (Figura 3b) rivela una forte enfasi sulle soluzioni basate sul territorio.** Quasi 76,1 miliardi di dollari (46%) sono stati destinati alla protezione della biodiversità e del paesaggio, mentre altri 41,6 miliardi di dollari (25%) hanno sostenuto l'agricoltura, la silvicoltura e la pesca

sostenibili. Ciò riflette il crescente riconoscimento del ruolo fondamentale che l'uso del suolo svolge nell'arrestare la perdita di biodiversità e nel ripristinare gli ecosistemi. Altre aree chiave di spesa includono la gestione delle acque reflue (16,2 miliardi di dollari), la riduzione dell'inquinamento (15,4 miliardi di dollari) e la politica e la pianificazione ambientale (13,5 miliardi di dollari).

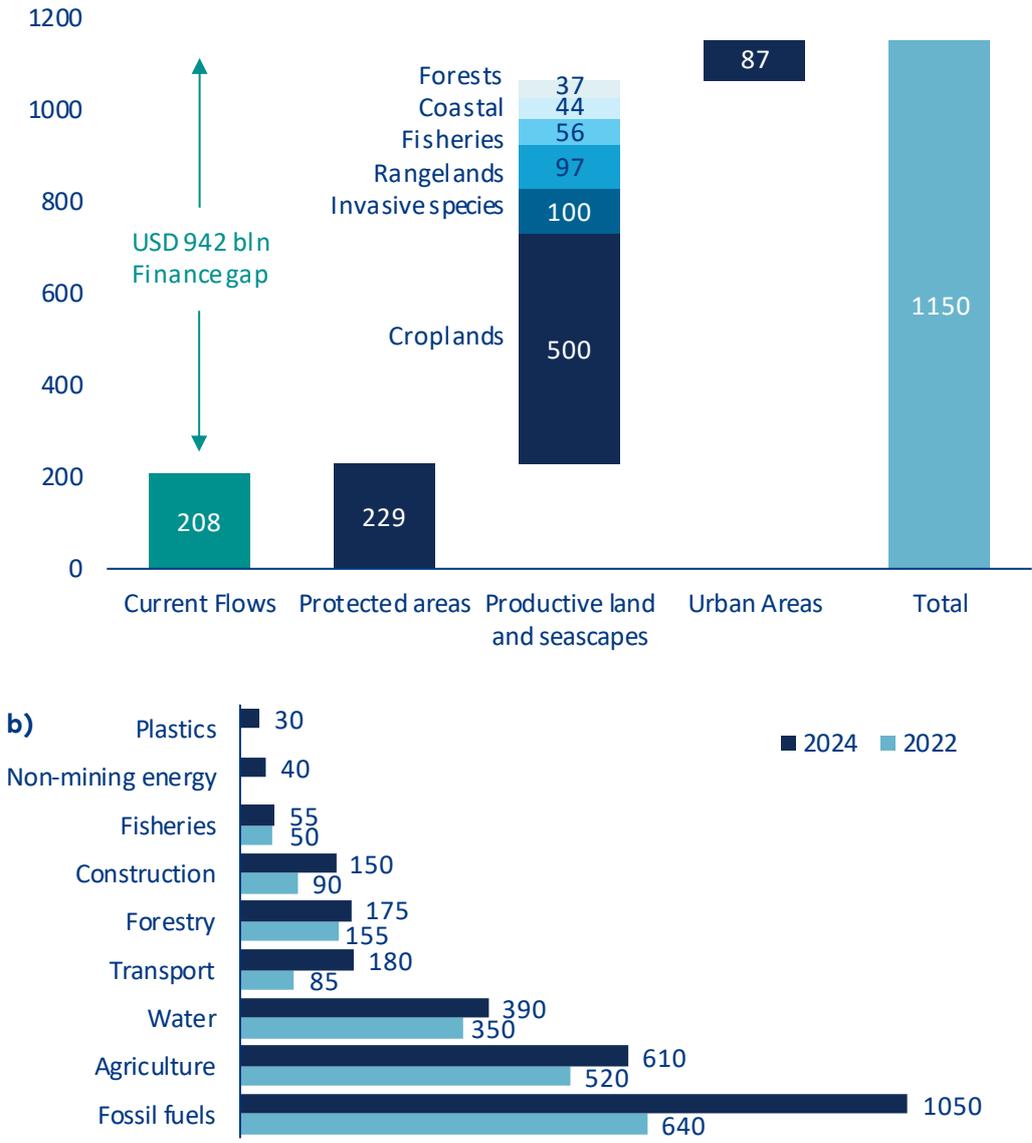
Figura 3: Finanziamenti per la biodiversità nel 2023: a) finanziamenti totali mobilitati (USD, mld); b) distribuzione dei finanziamenti pubblici per la biodiversità (USD, mld)



Fonti: UNEP, BloombergNEF, Allianz Research

**Sebbene il superamento dell'obiettivo globale sia un risultato notevole, il deficit totale di finanziamento della biodiversità si attesta ancora a 942 miliardi di dollari ed è aggravato dal persistere di sussidi dannosi per l'ambiente.** Ci sono carenze significative in aree critiche per l'integrità dell'ecosistema, come le aree protette, che devono far fronte a un divario di 229 miliardi di dollari, compromettendo gli sforzi per preservare gli hotspot di biodiversità esistenti. Ad aggravare questa carenza di finanziamenti c'è la persistenza di sussidi dannosi per l'ambiente. Come mostrato nella Figura 4b, si stima che 2,68 trilioni di dollari di sussidi pubblici continuino a sostenere attività che degradano gli ecosistemi, compresi i sussidi per i combustibili fossili (1,05 trilioni di dollari), l'agricoltura (610 miliardi di dollari) e i settori ad alta intensità idrica (390 miliardi di dollari). In diversi settori, come i combustibili fossili e l'agricoltura, le sovvenzioni dannose sono aumentate in modo significativo rispetto ai livelli del 2022, ampliando ulteriormente la discrepanza tra le ambizioni in materia di biodiversità e i flussi finanziari. Reindirizzare anche solo una frazione di questi sussidi verso investimenti positivi per la biodiversità potrebbe ridurre significativamente il divario finanziario e accelerare i progressi verso il ripristino della natura. Allo stato attuale, l'economia globale sta finanziando la perdita di biodiversità su una scala molto maggiore rispetto alla protezione della biodiversità, un modello che deve essere urgentemente invertito per salvaguardare la resilienza degli ecosistemi e la prosperità futura.

Figura 4: Divario di transizione: (a) Deficit di finanziamento della biodiversità (USD, mld); b) Sovvenzioni dannose per la biodiversità (USD, mld)

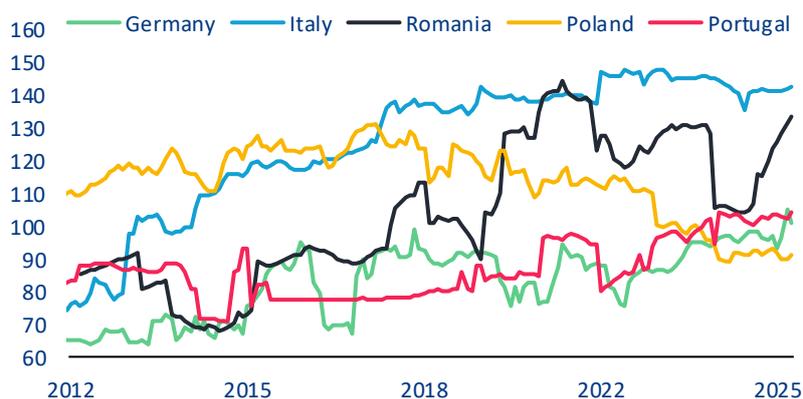


Fonti: UNEP, BloombergNEF, Allianz Research

## Europa in crisi: nuova gravità populista in tre elezioni

Le recenti elezioni in Romania, Polonia e Portogallo riflettono una tendenza più ampia: la crescente forza del populismo di destra e del sentimento anti-establishment in tutta Europa. Mentre i leader europei hanno espresso sollievo per la vittoria del centrista pro-UE Nicușor Dan nella corsa presidenziale della Romania (53,6% dei voti contro l'ultranazionalista George Simion con il 46,4%), il margine ristretto e il forte risultato di Simion segnalano un profondo malcontento. Il partito AUR di Simion, fondato solo cinque anni fa, è ora il secondo più grande nel parlamento rumeno e potrebbe ottenere ulteriore sostegno in mezzo all'incombente austerità per riportare sotto controllo il deficit fiscale in aumento. Dan, anche se ora indipendente, è stato un tempo uno dei fondatori del partito riformista USR ed è salito alla ribalta come sindaco di Bucarest. La sua vittoria è arrivata dopo che i partiti tradizionali della Romania hanno ottenuto risultati deludenti al primo turno, assicurandosi solo il 20% combinato, un segno lampante del rifiuto degli elettori nei confronti dell'establishment politico. Nel frattempo, in Portogallo, il partito di estrema destra Chega, che sei anni fa aveva registrato a malapena qualche voto, è salito alle elezioni parlamentari di domenica e potrebbe finire secondo una volta che i voti all'estero saranno contati il 28 maggio. L'ascesa di Chega ha spinto i socialisti portoghesi verso il loro peggior risultato dal 1987, mentre i partiti di centro-destra ora detengono i due terzi dei seggi. Sia in Romania che in Portogallo, la crescente polarizzazione e, in misura minore, la crescente frammentazione politica hanno fatto salire il nostro indice di fragilità politica (Figura 5). Al contrario, la Polonia ha visto un notevole calo della fragilità politica negli ultimi anni, in gran parte guidato da una ridotta alienazione politica. Tuttavia, con l'avvicinarsi del secondo turno delle elezioni presidenziali, le prospettive rimangono incerte. In Polonia, il centrista Rafał Trzaskowski (31,4%) affronta un ballottaggio serrato il 1° giugno contro il nazionalista Karol Nawrocki (29,5%) in un campo politico frammentato in cui i candidati di estrema destra insieme hanno ottenuto più della metà dei voti (Sławomir Mentzen (14,8%) e Grzegorz Braun (6%)). Anche se il bivio per la Polonia non è così netto come lo è stato per la Romania con il suo doppio deficit, il risultato del mese prossimo sarà comunque estremamente importante per la posizione della Polonia nei confronti dell'UE. Se Nawrocki vincesse, potrebbe far deragliare le riforme pro-UE del primo ministro Donald Tusk. In tutti e tre i paesi, il messaggio è chiaro: mentre i centristi stanno ancora resistendo, il populismo di destra sta guadagnando velocità e gli elettori chiedono un cambiamento.

Figura 5: Indice di fragilità politica

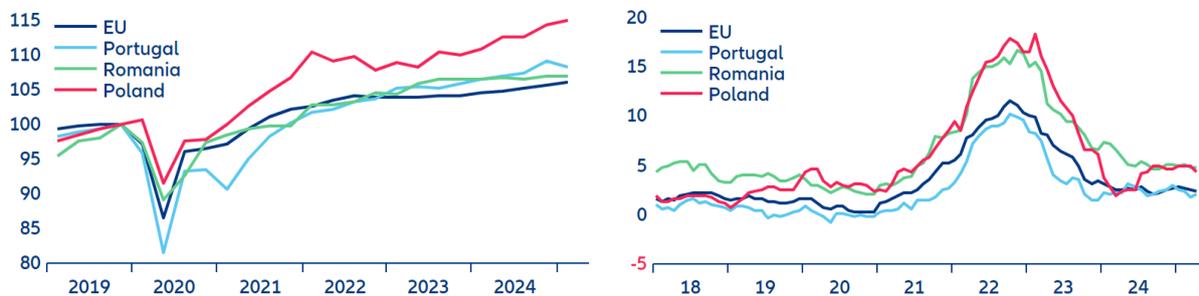


Fonti: sondaggi nazionali, Wikipedia, EiQCC, Allianz Research. Nota: l'indice è costituito da tre componenti: frammentazione (quota dei 2 maggiori partiti tradizionali, numero di partiti >10%), polarizzazione (quota di partiti di estrema destra, estrema sinistra e partiti populistici, sulla base di EiQCC dell'Università di Cambridge) e alienazione (quota di non votanti alle ultime elezioni, possibilità e impatto dei referendum).

**Ciascuno dei tre paesi mostra tendenze economiche e politiche distinte, con implicazioni diverse per la crescita e l'inflazione.** L'elezione di Nicușor Dan, un riformatore pro-UE che si è concentrato sul consolidamento fiscale, dovrebbe rafforzare la stabilità del governo e la fiducia degli investitori in Romania. Tuttavia, questo resta da dimostrare. Il PIL della Romania è cresciuto del +0,6%t/t nel 1° trimestre 2025 (Figura 6, a sinistra), rimbalzando da appena +0,1% nel 4° trimestre 2024 e segnalando una stabilizzazione dell'attività industriale. Ciononostante, le prospettive sono prudenti, con una crescita prevista per l'intero anno del +1,6% nel 2025, in aumento rispetto al

+0,8% del 2024 e al +2,3% del 2026. Nonostante gli investimenti finanziati dall'UE e la tenuta dei consumi privati, l'incertezza politica che circonda la formazione di una nuova coalizione di governo potrebbe ritardare le riforme. L'inflazione rimane una sfida, con i prezzi che continuano a salire del +4,9% nell'aprile 2025 (Figura 6, a destra). In Polonia, la crescita del PIL è rallentata a +0,7% nel 1° trimestre 2025, in calo rispetto al +1,4% del 4° trimestre, ma questo dato ha comunque superato le aspettative. Il Paese dovrebbe crescere del +2,8% nel 2025 e del +2,9% nel 2026, trainato dal suo consistente mercato interno e dai finanziamenti dell'UE. L'inflazione è scesa a +4,3% nell'aprile 2025, -0,7 punti percentuali rispetto a ottobre 2024. Ciò ha spinto la Banca nazionale polacca a tagliare il tasso di riferimento di 50 punti base nel maggio 2025, il primo taglio di questo tipo dall'ottobre 2023. Tuttavia, i rischi politici persistono, in quanto l'imminente ballottaggio presidenziale del 1° giugno potrà sostenere il proseguimento delle riforme o destabilizzare il governo. In Portogallo, l'economia ha subito una contrazione del -0,5% t/t nel 1° trimestre 2025, probabilmente correggendo il forte +1,4% del 4° trimestre 2024, quando i consumi privati sono aumentati a causa di fattori temporanei. Questo aumento del reddito disponibile delle famiglie è stato determinato dalle modifiche al sistema dell'imposta sul reddito delle persone fisiche (con effetto retroattivo dall'inizio del 2024) e dall'integrazione pensionistica eccezionale versata nell'ottobre 2024. Nonostante questa temporanea battuta d'arresto, la produzione rimane del 16% al di sopra dei livelli pre-pandemia, con il Portogallo che continua a superare l'Eurozona. Tuttavia, la lettura del 1° trimestre pone rischi al ribasso per la previsione di crescita del +1,9% per il 2025. Ciononostante, le prospettive rimangono favorevoli. Sebbene la disinflazione in Portogallo sia ampiamente in linea con la buona strada, la crisi del costo della vita ha dominato la brevissima campagna elettorale. I prezzi sono cresciuti del +2,1% a/a ad aprile dal minimo di sette mesi del +1,9% di marzo, spinti al rialzo dai prezzi dei servizi. Tuttavia, ci aspettiamo che l'inflazione si attesti in media a +1,9% quest'anno.

Figura 6: PIL (2019=100, a sinistra) e inflazione complessiva (% a/a, a destra)



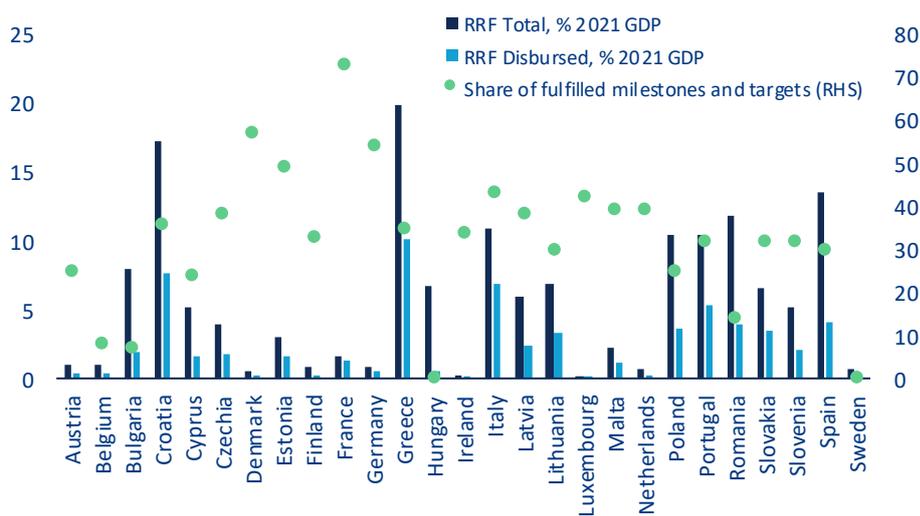
Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

**La pressione sulle finanze pubbliche è in aumento.** Ogni paese si trova ad affrontare sfide fiscali diverse, influenzate dal panorama politico e dalle condizioni economiche. La situazione in Romania è la più grave, con un disavanzo di bilancio previsto del -8,7% del PIL nel 2024 e un debito pubblico che dovrebbe superare la soglia di Maastricht del 60% entro il 2027. Il paese ha ampi disavanzi gemelli, con saldi fiscali e delle partite correnti che si avvicinano al -9% del PIL, il che lo rende fortemente dipendente dagli afflussi di capitale. I recenti scostamenti di bilancio sono stati trainati dalla spesa legata all'inflazione e dagli esborsi deludenti dei fondi dell'UE. Nell'ambito della procedura dell'UE per i disavanzi eccessivi, la Romania deve ridurre il proprio disavanzo al di sotto del -3% entro il 2031. L'incertezza politica a breve termine e la mancanza di un chiaro piano di bilancio rischiano di slittare ulteriormente, ma la vittoria di Dan offre un percorso verso la stabilità e una rinnovata disciplina fiscale. Pur trovandosi in una posizione di rafforzamento, la Polonia deve anche far fronte a pressioni di risanamento fiscale. Il disavanzo di bilancio per il 2024 è previsto al -5,3% del PIL, un valore meno grave di quello della Romania, ma comunque significativo. Tuttavia, si prevede che migliorerà e raggiungerà il -3% entro il 2028 a causa del consolidamento fiscale. Ma l'incertezza politica in vista del ballottaggio presidenziale aggiunge rischi poiché il presidente in carica ha bloccato le riforme giudiziarie fondamentali per sbloccare i fondi dell'UE. Una vittoria del candidato pro-UE Trzaskowski eliminerebbe questo ostacolo e aprirebbe la strada a una strategia fiscale credibile, in particolare garantendo il pieno accesso ai fondi Next Generation EU. Al contrario, il Portogallo si distingue per la sua resilienza fiscale e i recenti miglioramenti. Nonostante la frammentazione politica, la vittoria della coalizione di centro-destra segnala la continuità politica. Il Paese ha registrato un avanzo di bilancio nel 2023 e il suo rapporto debito/PIL è sceso di oltre 40 punti percentuali rispetto al picco del 2021 del 95,6%, con ulteriori cali previsti. Tuttavia,

l'aumento della spesa pubblica per la difesa dall'attuale 1,55% del PIL all'obiettivo della NATO del 2% entro il 2029 rallenterà la tendenza al ribasso del debito.

**I rischi di finanziamento si sono chiaramente intensificati, per cui un'accelerazione urgente della spesa per Next Generation EU dovrebbe essere una priorità per tutti e tre i governi.** Portogallo, Romania e Polonia sono i principali beneficiari dello strumento Next Generation EU (NGEU) dell'UE e riceveranno fondi equivalenti a circa il 10% del loro PIL per tutto il periodo di esborso (2021-2026). Tuttavia, tutti hanno un lento tasso di assorbimento del PIL (Figura 7). L'accesso ai fondi di Next Generation EU è fondamentale per la Polonia per sostenere i suoi piani di investimento a lungo termine, in particolare nelle infrastrutture e nella transizione verde. Un governo pro-UE impegnato nelle riforme giudiziarie e di governance potrebbe finalmente sbloccare l'erogazione integrale di queste sovvenzioni, molte delle quali sono state congelate a causa delle preoccupazioni per lo stato di diritto. Il continuo allineamento con le priorità dell'UE non solo rafforzerebbe la fiducia degli investitori, ma consentirebbe anche alla Polonia di capitalizzare appieno il potenziale di trasformazione dei fondi Next Generation EU. In Romania, la lentezza dei progressi nell'attuazione del piano per la ripresa e la resilienza (PNRR) sta aggravando queste sfide. Il paese ha assorbito solo il 33% dei fondi e ha raggiunto solo il 14% dei traguardi e degli obiettivi richiesti, poiché la persistente divisione politica e i lunghi processi elettorali hanno ostacolato gli sforzi di riforma. Senza riforme accelerate, i futuri esborsi dell'UE sono a rischio, il che aumenta la possibilità che il governo debba autofinanziarsi o annullare progetti chiave. Ciò ostacolerebbe la crescita a medio termine e aggraverebbe le vulnerabilità esterne della Romania, in particolare dato il suo notevole disavanzo delle partite correnti. Inoltre, la recente decisione della Banca nazionale di Romania di mantenere invariato il tasso di riferimento al 6,5% per la quinta riunione consecutiva, nonostante le pressioni inflazionistiche e l'incertezza fiscale, limita la capacità del governo di allentare le condizioni di finanziamento interno. Infine, il governo portoghese ha già evidenziato le sfide legate al rispetto delle scadenze e al raggiungimento dei traguardi richiesti, il che potrebbe comportare che il Paese non riesca a massimizzare i benefici derivanti dal ricevere l'intera quota di prestiti stanziati (finora, il Portogallo ha ricevuto il 50% dei 5,9 miliardi di euro stanziati).

Figura 7 - Fondi assegnati al dispositivo per la ripresa e la resilienza, % del PIL 2021 e % per i target intermedi e finali

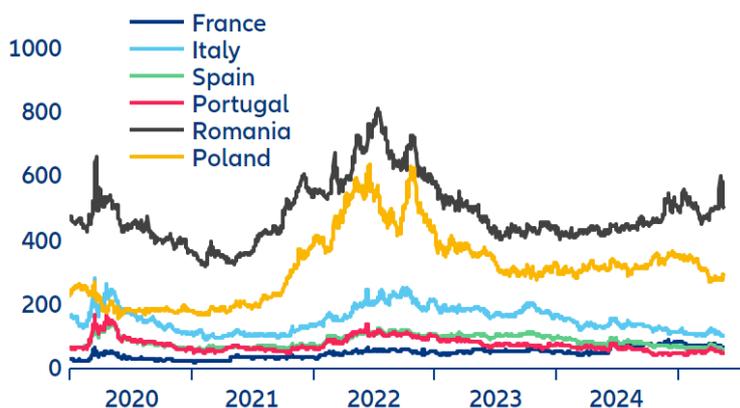


Fonti: Commissione europea, NGEU Tracker, Allianz Research

**I mercati finanziari hanno reagito in modo sensato alle elezioni.** I mercati finanziari hanno reagito bruscamente al primo turno delle elezioni presidenziali rumene, con i rendimenti dei titoli a 10 anni che sono saliti di 100 pb all'8,5%, mentre il leu è salito del 3% rispetto all'euro, raggiungendo il minimo storico di 5,12/EUR. Tra i deflussi di capitali e le sfide dei finanziamenti esterni, la banca centrale è intervenuta per sostenere la valuta. Sebbene i rendimenti obbligazionari abbiano reagito positivamente con un calo al 7,6% dopo la vittoria pro-UE di Nicușor Dan, il leu è ancora in rialzo di circa l'1,5% rispetto all'euro. I mercati si aspettano un'ulteriore stabilizzazione se un nuovo governo ripristinerà la disciplina fiscale. Al contrario, i mercati finanziari polacchi sono solidi e sono tra i

mercati azionari dei mercati emergenti con le migliori performance quest'anno, trainati da una performance economica resiliente, da un'esposizione limitata alle tensioni commerciali globali, da una spesa per la difesa relativamente elevata e da un impulso atteso dal pacchetto fiscale tedesco. Circa tre quarti del commercio della Polonia si svolge all'interno dell'UE, il che la rende attraente per gli investitori stranieri. Tuttavia, il sentiment degli investitori dipende ora dal ballottaggio presidenziale del 1° giugno. Una vittoria di Trzaskowski potrebbe consentire il proseguimento delle riforme, mentre una sconfitta potrebbe mettere a rischio una rinnovata instabilità politica. Un quadro diverso emerge per il Portogallo: solo due settimane prima del crollo del governo nel marzo 2025, S&P ha alzato il rating del credito del Portogallo da A-, citando i miglioramenti della posizione finanziaria esterna del paese e l'accelerazione della riduzione del debito pubblico. Da allora, la reazione del mercato è stata modesta, senza segni di rischio idiosincratico significativo, e il premio di rischio del governo portoghese è rimasto al di sotto degli spread francesi (Figura 8).

Figura 8: Spread dei titoli di Stato a 10 anni rispetto ai Bund tedeschi



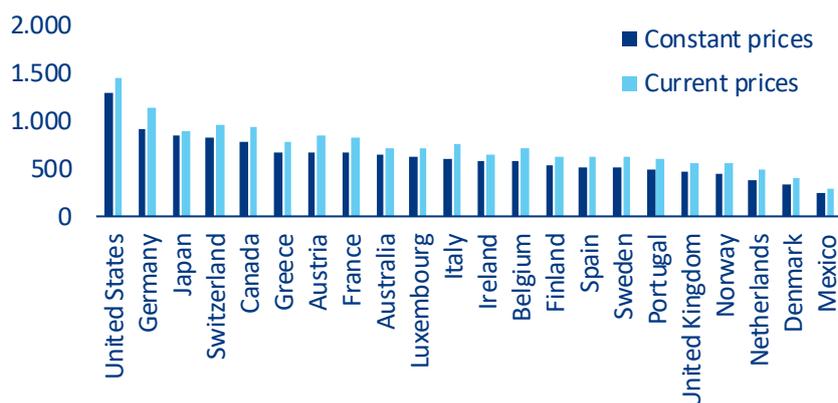
Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

## Industria farmaceutica statunitense: Rendere i farmaci di nuovo economici!

**La spesa farmaceutica pro capite negli Stati Uniti è aumentata di oltre il +54% nell'ultimo decennio, rendendo il settore un obiettivo primario dei rinnovati sforzi dell'amministrazione Trump per contenere i prezzi dei farmaci.** Sebbene il settore farmaceutico non sia ancora nel mirino della guerra commerciale, il presidente Trump ha firmato un nuovo ordine esecutivo il 12 maggio, obbligando le aziende farmaceutiche a ridurre i prezzi dei farmaci del 30-80% entro 30 giorni. L'annuncio fa eco alla politica della nazione più favorita<sup>1</sup>, chiedendo alle aziende farmaceutiche di portare i prezzi degli Stati Uniti a livelli paragonabili a quelli di altre economie avanzate. Coloro che non compiono progressi significativi verso questi obiettivi entro sei mesi potrebbero dover affrontare ulteriori azioni, anche se non sono stati forniti dettagli. Gli Stati Uniti sono certamente in cima alla classifica globale per quanto riguarda il prezzo dei farmaci e dell'assistenza sanitaria. La figura 9 mostra che la spesa degli americani per i farmaci da prescrizione è in media il doppio dell'importo pagato dalle altre nazioni dell'OCSE. E per condizioni croniche come il diabete, le malattie autoimmuni, l'epatite C, il colesterolo alto e le infezioni parassitarie, i divari di prezzo potrebbero essere tra quattro e dieci volte più ampi (4-10x). La riduzione dei prezzi dei farmaci era già all'ordine del giorno del primo mandato del presidente Trump, ma gran parte degli sforzi non si è concretizzata completamente a causa della forte opposizione dell'industria e degli ostacoli legali, e l'amministrazione Biden ha successivamente revocato diverse iniziative in sospeso.

<sup>1</sup> NPF: il principio della nazione più favorita garantisce che un paese conceda a un altro lo stesso vantaggio commerciale, come tariffe basse o quote di importazione elevate, che offre a qualsiasi altra nazione, promuovendo un commercio non discriminatorio.

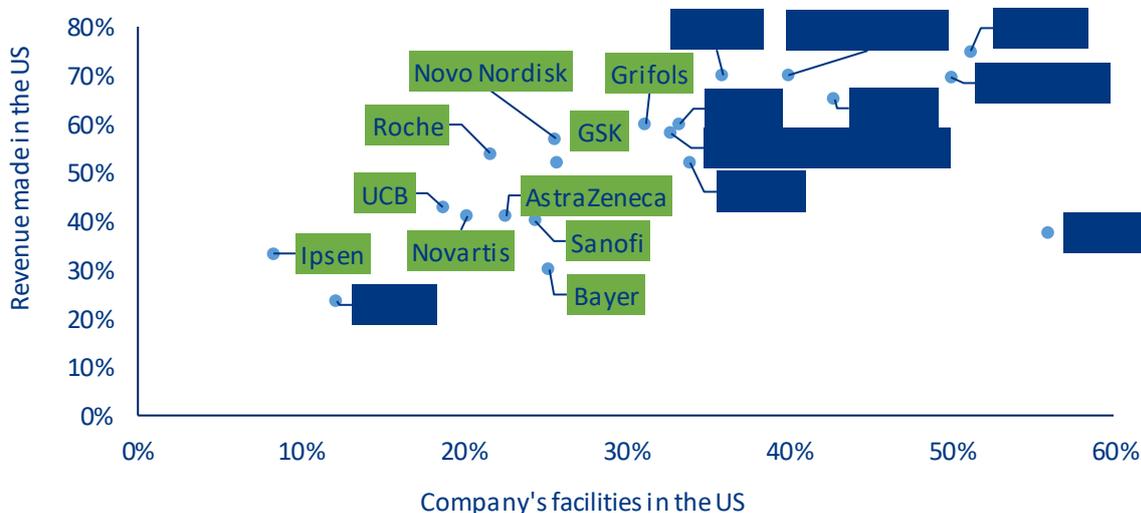
Figura 9: Spesa farmaceutica in alcuni paesi (USD pro capite)



Fonte: OCSE, Allianz Research

**Se il nuovo piano di Trump avrà successo, avrà un impatto globale.** Le 20 maggiori aziende farmaceutiche del mondo ricavano in media il 52% dei loro ricavi dagli Stati Uniti, con circa il 41% della loro base di clienti che ha sede lì (si veda la Figura 10). Se disaggregate geograficamente, le principali aziende farmaceutiche con sede negli Stati Uniti generano il 58% dei loro ricavi a livello nazionale, rispetto al 45% delle loro controparti europee, sottolineando il potenziale di significativi effetti di ricaduta oltre l'Atlantico. Per segmento, gli impatti potrebbero anche essere diffusi. Mentre le maggiori discrepanze di prezzo si riscontrano nei farmaci di marca (suggerendo che questi farmaci potrebbero subire i tagli di prezzo più drastici), le aziende di farmaci generici hanno meno margine per assorbire un taglio dei prezzi e potrebbero quindi vedere i loro margini essere ulteriormente compressi a causa del loro modello di business già meno redditizio incentrato sulla concorrenza ad alta intensità di prezzo. Mentre il margine EBITDA dei prodotti farmaceutici nel segmento di marca varia tra il 30% e il 35%, in genere si muove intorno al 10%-15% per i venditori di farmaci generici. In totale, le prime 20 aziende farmaceutiche hanno realizzato un fatturato di 827 miliardi di dollari nel 2024 (+9% a/a), di cui 442 miliardi di dollari negli Stati Uniti. Se i prezzi dei farmaci fossero stati inferiori del -50%, i ricavi del 2024 sarebbero stati inferiori del -20% a 606 miliardi di dollari. Si tratta di un duro colpo per un'industria che destina il 15-20% dei ricavi a finanziare le spese di ricerca e sviluppo che sono cruciali per la protezione dei brevetti e di conseguenza per il potere di determinazione dei prezzi. Tuttavia, l'ordine esecutivo sembra prendere di mira solo i prezzi dei farmaci per i pazienti iscritti a Medicare e Medicaid, che nel 2024 ammontavano a circa 140 milioni di americani (il 41% della popolazione statunitense), limitando i danni finanziari sul settore.

Figura 10: Esposizione dei ricavi e della produzione di Big Pharma agli Stati Uniti



Fonti: Bloomberg, Documenti aziendali, Allianz Research. Nota: Scatola blu = aziende americane, scatola verde = europea.

### **Nel frattempo, le grandi aziende hanno recentemente annunciato massicci investimenti negli Stati Uniti.**

Galvanizzate dall'invito del presidente Trump a investire di più negli Stati Uniti, le aziende farmaceutiche hanno annunciato investimenti considerevoli nei prossimi cinque anni per promuovere la produzione e la ricerca locali, tra cui Eli Lilly (27 miliardi di dollari), Johnson & Johnson (55 miliardi di dollari), Roche (50 miliardi di dollari), Novartis (23 miliardi di dollari) e Sanofi (20 miliardi di dollari). La figura 10 mostra che la maggior parte di queste aziende ha già in media circa il 31% dei propri impianti di produzione negli Stati Uniti. Sebbene questi investimenti possano sembrare rischiosi in un contesto di incertezza economica e politica (e di possibili sorprese tariffarie), in realtà rafforzano il già forte potere contrattuale del settore. In effetti, la combinazione delle sue immense risorse finanziarie, il suo ruolo centrale nell'economia e nel sistema sanitario degli Stati Uniti e la sua capacità di influenzare la legislazione attraverso ingenti donazioni politiche rende la lobby farmaceutica abbastanza forte da respingere le politiche dell'attuale amministrazione.

### **Al di là del ruolo delle aziende farmaceutiche, gli alti prezzi dei farmaci negli Stati Uniti sono anche il risultato di un sistema sanitario complesso, insieme a una rete di fattori strutturali.**

A differenza delle nazioni europee, gli Stati Uniti non dispongono di un sistema centralizzato per la negoziazione dei prezzi dei farmaci, lasciando al governo una leva limitata per respingere le aziende farmaceutiche. Questo è il motivo per cui aumentare i prezzi dei farmaci in Europa per compensare il calo dei prezzi negli Stati Uniti non è così fattibile per le aziende. Inoltre, il frammentato sistema sanitario americano, in gran parte dipendente da assicuratori privati e programmi governativi selettivi, spesso sposta i costi sui pazienti, esponendoli a spese vive elevate. Inoltre, mentre l'Agenzia europea per i medicinali (EMA) tiene conto dell'efficacia dei costi nei suoi processi di approvazione dei farmaci, la Food and Drug Administration (FDA) statunitense si concentra esclusivamente sulla sicurezza e sull'efficacia, senza affrontare il problema dei prezzi. Infine, le leggi statunitensi sui brevetti tendono a favorire periodi di esclusività più lunghi per le aziende, ritardando l'ingresso di generici a basso costo, mentre le normative europee consentono più rapidamente la concorrenza che aiuta a ridurre i prezzi. Messa insieme, questi fattori rendono la riduzione dei prezzi dei farmaci negli Stati Uniti complessa sia dal punto di vista politico che strutturale.

### **Un pezzo del puzzle della riduzione dei prezzi è fondamentale: gli intermediari<sup>2</sup>.**

L'ordine esecutivo del presidente Trump ha preso di mira anche i Pharmacy Benefit Manager (PBM), noti anche come intermediari. Si tratta di intermediari nel sistema sanitario statunitense che negoziano prezzi e sconti con i produttori di farmaci, decidono quali farmaci sono coperti (prontuari) e rimborsano le farmacie. Sebbene originariamente fossero destinati a ridurre i costi dei farmaci e migliorare l'efficienza, i PBM sono ora pesantemente criticati per la mancanza di trasparenza e il potenziale aumento dei prezzi. I critici, tra cui l'amministrazione Trump, sostengono che spesso trattengono una grande quota degli sconti dei produttori invece di trasferire i risparmi ai pazienti, e le loro decisioni possono persino limitare l'accesso a determinati farmaci. Di conseguenza, le prossime decisioni concrete che l'amministrazione prenderà sul ruolo dei PBM potrebbero essere fondamentali per ottenere una diminuzione dei prezzi.

**Non si possono escludere dazi sul settore farmaceutico.** Gli Stati Uniti sono diventati sempre più dipendenti dalle importazioni di farmaci, in particolare farmaci generici e alcuni API<sup>3</sup>, dati gli elevati costi di produzione locale. Come si vede nella Figura 11, le prime cinque nazioni da cui gli Stati Uniti importano farmaci e farmaci biologici rappresentano il 45% della quota globale, con India (14%), Canada (12%) e Cina (7%) in cima alla lista. L'India è uno dei principali fornitori di farmaci generici, mentre la Cina produce ingredienti critici per molti prodotti farmaceutici. La figura 12 mostra che gli Stati Uniti importano circa il 95% del loro ibuprofene e il 91% dell'idrocortisone dalla Cina, il primo utilizzato per ridurre il dolore, il secondo per l'infiammazione e sopprimere il sistema immunitario. Questa enorme dipendenza deriva dal dominio della Cina nella produzione di API, ma crea vulnerabilità a rischi come interruzioni della catena di approvvigionamento e potenziali problemi di controllo della qualità. Sebbene il settore farmaceutico sia stato escluso dalla guerra commerciale per ora, la situazione potrebbe cambiare in futuro.

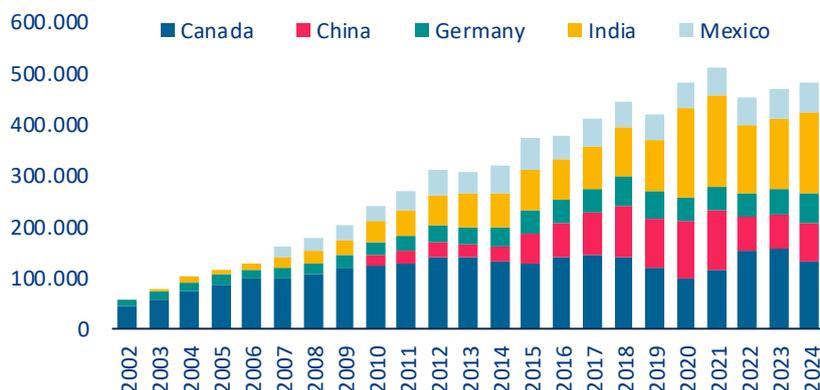
---

<sup>2</sup> Gli intermediari o PBM sono entità inizialmente create per ridurre i costi e semplificare l'accesso ai farmaci da prescrizione e utilizzando la loro scala per negoziare prezzi migliori. I PBM sono emersi negli anni '60 e '70, ma negli anni '90 e 2000 hanno acquisito più potere con l'aumento dei costi dei farmaci e la loro capacità di negoziare sconti è diventata centrale per la gestione della spesa.

<sup>3</sup> API: Ingredienti Farmaceutici Attivi, i componenti principali di un farmaco che producono l'effetto terapeutico desiderato. Sono la parte biologicamente attiva di un farmaco, distinguendolo da altre sostanze come riempitivi, leganti o eccipienti.

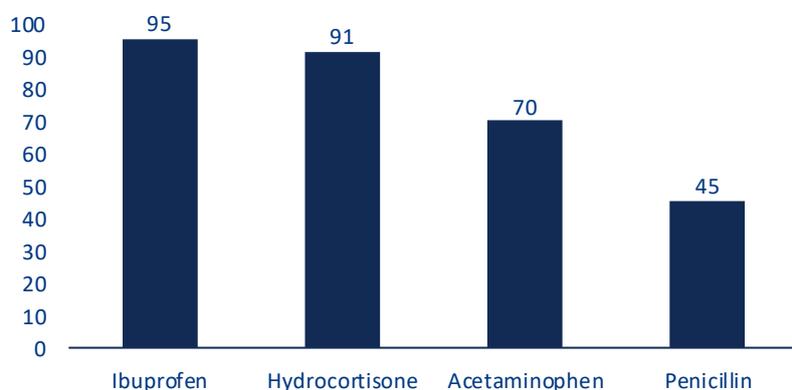
Tuttavia, i dazi che colpiscono il settore farmaceutico non solo interromperebbero notevolmente la produzione locale, ma contraddirebbero anche l'obiettivo del presidente Trump di rendere i farmaci di nuovo economici.

Figura 11: Importazioni totali di farmaci e farmaci biologici dagli Stati Uniti dalle prime cinque linee di importazione per anno



Fonti: Food and Drug Administration (FDA) degli Stati Uniti, Allianz Research

Figura 12: Quota (%) delle importazioni di farmaci provenienti dalla Cina



Fonti: Apollo, Allianz Research

## Utili del 1° trimestre 2025: partenze forti, prospettive caute

**Negli Stati Uniti, la stagione degli utili del 1° trimestre 2025 è stata relativamente forte, con un'ampia maggioranza di società dell'S&P 500 che ha battuto le stime di crescita degli utili.** Circa il 90% delle società quotate in borsa ha pubblicato i risultati finanziari del 1° trimestre. Nel complesso, negli Stati Uniti, la crescita degli utili sembra solida e segna il secondo trimestre consecutivo di crescita a due cifre a/a. Inoltre, il livello delle sorprese sugli utili, in cui gli utili effettivi superano le previsioni, rimane al di sopra delle norme storiche, indicando che le società sono generalmente riuscite a sovraperformare le stime prudenti nonostante le persistenti incertezze economiche. Anche la crescita dei ricavi è stata consistente, mantenendo una serie ininterrotta di incrementi trimestrali, anchese a ritmi più moderati rispetto agli utili. Questa divergenza tra una crescita più forte degli utili e un aumento più costante dei ricavi suggerisce che le aziende stanno gestendo efficacemente i costi e migliorando l'efficienza operativa. Inoltre, la reazione del mercato alla pubblicazione degli utili di questo trimestre è stata notevolmente favorevole: le aziende che hanno riportato sorprese positive hanno registrato un aumento dei prezzi delle azioni superiore alla media, mentre quelle che mancavano le stime hanno subito cali relativamente più lievi rispetto al passato. Nel complesso, questi risultati aggregati evidenziano un panorama societario che continua a mostrare resilienza e adattabilità di fronte alle sfide economiche e geopolitiche in corso, ma evidenzia anche una maggiore selettività all'interno dell'universo azionario (Figura 13).

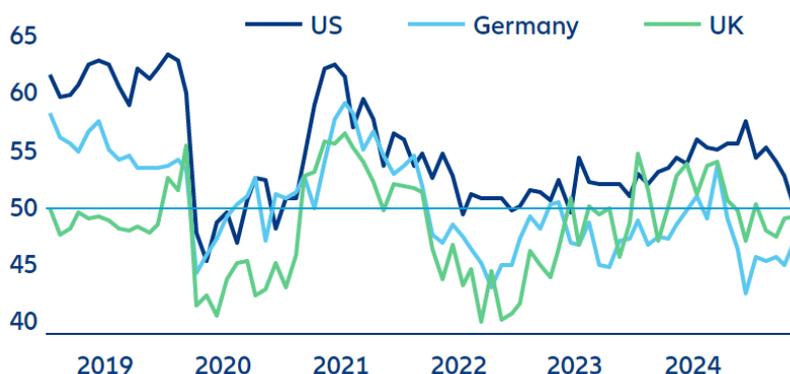
Figura 13: Tassi di crescita annuali degli utili/ricavi realizzati e attesi dell'S&P 500



Sources: LSEG, Allianz Research

**L'incertezza macroeconomica continua a pesare pesantemente sulle prospettive societarie, con le politiche tariffarie e le incertezze commerciali che dominano le previsioni sugli utili a un livello senza precedenti.** Un numero sempre maggiore di aziende ha citato i dazi come fattore di rischio rispetto al passato, riflettendo le diffuse preoccupazioni per le tensioni commerciali in corso e il loro potenziale di interrompere le catene di approvvigionamento e aumentare i costi. Questa elevata attenzione ai dazi è strettamente legata a un più ampio senso di incertezza che permea le discussioni aziendali. Il numero di aziende che fanno riferimento all'"incertezza" è salito ben al di sopra delle medie storiche, segnalando che le aziende rimangono caute in un contesto di cambiamenti politici ed economici imprevedibili. Le pressioni inflazionistiche, pur moderandosi leggermente, pongono ancora sfide per i costi dei fattori produttivi e le strategie di prezzo, complicando ulteriormente il contesto operativo. Inoltre, le menzioni dei rischi di recessione sono notevolmente aumentate rispetto agli ultimi trimestri, con un numero significativo di aziende che ha espresso preoccupazione per il rallentamento della crescita economica e il suo potenziale impatto sulla domanda e sugli investimenti. Questa cautela è particolarmente pronunciata in settori come quello finanziario, industriale e immobiliare, che tendono a essere più sensibili ai cicli economici. Nonostante questo tono cauto, le aziende si stanno sforzando di affrontare questi venti contrari concentrandosi sul controllo dei costi, sull'efficienza operativa e sugli investimenti selettivi. Nel complesso, questo mix di elevate preoccupazioni per i dazi, incertezza persistente e timori di recessione crea un contesto sfumato in cui le imprese rimangono vigili ma non uniformemente pessimiste, evidenziando la complessità e la fragilità dell'attuale panorama economico sia dal punto di vista della domanda che dell'offerta (Figura 14).

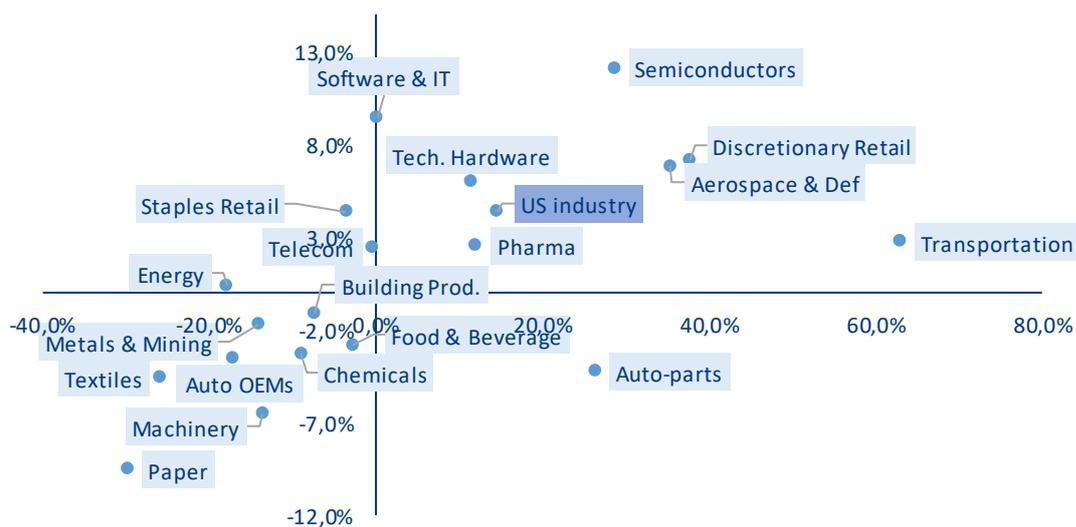
Grafico 14: Indici di fiducia dei consumatori LSEG (50 = neutro)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Le aziende statunitensi rimangono forti nonostante le incertezze, con ricavi in crescita media del +4,4% e utili del +14,6%. La performance settoriale in tutto il paese ha mostrato un'ampia gamma di risultati.** I settori legati alla tecnologia, come i semiconduttori e il software, hanno guidato la crescita dei ricavi con aumenti a/a rispettivamente del +12% e del +9,4%, alimentati dall'aumento della domanda di intelligenza artificiale, cloud computing e infrastruttura digitale che alimenta la prossima rivoluzione tecnologica. In termini di utili, diversi settori hanno registrato aumenti a due cifre, tra cui trasporti, difesa, farmaceutico, ricambi auto, hardware tecnologico, semiconduttori e vendita al dettaglio discrezionale, trainati da grandi aziende che hanno sovraperformato le aspettative. Nel frattempo, la carta (-29%), il tessile (-26%) e l'energia (-18%) hanno affrontato sfide significative, registrando i cali più marcati degli utili, in gran parte a causa della minore domanda complessiva e dei prezzi del petrolio più bassi. Nel complesso, questi risultati evidenziano un mercato in cui i settori difensivi e orientati all'innovazione hanno sovraperformato, mentre i settori legati alle materie prime e ai materiali hanno faticato (Figura 15).

Figura 15: Risultati delle società statunitensi nel 1° trimestre, asse X = crescita degli utili (a/a), asse Y = crescita dei ricavi (a/a)



Fonti: LSEG, Allianz Research

**Nel frattempo, la stagione degli utili in Europa ha visto la maggior parte delle aziende superare le aspettative su utili e vendite, con circa il 75% della capitalizzazione di mercato che ha riportato.** A questo proposito, per questo trimestre sono attesi +2,3% e +1,9% di crescita annua dei ricavi e degli utili, segnalando il secondo trimestre consecutivo di crescita positiva dei ricavi. Nonostante queste sorprese positive, il ritmo generale delle revisioni degli utili rimane cauto, con una notevole inclinazione negativa verso il declassamento degli utili a seguito dei risultati, anche se questo è leggermente migliorato rispetto ai trimestri precedenti. In tutti i commenti del management, l'approccio prevalente "attendista" riflette l'incertezza tra le controversie tariffarie in corso e le tensioni geopolitiche. Molte aziende stanno ritardando le decisioni di investimento mentre monitorano l'evoluzione dei negoziati commerciali, il che sta pesando sulla fiducia dei consumatori e sulla spesa delle imprese. Inoltre, i venti contrari valutari derivanti dal rafforzamento dell'euro stanno creando sfide per gli utili generati al di fuori dell'Europa. Sebbene vi sia un cauto ottimismo, i timori per l'inflazione, la volatilità dei cambi e il contesto economico in generale stanno contribuendo ad accrescere l'incertezza (Figura 16).

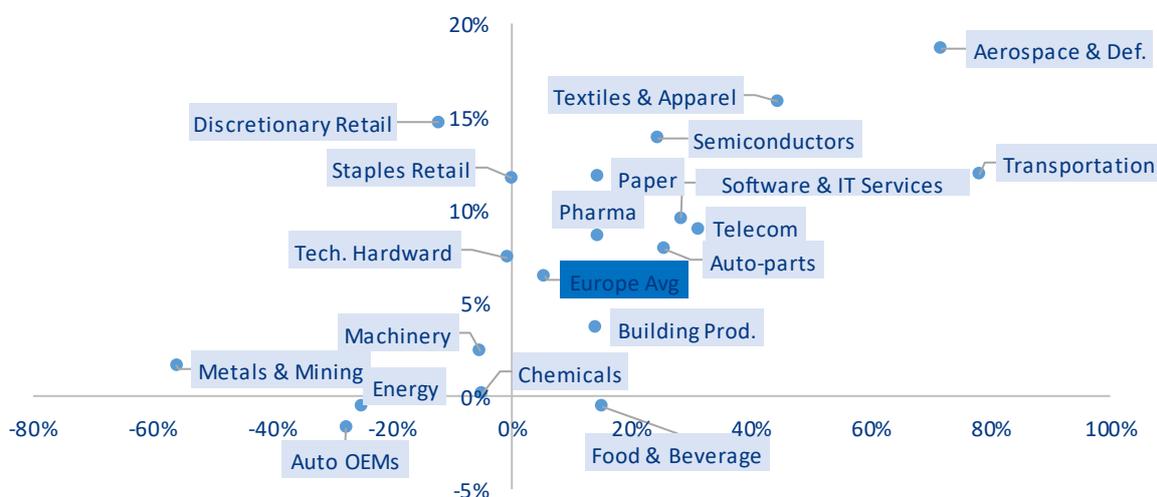
Figura 16: Tassi di crescita annuali degli utili/ricavi realizzati e attesi dello Stoxx 600



Fonti: LSEG, Allianz Research

I risultati per le aziende europee confermano che il peggio è già passato, con ricavi in crescita per il secondo trimestre consecutivo (+6,5% nel primotrimembre), dopo essere stati modesti per oltre sei trimestri consecutivi. Si conferma il rilancio della difesa in Europa con le aziende del settore che registrano la più alta crescita dei ricavi (+18,6%) grazie all'impennata della domanda. Altri settori che hanno registrato una crescita dei ricavi a due cifre in questo trimestre sono stati il tessile e l'abbigliamento (+15,8%), sostenuti da un rimbalzo del segmento del lusso rispetto al Q1 2024; semiconduttori (+13,8%), trasporti (+11,9%), sostenuti dall'aumento delle tariffe aeree (cfr. figura 17). In termini di utili, il settore metallurgico e minerario ha subito il calo maggiore (-56,1% a/a), seguito dagli OEM automobilistici (-27,7%) e dall'energia (-25,1%), tutti influenzati da prezzi ancora indeboliti. Anche il retail ha registrato un trimestre debole, riflettendo le continue sfide dei consumatori nella regione. Nel complesso, queste tendenze settoriali riflettono un cauto ottimismo in un contesto di incertezze geopolitiche e macroeconomiche, con le società che si adattano a un panorama commerciale e valutario in continua evoluzione.

Figura 17: Risultati delle società europee nel 1° trimestre, asse X = crescita degli utili (a/a), asse Y = crescita dei ricavi (a/a)



Fonti: LSEG, Allianz Research

Guardando al futuro, le continue turbolenze tariffarie hanno portato a significative revisioni al ribasso degli utili del 2025 negli Stati Uniti e in Europa, mai viste negli ultimi tre anni. La revisione netta al ribasso interessa circa un terzo delle società, il che si traduce in un'aspettativa di utili per il 2025 moderata: gli Stati Uniti prevedono ora una crescita del +8,5%, in calo rispetto al 10,5% precedente il "Giorno della Liberazione", segnando una deviazione

dell'1,5% rispetto alla media della stagione degli utili. In particolare, i Magnificent 7 hanno mitigato l'impatto negativo, evitando un ulteriore calo del 3%. Nel frattempo, le aspettative di utili dell'UE per il 2025 sono state modificate a +1,9% da +5,8%. Le analisi settoriali rivelano che i beni di consumo discrezionali, i materiali e l'industria hanno sopportato il peso maggiore di queste revisioni tariffarie a causa della loro esposizione diretta alle barriere commerciali. Tuttavia, emergono punti positivi nei settori finanziario e IT, che mostrano resilienza di fronte alle sfide economiche. Le prospettive stabili per i finanziari suggeriscono fiducia nelle previsioni economiche degli analisti, poiché le banche in genere si riservano potenziali insolvenze sui prestiti all'inizio delle recessioni economiche. Inoltre, l'IT continua a dimostrare il suo ruolo di motore di crescita globale. È incoraggiante che l'ampiezza degli utili abbia probabilmente toccato il fondo e, a meno che non si ripetano le interruzioni del "Giorno della Liberazione" in estate, le prospettive degli utili per il 2025 potrebbero rimanere intatte (Figura 18).

Figura 18: Ampiezza delle revisioni degli utili (2 mesi – media mobile)

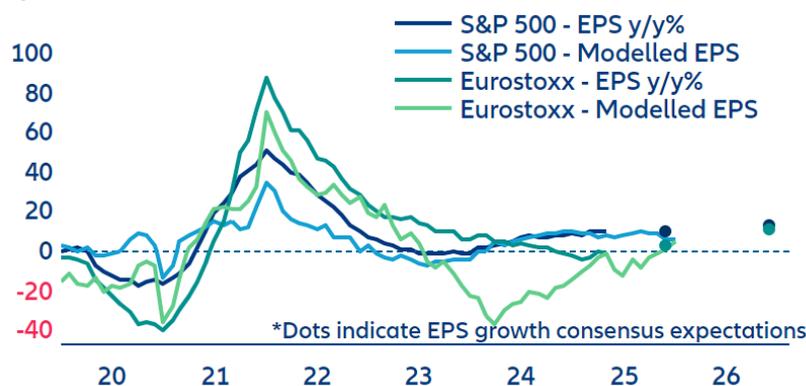


Fonti: LSEG, Allianz Research

Ampiezza degli utili: # degli utili rivisti al rialzo - # degli utili rivisti al ribasso / totale # delle revisioni

**Nel complesso, le prospettive per i mercati statunitensi ed europei rimangono cautamente ottimistiche a causa delle continue sfide macroeconomiche e geopolitiche.** Sebbene gli analisti abbiano moderato le loro aspettative di crescita degli utili per il 2025, in particolare in Europa, il quadro generale punta ancora alla resilienza, sostenuta da sacche di forza in settori chiave come le infrastrutture, la tecnologia e la finanza. I nostri modelli di crescita degli EPS basati sulla macro rafforzano questa visione positiva, allineandosi alle previsioni di consenso e confermando che gli utili societari sono ben posizionati per affrontare le incertezze future (Figura 19).

Figura 19 - Aspettative di crescita dell'EPS su base macro (crescita annua)



Fonti: LSEG, Allianz Research

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 morbilità, (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.