

# Mid-year Economic Outlook 2025-26

# Sommario

<b>Sintesi.....</b>	<b>3</b>
<b>Prospettive globali: slancio più lento, ma una certa resilienza in un contesto di tensioni globali.....</b>	<b>5</b>
<b>Inflazione e banche centrali: continua la divergenza transatlantica .....</b>	<b>9</b>
<b>Mercati sviluppati: risentono delle difficoltà dei dazi, ma sono stati alleviati dal sostegno fiscale.....</b>	<b>13</b>
<b>Mercati emergenti: Cina stabile in un contesto di allentamento commerciale, mentre la divergenza regionale si allarga.....</b>	<b>16</b>
<b>Imprese: la resilienza degli utili statunitensi e la disciplina delle scorte incontrano l'incertezza accumulata in Europa.....</b>	<b>18</b>
<b>Prospettive per i mercati dei capitali: resilienza in un contesto di problemi geopolitici .....</b>	<b>21</b>

## Sintesi

**La crescita globale rimarrà lenta al +2,5% nel 2025, la più lenta dal 2008 al di fuori dei periodi di recessione** Le previsioni degli Stati Uniti sono state riviste al rialzo di +0,8 punti percentuali a +1,6% nel 2025-26 a causa dei dazi effettivi più bassi. L'Eurozona dovrebbe registrare una crescita del +1,2%, trainata in gran parte dalle economie più piccole, mentre la Germania dovrebbe registrare una crescita del +1% solo nel 2026 dopo il +0,1% del 2025. I mercati emergenti hanno registrato risultati contrastanti, alcuni dei quali hanno beneficiato dell'apprezzamento del forex e dell'aumento dei flussi di investimento, con guadagni valutari in media del 10% da inizio anno. Le previsioni commerciali per il 2025 suggeriscono un lieve miglioramento: il commercio mondiale di beni dovrebbe crescere del +0,3% (e il commercio mondiale di beni e servizi del +1%), trainato dal continuo frontloading e reindirizzamento, anche se il 2026 rimane contenuto con una crescita prevista del +1,2% a causa delle persistenti incertezze.

**Le tensioni commerciali, i rischi geopolitici e le sfide fiscali mantengono alta l'incertezza** Il percorso verso lo scenario di base dei dazi statunitensi si è rivelato più rapido, ma l'incertezza globale continua a prevalere a livelli record. Ciò porterà a un calo sincronizzato del ciclo economico sia nei mercati sviluppati che in quelli emergenti, visto l'ultima volta nella seconda metà del 2022 durante il picco dell'inflazione. Dall'ultimo Economic Outlook del 10 aprile, l'aliquota dei dazi sulle importazioni globali degli Stati Uniti è stata abbassata dal 25% al 13%, poiché la tregua commerciale con la Cina ha ridotto l'aliquota dei dazi bilaterali degli Stati Uniti dal 103% al 39%, contribuendo maggiormente al ribasso rispetto ai dazi settoriali più elevati (auto e ricambi auto al 25%, acciaio e alluminio al 50%). Tuttavia, i dazi globali sulle importazioni degli Stati Uniti sono ancora al livello più alto dal 1940 e le minacce incombenti includono potenziali dazi aggiuntivi di +50 punti percentuali sull'UE e scadenze tariffarie reciproche l'8 luglio. Continuano anche le indagini settoriali, con possibili dazi aggiuntivi su prodotti automobilistici (compresi gli autocarri), rame, legname, prodotti farmaceutici, aerei commerciali, motori a reazione e parti e minerali critici e lavorati. Oltre alla guerra commerciale, gli Stati Uniti devono affrontare sfide fiscali e monetarie significative, con il disavanzo fiscale che si prevede supererà l'8% del PIL entro il 2026 e i pagamenti degli interessi in aumento a causa dell'inflazione elevata e dei rischi fiscali, che potrebbero portare a mercati obbligazionari nervosi e a un ulteriore deprezzamento del dollaro. La probabilità di una recessione supera il 30% e ci sono crescenti preoccupazioni per la stagflazione. In Europa, la spesa per la difesa supera la soglia del 3,5% del PIL richiesta dagli Stati Uniti nella maggior parte dei membri della NATO, ma le strozzature della capacità e la dipendenza dal finanziamento del debito continueranno a esercitare pressioni al rialzo sui tassi a lungo termine. I conflitti geopolitici, in particolare in Medio Oriente, mantengono alta l'incertezza. Sebbene il conflitto abbia spinto i prezzi del petrolio a salire di oltre il 20%, le ricadute economiche saranno limitate a meno che l'escalation non porti a interruzioni cruciali, come la chiusura dello Stretto di Hormuz, che potrebbe vedere i prezzi salire a 120 USD/bbl.

**Tassi di interesse: gli approcci divergenti di Fed e BCE** Le banche centrali stanno adottando approcci divergenti, con la Federal Reserve statunitense che mantiene i tassi al 4,5% fino a dicembre a causa delle preoccupazioni per l'inflazione, destinati a raggiungere un picco del 3,9% entro il 4° trimestre 2025. La Fed dovrebbe tagliare i tassi al 3,5% entro il terzo trimestre del 2026. Al contrario, la BCE continuerà il suo ciclo di allentamento in un contesto di bassa crescita e disinflazione, tagliando i tassi all'1,5% entro la fine dell'anno. Nei mercati emergenti, 32 grandi economie che rappresentano oltre il 35% del PIL globale allenteranno la politica monetaria nella seconda metà del 2025, sostenute dal continuo apprezzamento dei tassi di cambio e dal calo dell'inflazione; 23 di essi continueranno ad allentarsi fino al 2026. Identifichiamo quattro cluster: (i) quelli che guidano coraggiosamente la tendenza con un ambizioso percorso di taglio dei tassi entro la fine del 2026, spesso provenienti da un'inflazione a due cifre (Messico, Ungheria, Argentina, Turchia) ma a rischio di stallo in caso di ulteriore aumento dei prezzi del petrolio e/o accelerazione del deprezzamento dei cambi; (ii) quelle che inizialmente erano più audaci, ma lo sono meno ora che l'inflazione riemerge (Cechia, Kenya); (iii) i ritardatari che supereranno la Fed (Polonia, Romania), grazie all'apprezzamento del forex e alla moderazione della crescita che porterà a un ritorno all'obiettivo di inflazione, e (iv) quelli che perseguiranno tagli moderati dei tassi (Cina, Sud Africa, Marocco, India, Indonesia, Filippine, Thailandia, Taiwan, Malesia, Vietnam) mentre si avvicinano alla fine dei loro cicli di

allentamento e bilanciano l'inflazione, la crescita e i rischi valutari. Il Brasile rimane l'eccezione dei mercati emergenti, che continua il proprio ciclo di rialzi per combattere l'inflazione.

**Le aziende stanno ottimizzando le scorte e adeguando le strategie di prezzo per mantenere la redditività in un contesto di domanda fiacca** Il mercato del lavoro mostra segni di normalizzazione, con licenziamenti attesi poiché le aziende si concentrano sull'efficienza e sulla riduzione dei costi. La crescita degli investimenti rimane timida, in particolare in Europa, dove le condizioni del credito stanno migliorando ma sono limitate. La crescita dei prestiti si attesta solo al +2% nonostante una riduzione di 200 punti base dei tassi della BCE. Anche le tendenze dell'insolvenza presentano rischi aggiuntivi, con l'indice globale che indica un aumento del +6,5% nel 1° trimestre 2025. Inoltre, stanno emergendo rischi settoriali, in particolare nell'industria automobilistica, a causa delle pressioni concorrenziali e dei cambiamenti tecnologici. Il settore delle costruzioni negli Stati Uniti è sotto esame a causa della compressione della redditività dovuta alle crescenti pressioni salariali e ai tagli all'immigrazione, che aggravano la carenza di manodopera e potrebbero portare a ritardi nei progetti e problemi di pagamento. Nel frattempo, il settore farmaceutico è in una lista di controllo negativa a causa di potenziali modifiche normative e pressioni sui costi.

**I mercati dei capitali stanno registrando degli sviluppi positivi nonostante le tensioni geopolitiche** I mercati del rischio, in particolare le azioni, hanno registrato una rapida ripresa dopo le sfide del "Liberation Day". Stiamo rivedendo le nostre previsioni per riflettere questi sviluppi positivi, tenendo conto della fase di recupero, ma senza ulteriori sovraperformance significative per il resto dell'anno. Questa traiettoria lascerebbe comunque i mercati azionari europei in rialzo del +18% da inizio anno. I tassi di interesse dovrebbero stabilizzarsi intorno ai livelli attuali, ma rimarranno volatili, influenzati dagli sviluppi geopolitici in corso. Nonostante un recente significativo deprezzamento, non prevediamo un indebolimento prolungato dell'USD, sostenuto da differenziali dei tassi d'interesse reali e salvo notizie che inneschino sostanziali deflussi di capitali dagli Stati Uniti. La rimozione della Sezione 899 dall'ultima legge fiscale degli Stati Uniti rafforza questa prospettiva.



## Prospettive globali: slancio più lento, ma una certa resilienza in un contesto di tensioni globali

**La crescita globale rimarrà lenta al +2,5% nel 2025, la più lenta dal 2008 al di fuori dei periodi di recessione.** Le previsioni degli Stati Uniti sono state riviste al rialzo di +0,8 punti percentuali a +1,6% nel 2025-26 a causa dei dazi effettivi più bassi, mentre l'Eurozona dovrebbe vedere una crescita del +1,2%, con la Germania che dovrebbe vedere una crescita del +1% nel 2026 dopo il +0,1% del 2025, poiché il "mega" piano di stimolo richiederà tempo per essere attuato. Il Regno Unito dovrebbe crescere del +0,9% nel 2025 e del +1,2% nel 2026, poiché il governo sta dando priorità alla disciplina fiscale rispetto alla crescita. La Francia è destinata a crescere del +0,6% nel 2025 e del +1,1% nel 2026, trascinata al ribasso dalla mancanza di un accordo politico sul bilancio. L'Italia è prevista in crescita del +0,6% nel 2025 e del +0,8% nel 2026. La Spagna continua a mostrare una forte performance, con tassi di crescita del +2,2% nel 2025 e del +1,8% nel 2026, trainati dal vivace settore del turismo, dall'assorbimento dei fondi Next Generation EU e dalla maggiore produttività del lavoro dovuta alla rapida crescita della forza lavoro nata all'estero. La Cina dovrebbe crescere del +4,5% nel 2025 e del +4,2% nel 2026, poiché le autorità faranno "tutto il necessario" attraverso il sostegno monetario e fiscale e proteggeranno la crescita da ulteriori rallentamenti dovuti all'impatto della guerra commerciale.

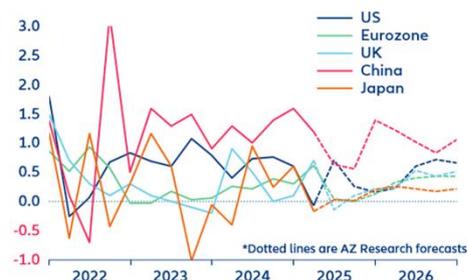
**Nel complesso, i mercati emergenti beneficeranno dell'apprezzamento del forex e dell'aumento dei flussi di investimento, con guadagni valutari in media del 10% da inizio anno.** Nel complesso, le economie emergenti dovrebbero crescere del +3,8% nel 2025 e del +3,9% nel 2026, in linea con la media dal 2019. Tra i principali mercati emergenti, il Vietnam si distingue con tassi di crescita del +6,0% nel 2025 e del +6,1% nel 2026, che lo rendono il grande mercato emergente in più rapida crescita. Anche l'India mostra una solida performance economica, con tassi di crescita costanti del +6,2% sia per il 2025 che per il 2026. Il Brasile dovrebbe crescere del +2,3% nel 2025 e del +2,2% nel 2026, mentre la banca centrale continua a combattere l'inflazione. Si prevede che il Messico crescerà modestamente del +0,8% nel 2025 e del +1,7% nel 2026 a seguito della guerra commerciale con gli Stati Uniti. Il Sudafrica dovrebbe registrare una crescita del +1,5% nel 2025 e del +1,8% nel 2026, riflettendo il risanamento dei conti pubblici e l'impatto negativo dell'aumento dei dazi. I Paesi del Consiglio di Cooperazione del Golfo (GCC) mostrano performance variegata, con l'Arabia Saudita che dovrebbe crescere del +3,1% nel 2025 e del +4,1% nel 2026, mentre gli Emirati Arabi Uniti dovrebbero crescere del +4,5% nel 2025 e del +6,0% nel 2026, indicando forti prospettive di crescita.

Tabella 1 – Previsioni di crescita del PIL in termini reali, %

Growth (yearly %)	2022	2023	2024	2025f	2026f
<b>Global</b>	3.3	2.9	2.8	2.5	2.6
<b>USA</b>	2.5	2.9	2.8	1.6	1.6
<b>Latin America</b>	3.9	2.1	1.7	2.3	2.6
Brazil	3.1	3.2	2.9	2.3	2.2
<b>UK</b>	4.8	0.4	1.1	0.9	1.2
<b>Eurozone</b>	3.6	0.6	0.8	1.2	1.1
Germany	1.4	-0.1	-0.2	0.1	1.0
France	2.8	1.6	1.1	0.6	1.1
Italy	5.0	0.8	0.7	0.6	0.8
Spain	6.2	2.7	3.2	2.2	1.8
<b>Central and Eastern Europe</b>	0.9	1.4	2.2	2.4	3.1
Poland	5.5	0.1	2.9	3.0	3.6
Russia	-1.4	4.1	4.3	1.5	2.0
Türkiye	5.5	5.1	3.2	2.5	3.0
<b>Asia-Pacific</b>	3.4	4.5	4.0	3.9	3.8
China	3.1	5.4	5.0	4.5	4.2
Japan	0.9	1.5	0.1	0.8	0.7
India	7.0	8.8	6.6	6.2	6.2
<b>Middle East</b>	6.2	1.2	1.5	2.5	3.6
Saudi Arabia	7.7	-0.8	1.3	3.1	4.0
<b>Africa</b>	3.8	2.9	3.4	3.5	3.7
South Africa	1.9	0.7	0.6	1.5	1.8

Fonti: nazionale, Allianz Research

Figura 1 – Tassi di crescita trimestrali del PIL reale, trim/trim, %



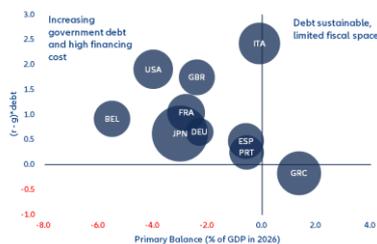
Fonti: nazionale, Allianz Research

**L'equilibrio dei rischi è inclinato al ribasso, con l'economia globale che si trova ad affrontare acque tempestose a causa delle tensioni commerciali, dei rischi geopolitici e delle sfide fiscali che modellano le prospettive.** Il percorso verso lo scenario di base dei dazi statunitensi si è rivelato più rapido, ma l'incertezza globale continua a prevalere a livelli record. Ciò porterà a un calo sincronizzato del ciclo economico sia nei mercati sviluppati che in quelli emergenti, visto l'ultima volta nella seconda metà del 2022 durante il picco dell'inflazione. Dall'ultimo Economic Outlook del 10 aprile, l'aliquota dei dazi sulle importazioni globali degli Stati Uniti è stata abbassata dal 25% al 13%, poiché la tregua commerciale con la Cina ha ridotto l'aliquota dei dazi bilaterali degli Stati Uniti dal 103% al 39%, contribuendo maggiormente al ribasso rispetto ai dazi settoriali più elevati (auto e ricambi auto al 25%, acciaio e alluminio al 50%). Tuttavia, i dazi globali sulle importazioni degli Stati Uniti sono ancora al livello più alto dal 1940 e le minacce incombenti includono potenziali dazi aggiuntivi di +50 punti percentuali sull'UE e scadenze tariffarie reciproche l'8 luglio. Continuano anche le indagini settoriali, con possibili dazi aggiuntivi su prodotti automobilistici (compresi gli autocarri), rame, legname, prodotti farmaceutici, aerei commerciali, motori a reazione e parti e minerali critici e lavorati. Oltre alla guerra commerciale, gli Stati Uniti devono affrontare sfide fiscali e monetarie significative, con il disavanzo fiscale che si prevede supererà l'8% del PIL entro il 2026 e i pagamenti degli interessi in aumento a causa dell'inflazione elevata e dei rischi fiscali, che potrebbero portare a mercati obbligazionari nervosi e a un ulteriore deprezzamento del dollaro. La probabilità di una recessione supera il 30% e ci sono crescenti preoccupazioni per la

stagflazione. In Europa, la spesa per la difesa supera la soglia del 3,5% del PIL richiesta dagli Stati Uniti nella maggior parte dei membri della NATO (o il 5% se includiamo l'1,5% del PIL previsto per la spesa relativa alle infrastrutture), ma le strozzature della capacità e la dipendenza dal finanziamento del debito continueranno a esercitare pressioni al rialzo sui tassi a lungo termine. I conflitti geopolitici, in particolare in Medio Oriente, mantengono alta l'incertezza. Sebbene il conflitto abbia spinto i prezzi del petrolio a salire di oltre il 20%, le ricadute economiche saranno limitate a meno che l'escalation non porti a interruzioni cruciali, come la chiusura dello Stretto di Hormuz, che potrebbe vedere i prezzi salire a 120 USD/bbl.

**Espansione fiscale, di nuovo.** La politica fiscale degli Stati Uniti diventerà espansiva nel 2026, creando ulteriori rischi fiscali. Il "Big Beautiful Bill" dovrebbe passare al Congresso ed essere firmato dal Presidente entro l'autunno. Il pacchetto fiscale comprende il rinnovo dei tagli fiscali del 2017, nuovi tagli fiscali e modesti limiti di spesa, con un costo finale previsto dello 0,4% del PIL rispetto alla politica attuale. È improbabile che la compensazione delle entrate doganali supplementari impedisca al disavanzo degli Stati Uniti di superare l'8% del PIL nel 2026 (da circa il 7% nel 2025), in un contesto di rapido aumento delle spese per interessi e di spese federali dinamiche. Nell'Eurozona, si prevede che obiettivi di spesa per la difesa più elevati ritarderanno il ritmo del consolidamento fiscale nei prossimi anni. Per contribuire ad alleviare le persistenti pressioni fiscali e fornire agli Stati membri una maggiore flessibilità, la Commissione europea ha consentito ai paesi di attivare la clausola di salvaguardia nazionale nell'ambito del patto di stabilità e crescita. Questa disposizione temporanea consente ai governi di aumentare la spesa per la difesa fino all'1,5% del PIL rispetto ai livelli del 2021 per un periodo di quattro anni, dopodiché saranno tenuti a tornare alle regole fiscali standard. La Germania ha finora delineato una tabella di marcia chiara e credibile per raggiungere il suo obiettivo di spesa per la difesa del 3,5% del PIL entro il 2029, segnalando un forte impegno sia per la difesa che per la disciplina fiscale. Al contrario, paesi come la Francia, l'Italia e il Belgio stanno ancora cercando di trovare un equilibrio tra le nuove esigenze di spesa e i vincoli fiscali di lunga durata, insieme agli elevati livelli di debito. A complicare ulteriormente le prospettive fiscali è l'avvicinarsi della scadenza di 18 mesi per l'impegno dei fondi del programma NGEU, con circa 180 miliardi di euro ancora da erogare. La tempistica ristretta aggiunge ulteriore pressione sui governi per accelerare l'attuazione dei progetti ed eseguire i piani di investimento in modo efficiente, mentre i rischi di sottoutilizzo e ritardi sono aumentati.

Figura 2: Situazione della politica di bilancio delle principali economie



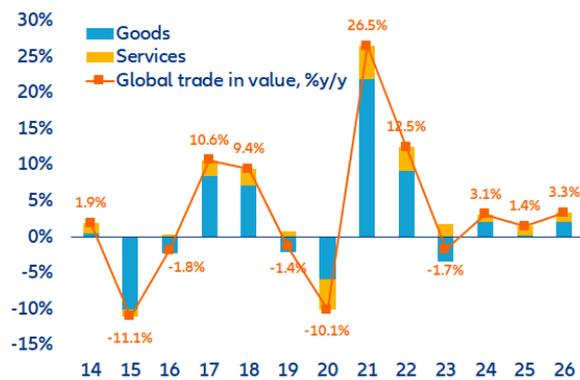
Fonti: AMECO, Allianz Research

Note: La dimensione della bolla corrisponde al rapporto debito/PIL. Il saldo primario è la proiezione di Allianz Research per il 2026,  $(r-g)*\text{il debito}$  è la differenza tra il tasso di interesse nominale effettivo sul debito pubblico e la crescita tendenziale del PIL nominale per il rapporto debito/PIL.

**Il commercio globale di merci potrebbe evitare una recessione per l'intero anno nel 2025, ma l'incertezza e la guerra commerciale potrebbero continuare a pesare fino al 2026.** Da aprile, l'economia globale si è allontanata da un'intensa guerra commerciale a tutti gli effetti, con l'aliquota tariffaria globale effettiva degli Stati Uniti che è scesa molto più rapidamente di quanto previsto in precedenza: dal 25% all'inizio di aprile al 13% a metà maggio, quando è stata trovata una tregua temporanea tra Stati Uniti e Cina. Gli Stati Uniti hanno anche trovato un accordo con il Regno Unito per evitare ulteriori aumenti delle tariffe e notizie recenti suggeriscono che potrebbero essere in arrivo accordi con altri paesi. Inoltre, l'anticipazione delle importazioni statunitensi e il reindirizzamento delle spedizioni (scopriamo che il reindirizzamento attraverso l'India e l'ASEAN ha coperto circa il 40% del deficit delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti a maggio) stanno contribuendo a smorzare in qualche modo il colpo degli aumenti tariffari sul commercio

globale. Allo stesso tempo, la minaccia di un'escalation della guerra commerciale e le incertezze continuano a pesare: i dazi statunitensi sulle importazioni di acciaio e alluminio sono stati aumentati dal 25% al 50% all'inizio di giugno e sono in corso indagini della Sezione 232 su rame, legname e legname, semiconduttori, prodotti farmaceutici, camion e aerei commerciali e motori a reazione. Si avvicina anche la scadenza per trovare accordi per evitare gli aumenti tariffari del "Liberation Day". In definitiva, ci aspettiamo che i dazi sulle importazioni globali effettivi degli Stati Uniti si stabilizzino al 10%, molto più alti del 2,5% che era prima dell'inizio della seconda amministrazione Trump. Ciò significa che, sebbene quest'anno il commercio globale possa registrare una performance migliore di quanto previsto in precedenza, è probabile che la crescita sia ancora modesta e le prospettive per il prossimo anno rimangono deboli. Prevediamo che il commercio globale di beni e servizi crescerà solo del +1% nel 2025 e del +0,9% nel 2026 in termini di volume, e del +1,4% e +3,3% in termini di valore, rispettivamente. Il commercio globale di beni in valore dovrebbe crescere del +0,3% nel 2025 (rispetto al -0,7% previsto nel nostro scenario di aprile) e del +2,8% nel 2026 (in parte sostenuto dal fatto che l'USD rimane più debole di quanto previsto in precedenza).

Figura 3 – Commercio mondiale di beni e servizi, crescita nominale annua



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research



## Inflazione e banche centrali: continua la divergenza transatlantica

**Nei mercati sviluppati, la divergenza dell'inflazione rimarrà una caratteristica dominante di questo ciclo economico nel 2025.** Negli Stati Uniti, l'inflazione si è notevolmente attenuata nella prima metà del 2025. È dimostrato che l'aumento dei costi dei beni intermedi e finali indotto dai dazi è stato assorbito per la prima volta dai margini delle imprese in un contesto di accresciuta incertezza sulla politica commerciale degli Stati Uniti<sup>1</sup>. Tuttavia, ci aspettiamo che una quota crescente di aziende trasferirà i costi più elevati ai propri clienti, come fortemente indicato da una serie di sondaggi aziendali. Prevediamo che l'inflazione CPI statunitense raggiungerà un picco del +3,9% entro il 4° trimestre 2025, dal +2,6% del 2° trimestre 2025. Nel Regno Unito, l'inflazione dovrebbe rimanere ben al di sopra dell'obiettivo della Banca d'Inghilterra (BoE), alimentata dall'elevata crescita dei salari e dall'aumento dei prezzi delle utility. Sia l'inflazione negli Stati Uniti che nel Regno Unito dovrebbe normalizzarsi gradualmente fino al 2026, ma è improbabile che l'obiettivo del 2% venga raggiunto prima del 4° trimestre 2026. Anche in Giappone l'inflazione è superiore all'obiettivo e probabilmente rimarrà elevata al 2,7% in media nel 2025 (invariata rispetto al 2024), prima di scendere all'1,5% nel 2026. I prezzi e i salari forti dei generi alimentari hanno trainato l'inflazione, ma è probabile che nella seconda metà di quest'anno emerga una tendenza disinflazionistica a causa del rallentamento della domanda e dei sussidi governativi. Al contrario, nell'Eurozona, l'inflazione si è aggirata intorno al 2% dal 3° trimestre 2024. La crescita debole, un mercato del lavoro più accomodante e un euro forte hanno spinto al ribasso le pressioni sui prezzi e sui salari. Prevediamo che l'inflazione dell'Eurozona scenderà al di sotto del 2% nei prossimi trimestri a causa degli effetti base e di un output gap ancora negativo.

**I mercati del lavoro si stanno allentando solo gradualmente, con i dati principali che non hanno ancora fatto suonare un campanello d'allarme.** Negli Stati Uniti, il mercato del lavoro ha schivato gli effetti degli aumenti dei dazi e dell'elevata incertezza. Il tasso di disoccupazione è rimasto intorno al 4,2% e i posti di lavoro vacanti si sono stabilizzati. Il tasso di licenziamento nel settore privato è ancora basso, il che indica che le aziende stanno trattenendo i propri dipendenti. L'orario di lavoro per dipendente è addirittura un po' aumentato. Nei prossimi trimestri, una politica migratoria molto restrittiva peserà sempre di più sull'offerta di lavoro, mentre le tendenze demografiche continuano ad aumentare la scarsità di manodopera. Di conseguenza, nonostante l'indebolimento della crescita, non ci aspettiamo che la disoccupazione aumenti di molto, salendo al 4,6% nella prima metà del 2026. Nell'Eurozona, il mercato del lavoro rimane notevolmente resiliente nel 2025, con il tasso di disoccupazione che ha raggiunto il minimo storico del 6,2%

---

<sup>1</sup> Guarda la nostra analisi qui [L'adattamento dell'IA e i mercati del lavoro europei](#). Stimiamo che i produttori statunitensi abbiano subito un calo di circa -1 punto percentuale sui loro margini (in % delle vendite correnti) nel 2° trimestre 2025.

ad aprile, in calo rispetto al 7,2% prima della pandemia di Covid-19. Tuttavia, la carenza di manodopera e i posti di lavoro vacanti stanno gradualmente diminuendo e l'accaparramento di manodopera da parte delle aziende, dovuto alle passate sfide di reclutamento, sta iniziando a diminuire. Il ritmo della creazione di posti di lavoro si è attenuato, anche se l'Europa meridionale rimane un punto relativamente luminoso. A differenza degli Stati Uniti, le ore lavorate per dipendente continuano a sottoperformare, in parte a causa di uno spostamento verso una riduzione dell'orario di lavoro medio nelle nuove posizioni. Guardando al futuro, la disoccupazione dovrebbe aumentare solo leggermente, poiché la prolungata incertezza economica pesa sulle decisioni di assunzione e le tendenze demografiche continuano a limitare l'offerta di lavoro, rendendo le imprese riluttanti a tagliare posti di lavoro. Sebbene la crescita dei salari rimanga elevata, si prevede che diminuirà significativamente nel corso del 2025 per tornare ai livelli pre-Covid.

Tabella 2 - Previsioni di inflazione, annuali, %

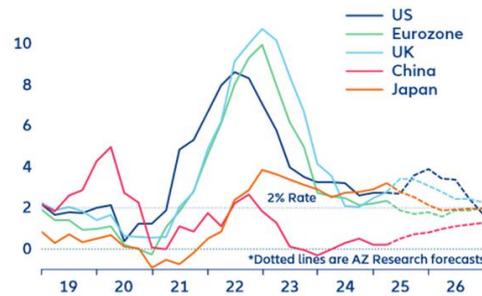
Inflation (yearly %)	2022	2023	2024	2025f	2026f
<b>Global</b>	<b>8.2</b>	<b>6.1</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>	<b>3.4</b>
<b>USA</b>	<b>8.0</b>	<b>4.1</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>2.7</b>
<b>Latin America</b>	<b>14.2</b>	<b>14.8</b>	<b>16.6</b>	<b>7.2</b>	<b>4.8</b>
Brazil	9.3	4.6	4.4	5.0	4.5
<b>UK</b>	<b>9.1</b>	<b>7.3</b>	<b>2.5</b>	<b>3.2</b>	<b>2.5</b>
<b>Eurozone</b>	<b>8.4</b>	<b>5.4</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>
Germany	6.9	6.0	2.3	2.0	1.9
France	5.2	4.9	2.0	0.9	1.3
Italy	8.2	5.6	1.0	1.8	1.9
Spain	8.4	3.5	2.8	2.2	2.0
<b>Central and Eastern Europe</b>	<b>9.1</b>	<b>11.0</b>	<b>3.9</b>	<b>5.0</b>	<b>4.0</b>
Poland	14.4	11.4	3.8	4.6	3.8
Russia	13.8	5.9	8.4	9.5	8.0
Türkiye	72.3	53.9	58.5	32.4	18.8
<b>Asia-Pacific</b>	<b>4.0</b>	<b>3.0</b>	<b>2.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.9</b>
China	2.0	0.2	0.2	0.2	1.0
Japan	2.5	3.3	2.7	2.7	1.5
India	6.7	5.7	5.0	3.8	4.2
<b>Middle East</b>	<b>17.5</b>	<b>17.0</b>	<b>10.9</b>	<b>16.2</b>	<b>12.5</b>
Saudi Arabia	2.5	2.3	1.7	1.7	1.7
<b>Africa</b>	<b>14.6</b>	<b>17.1</b>	<b>15.3</b>	<b>12.2</b>	<b>8.9</b>
South Africa	6.9	5.9	4.4	3.3	4.5

Fonti: nazionale, Allianz Research

**Ci aspettiamo che la Fed riprenda il suo ciclo di allentamento a dicembre, superando il picco di inflazione indotto dai dazi.** L'aumento dell'inflazione legato ai dazi, in un contesto in cui le aspettative di inflazione a medio termine delle famiglie sono già elevate, rappresenta un rischio per la credibilità anti-inflazione della Fed. I rischi al ribasso per la crescita dovrebbero aumentare in modo sostanziale affinché la Fed possa ridurre le priorità dei rischi di inflazione e agire prima del previsto. Anche se ci aspettiamo un significativo rallentamento della crescita nella seconda metà del 2025, se l'economia eviterà una recessione, riteniamo che la Fed darà priorità alla parte del suo doppio mandato relativa all'inflazione. In effetti, guidare un aggiustamento della crescita è una condizione necessaria affinché l'inflazione si raffreddi dopo gli effetti dei dazi. Ciò pone le basi per la Fed per mantenere i tassi di interesse al livello attualmente elevato del 4,25-4,5%. I funzionari del FOMC e lo stesso presidente della Fed hanno ripetutamente sottolineato che l'inflazione elevata mette a dura prova le famiglie più povere e indebolisce l'economia, il che significa che riportare l'inflazione all'obiettivo il prima possibile ridurrà anche i rischi al ribasso per la crescita e il mercato del lavoro, cosa che condividiamo. Dopo un primo cauto taglio dei tassi di 25 punti base, ci aspettiamo che la Fed adotti un ritmo lento di allentamento fino al 2026, poiché l'inflazione dovrebbe raffreddarsi ma rimanere al di sopra dell'obiettivo nella prima metà del 2026. Una strategia equilibrata sarebbe che la Fed

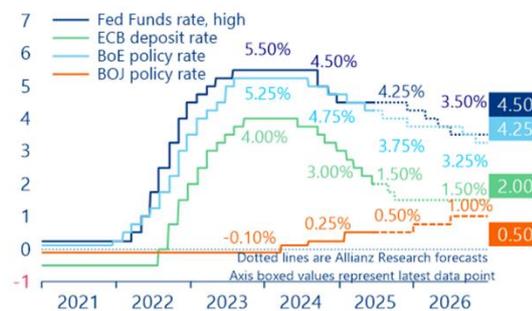
tagliasse 25 pb a trimestre fino al 2026. Prevediamo che il tasso sui Fed Funds si stabilizzerà nell'intervallo 3,25-3,5% a luglio 2026.

Figura 4: Tassi di inflazione trimestrali, a/a, %



Fonti: nazionale, Allianz Research

Figura 5: Tassi di riferimento di politica monetaria, %



Fonti: nazionale, Allianz Research

**La BCE farà una pausa a luglio, ma continuerà ad allentare il tasso di riferimento con altri due tagli all'1,5% nel 2025, in un contesto di bassa inflazione e venti contrari economici.** Negli ultimi 12 mesi, la BCE ha tagliato il tasso di riferimento dal 4,0% al 2,0%, un livello autoproclamato neutrale. Alla luce dei venti contrari all'economia derivanti dai dazi e dall'incertezza che stanno spingendo sia il sentiment dei consumatori che quello delle imprese in un territorio contenuto, prevediamo un'ulteriore riduzione del tasso di riferimento a un orientamento leggermente accomodante. Con l'inflazione complessiva che scende al di sotto del 2,0%, l'euro forte che influisce sul vantaggio competitivo dell'industria delle esportazioni (in aggiunta alla nostra ipotesi di base di dazi del 10% contro il più importante partner commerciale, gli Stati Uniti) e l'allentamento delle pressioni salariali, la strada per un ulteriore allentamento è chiara. Nel frattempo, la BCE è più aggressiva per quanto riguarda i suoi strumenti di politica quantitativa. Rispetto alla Fed, che ha quasi interrotto il roll-off passivo dei titoli del Tesoro USA dai suoi libri contabili a 5 miliardi di dollari al mese, la BCE ha ridotto le sue partecipazioni obbligazionarie di una media di 55 miliardi di euro al mese da quando ha interrotto tutti i reinvestimenti all'inizio di quest'anno. Al fine di evitare un'altra serie di ingenti perdite, la BCE è fortemente incentivata a continuare a far uscire le obbligazioni dal suo bilancio. Tuttavia, per evitare gli effetti negativi di tassi più elevati nell'economia, in particolare in periodi di aumento della spesa fiscale, sarà costretta ad abbassare ulteriormente il tasso di riferimento, spingendo così la curva dei rendimenti verso il basso a breve termine. I rischi sono abbastanza bilanciati. Ci aspettiamo che l'ultima raffica di minacce tariffarie dagli Stati Uniti (fino al 50%) venga negoziata al ribasso. Se invece questo scenario dovesse concretizzarsi, o se il perdurare dell'incertezza dovesse incidere in modo più severo sulle prospettive economiche, potremmo facilmente assistere a un ulteriore taglio dei tassi da parte della BCE. D'altra parte, se l'inflazione sorprende al rialzo, c'è un'alta probabilità che la BCE smetta di tagliare dal livello attuale.

**La Banca d'Inghilterra (BoE) dovrebbe continuare il suo ciclo di allentamento graduale nel 2025, ma fare una pausa per la maggior parte del 2026.** La BoE sta facendo i conti con un mercato del lavoro in raffreddamento, ma con un'inflazione persistentemente superiore all'obiettivo. Dall'ottobre 2024 l'inflazione è in ripresa, ma la Banca ha proceduto con tagli cumulativi dei tassi di 75 punti base. In questo contesto, riteniamo che la posizione della BoE sia stata troppo permissiva. Prevediamo che la vischiosità dell'inflazione persisterà fino all'inizio del 2026 e che la crescita sarà debole ma non deludente. Pertanto, anche se ci aspettiamo che la Banca prosegua con il suo taglio di 25 pb, trimestre per trimestre nel 2025 – riteniamo che agosto e dicembre siano i più probabili – un'inflazione persistentemente superiore all'obiettivo dovrebbe spingere i responsabili politici della BoE a fare una pausa per la maggior parte del 2026. Nel complesso, vediamo il tasso bancario della BoE scendere al 3,75% a dicembre 2025, dall'attuale 4,25%, seguito da una pausa prolungata tra dicembre 2025 e settembre 2026. Nelle riunioni di settembre e novembre abbiamo previsto due tagli dei tassi di 25 punti base, portando il tasso bancario al 3,25% alla fine del 2026.

**È probabile che la Banca del Giappone (BoJ) rimanga cauta nella normalizzazione della politica monetaria e continui il ciclo di rialzi solo il prossimo anno.** Finora la BoJ ha effettuato tre rialzi dei tassi in questo ciclo (marzo e agosto 2024, gennaio 2025), portando il tasso di riferimento da -0,1% allo 0,5%, ed è probabile che rimanga invariato fino alla fine dell'anno. Ciò significa che stiamo posticipando le nostre aspettative per il prossimo rialzo dei tassi a gennaio 2026 (invece di quest'estate nel nostro scenario precedente) e ne prevediamo un altro nell'estate 2026, raggiungendo così il tasso terminale dell'1%. Questo cauto percorso di inasprimento riflette l'obiettivo della banca centrale giapponese di trovare un equilibrio tra il suo mandato sull'inflazione e la necessità di sostenere la crescita economica in un contesto di venti contrari. È probabile che prevalga un approccio attendista, in quanto la BoJ probabilmente non ha fretta di aumentare i tassi (le aspettative di inflazione a lungo termine rimangono al di sotto del 2%), ma ha bisogno di ottenere maggiore visibilità nel contesto delle incertezze causate dalle politiche commerciali statunitensi. Parallelamente, la BoJ ridurrà costantemente gli acquisti di titoli di Stato giapponesi, riducendosi di 400 miliardi di yen ogni trimestre fino a marzo 2026 e di 200 miliardi di yen in seguito, per raggiungere i 2 trilioni di yen di acquisti al mese nel 1° trimestre 2027.



## **Mercati sviluppati: risentono delle difficoltà dei dazi, ma sono stati alleviati dal sostegno fiscale**

**L'economia statunitense dovrebbe crescere modestamente, pari a +1,6% sia nel 2025 che nel 2026, in un contesto di politiche macroeconomiche dirompenti.** La perdita di slancio prevista è sostanziale. Dopo essere cresciuta di quasi il +3% nel 2023 e nel 2024, e contro una media decennale del +2,5%, la crescita del PIL statunitense dovrebbe raffreddarsi a solo +1,6% sia nel 2025 che nel 2026. Nel 2025 il principale shock politico sarà rappresentato dagli aumenti tariffari molto ripidi e generalizzati sui beni importati, che stanno aumentando il prezzo dei fattori produttivi per le imprese e il prezzo dei beni e dei generi alimentari per i consumatori. In questo contesto, prevediamo che il PIL sequenziale crescerà al di sotto del +1% annualizzato in ogni trimestre a partire dal 3° trimestre 2025 e dal 1° trimestre 2026. L'aumento dei sussidi all'industria probabilmente attenuerà solo in parte il colpo. È probabile che i prezzi elevati per i consumatori mantengano debole il clima di fiducia e pesino sugli investimenti delle imprese. Dopo lo shock inflazionistico, la crescita dovrebbe riprendersi, ma in modo molto lento. Una politica di immigrazione restrittiva indebolirà sempre più la crescita degli Stati Uniti, pesando sia sulla domanda (ad esempio la spesa dei consumatori) che sull'offerta (meno manodopera disponibile). D'altro canto, il programma di deregolamentazione potrebbe fornire alcuni venti favorevoli alla crescita, ma è più probabile che questi si facciano sentire nel corso di diversi anni e non saranno sufficienti a compensare i principali venti contrari alla crescita derivanti dai dazi e dall'immigrazione. Prevediamo che il pacchetto fiscale di tagli fiscali "Big Beautiful Bill" avrà un impatto modesto sulla crescita nel 2026, poiché l'aumento degli squilibri fiscali potrebbe spingere il settore privato a risparmiare piuttosto che spendere la maggior parte dei proventi. In questo contesto, la forte crescita della produttività sottostante – sostenuta da solidi investimenti nel digitale e nelle attrezzature – e i bilanci relativamente solidi del settore privato forniscono importanti ammortizzatori alla crescita degli Stati Uniti.

**La crescita dell'Eurozona sembra solida, ma sarà diluita dai dazi anticipati e dai dati distorti provenienti dall'Irlanda.** L'Eurozona è cresciuta di un solido +0,6% t/t nel primo trimestre del 2025, il tasso di crescita più rapido degli ultimi tre anni, grazie a forti investimenti e alla crescita delle esportazioni nette. Tuttavia, questo numero di crescita è stato ancora una volta in gran parte trainato da un contributo straordinario dell'Irlanda, che ha registrato una crescita del +9,7% t/t nel primo trimestre. Pur rappresentando solo una piccola quota dell'intera economia dell'Eurozona (5%), la sua forte crescita è stata comunque responsabile dei due terzi della crescita dell'Eurozona nel primo trimestre. Escludendo l'Irlanda, il PIL dell'Eurozona è cresciuto solo di un modesto +0,2% t/t nel 1° trimestre, dopo il +0,1% del 4° trimestre (invece del +0,3% dell'Irlanda). La BCE ha spesso avvertito che il PIL dell'Eurozona è sempre più influenzato dalle attività

delle grandi multinazionali con sede in Irlanda.<sup>2</sup> In particolare, la delocalizzazione su larga scala di beni immateriali come brevetti e software da parte di aziende straniere in Irlanda ha gonfiato i dati sulla produzione. Questi cambiamenti sono principalmente motivati da considerazioni fiscali e rimangono in gran parte estranei alle dinamiche economiche sottostanti dell'Irlanda o dell'Eurozona. Se escludiamo l'Irlanda dalle nostre prospettive economiche per l'Eurozona, ci ritroveremo con un misero tasso di crescita annuo del +0,6% per il 2025 invece del principale +1,2%. Ciò avvalorava la nostra opinione secondo cui, nonostante la bassa inflazione, l'economia sottostante dell'Eurozona è ancora in cattive condizioni e necessita di un ulteriore sostegno della politica monetaria.

**La Germania sta rimescolando le carte, con il suo pacchetto fiscale e gli incentivi agli investimenti fondamentali per la sua ripresa economica.** Il paese sta uscendo dalla recessione con una crescita modesta e un piano fiscale audace volto alla ripresa economica. Nonostante i rischi esterni, come la possibilità di una guerra commerciale con gli Stati Uniti e la continua frammentazione globale, il governo neo-eletto sta promuovendo riforme strutturali e investimenti pubblici al fine di stimolare la crescita. Le misure chiave includono generosi tassi di ammortamento, incentivi fiscali per la ricerca e lo sviluppo, un fondo infrastrutturale da 500 miliardi di euro, un aumento della spesa per la difesa e futuri tagli alle imposte sulle società per un totale di -5 punti percentuali dal 2028 in poi. Sebbene ci sia stato un aumento a sorpresa del PIL del +0,4% nel 1° trimestre 2025, la crescita per l'intero anno rimarrà contenuta al +0,1%. La ripresa e il pieno impatto della spinta fiscale e degli incentivi agli investimenti sono attesi a partire dal 2026, con una crescita che raggiungerà il +1,0%. Per garantire una ripresa sostenuta, Berlino deve snellire la burocrazia e investire nelle transizioni verde e digitale per aumentare la produttività e il potenziale di crescita a lungo termine. Se questo obiettivo verrà raggiunto, lo slancio potrebbe anche migliorare prima.

**In Francia, il 2025 sarà un minimo ciclico per la crescita (+0,6%). Lo slancio dovrebbe migliorare in vista del 2026 (+1,1%), ma l'instabilità politica rimane un rischio al ribasso fondamentale.** Il PIL francese è cresciuto a malapena dal 4° trimestre 2024. L'instabilità e l'imprevedibilità delle politiche interne hanno probabilmente contribuito a una performance economica debole. La politica commerciale dirompente degli Stati Uniti ha aggiunto venti contrari all'economia francese dall'inizio del 2025. Ci aspettiamo che il governo Bayrou sopravviva ai voti di sfiducia, in particolare sul bilancio 2026, con i partiti di opposizione che otterranno concessioni fondamentali. Ciononostante, vi è il rischio che ciò non accada, il che innescerebbe una crisi politica e una potenziale reazione negativa del mercato, dati gli ampi squilibri di bilancio. Prevediamo che la crescita salirà al +1,1% nel 2026. La politica fiscale restrittiva sarà un ostacolo alla crescita, ma ciò sarà parzialmente compensato dall'attenuarsi dell'incertezza sulla politica commerciale statunitense e dalle condizioni monetarie accomodanti sempre più favorevoli indotte dalla BCE.

**Nonostante l'accresciuta incertezza della politica commerciale globale, l'attività economica italiana ha tenuto bene nel primo trimestre del 2025, con una crescita del PIL reale del +0,3% t/t e l'occupazione che ha raggiunto un livello record.** L'attività di investimento è stata solida (+1,6% t/t) in tutte le componenti, con una crescita particolarmente forte dei mezzi di trasporto (+2,3%), che probabilmente riflette il frontloading tariffario statunitense. Sebbene si preveda che il perdurare dell'incertezza peserà sulle prospettive di investimento, la spesa relativa a Next Generation EU dovrebbe contribuire a compensare parzialmente il freno all'attività. I consumi delle famiglie sono destinati a continuare, come suggerisce il graduale calo sia del tasso di risparmio che delle intenzioni. Il risultato fiscale migliore del previsto nel 2024, trainato da maggiori entrate fiscali dirette ma anche da misure una tantum, sta ora affrontando nuove pressioni sulla spesa, tra cui un aumento degli obiettivi in materia di difesa. Prevediamo che il saldo primario scivolerà di nuovo in un leggero disavanzo quest'anno, anche se l'impegno fiscale del governo rimane intatto. Nel complesso, prevediamo una crescita del PIL del +0,6% nel 2025, seguita da un modesto rimbalzo a +0,8% nel 2026.

---

<sup>2</sup> Cfr. [Attività immateriali delle imprese multinazionali in Irlanda e il loro impatto sul PIL dell'area dell'euro](#)

**Le turbolenze politiche continuano a plasmare il paesaggio spagnolo.** La crescita del PIL è stata rivista al ribasso negli ultimi tre trimestri, segnalando un rallentamento del ritmo dell'attività, sebbene l'economia rimanga relativamente resiliente. Si prevede che i consumi interni e gli investimenti sosterranno la crescita quest'anno, con una parte significativa degli 80 miliardi di euro dei fondi Next Generation EU che probabilmente affluiranno nei prossimi 18 mesi. Prevediamo una solida espansione del PIL del +2,2% per il 2025, nonostante il difficile contesto globale. Tuttavia, il clima di fiducia delle imprese si sta indebolendo, in particolare nel settore dei servizi. Mentre le vendite al dettaglio sono aumentate del +4% a maggio e gli arrivi turistici sono aumentati del +11% su base annua nell'aprile 2025, i dati PMI indicano una continua moderazione dello slancio del settore dei servizi durante il 2° trimestre.

**La crescita del Regno Unito dovrebbe rimanere debole fino all'inizio del 2026, prima di rafforzarsi un po' in sequenza. Prevediamo un +0,9% nel 2025 e un +1,2% nel 2026.** Dopo aver registrato un debole +1,1% nel 2024, la crescita del Regno Unito dovrebbe rallentare a +0,9% nel 2025. Oltre ai venti contrari internazionali legati agli Stati Uniti, l'economia britannica sta facendo i conti con aumenti delle tasse, inflazione elevata e costi di finanziamento elevati. Ciononostante, la crescita dei salari reali è stata dinamica di recente, contribuendo a sostenere la ripresa della spesa delle famiglie. Il punto debole ciclico è stato l'investimento residenziale, afflitto da tassi ipotecari elevati e da un aumento dell'imposta di bollo. La crescita degli investimenti delle imprese è stata forte, ma ciò è in parte dovuto a fattori una tantum precedenti agli aumenti delle tasse. Si prevede un rallentamento nei prossimi trimestri. Con l'annuncio di ulteriori aumenti delle tasse nel bilancio autunnale, il sentiment delle imprese potrebbe deteriorarsi, il che rappresenta un rischio al ribasso chiave per le prospettive di crescita del 2026. La crescita sequenziale dovrebbe tuttavia migliorare fino al 2026. La spesa pubblica in conto capitale è pronta per una forte accelerazione. I costi di finanziamento più bassi, anche se ancora elevati, dovrebbero iniziare a sostenere il settore residenziale.

**Giappone: dopo essere sfuggito per un pelo alla recessione nel 2024, la crescita rimarrà lenta nel 2025-2026.** Abbiamo rivisto nuovamente al ribasso le nostre previsioni di crescita del PIL per il Giappone, a +0,8% nel 2025 (-0,2 punti percentuali rispetto alle precedenti prospettive economiche) e a +0,7% nel 2026 (-0,1 punti percentuali). Ciò riflette una ripresa economica irregolare dopo una crescita quasi nulla nel 2024 (+0,1%). La prima metà del 2025 sarà probabilmente sostenuta da un'attività esterna resiliente (nell'ambito dell'anticipazione dei flussi commerciali globali), un fattore favorevole che probabilmente si attenuerà in futuro. A livello interno, l'alto costo della vita e un contesto di incertezze pesano sui consumi privati e sugli investimenti. Un ulteriore sostegno fiscale aiuterà, ma potrebbe non essere in grado di compensare completamente le pressioni al ribasso.



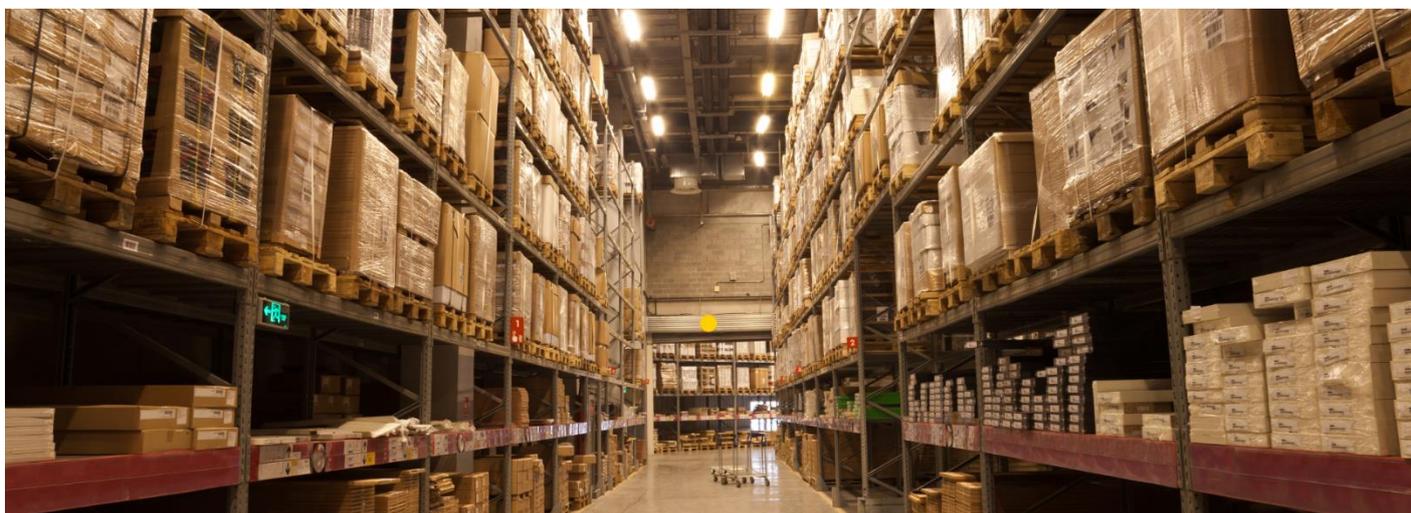
## **Mercati emergenti: Cina stabile in un contesto di allentamento commerciale, mentre la divergenza regionale si allarga**

**Cina: la tregua della guerra commerciale e altri fattori attenuanti che sostengono le esportazioni significano che non c'è più urgenza di intensificare gli stimoli in modo significativo. Ciononostante, il sostegno politico continuerà.** Manteniamo invariate le nostre previsioni di crescita del PIL per la Cina, pari a +4,5% nel 2025 e +4,2% nel 2026, che il consenso ha ora raggiunto. Il freno delle esportazioni nette sarà probabilmente inferiore a quanto previsto in precedenza, grazie alla tregua commerciale con gli Stati Uniti (nel nostro scenario di base, prevediamo che l'aliquota effettiva dei dazi all'importazione degli Stati Uniti applicata alla Cina rimarrà al livello della tregua di Ginevra del 39%, in calo rispetto al 103% prima della tregua ma superiore al 13% alla fine del 2024), nonché alla diversificazione commerciale e al reindirizzamento. Ciò significa che le autorità cinesi potrebbero non aver bisogno di intensificare il sostegno politico più di quanto già annunciato (pari a un impulso di bilancio di 1,7 punti percentuali nel 2025, rispetto a 0,7 punti percentuali nel 2024). Sul fronte monetario, abbiamo anche ridimensionato le nostre aspettative di un ulteriore allentamento, prevedendo solo un altro taglio di -10 punti percentuali dei tassi ufficiali quest'anno, seguito da un totale di -20 punti percentuali l'anno prossimo.

**Le economie dei mercati emergenti stanno registrando performance migliori di quanto previsto quest'anno, ma i venti contrari stanno aumentando, tra cui le incertezze globali, il protezionismo statunitense, la volatilità dei mercati energetici e le tensioni geopolitiche.** La crescita nei mercati emergenti, esclusa la Cina, dovrebbe raggiungere il +3,3% nel 2025 e il +3,7% nel 2026 (dopo il +3,5% nel 2024). Tuttavia, i numeri aggregati mascherano divergenze regionali, con l'Asia in particolare che probabilmente dovrà affrontare un continuo rallentamento economico nel 2026. La maggior parte delle banche centrali di quella regione continuerà a tagliare cautamente i tassi, soprattutto nel 2025, mentre altre in America Latina, Europa emergente e Africa possono permettersi di allentare le politiche monetarie in modo più audace fino al 2026. Dal punto di vista fiscale, le economie emergenti nel complesso si trovano ad affrontare rischi relativamente bassi per ora (con alcune eccezioni isolate in ciascun continente), consentendo un orientamento accomodante per sostenere l'attività economica. I rischi al ribasso per le prospettive dei mercati emergenti derivano principalmente dalle politiche commerciali statunitensi e dalle tensioni geopolitiche.

Tabella 3- Fattori chiave e sfide per le economie dei mercati emergenti

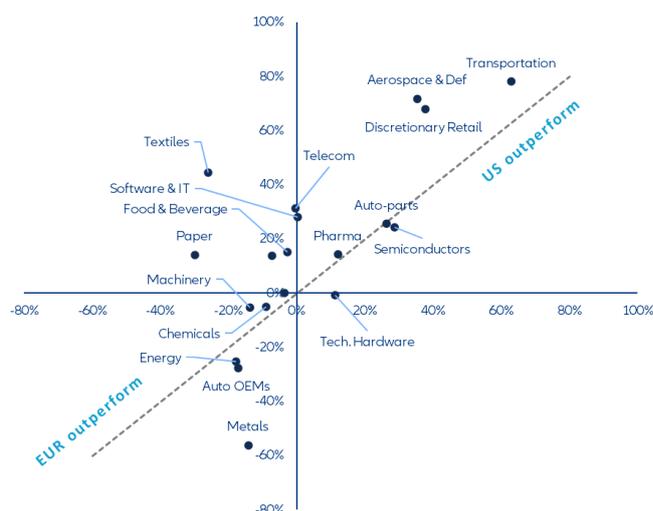
<p>Asia emergente, esclusa la Cina</p>	<p>Manteniamo invariate le nostre previsioni di crescita per l'Asia-Pacifico nel complesso, attestandoci a +3,9% nel 2025 e +3,8% nel 2026 (dopo +4,1 nel 2024), anche se ciò maschera le divergenze nella regione. Le prospettive economiche sono state riviste al ribasso per la Corea del Sud, Singapore e alcune altre economie del Sud-Est asiatico (come Malesia, Thailandia e Vietnam), mentre le revisioni al rialzo sono state applicate a India, Filippine e Taiwan. In tutti i casi, tuttavia, è probabile che la seconda metà del 2025 si riveli più difficile, poiché i venti favorevoli derivanti dal frontloading delle esportazioni nel primo semestre si affievoliscono e il sostegno politico aiuta, ma non compensa completamente, le pressioni al ribasso.</p> <p>L'inflazione è generalmente contenuta nella regione, essendo ampiamente all'interno degli intervalli obiettivo delle banche centrali in molti casi (ad esempio India, Indonesia, Filippine e Corea del Sud), mentre in altri casi si registra un'inflazione inferiore all'obiettivo o addirittura pressioni deflazionistiche (ad esempio Taiwan, Vietnam, Cina e Thailandia). Nel complesso, l'inflazione per l'Asia emergente, esclusa la Cina, è prevista complessivamente al 2,4% nel 2025 e al 2,7% nel 2026 (dopo il 3,2% nel 2024).</p> <p>Ciò significa che la maggior parte delle banche centrali della regione probabilmente continuerà con i suoi cauti cicli di allentamento quest'anno prima di fare una pausa l'anno prossimo, bilanciando inflazione, crescita e rischi valutari. Dal punto di vista fiscale, la maggior parte dei governi vedrà probabilmente un ampliamento dei disavanzi in un contesto di venti contrari alla crescita, anche se in misura diversa (ad esempio, l'India probabilmente manterrà i suoi obiettivi di consolidamento fiscale).</p> <p>In termini di rischi geopolitici, gli sviluppi nello Stretto di Taiwan, tra India e Pakistan, nel Mar Cinese Meridionale e nella penisola coreana costituiscono i principali potenziali punti di infiammabilità nella regione.</p>
<p>Europa emergente</p>	<p>Si prevede che la crescita economica della regione raggiungerà il +2,3% nel 2025 e il +2,9% nel 2026. Dopo un inizio lento nel 2025, l'attività economica nell'Europa centro-orientale dovrebbe riprendersi gradualmente nel corso del 2026. Tuttavia, si prevede che i risultati in tutta la regione divergano: Repubblica Ceca e Polonia dovrebbero sovraperformare, mentre Romania e Ungheria dovrebbero sottoperformare. La ripresa dovrà affrontare i venti contrari dei dazi reciproci e settoriali statunitensi, in particolare nel settore automobilistico. Sebbene la domanda diretta dagli Stati Uniti rappresenti circa l'1,5% del PIL in tutte le economie dell'Europa centro-orientale, l'impatto è amplificato dalle catene di approvvigionamento integrate, in particolare quelle collegate alla Germania.</p> <p>Si prevede che l'inflazione rimarrà al di sopra degli obiettivi delle banche centrali nella maggior parte dei paesi dell'Europa centro-orientale fino alla fine del 2025, principalmente a causa delle politiche fiscali espansive, nonostante la recente moderazione della crescita salariale. Se da un lato ciò attenuerà la dinamica della spesa delle famiglie, dall'altro sosterrà le banche centrali nei loro sforzi per contenere l'inflazione. L'inflazione regionale dovrebbe attestarsi in media al 4,0% nel 2025 e al 3,3% nel 2026.</p> <p>Sebbene il miglioramento delle prospettive di inflazione possa consentire un certo allentamento monetario, l'inflazione di fondo persistentemente elevata limiterà la possibilità di tagli dei tassi di interesse nel 2025. Alcune banche centrali, come in Polonia, dovrebbero adottare un orientamento più accomodante, mentre in Ungheria e Romania c'è un margine limitato per i tagli dei tassi. Nel complesso, i mercati del lavoro rigidi, la politica fiscale accomodante e l'inflazione elevata suggeriscono che la politica monetaria in tutta la regione rimarrà cautamente restrittiva.</p> <p>La banca centrale turca sta affrontando una persistente inflazione da costi e l'intensificarsi delle pressioni politiche per allentare la politica. Tuttavia, qualsiasi allentamento prematuro rischia di riaccendere la volatilità della lira e di minare i progressi nella stabilizzazione dell'inflazione, mentre le prospettive di crescita economica rimangono entro il +2,5-3% all'anno nel medio termine.</p>
<p>America Latina</p>	<p>Le prospettive economiche dell'America Latina rimangono contrastanti ma resilienti. La crescita continua a sorprendere al rialzo in diverse aree, in particolare in Argentina – dove gli sforzi di stabilizzazione stanno guadagnando terreno – e in tutte le economie andine. Anche il Brasile sta registrando uno slancio modesto ma costante, sostenuto da potenziali tagli dei tassi nel corso dell'anno. Mentre il Messico ha affrontato il protezionismo statunitense in modo più efficace del previsto, stanno emergendo venti contrari derivanti da rimesse più deboli e rallentamento dei consumi. È probabile che i prezzi delle materie prime più bassi a livello regionale e la politica fiscale più restrittiva pesino sulla crescita, soprattutto in economie come il Cile e la Colombia. I rischi di bilancio rimangono elevati, in particolare in Colombia, dove persistono preoccupazioni per il disavanzo. Anche con un potenziale spostamento verso una leadership più favorevole al mercato nelle prossime elezioni, gli investitori non dovrebbero aspettarsi un allentamento immediato delle pressioni fiscali. Dopo un periodo di forte performance degli asset, i mercati potrebbero ora entrare in una fase di repricing, ma il miglioramento dei fondamentali macroeconomici della regione continua a offrire opportunità selettive per gli investitori a medio termine.</p>
<p>Africa e Medio Oriente</p>	<p>L'incertezza continua a dettare i modelli di crescita in Africa e Medio Oriente. In Africa, la volatilità dei mercati energetici, le tensioni commerciali e la carenza di investimenti stanno frenando la crescita, attesa a +3,4% nel 2025 e +3,7% nel 2026. Si prevede che l'inflazione scenderà al 12,2% nel 2025 e all'8,9% nel 2026 dopo diversi anni di inflazione alle stelle in mercati chiave come Egitto, Ghana, Nigeria o Etiopia. Il continente continua un ciclo di allentamento a velocità diverse, mentre gli aiuti tagliati alle economie occidentali stanno causando maggiori slittamenti fiscali su tutta la linea. Il Medio Oriente continua ad essere colpito dal conflitto in corso, poiché il conflitto tra Iran e Israele ha interrotto l'attività economica in tutta l'area. La regione dovrebbe crescere del +2,3% nel 2025 e del +3,1% nel 2026 grazie all'aumento della produzione di petrolio e gas naturale, nonché ai piani di investimento guidati dal pubblico che stanno guidando l'attività nella regione del Golfo. Il Medio Oriente continuerà a rispecchiare le mosse della Fed, mentre i paesi continueranno a spendere molto per soddisfare le loro visioni di diversificazione petrolifera. Si prevede che l'Arabia Saudita sarà tra i maggiori mutuatari internazionali dei mercati emergenti nel 2025.</p>



## Imprese: la resilienza degli utili statunitensi e la disciplina delle scorte incontrano l'incertezza accumulata in Europa

**Il divario tra Stati Uniti ed Europa è più ridotto di quanto pensiamo.** Gli utili societari nel 1° trimestre 2025 hanno riflesso ancora una volta una divergenza transatlantica: negli Stati Uniti, l'EPS aggregato del settore è aumentato del +14,6% a/a, mentre i concorrenti europei hanno registrato un modesto aumento del +5,5%. Tuttavia, questo divario è guidato da una manciata di settori e imprese. In 14 settori su 20, le imprese europee sono riuscite a registrare una crescita degli utili migliore rispetto ai loro concorrenti statunitensi (cfr. figura 6). L'aerospazio e la difesa europei hanno guidato la carica degli utili, con un'impennata dell'EPS di quasi il +72% e una crescita dei ricavi di quasi il +19%, sottolineando i continui venti favorevoli della spinta alla difesa della regione in mezzo alle tensioni geopolitiche. Anche i trasporti (+78% EPS) e le telecomunicazioni (+31%) hanno sovraperformato grazie ai cambiamenti strutturali che hanno stimolato la domanda. Tuttavia, questi guadagni contrastano con le forti contrazioni degli utili nei settori industriali core: gli OEM automobilistici sono crollati (-28%), l'energia è crollata (-25%) e i metalli sono crollati (-56%). Ciò riflette la fragilità della domanda e la deflazione dei prezzi delle materie prime e degli input manifatturieri. Il panorama statunitense offre un quadro più coerente, anche se ancora frammentato. I trasporti (+63%) e il retail discrezionale (+38%) hanno registrato ottime performance, beneficiando di una base di consumatori resiliente. I semiconduttori hanno registrato un aumento degli utili del +29%. Ma i cicli industriali lampeggiano in giallo: i macchinari (-14%), i prodotti per l'edilizia (-7%) e i prodotti chimici (-9%) hanno registrato un calo degli utili. Nel frattempo, gli investimenti rimangono modesti. Nonostante l'allentamento delle condizioni di credito, come la riduzione di 200 punti base dei tassi della BCE, la crescita dei prestiti europei rimane tiepida. Gli Stati Uniti, sebbene meglio capitalizzati, stanno preferendo dividendi e riacquisti a investimenti audaci: quest'anno sono previsti oltre 1 trilione di dollari di riacquisti di azioni, con 234 miliardi di dollari già annunciati nel 1° trimestre 2025. Ciò riflette non solo l'incertezza politica e il nervosismo geopolitico, ma anche una scommessa calcolata da parte delle aziende: meglio restituire liquidità piuttosto che impiegarla in un futuro nebbioso.

Figura 6: Crescita degli utili del 1° trimestre 2025 (EPS a/a% – asse orizzontale USA, asse verticale Europa)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

**Il dollaro USA si è notevolmente indebolito negli ultimi mesi, con effetti contrastanti sui ricavi societari in tutte le regioni.**

Per le multinazionali con sede negli Stati Uniti, l'indebolimento del dollaro è generalmente favorevole agli utili, poiché i ricavi esteri si traducono in importi in dollari più elevati quando consolidati e le esportazioni diventano più competitive in termini di prezzi a livello globale. Al contrario, le società europee, in particolare quelle con un'esposizione significativa al mercato statunitense, stanno vivendo un vento contrario valutario. I loro ricavi denominati in dollari si convertono ora in meno euro, pesando sugli utili dichiarati. Inoltre, un euro più forte può erodere la competitività globale degli esportatori europei. Finché il dollaro rimarrà sotto pressione, è probabile che questa divergenza persista, offrendo un relativo rialzo per le società statunitensi e creando sfide in termini di margini per i loro omologhi europei.

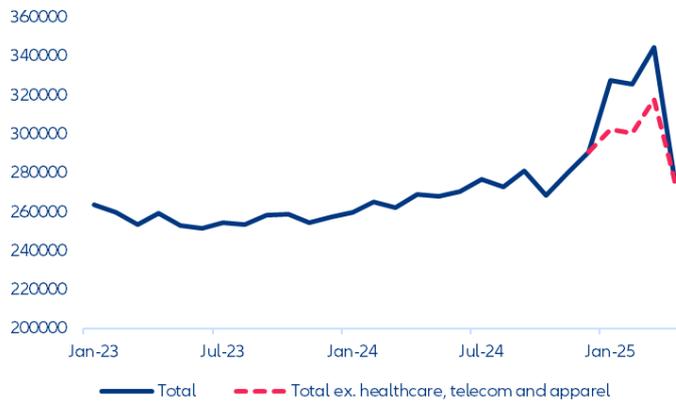
**Anche gli inventari raccontano due storie diverse.**

Da quando sono stati annunciati i dati, l'anticipazione e l'accumulo di scorte sono stati pubblicizzati come strumenti di resilienza nel contesto attuale. Ma osservando attentamente i dati, notiamo una chiara divergenza di strategia tra gli Stati Uniti e l'Europa. Le aziende statunitensi hanno ridotto le scorte in modo aggressivo: i giorni di inventario in essere (DIO) sono diminuiti di 2,6 giorni nel 2024, contribuendo a un raro calo di tre giorni del fabbisogno di capitale circolante (WCR).<sup>3</sup> Nonostante un'impennata delle importazioni del +27% a/a nel 1° trimestre 2025, le scorte si sono mosse a malapena, con un aumento di appena +0,1% m/m a marzo. In settori come l'abbigliamento e i prodotti farmaceutici, le aziende si sono affrettate ad anticipare gli acquisti in vista delle minacce tariffarie, ma i livelli delle scorte sono rimasti invariati. Invece di accumulare, le aziende statunitensi indirizzavano le merci direttamente a consumatori e distributori. Le sole importazioni farmaceutiche sono salite a 50 miliardi di dollari nel marzo 2025, pari al 44% del totale del 2024 (si veda la Figura 7), ma gran parte di queste è finita nei sistemi ospedalieri e nelle farmacie, non nei magazzini aziendali. La narrativa dell'inventario qui è di agilità, non di accumulazione, e questa disciplina ha liberato capitali e ha permesso alle aziende statunitensi di mostrare forti guadagni. L'Europa racconta una storia diversa. I giorni di inventario in sospeso sono aumentati di +1,4 giorni, segnando il quarto aumento annuale consecutivo. Le aziende europee stanno effettivamente immagazzinando il rischio: la domanda fiacca e gli scarsi ordini di fabbrica hanno lasciato i magazzini pieni, anche se i flussi di ordini si stanno prosciugando. Più sorprendentemente, le imprese europee agiscono come "banche nascoste". I giorni di vendita in sospeso (DSO) sono aumentati di 2 giorni nel 2024 e il DPO è diminuito, con conseguente ampliamento del divario di finanziamento. Tra il

<sup>3</sup> Consulta il nostro report ["Come affrontano la guerra commerciale le aziende americane e le aziende europee"](#)

4° trimestre 2024 e il 1° trimestre 2025 le aziende hanno concesso circa 11 miliardi di euro di credito commerciale ai loro clienti, una somma quasi pari ai prestiti bancari mensili in tutta l'Eurozona. Questi crediti differiti significano che la liquidità è bloccata nei magazzini e nei libri contabili dei clienti, lasciando le aziende vulnerabili in caso di aumento dei tassi o delle insolvenze.

Figura 7: Importazioni statunitensi corrette per determinati prodotti (in migliaia di USD)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Un chiaro insieme di linee di faglia settoriali.** Sotto la superficie della crescita complessiva, le crepe settoriali si stanno allargando. Le insolvenze sono aumentate del +6,5% a livello globale nel 1° trimestre 2025 e i rischi sono più concentrati in una manciata di settori. L'automotive rimane sotto un'enorme pressione. In Europa, gli OEM automobilistici hanno registrato uno sbalorditivo calo del -28% dell'EPS e una contrazione dei ricavi vicina al -2%. Negli Stati Uniti, anche gli OEM hanno subito un forte calo (-17%), a causa della debolezza dei ricavi e dell'aumento della pressione competitiva. L'edilizia è un altro punto dolente. Negli Stati Uniti, l'aumento dei costi salariali e l'inasprimento della politica di immigrazione stanno strangolando i margini. I guadagni dei macchinari sono crollati (-14%) e i prodotti per l'edilizia hanno seguito l'esempio (-7%). Con l'aumento dei ritardi nei progetti e la scarsità di manodopera qualificata, gli sviluppatori devono affrontare crescenti problemi di liquidità. I prodotti farmaceutici sono in una lista di controllo normativo. Sebbene il settore mostri ancora una crescita positiva dell'EPS (Europa +14%, Stati Uniti +12%), i margini sono minacciati. Inoltre, le strategie di inventario anticipate guidate dai timori tariffari potrebbero trasformarsi in eccessi se la domanda si indebolisse. Infine, le sostanze chimiche e i metalli lampeggiano in rosso. Entrambi i settori hanno registrato cali diffusi dell'EPS in Europa (-5% e -56%, rispettivamente) e negli Stati Uniti (-9% e -14%). Anche i metalli devono affrontare un onere WCR, con rapporti di inventario superiori a 70 giorni di fatturato e quasi un quarto delle aziende che detengono scorte per un valore di oltre 90 giorni di ricavi. Con la stagnazione dei prezzi delle materie prime e il calo degli investimenti, questi settori rischiano di diventare trappole per la liquidità.

**In questo contesto, prevediamo che le insolvenze societarie aumenteranno di circa il +7% nel 2025 a livello globale, con tre paesi su quattro al di sopra dei livelli del periodo 2016-2019.** Il nostro Global Insolvency Index, che rappresenta il peso economico di ciascun paese, indica un aumento del +6,5% a/a nel 1° trimestre 2025, dopo un aumento del +7,4% a/a nel 4° trimestre 2024 (+11% per l'intero anno 2024). Questa tendenza globale è trainata in particolare da un aumento della Cina e del resto dell'Asia, esclusa l'India, che sta vivendo una prolungata recessione. Anche gli Stati Uniti contribuiscono a questa tendenza, mentre il Canada registra un calo pronunciato rispetto ai massimi storici. Anche l'Europa occidentale mostra tendenze contrastanti, con una tendenza al rialzo più ampia in Svizzera, Finlandia e Germania, nonché in Italia a causa di un aumento significativo delle procedure amichevoli, mentre il numero di insolvenze si è attenuato nei Paesi Bassi, in Portogallo, in Finlandia e, in misura minore, nel Regno Unito.

Nel complesso, ci aspettiamo che tre paesi su quattro affrontino un aumento delle insolvenze per l'intero anno e registrino più casi della media nel periodo 2016-2019. Questa tendenza al rialzo dovrebbe continuare nel 2026 a livello globale, anche se a un ritmo più lento (+3%). Tuttavia, le proiezioni sono più severe per gli Stati Uniti (+13% e +5% rispettivamente nel 2025 e nel 2026) e per l'APAC (+6% e +5%), nonostante un quadro contrastante. L'Europa occidentale subirà un aumento maggiore di quanto precedentemente previsto per il 2025 (+7%) prima di un calo moderato ma generalizzato in tutti i paesi nel 2026 (-3%).



## Prospettive per i mercati dei capitali: resilienza in un contesto di problemi geopolitici

**Nonostante la volatilità, quest'anno i mercati dei capitali hanno dimostrato una notevole resilienza di fronte alle crescenti tensioni geopolitiche e alla continua incertezza tariffaria.** I mercati azionari, in particolare, hanno registrato un forte rimbalzo dopo il "Liberation Day", registrando una delle riprese più rapide in oltre cinquant'anni. Poiché gran parte del recupero sembra essere alle nostre spalle e c'è ancora una notevole incertezza in futuro, vediamo un margine limitato per un'ulteriore sovraperformance nel breve termine. Tuttavia, la volatilità rimarrà elevata a seconda del flusso di notizie in tutti i mercati. Ciò si riflette nei mercati delle opzioni, che continuano a scontare una gamma più ampia di potenziali risultati. Con gli elevati disavanzi fiscali negli Stati Uniti e la prospettiva di una maggiore spesa per la difesa in Europa, il sentiment degli investitori si è spostato dalle preoccupazioni per l'inflazione alla credibilità fiscale. Mentre i deflussi di capitali dagli Stati Uniti hanno messo in discussione il tradizionale status di rifugio sicuro del dollaro, i modelli di fair value ancorati ai differenziali dei tassi d'interesse reali suggeriscono che il recente deprezzamento potrebbe non continuare. Nel complesso, il contesto dei mercati dei capitali riflette un equilibrio tra le pressioni inflazionistiche, il cambiamento delle narrazioni politiche e il perdurare dell'incertezza geopolitica.

Tabella 4: Previsioni sul mercato dei capitali

EMU	Last*	Unit	2022	2023	2024	2025f	2026f
<b>Government Debt</b>							
ECB deposit rate	2.00	%	2.00	4.00	3.00	1.50	1.50
10y yield (Bunds)	2.52	%	2.56	2.03	2.36	2.30	2.30
10y EUR swap rate	2.48	%	3.14	2.48	2.39	2.20	2.20
20y EUR swap rate	2.61	%	2.87	2.51	2.39	2.30	2.30
Italy 10y sovereign spread	101	bps	213	168	117	100	90
France 10y sovereign spread	73	bps	55	53	83	80	70
Spain 10y sovereign spread	70	bps	109	97	70	60	50
<b>Corporate Debt</b>							
Investment grade credit spreads	94	bps	166	135	101	100	90
High yield credit spreads	320	bps	494	395	311	330	310
<b>Equity</b>							
Eurostoxx (total return p.a.)	12 ytd	%	-12	19	10	18	7
<b>US</b>							
<b>Government Debt</b>							
Fed Funds rate (hh)	4.50	%	4.50	5.50	4.50	4.25	3.50
10y yield (Treasury)	4.38	%	3.83	3.87	4.57	4.50	4.20
<b>Corporate Debt</b>							
Investment grade credit spreads	88	bps	138	104	82	100	90
High yield credit spreads	313	bps	479	334	292	350	320
<b>Equity</b>							
S&P 500 (total return p.a.)	2 ytd	%	-18	26	25	4	7

UK	Last*	Unit	2022	2023	2024	2025f	2026f
<b>Government Debt</b>							
BoE rate	4.25	%	3.50	5.25	4.75	3.75	3.25
10y yield sovereign (Gilt)	4.54	%	3.67	3.54	4.57	4.40	4.10
<b>Corporate Debt</b>							
Investment grade credit spreads	99	bps	192	134	91	105	100
High yield credit spreads	418	bps	663	515	364	410	380
<b>Equity</b>							
FTSE 100 (total return p.a.)	10 ytd	%	5	8	10	12	7
<b>Emerging Markets</b>							
<b>Government Debt</b>							
Hard currency spread (vs USD)	203	bps	273	215	202	220	200
Local currency yield	6.34	%	6.86	6.19	6.39	6.00	5.80
<b>Equity</b>							
MSCI EM (total return p.a. in USD)	12 ytd	%	-20	10	8	15	6
<b>Others</b>							
EUR USD	1.15	\$ per €	1.07	1.10	1.04	1.15	1.15
Oil (Brent)	79	\$ per bl	83	78	75	66	68
Natural gas (Dutch TTF)	40	€ per MWh	76	32	49	38	36

Source: ISEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research  
 Notes: Year end figures  
 \* As of 20 Jun 2025

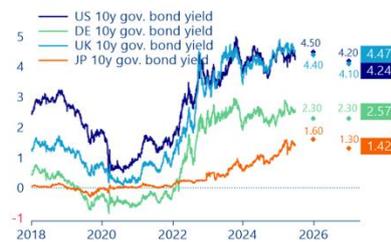
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**I rendimenti dei titoli di Stato rimangono volatili su base giornaliera, ma si prevede che rimarranno nel più ampio intervallo di negoziazione degli ultimi due anni in futuro.** Nonostante il forte flusso di notizie, i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni hanno continuato a oscillare nei loro recenti corridoi di negoziazione tra il 3,6% e il 4,8% negli Stati Uniti e nel Regno Unito e tra il 2,0% e il 2,8% in Germania. Le aspettative di inflazione a più lungo termine basate sul mercato (break-even dell'inflazione a 10 anni) sono rimaste relativamente stabili, suggerendo un certo livello di fiducia nel fatto che le banche centrali mantengano l'inflazione sotto controllo. Ma questo è in netto contrasto con le aspettative di inflazione dei consumatori, che sono aumentate fortemente quest'anno negli Stati Uniti. Gli sviluppi fiscali – dati gli ampi disavanzi e gli ulteriori tagli fiscali negli Stati Uniti e gli aumenti della spesa per la difesa in Europa – stanno complicando il quadro. In futuro, ci aspettiamo che i tassi statunitensi a 10 anni rimangano elevati, principalmente a causa degli elevati deficit, della minore propensione degli investitori esteri a intervenire e di una visione più aggressiva della Fed rispetto ai mercati in un contesto di inflazione elevata. In Europa, l'aumento degli spread swap segnala una domanda relativa più forte per i Bund e quindi ha ridotto i timori che un maggiore slittamento fiscale si traduca in tassi più elevati. Allo stesso tempo, abbiamo una visione leggermente più accomodante sulla BCE rispetto ai mercati. Tuttavia, le prospettive per i tassi d'interesse a livello globale rimangono incerte, con forze opposte come le aspettative di inflazione, la credibilità fiscale e l'atteggiamento delle banche centrali che spingono in direzioni diverse. Le curve dei rendimenti hanno recentemente iniziato a stabilizzarsi dopo un periodo di pronunciato irripidimento. Avvicinandosi ai tassi terminali, i rendimenti a due anni sono ora più vicini alla proiezione a medio termine. Con le scadenze a lungo termine che rimangono all'interno di un range nelle nostre prospettive, non prevediamo un ulteriore irripidimento in futuro, a meno che non si concretizzino scenari al ribasso che spingano ulteriormente il front-end verso il basso in un contesto di allentamento più aggressivo della politica.

**Gli spread sovrani dell'Eurozona hanno registrato una buona performance, riflettendo il miglioramento dei fondamentali fiscali, la forte domanda e l'aumento dei rendimenti dei Bund. Ma un aumento della spesa per la difesa potrebbe mettere alla prova la resilienza del mercato.** Con paesi come l'Italia e la Spagna che si avvicinano a un avanzo fiscale primario, gli spread dei titoli di Stato a 10 anni dell'Eurozona rispetto alla Germania hanno continuato la loro traiettoria discendente dai massimi dell'era della crisi. I rendimenti dei Bund relativamente più elevati dopo l'inversione a U della Germania sul freno all'indebitamento si riflettono in spread swap più bassi. Ciò ha anche contribuito a ridurre la contrazione degli spread dell'Eurozona. Tuttavia, la prospettiva di una spesa per la difesa strutturalmente più elevata rappresenta un rischio a medio termine. Aumenti annuali dei bilanci della difesa di 1-2 punti percentuali del PIL aumenterebbero meccanicamente il rapporto debito/PIL di almeno 10-20 punti percentuali in un decennio, se finanziati tramite debito. A differenza dei pacchetti di stimolo una tantum, un paese non può superare un aumento strutturale del suo rapporto deficit. Anche se il moltiplicatore fiscale sulla spesa per la difesa fosse maggiore di uno, il livello di PIL più elevato che ne risulterebbe aumenterebbe semplicemente la spesa in percentuale del PIL. Un aumento di 1 punto percentuale del rapporto debito/PIL in genere corrisponde a un ampliamento degli spread di 1-2 punti base. Nell'arco di 10 anni, ciò potrebbe significare un aumento di 10-40 punti base dei costi di finanziamento, a seconda del paese e del rating creditizio. Una potenziale compensazione: l'incertezza geopolitica globale. Poiché la politica statunitense

è diventata più imprevedibile, gli investitori potrebbero cercare alternative ai Treasury. Il debito sovrano europeo potrebbe emergere come sostituto rifugio, fornendo una finestra di costi di finanziamento più bassi anche in presenza di emissioni in aumento. Le nostre prospettive vedono quindi gli spread restringersi a un ritmo più lento, o addirittura muoversi lateralmente.

Figura 8: Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**La forza dell'euro potrebbe rallentare, poiché i differenziali dei tassi d'interesse favoriscono il dollaro, ma le valutazioni e la politica lasciano spazio a rischi al rialzo.** Finora, nel 2025, l'euro ha guadagnato oltre il 10% rispetto al dollaro. Dopo il "Liberation Day", il dollaro si è deprezzato nonostante i rendimenti attesi più interessanti degli asset statunitensi, come dimostrano i differenziali dei tassi d'interesse reali e nominali, un andamento insolito. Questo paradosso è stato attribuito ai deflussi di capitali dagli Stati Uniti e alle crescenti preoccupazioni degli investitori sulla sostenibilità a lungo termine della politica fiscale statunitense. Tuttavia, i dati sui flussi suggeriscono deflussi limitati dagli Stati Uniti e puntano maggiormente verso un posizionamento temporaneo, che potrebbe dissiparsi nel tempo. Inoltre, poiché i differenziali dei tassi d'interesse e le aspettative di inflazione indicano ancora la forza dell'USD, le nostre prospettive di base non prevedono un ulteriore deprezzamento dell'USD, con il tasso EUR/USD che si aggira intorno a 1,15. Ciononostante, i concetti di valutazione a più lungo termine, come la parità di potere d'acquisto e le deviazioni dai tassi di cambio effettivi reali di lungo periodo (REER), indicano ancora una sostanziale sopravvalutazione del dollaro, evidenziando il rischio di un ulteriore deprezzamento. Questo rischio potrebbe aumentare se la Fed adottasse un approccio più accomodante del previsto o se gli sviluppi politici erodessero nuovamente la fiducia degli investitori. Una nota positiva è che la minaccia di una tassa sugli investitori stranieri sulle partecipazioni in attività statunitensi, comunemente indicata come "Sezione 899" nell'ultima legge fiscale, è stata per ora tolta dal tavolo. Ciò avvalorava la nostra opinione secondo cui non ci saranno ulteriori flussi sostanziali dagli Stati Uniti che aggraveranno il deprezzamento del dollaro.

**L'escalation dei dazi del presidente Trump nel "Liberation Day" ha avuto un impatto significativo sui mercati azionari globali, sottolineando la complessa interazione tra azioni politiche e conseguenze economiche.** Inizialmente i mercati hanno reagito bruscamente, scontando un elevato rischio di recessione a causa della posizione aggressiva del presidente Trump. Tuttavia, questa opportunità di mercato ribassista è stata breve, poiché l'amministrazione è passata dall'escalation alla negoziazione, portando a una ripresa dei livelli di mercato. Tuttavia, la volatilità della politica dell'amministrazione pone ancora rischi per l'economia globale. La revisione al ribasso del 3% delle aspettative sugli utili per il 2025 negli ultimi tre mesi non sembra esagerata in questo contesto. Ciononostante, la tecnologia rimane un motore di crescita globale, come confermato dai recenti rapporti aziendali.

**I mercati azionari dovrebbero stabilizzarsi dopo una ripresa a V, con un mercato limitato previsto fino a quando la chiarezza politica non migliorerà entro la fine dell'anno.** Nel breve termine, le elevate valutazioni statunitensi, gli attriti commerciali e le turbolenze politiche pongono sfide e portano a prospettive prudenti. Tuttavia, con l'avvicinarsi del 2026, le prospettive azionarie si rafforzeranno grazie a un panorama politico favorevole negli Stati Uniti. La Fed potrebbe adottare una posizione decisa sui tagli dei tassi d'interesse, influenzata dalla potenziale nomina di un presidente della Fed accomodante da parte del presidente Trump, mentre le elezioni di medio termine potrebbero frenare temporaneamente le ambizioni di riforma. Nel frattempo, l'economia europea è destinata a riprendersi, sostenuta da una

maggiore flessibilità fiscale, soprattutto in Germania. Ciò supporta la forte sovraperformance delle azioni dell'UEM rispetto alle azioni statunitensi, con rendimenti totali statunitensi attesi al 4% e rendimenti totali per l'UEM al 18% nel 2025, oltre al deprezzamento dell'USD rispetto all'EUR. Entro il 2026 ci aspettiamo una performance normalizzata, con rendimenti totali sia negli Stati Uniti che nell'UEM al 7%, riflettendo un contesto economico globale più stabile.

Figura 9: Performance relativa dell'Europa rispetto agli Stati Uniti e degli acquisti esteri di azioni statunitensi



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 10: Previsioni S&P 500 e Eurostoxx, indice

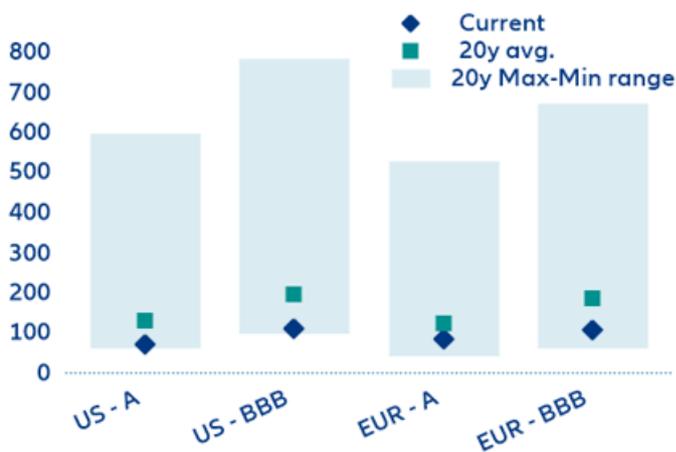


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Il 2° trimestre ha visto una significativa volatilità del credito, con gli spread che sono scesi dai minimi storici di inizio aprile, in seguito all'annuncio dei dazi da parte dell'amministrazione statunitense.** In Europa, gli spread del credito investment grade (IG) si sono ampliati a 125 pb, mentre negli Stati Uniti e nel Regno Unito gli spread si sono ampliati rispettivamente a 121 pb e 130 pb, riflettendo l'impatto globale di questi annunci sui dazi. All'epoca eravamo a nostro avviso che gli spread si sarebbero ripresi, poiché i dazi iniziali sembravano solo un punto di partenza per la negoziazione e la domanda degli investitori, trainata dai rendimenti all-in, avrebbe sostenuto l'asset class. Inoltre, i fondamentali sono rimasti solidi, anche se hanno mostrato un certo peggioramento rispetto a una base solida, in particolare per quanto riguarda i coefficienti di copertura degli interessi per le imprese e i crediti deteriorati e i margini di interesse per le banche. Questa aspettativa si è rivelata corretta, con gli spread in rally dai massimi di aprile, raggiungendo 94 pb in EUR, 87 pb in USD e 102 pb nel Regno Unito. In Europa, gli strumenti a beta più elevato, come i finanziari e il debito junior, hanno registrato una performance particolarmente positiva e hanno sovraperformato i loro omologhi non finanziari. Alla fine del 2° trimestre, gli spread hanno completamente invertito l'allargamento indotto dai dazi e in EUR sono più stretti di circa 10 pb da inizio anno, con l'IG statunitense e britannico che mostrano entrambi solo piccoli aumenti di circa 6 pb.

**Gli attuali livelli di spread sono notevolmente bassi, tenendo presente l'aumento delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente e un mese record per le nuove emissioni quest'anno.** Dopo un aprile in sordina, in cui i mercati primari hanno quasi congelato, maggio ha visto una ripresa molto forte dei volumi di nuove emissioni sia in EUR che negli Stati Uniti, portando le nuove emissioni da inizio anno del 2,4% e del 5,2% in più rispetto all'anno precedente rispettivamente in EUR e negli Stati Uniti. Le aziende sembrano valutare il rischio di costi di finanziamento più elevati in futuro, mentre gli investitori sembrano meno preoccupati. La domanda degli investitori statunitensi è eccezionalmente forte, come dimostrano gli spread bid-ask nel secondo percentile (periodo di otto anni), mentre la domanda in euro è forte ma al 25° percentile meno estrema. Tale forza della domanda sarà difficile da rafforzare ed è più a rischio di rivalutazione.

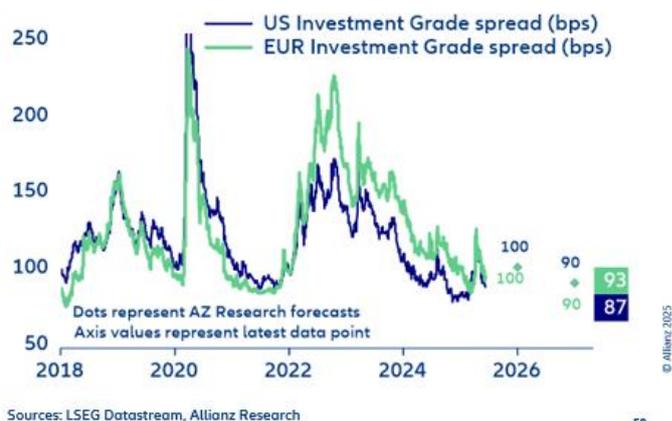
Figura 11: Gli spread investment grade si mantengono vicini ai minimi storici, intervalli di spread per rating IG, pb



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**In prospettiva, ci aspettiamo una lieve pressione al rialzo degli spread creditizi in euro e negli Stati Uniti rispetto agli attuali bassi livelli, fino a quando l'incertezza innescata dai dazi e dalle tensioni geopolitiche non sarà risolta.** Si prevedono ancora ulteriori picchi di volatilità che potrebbero riemergere una volta terminata la tregua tariffaria annunciata dall'amministrazione statunitense, o dalla politica statunitense (ad es. una riapertura del dibattito sulla Sezione 899), il conflitto in Medio Oriente o nuovi eventi di rischio. Dato che le attuali valutazioni elevate riflettono a malapena il livello dei rischi macroeconomici, sarebbe giustificato aumentare la qualità all'interno dell'asset class e ridurre la duration degli spread. In questo contesto, le obbligazioni garantite e i titoli garantiti da attività appaiono più interessanti. In linea con le nostre previsioni di crescita aggiornate, ci aspettiamo che la volatilità nei mercati del reddito fisso si normalizzi e che gli spread continuino a essere scambiati al di sotto del range nel corso del 2026, prima che emerga un quadro più favorevole nel corso del prossimo anno.

Figura 12: Spread investment grade, pb



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**I fondamentali del debito sovrano dei mercati emergenti rimangono resilienti, ma i livelli di spread ridotti sulle obbligazioni in valuta forte (HC) e una possibile inversione del trend valutario potrebbero limitare il potenziale di rialzo in futuro.** Il debito sovrano dei mercati emergenti ha registrato una forte performance nonostante l'aumentata incertezza e le tensioni geopolitiche: il debito HC ha reso circa il 5%, mentre il debito in valuta locale (LC) è salito di oltre il 10%. Oltre ai fondamentali solidi, come suggerito dal trend positivo di aggiornamento del credito netto in tutta la regione, la tesi contestata dell'eccezionalismo statunitense e l'ampio deprezzamento del dollaro hanno svolto un ruolo chiave. La debolezza del dollaro è particolarmente vantaggiosa per il debito LC, in quanto la componente valutaria ha rappresentato oltre la metà del rendimento totale e offre alle banche centrali dei mercati emergenti più spazio per ulteriori tagli dei tassi. Negli ultimi mesi, i flussi di portafoglio verso il debito dei mercati emergenti sono notevolmente migliorati, in quanto il sentiment è diventato più positivo nei confronti di questa asset class storicamente sottoallocata. Ciononostante, permangono venti contrari: gli spread HC si sono compressi ai livelli più bassi degli ultimi cinque anni, mentre il rischio geopolitico è ancora elevato, e i rendimenti LC potrebbero essere indeboliti se il dollaro tornasse a guadagnare. Rimaniamo cautamente ottimisti riguardo al debito sovrano dei mercati emergenti, ma ci aspettiamo rendimenti corretti per il rischio più modesti nella seconda metà dell'anno.

**Negli ultimi cinque anni, l'azionario dei mercati emergenti ha sovraperformato i titoli dei mercati sviluppati come raro punto di svolta, segnando un'inversione di tendenza decisiva.** Le azioni dei mercati emergenti hanno costantemente sottoperformato le azioni dei mercati sviluppati per quattro anni e hanno messo in scena una ripresa inaspettata in un anno di incertezza. Oltre ai venti contrari ai dazi più miti del temuto, anche i fattori interni hanno contribuito alla forte performance di diversi pesi massimi: il settore tecnologico cinese ha registrato un rally dal lancio di DeepSeek e la situazione politica si è stabilizzata in Corea del Sud con l'elezione di un presidente orientato alle riforme. Anche la debolezza del dollaro ha giocato un ruolo significativo, soprattutto per le azioni taiwanesi, dove il rendimento in valuta locale è stato leggermente negativo, ma il guadagno in dollari ha superato il 10%. Le azioni brasiliane, come altre azioni dell'America Latina, hanno registrato un forte rimbalzo dopo il forte calo dello scorso anno e sono state meno colpite o addirittura hanno beneficiato dei dazi statunitensi. Le valutazioni dei titoli dei mercati emergenti si stanno avvicinando a una deviazione standard rispetto alla media di lungo termine, ma rimangono fortemente scontate rispetto alle controparti dei mercati sviluppati, in particolare negli Stati Uniti. Il momentum positivo dovrebbe attirare ulteriori capitali in questo segmento strutturalmente sottoallocato. Un'inversione della tendenza valutaria e un'eventuale nuova escalation della guerra commerciale rimangono i rischi principali.

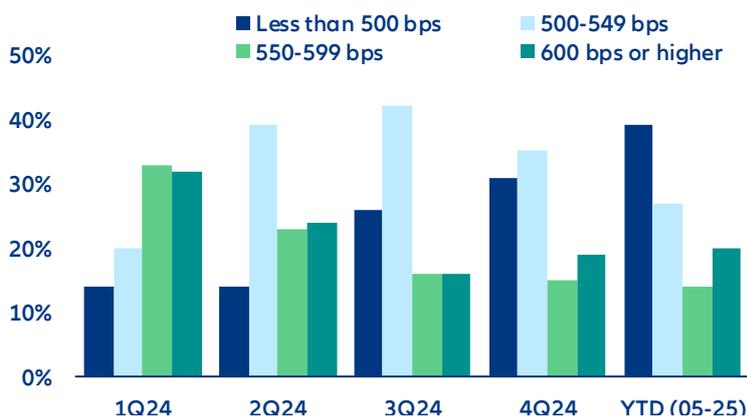
**I mercati privati hanno iniziato il 2025 con rinnovata fiducia: l'attività delle operazioni era in ripresa, la raccolta di fondi si stava stabilizzando e il sentiment stava migliorando.** Tuttavia, questo slancio risollevato è stato interrotto dal "Liberation Day", quando i nuovi dazi hanno innescato un forte aumento dell'incertezza geopolitica e commerciale. Ciò ha portato a un'interruzione ampia, anche se temporanea,

delle operazioni in tutte le asset class, in particolare nei settori transfrontalieri e esposti alla catena di approvvigionamento. Nonostante la battuta d'arresto, la domanda strutturale di asset privati rimane forte. I LP stanno allocando in modo più selettivo, privilegiando i gestori con profondità operativa, esperienza settoriale e capitale flessibile. Anche l'azzeramento delle valutazioni e la continua dislocazione tra mercati pubblici e privati stanno creando punti di ingresso per gli investitori ad alta convinzione. In un ambiente più frammentato e consapevole del rischio, è probabile che l'adattabilità e la precisione definiscano la sovraperformance.

**Il rimbalzo del private equity ha subito turbolenze proprio mentre stava guadagnando quota.** Dopo due anni tranquilli, il 2025 è iniziato con un miglioramento delle distribuzioni e una rinnovata attività di deal, soprattutto in Europa. Ma il contesto post-dazi ha introdotto nuova incertezza, in particolare per quanto riguarda i tempi di uscita, i cambiamenti normativi e l'esposizione fiscale sotto una possibile seconda amministrazione Trump. Gli sponsor hanno risposto abbracciando strutture più complesse come i veicoli di continuazione e i carve-out e gli accordi tra pubblico e privato sono tornati al centro dell'attenzione. Sebbene i volumi e le uscite principali possano vacillare limitando le distribuzioni, è probabile che persistano opportunità in settori resilienti come la sanità, i servizi alle imprese e la tecnologia, fornendo ancora un po' di vento favorevole per l'asset class come preziosa proposta di rendimento corretto per il rischio.

**Quando la volatilità toma, i finanziatori diretti tendono a brillare e il 2025 non fa eccezione.** Mentre i mercati dei prestiti sindacati si bloccavano dopo il Liberation Day, il direct lending è intervenuto per offrire certezza e velocità. L'attività ha tenuto forte nonostante i venti contrari macroeconomici, con gli istituti di credito che si sono concentrati su crediti di alta qualità in settori meno vulnerabili agli attriti commerciali, portando così a una contrazione degli spread (Figura 13). Mentre i mutuatari nei settori industriale e dei consumi devono affrontare un controllo crescente, il sentiment generale rimane costruttivo. Con l'abbondanza di dry powder, l'aumento delle esigenze di rifinanziamento e gli sponsor cauti alla ricerca di partner affidabili, nonostante sia un po' sovraffollato, il debito privato continua a offrire un profilo di rischio-rendimento interessante nei mercati privati.

Figura 13: Distribuzione degli spread di prestito diretto per i mutuatari garantiti da PE



Fonte: PitchBook | LCD, Allianz Research (Geografia: Stati Uniti ed Europa)

**Il settore immobiliare sta trovando la sua strada, ma il terreno rimane irregolare.** L'inizio del 2025 ha portato un po' di sollievo: la logistica e gli asset multifamiliari hanno registrato un miglioramento del sentiment e un modesto aumento del volume delle operazioni. Tuttavia, gli aumenti dei costi dovuti ai dazi, l'incertezza sui tassi d'interesse e la riduzione dei capitali a livello globale stanno frenando la ripresa. La raccolta fondi di base è ancora debole e il divario tra domanda e offerta persiste. Tuttavia, le opportunità si stanno diffondendo in segmenti legati alla domanda demografica e strutturale – logistica urbana, alloggi per studenti e asset in difficoltà selezionati – che richiedono pazienza e un profondo coinvolgimento operativo.

**Nel 2025 le infrastrutture sono passate da un'allocazione difensiva a una strategia offensiva.** I governi stanno raddoppiando gli investimenti nella transizione energetica, nelle infrastrutture digitali e nei trasporti resilienti, creando una ricca pipeline di opportunità. Mentre il "Liberation Day" ha portato una rinnovata attenzione alla proprietà nazionale e alla sicurezza della catena di approvvigionamento, sollevando ostacoli per gli accordi transfrontalieri, gli operatori infrastrutturali locali e i medici di base con forti relazioni con il settore pubblico sono ben posizionati. Con i flussi di cassa indicizzati all'inflazione, le lunghe durate e un ruolo strategico nella politica economica, le infrastrutture stanno attirando una crescente attenzione da parte dei LP che cercano stabilità a lungo termine in un contesto macroeconomico turbolento.

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.