

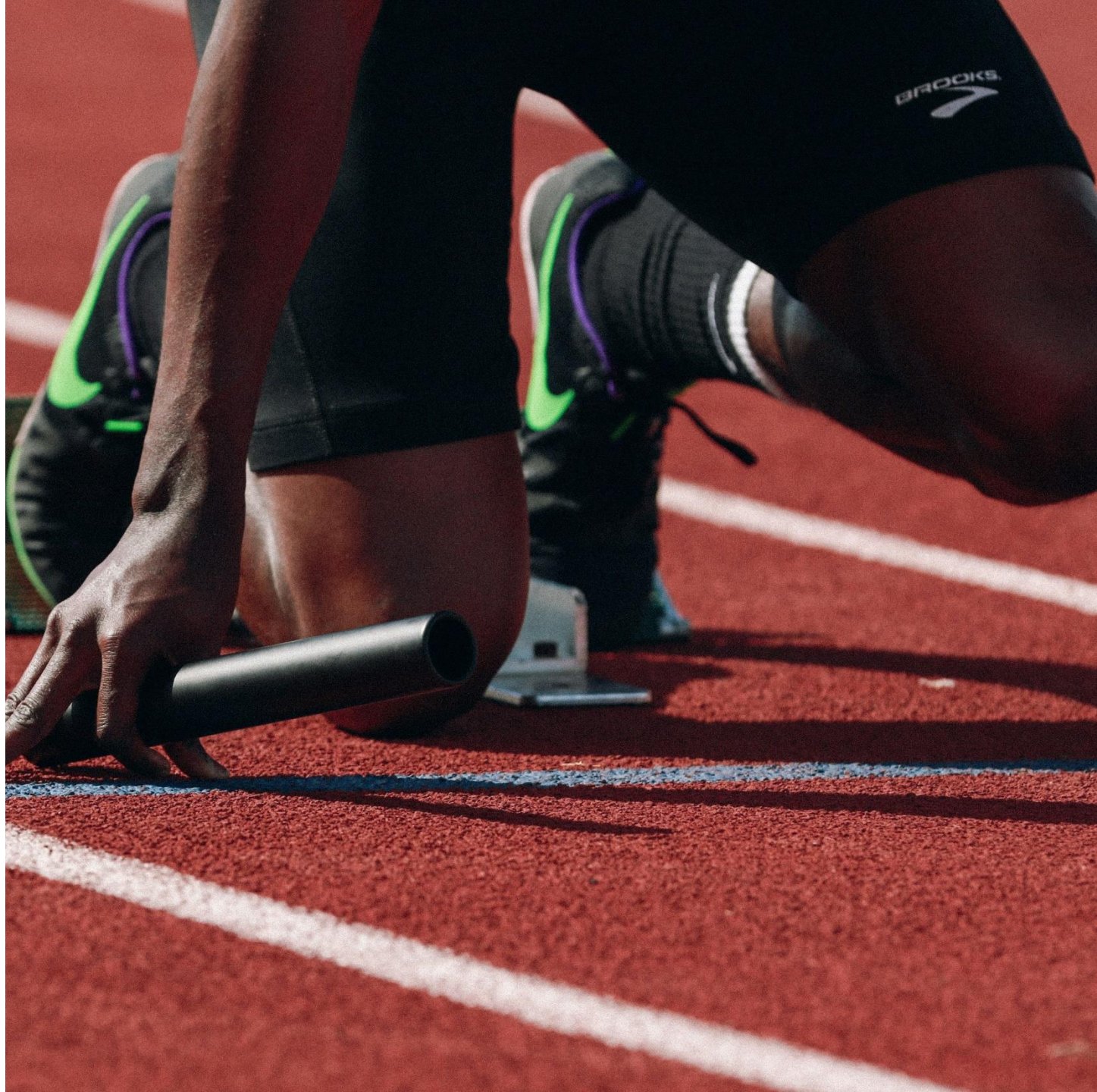


# Prospettive economiche di metà anno 2024-25: Giochi aperti?

Allianz Research

*Prospettive economiche e dei mercati dei capitali  
aggiornate alla fine del secondo trimestre 2024*

25 Giugno 2024



# Prospettive economiche di metà anno 2024-25: Giochi aperti?

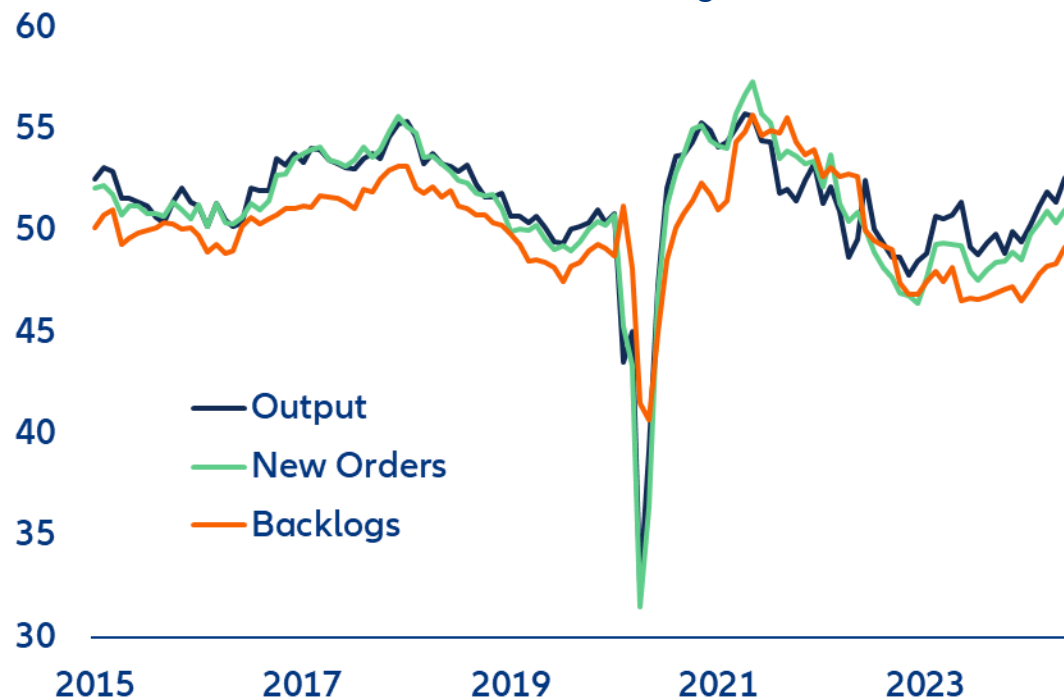
- 1 Pronti, costanti, lenti. La crescita globale ha toccato il fondo nel 1° semestre**, ma il settore manifatturiero mondiale è ancora in eccesso di offerta, con una domanda bassa soprattutto nell'Eurozona. I rischi di recessione persistono nell'Eurozona e aumentano negli Stati Uniti a causa dell'indebolimento del mercato del lavoro. Nel complesso, prevediamo una crescita del PIL globale del +2,8% nel 2024-25, con un rallentamento della crescita al +1,7% negli Stati Uniti e un raggiungimento del potenziale nell'Eurozona al +1,4% nel 2025. La Cina continuerà a gestire il suo rallentamento della crescita (+4,3% nel 2025).
- 2 Limiti da superare, per inseguire l'oro?** L'inflazione si sta moderando, anche se a un ritmo più lento, in particolare negli Stati Uniti, dove l'inflazione dei servizi rimane appiccicosa, ritardando il primo taglio della Fed a dicembre. La BCE taglierà ancora una volta a settembre, ma poi attenderà la FED prima di continuare il ciclo di allentamento nel 2025. Le banche centrali dei mercati emergenti rimangono in modalità di allentamento cauto, poiché il ritardo della Fed frena l'ottimismo.
- 3 Niente rischio, niente divertimento? I rischi restano inclinati al ribasso**, data l'accresciuta incertezza in un anno superelettorale. Il nostro scenario negativo (slittamento fiscale e aumento dei rischi geopolitici) comporterebbe una riduzione della crescita globale di -1,5 punti percentuali e un aumento dell'inflazione di +1 punto percentuale, che dovrebbe mantenere i tassi di interesse più alti più a lungo.
- 4 Allenarsi duramente, vincere alla grande. Il rilancio del ciclo degli investimenti è rimandato all'inizio del 2025**, poi sostenuto dall'allentamento delle condizioni finanziarie e monetarie, ma le aziende rimarranno in modalità "wait-and-see" per le decisioni di investimento più importanti, dato l'aumento dell'incertezza (geo)politica.
- 5 Inseguire i sogni. Il ritorno del consumatore europeo rimane timido**, poiché l'incertezza impedisce modelli di spesa ambiziosi e continua ad alimentare tassi di risparmio più elevati.
- 6 Perseguire la grandezza.** L'impulso fiscale è solo moderatamente negativo nelle principali economie avanzate e ulteriori sforzi di consolidamento fiscale saranno rimandati a dopo le elezioni. In Europa, tutti gli occhi saranno puntati sul percorso di aggiustamento dei sette Paesi non conformi alle nuove regole fiscali (Francia, Italia, Belgio, Polonia, Romania e Ungheria). La riduzione del rapporto debito pubblico/PIL richiede avanzi primari >1,5% del PIL in media (a fronte di deficit >-3% a fine 2023).
- 7 Forza svelata. I mercati emergenti possono beneficiare della diversificazione della catena di approvvigionamento.** La competitività dei costi è migliorata quasi ovunque dal 2015, ad eccezione dell'Europa centrale e orientale. Il Sud-Est asiatico sembra particolarmente ben posizionato per attrarre investimenti. La resilienza della domanda interna sosterrà la crescita del PIL in tutte le regioni fino al 2025, anche se rimarrà al di sotto del livello pre-crisi.
- 8 Passo della vittoria, corsa senza limiti. Gli utili societari sono solidi, ma il divario transatlantico persiste e gli investimenti sono al minimo.** Gli utili hanno resistito, ma il 60% dei settori statunitensi sta superando le performance dei colleghi europei. Il credito alle imprese rimane fiacco, poiché la maggior parte delle aziende sta investendo per compensare la svalutazione utilizzando risorse proprie, ma il 20% dei settori sta sottoinvestendo rispetto alla svalutazione.
- 9 Avanti, in alto, sul podio? Gli uffici statunitensi non sono ancora fuori pericolo.** Prevediamo che la valutazione del CRE raggiungerà il fondo nel 2024, con l'inizio del ciclo di allentamento. Tuttavia, gli uffici statunitensi continuano a soffrire di venti contrari strutturali. I tassi di affitto hanno raggiunto livelli record in presenza di una domanda debole, l'attività di investimento rimane anemica nonostante le significative correzioni dei prezzi delle transazioni e alcune perdite di valutazione devono ancora essere interiorizzate dagli operatori del mercato.
- 10 Il sudore paga i dividendi. I mercati continuano a crescere.** I mercati azionari globali stanno registrando buone performance grazie alla forte tenuta degli utili e a tendenze di medio termine come l'intelligenza artificiale, il cambiamento climatico e il reshoring. Nonostante le elevate valutazioni delle azioni statunitensi, prevediamo rendimenti a due cifre nel 2024, se il perno della politica rimarrà in vigore e gli utili resisteranno. È probabile che i graduali cambiamenti di politica riducano i rendimenti a lungo termine, con i Bund tedeschi potenzialmente interessati da una domanda di beni rifugio. Negli Stati Uniti, gli ampi disavanzi fiscali potrebbero far salire i rendimenti a lungo termine più a lungo. La domanda di credito societario rimane forte, con rendimenti interessanti nonostante gli spread ristretti. Gli spread societari dovrebbero rimanere stabili grazie alla tenuta degli utili e alle metriche di debito gestibili.

# Macroeconomia globale 2024-2025

# La crescita ha toccato il fondo nel primo semestre

Le prospettive di attività stanno migliorando grazie all'accelerazione del commercio globale

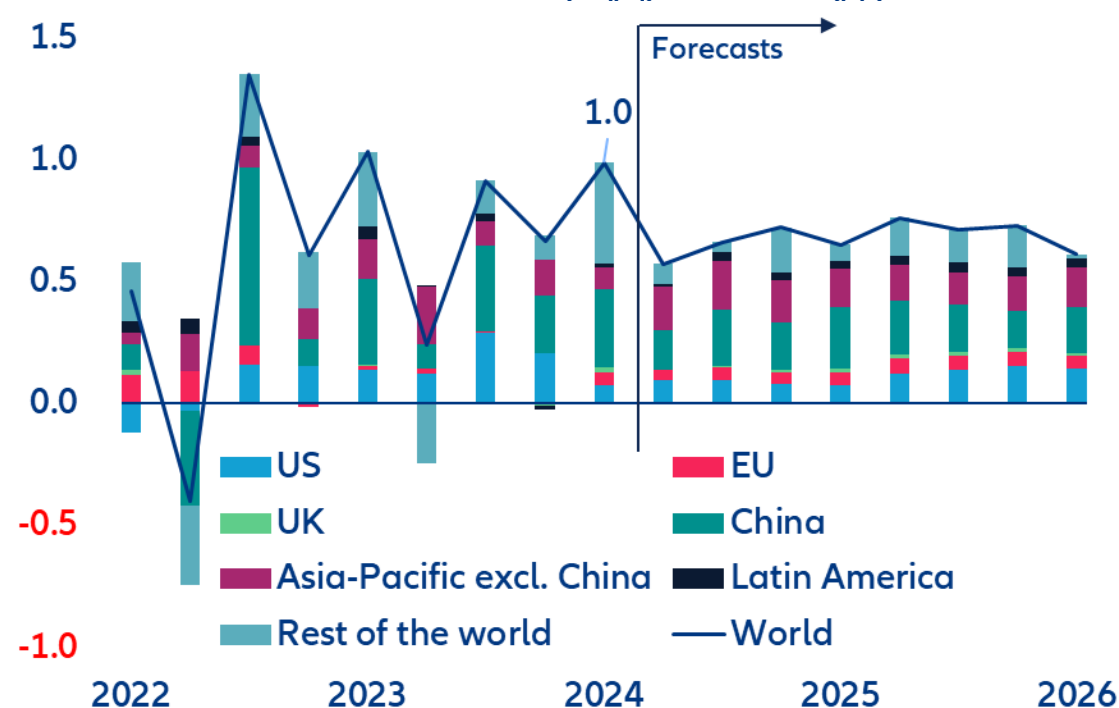
Sottoindici PMI manifatturiero globale



Fonti: S&P Global, Allianz Research

Crescita globale in ripresa nella seconda metà del 2024 grazie alla ripresa del commercio e dei consumi netti

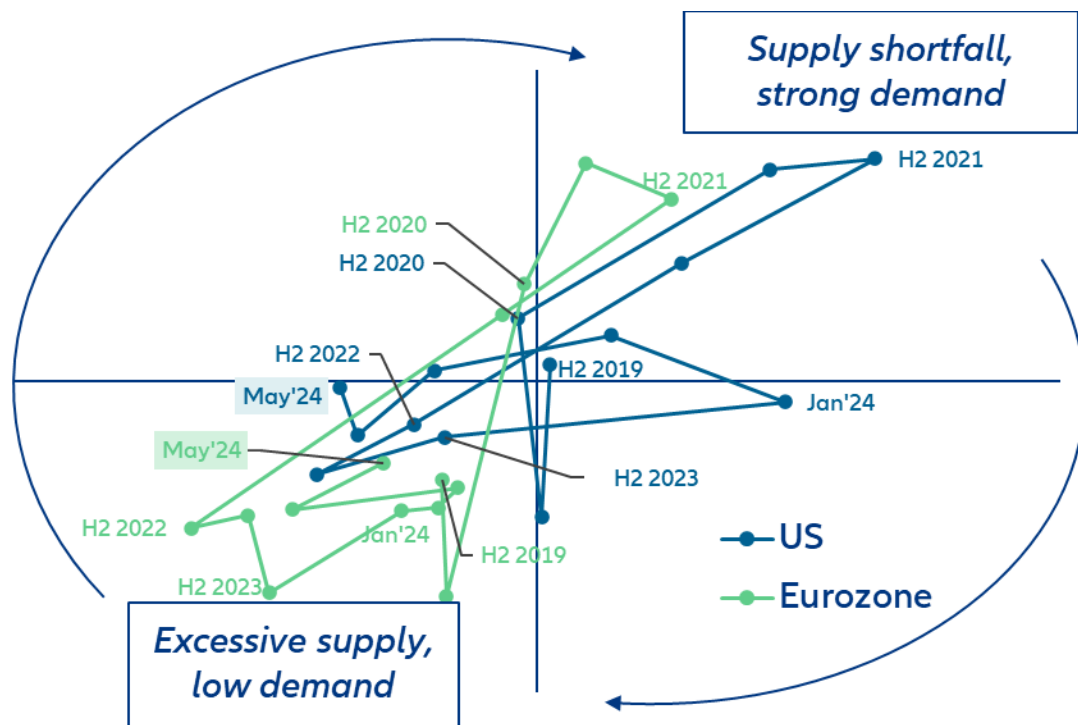
Crescita del PIL mondiale (%q/q) e contributi (pp)



Fonti: Allianz Research

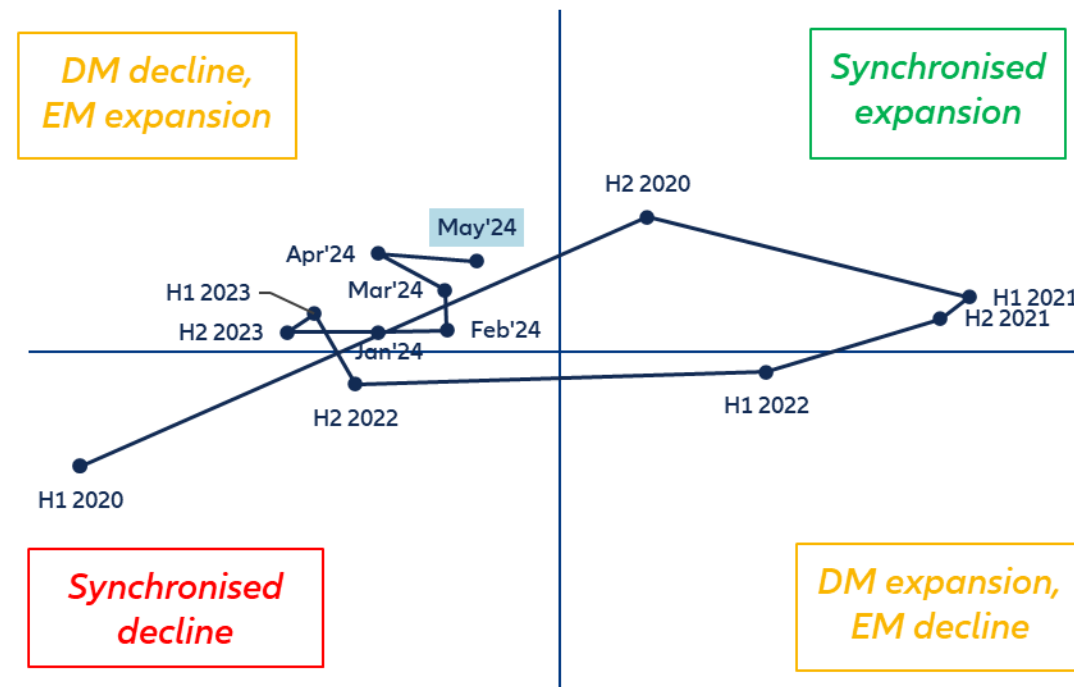
# La produzione globale è ancora in eccesso di offerta, con una domanda particolarmente bassa nell'Eurozona

L'offerta manifatturiera eccessiva e la bassa domanda indicano una bassa pressione sui prezzi



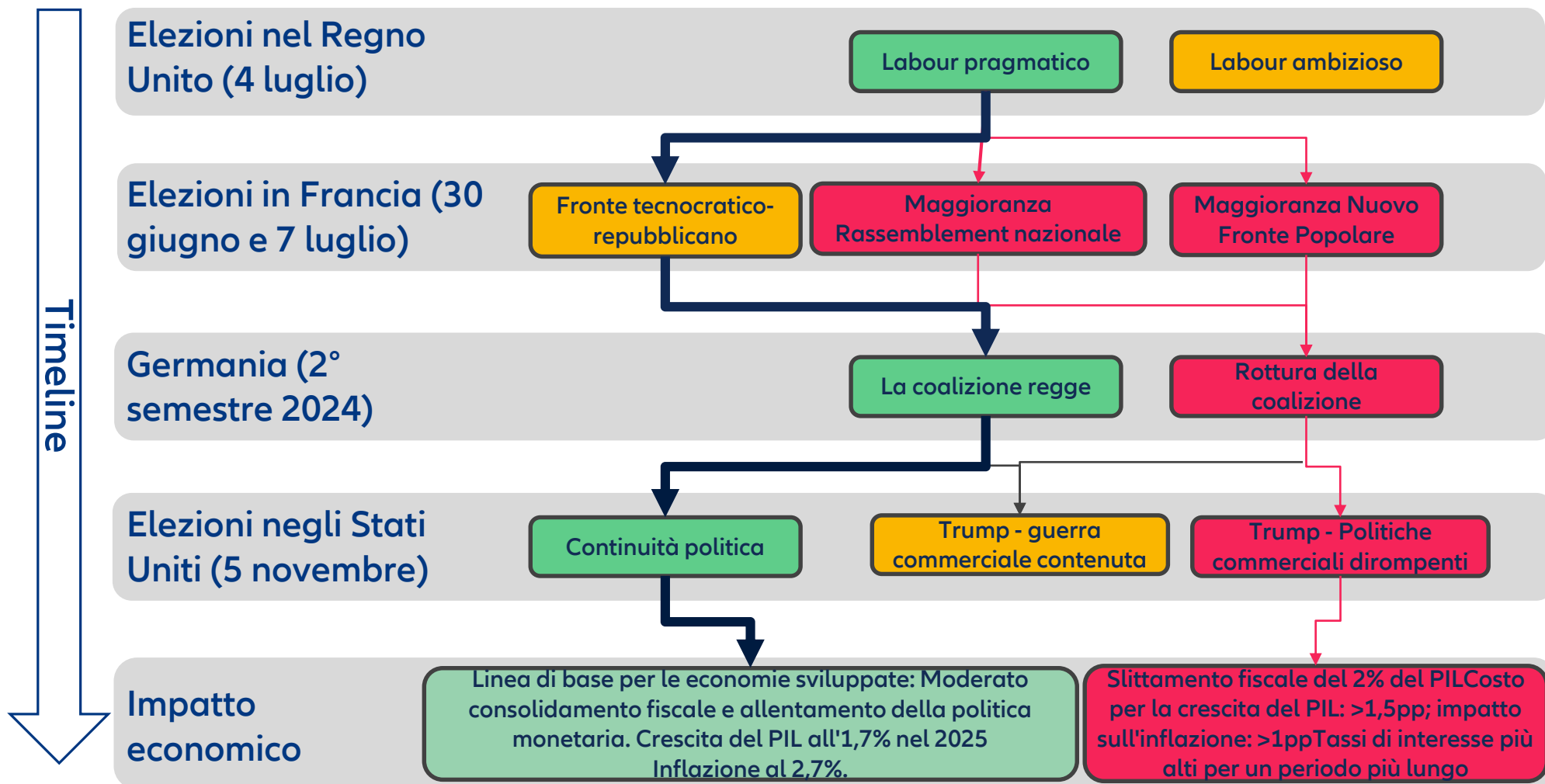
Nota: l'asse orizzontale rappresenta l'indice del deficit di produzione (Nuovi ordini - Produzione), l'asse verticale rappresenta l'indice della domanda (Nuovi ordini + Arretrati di lavoro). Fonti: S&P Global, Allianz Research

La domanda manifatturiera dei mercati sviluppati è ancora debole, mentre i mercati emergenti sono migliorati



Nota: l'asse orizzontale rappresenta la domanda nei mercati sviluppati, quello verticale la domanda nei mercati emergenti. Fonti: S&P Global, Allianz Research

# I rischi sono al ribasso, dato che un anno super-elettorale e conflitti globali in corso



Conflitti geopolitici in corso in Russia-Ucraina, Medio Oriente e tensioni nel Mar Cinese Meridionale e a Taiwan. La nostra linea di base: Nessuna ulteriore escalation significativa.

# Cosa un governo Trump comporterebbe per l'economia e i mercati dei capitali negli Stati Uniti

		Continuità politica (50%)				Trump - contenuta guerra commerciale (25%)		Trump - politica commerciale dirompente (20%)	
		<i>Moderata stretta fiscale; aumento delle tariffe doganali concentrato sulla Cina</i>				<i>Guerra commerciale contenuta (aliquota tariffaria effettiva USA al 4,5%); maggiori controlli alle frontiere sulle importazioni; moderata espansione fiscale finanziata dalle entrate doganali</i>		<i>Guerra commerciale in piena regola (aliquota tariffaria effettiva USA al 12%); maggiori controlli alle frontiere sulle importazioni Espansione fiscale finanziata dalle entrate doganali, ma economia più debole aumento del deficit</i>	
Indicatori economici	Unità	2023	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Crescita del PIL reale	%	2.5	2.3	1.7	2.2	1.2	1.9	0.3	1.6
Inflazione	%	4.1	3.0	2.0	2.1	3.6	2.8	4.2	2.5
Deficit fiscale	% del Pil	6.2	5.6	6.1	5.7	6.2	5.8	6.9	6.6
Tasso di riferimento della Fed	%(eop)	5.5	5.25	4.0	3.25	5.25	3.75	5.5	2.75
Indicatori di mercato	Unità	2023	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
10y Tasso del Tesoro	%	3.87	4.00	3.80	3.60	4.20	3.80	4.30	3.50
IG – Corp. spread	bps	104	100	90	80	110	90	200	160
HY – Corp. spread	bps	334	330	320	310	360	330	600	450
S&P 500	ytd%	26	13	9	7	7	12	-15	10

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# Cosa un governo Labour significherebbe per l'economia e i mercati dei capitali nel Regno Unito

				Governo laburista pragmatico (80% di probabilità)		Governo laburista ambizioso (20% di probabilità)	
				<i>Moderato consolidamento fiscale in vista; crescita del PIL inferiore (1,5% in termini reali); sterlina stabile entro il 2027, moderati guadagni nel FTSE 250 (+2%) e nei gilt.</i>		<i>Forte risanamento dei conti pubblici nel 2026; calo della crescita del PIL reale allo 0,7%; deprezzamento della sterlina del -7% a causa della fuga di capitali; FTSE 250 in calo del -13% e gilt al 4,0% nel 2025</i>	
Indicatori economici	Unità	2023	2024	2025	2026	2025	2026
Crescita del Pil reale	%	0.1	1.3	1.9	1.5	2.4	0.7
Inflazione	%	7.3	2.6	2.2	2.2	3.5	3.1
Deficit fiscale	% del Pil			-0.4	-0.3	-1.6	-1.6
Tassi di interesse chiave della BoE	fine anno %	5.25	4.75	3.75	3.00	4.25	3.50
Indicatori di mercato	Unità	2023	2024	2025	2026	2025	2026
10y Bond yield	%	3.50	3.70	3.50	3.20	4.00	3.70
IG – Corp. spread	bps	134	120	120	110	170	160
HY – Corp. spread	bps	515	440	410	380	650	550
FTSE 100	ytd%	3.8	5	7	6	8	2
FTSE 250	ytd%	4.4	4	5	5	<b>-13</b>	3

Fonti: OBR, LSEG Datastream, Allianz Research



# Cosa un governo RN vs sinistra/estrema sinistra può comportare per l'economia e i mercati dei capitali in Francia

			Fronte Tecnocratico Repubblicano (50%)	Maggioranza Rassemblement National (25%)	Maggioranza Nouveau Front Populaire (20%)
			<i>Moderata stretta fiscale dello 0,2% del PIL per tranquillizzare i mercati e la CE. Crescita del PIL invariata nel 2025</i>	<i>Espansione fiscale dell'1% del PIL nel 2025 a causa dell'inasprimento delle condizioni finanziarie.</i>	<i>Espansione fiscale dell'1,2% del PIL nel 2025-26; forte aumento del salario minimo; crescita del PIL ridotta di -0,3pp nel 2025 a causa dell'inasprimento delle condizioni finanziarie.</i>

Indicatori economici	Unità	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Crescita reale del Pil	%	1.1	0.9	1.3	0.8	1.0	0.8	1.0
Inflazione	%	4.9	2.3	1.8	2.3	1.7	2.3	2.2
Deficit fiscale	% del PIL	5.5	5.2	4.9	5.3	5.7	5.4	6.0

*A seconda dell'attuazione delle promesse elettorali, entrambi gli scenari possono avere le seguenti implicazioni sul mercato*

Risultati del mercato			Compra sui minimi		Aumento del premio per il rischio di FR		Euro crisi	
Indicatori di mercato	Unità	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025
10y OAT spread	%	53	60	50	90	70	120	90
ECB attiva TPI				No		Improbabile		Probabile
IG – Corp. spread	bps	133	120	120	250	190	190	150
CAC40	ytd%	16.5	+7	+10	-6	+5	-12	+9
Prezzi delle case	ytd%	-1.5	-2.4	+1.6	-3.2	+1.2	-3.7	+1.7

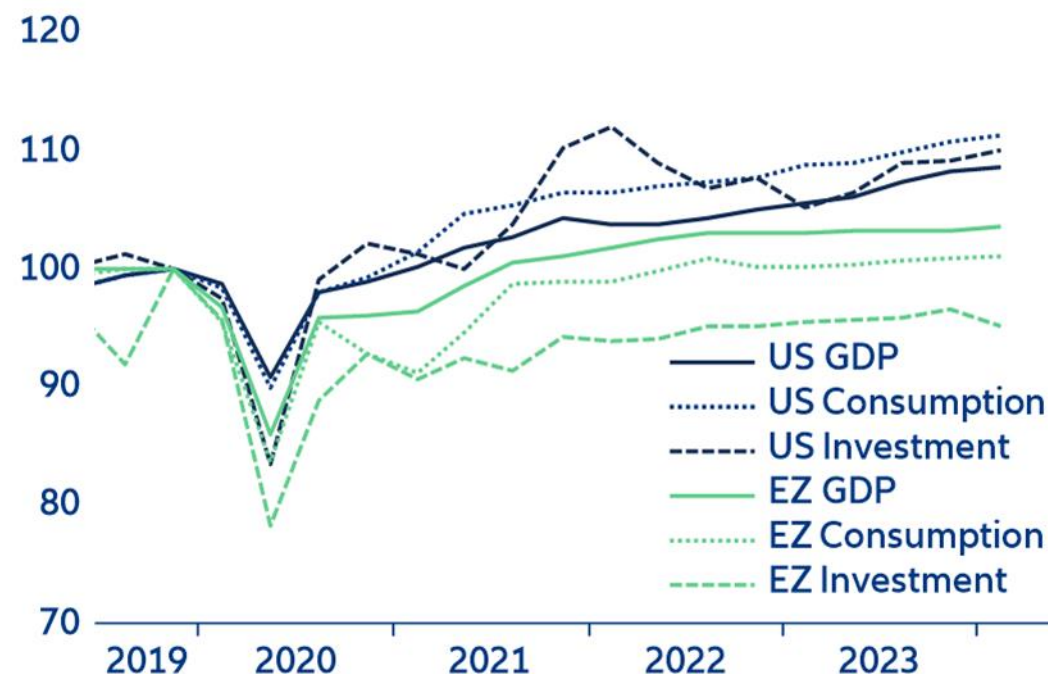
# In crescita il transatlantic divide

Crescita del PIL globale reale (%)

Growth (yearly %)	2021	2022	2023	2024f	2025f
<b>Global</b>	6.4	3.1	2.7	2.8	2.8
<b>USA</b>	5.8	1.9	2.5	2.3	1.7
<b>Latin America</b>	7.3	3.9	1.9	2.0	2.7
Brazil	5.1	3.1	2.9	2.0	2.4
<b>UK</b>	8.7	4.4	0.1	1.3	1.9
<b>Eurozone</b>	5.9	3.5	0.6	0.7	1.4
Germany	3.1	1.9	0.0	0.1	0.9
France	6.8	2.6	1.1	0.9	1.3
Italy	8.3	4.2	1.0	0.8	1.2
Spain	6.4	5.8	2.5	2.1	1.7
<b>Central and Eastern Europe</b>	6.1	1.0	1.1	2.2	3.2
Poland	6.9	5.9	0.1	2.2	3.2
Russia	5.9	-1.3	3.7	3.6	2.0
Türkiye	11.4	5.5	4.5	4.6	4.1
<b>Asia-Pacific</b>	6.8	3.2	4.4	4.2	4.0
China	8.5	3.0	5.3	5.0	4.3
Japan	2.6	1.0	1.9	0.2	1.2
India	9.4	6.5	7.8	6.8	6.5
<b>Middle East</b>	4.6	6.1	1.7	2.2	3.2
Saudi Arabia	5.1	7.5	-1.1	1.6	5.3
<b>Africa</b>	5.9	3.9	2.8	3.2	3.5
South Africa	5.0	1.9	0.7	1.4	1.4

Il transatlantic divide della domanda interna si trasferisce alle divergenze sulla crescita

Indice, Q4 2019=100

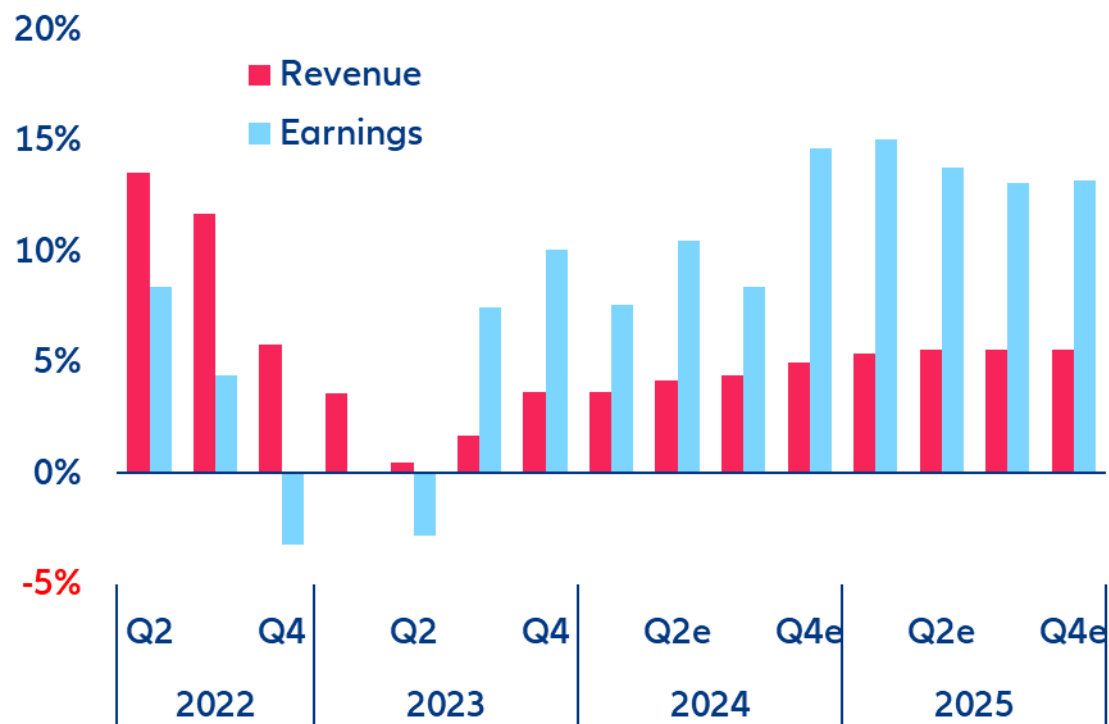


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# Il transatlantic divide è pure visibile nei dati finanziari corporate

## Gli Stati Uniti superano la crescita dei ricavi nel 60% dei settori

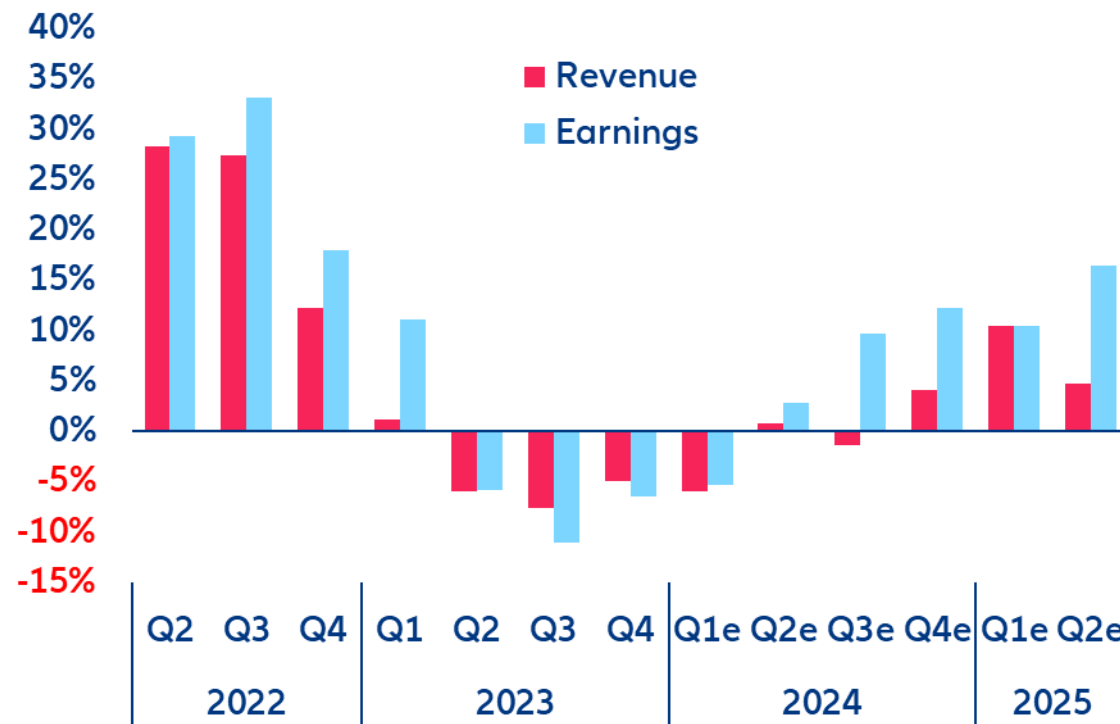
S&P 500 crescita degli utili e dei ricavi, a/a in %



Fonti: LSEG Refinitiv, Allianz Research

## Recessione dei guadagni in Europa

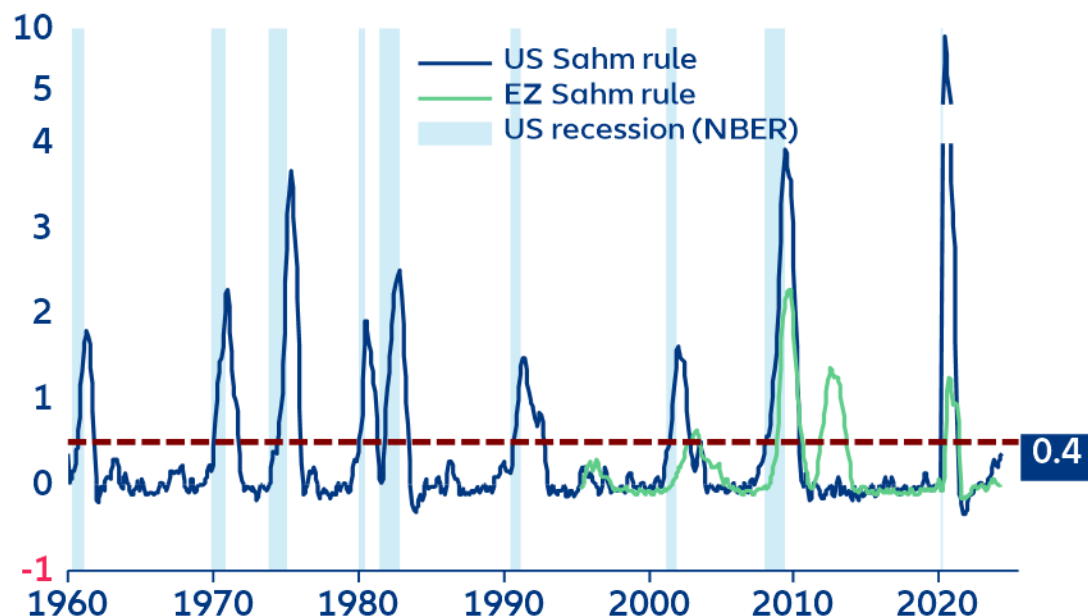
Stoxx 600 crescita degli utili e dei ricavi, a/a in %



Fonti: LSEG Refinitiv, Allianz Research

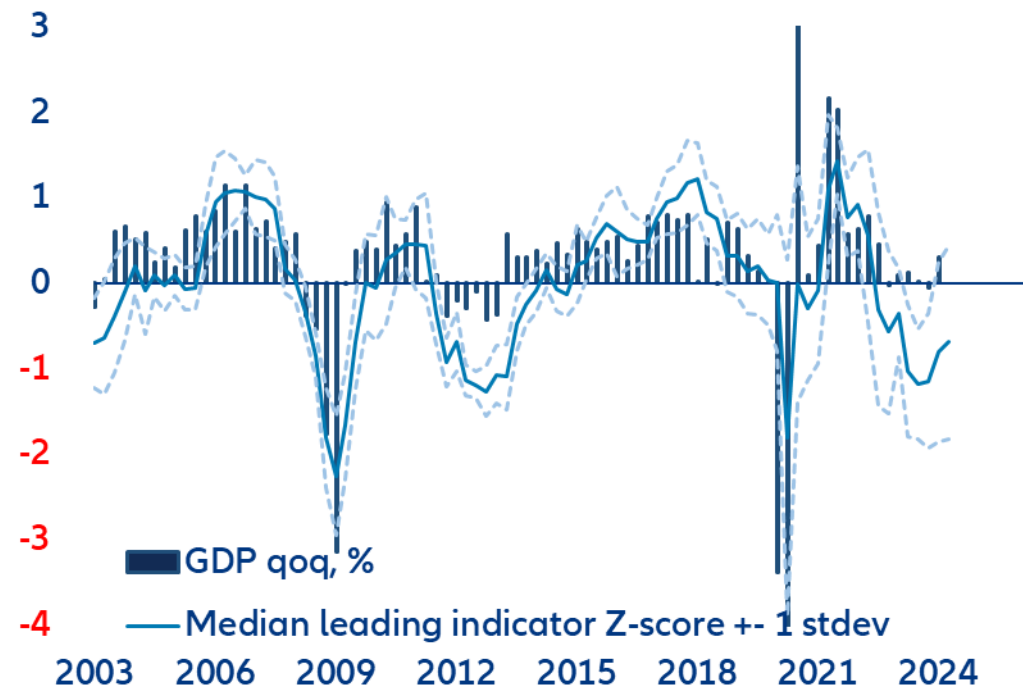
# Rischi di recessione ancora presenti nell'Eurozona, in crescita negli USA

Il mercato del lavoro statunitense indica rischi crescenti mentre il tasso di disoccupazione sale lentamente



Sources: LSGE Datastream, Allianz Research  
 Sham rule = three-month average of the unemployment rate – 12-month low. When it rises above 0.5 p.p. the rule predicts the early stage of a recession.

L'ampia dispersione degli indicatori anticipatori nell'Eurozona aumenta l'incertezza delle previsioni economiche

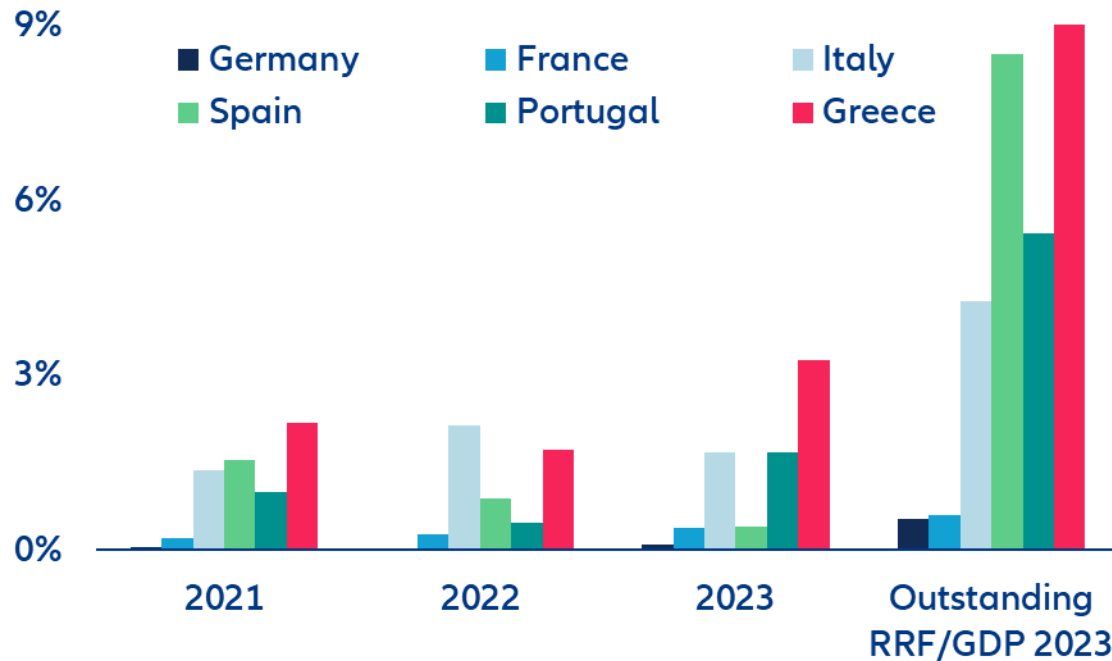


Fonti: LSGE Datastream, Allianz ResearchNote: L'indicatore anticipatore mediano è la mediana di diversi indicatori anticipatori normalizzati (Z-scores) come PMI, variazione della domanda di credito, sentimento economico, fiducia dei consumatori.

# Consolidamento fiscale rinviato dopo l'anno elettorale...

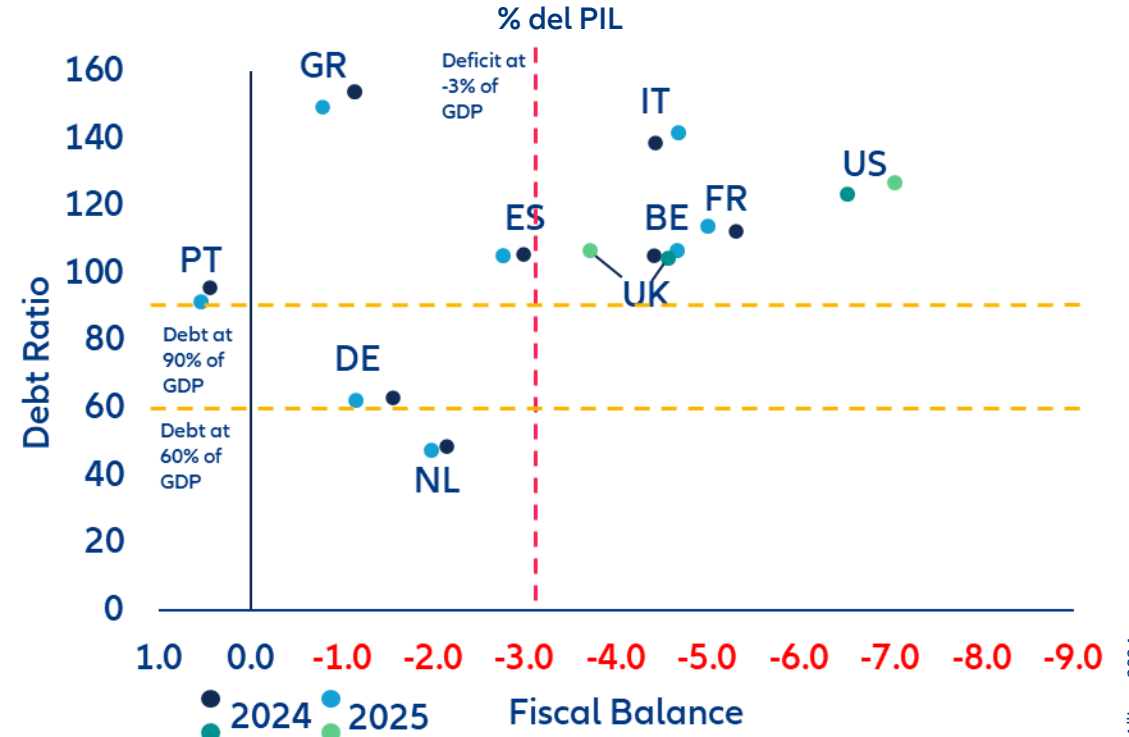
NGEU stimolerà gli investimenti nell'Europa (meridionale) poiché il 65% delle risorse sarà erogato nel 2024-26

NGEU fondi erogati e rimanenti, % del PIL



Fonti LSEG Datastream, Allianz Research

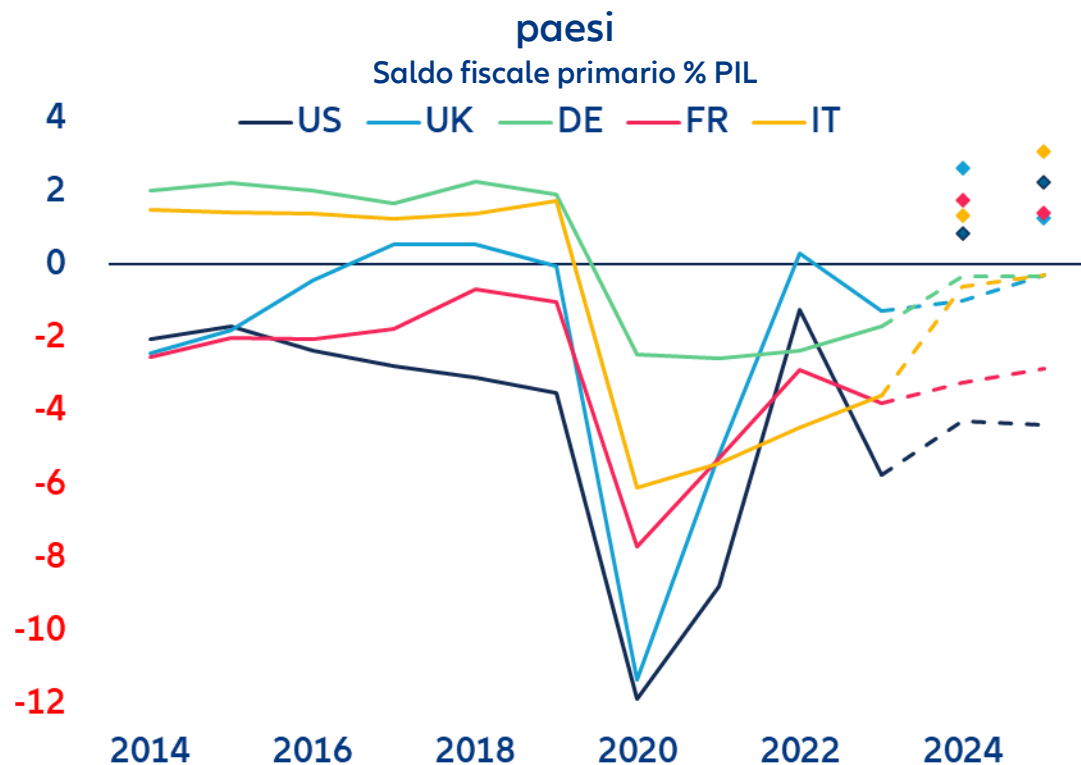
Potenziali violazioni delle nuove regole fiscali dell'UE all'orizzonte



Fonti: LSEG Datastream, FMI, CE AMECO, Allianz Research. Nota: i punti verdi si riferiscono ai paesi extra-UE, ai quali non si applica il quadro fiscale dell'UE

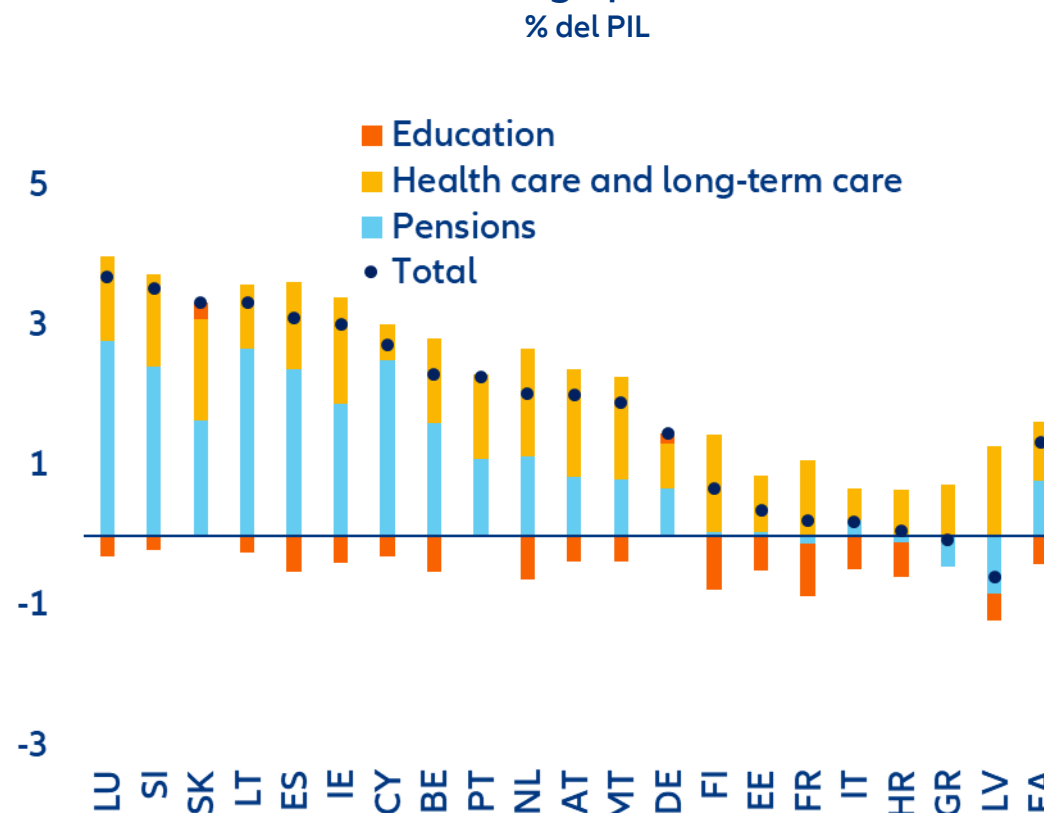
# ...e solo marginale se raffrontato alla necessità di stabilizzare il debito

Gli sforzi fiscali necessari per stabilizzare il rapporto debito/PIL sarebbero più elevati di quanto previsto per la maggior parte dei paesi



Fonti: LSEG Datastream, EC AMECO, Allianz Research. Nota: per i paesi con un rapporto debito/PIL previsto in aumento nel 2024-25, il saldo primario stabilizzante è riportato nel grafico.

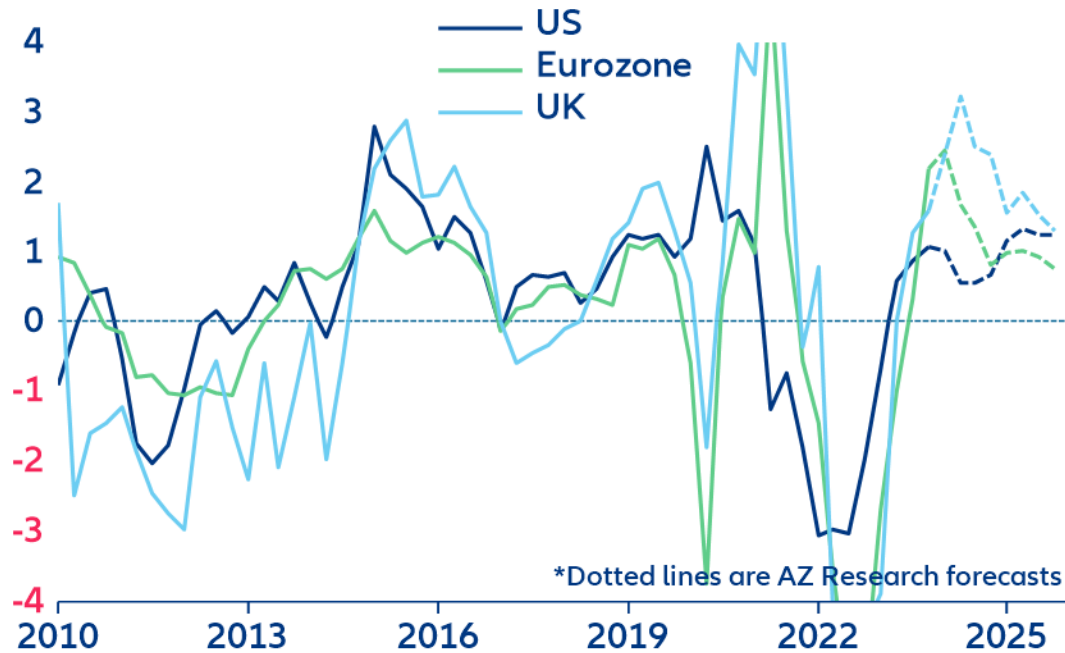
Le sfide strutturali richiedono sforzi fiscali ancora maggiori nel lungo periodo



Fonte: BCE

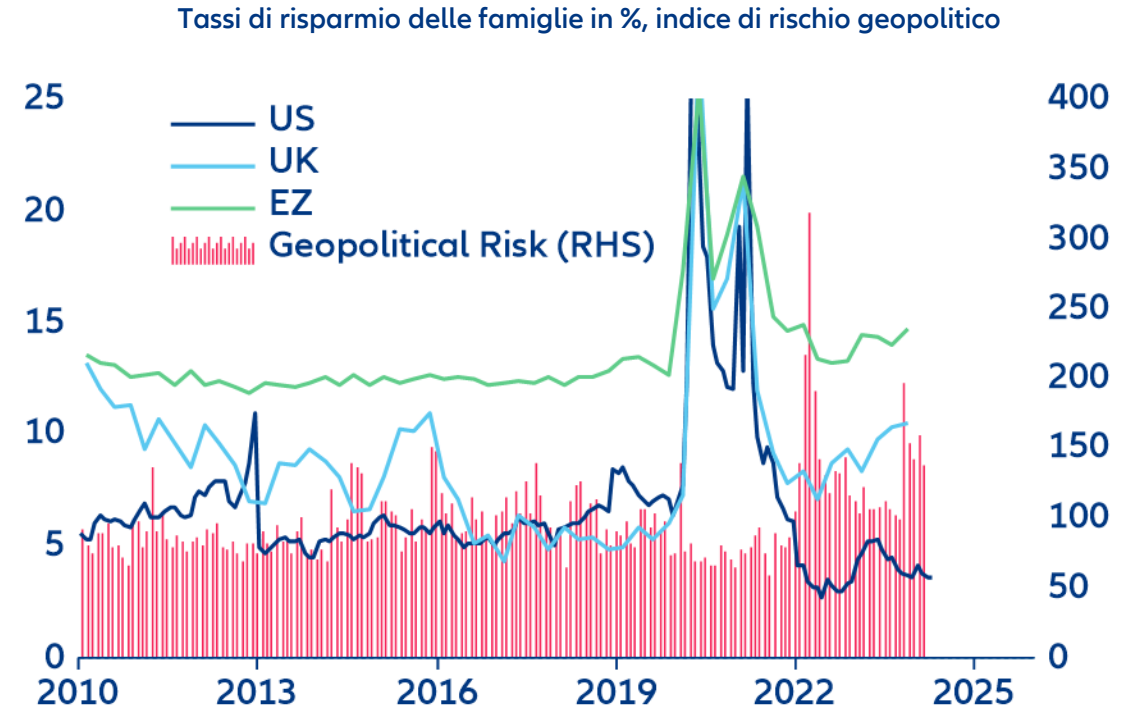
# Timido ritorno del consumatore poiché l'incertezza impedisce modelli di spesa ambiziosi

Crescita dei salari reali ancora lungi da raggiungere il suo apice  
Crescita dei salari reali, a/a in %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I tassi di risparmio tendono ad aumentare in un contesto incerto

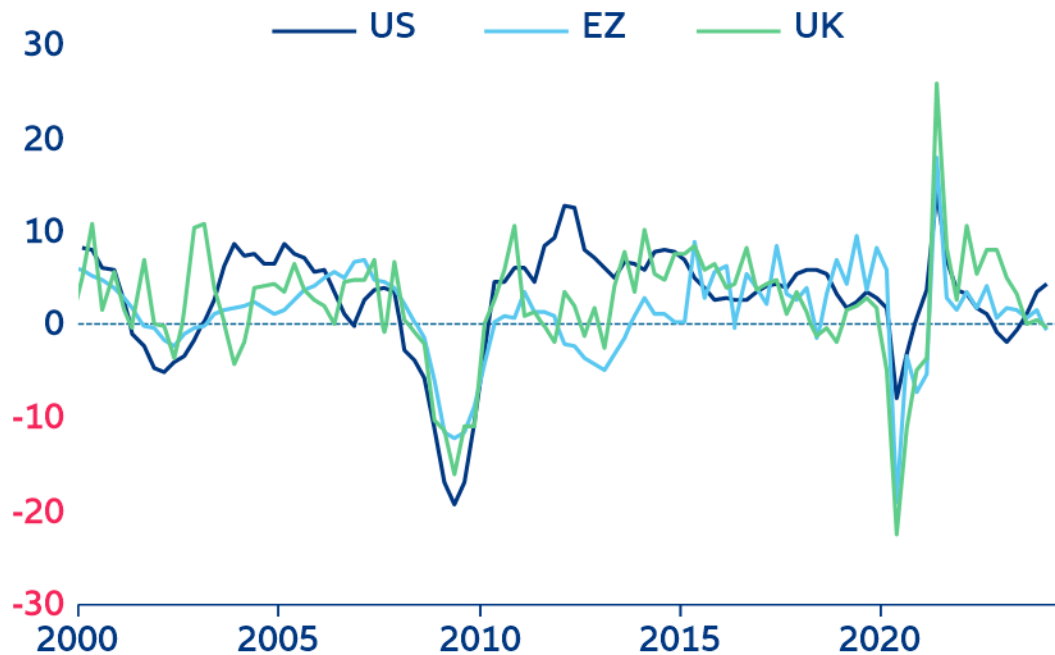


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# La rinascita del ciclo di investimenti deve ancora partire

## Investimento fisso ancora al ribasso

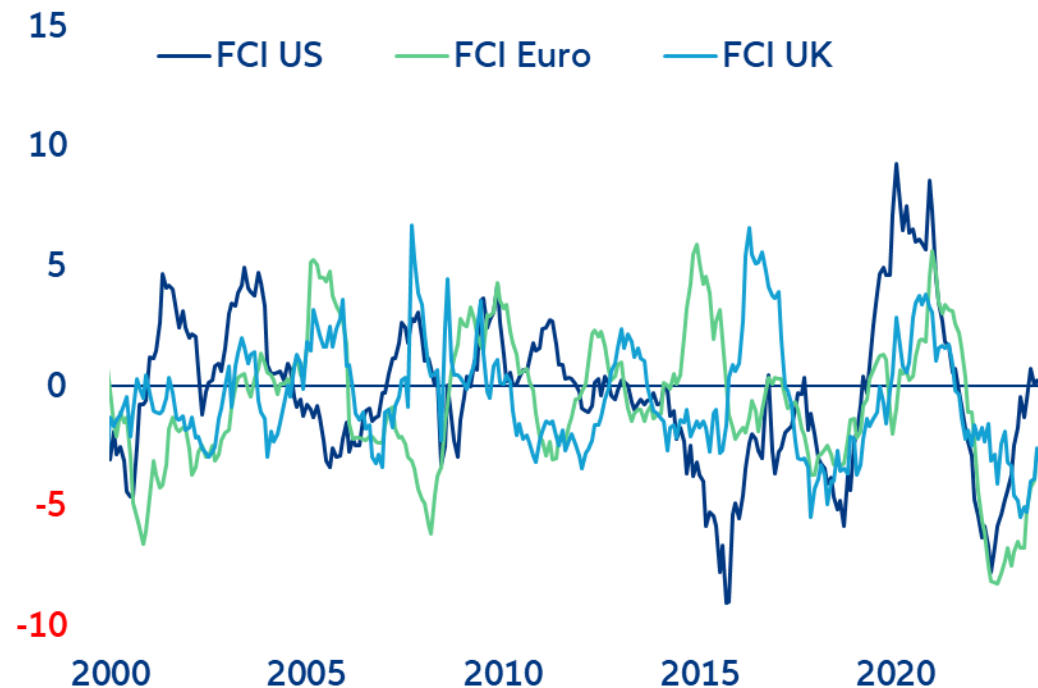
Investimenti fissi lordi, a/a in %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

## L'allentamento delle condizioni finanziarie dovrebbe sostenere una ripresa degli investimenti all'inizio del 2025

Punteggio Z basato su M1, prezzi azionari, tassi di interesse e FX



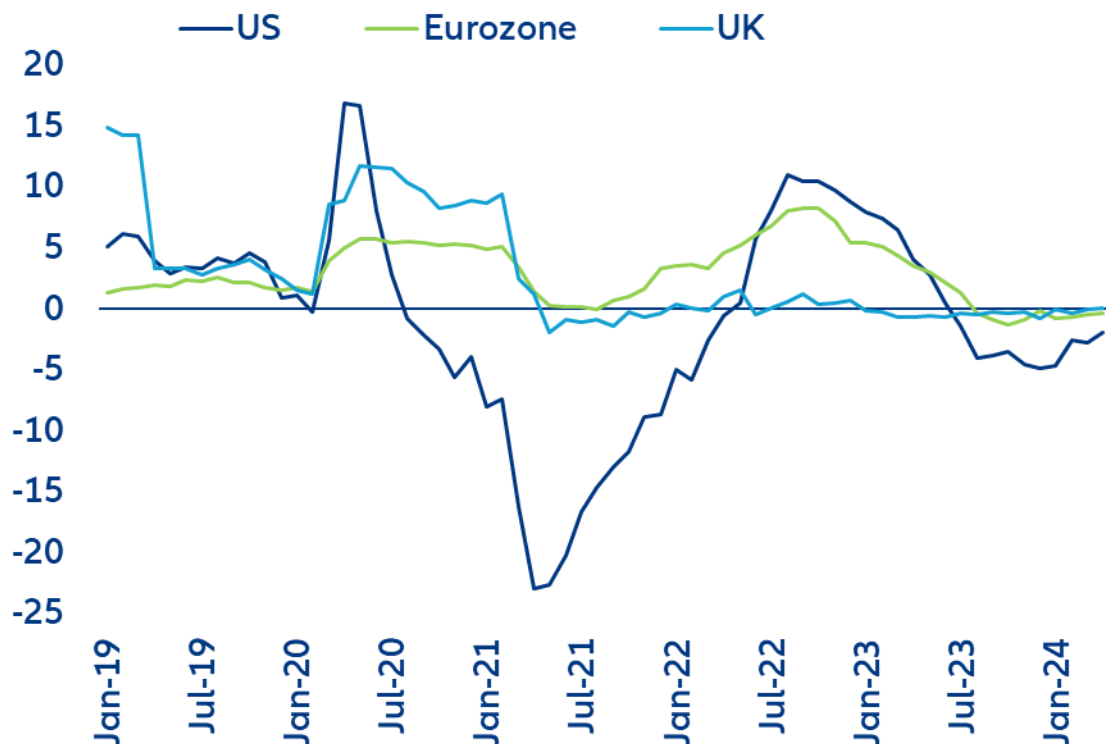
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research



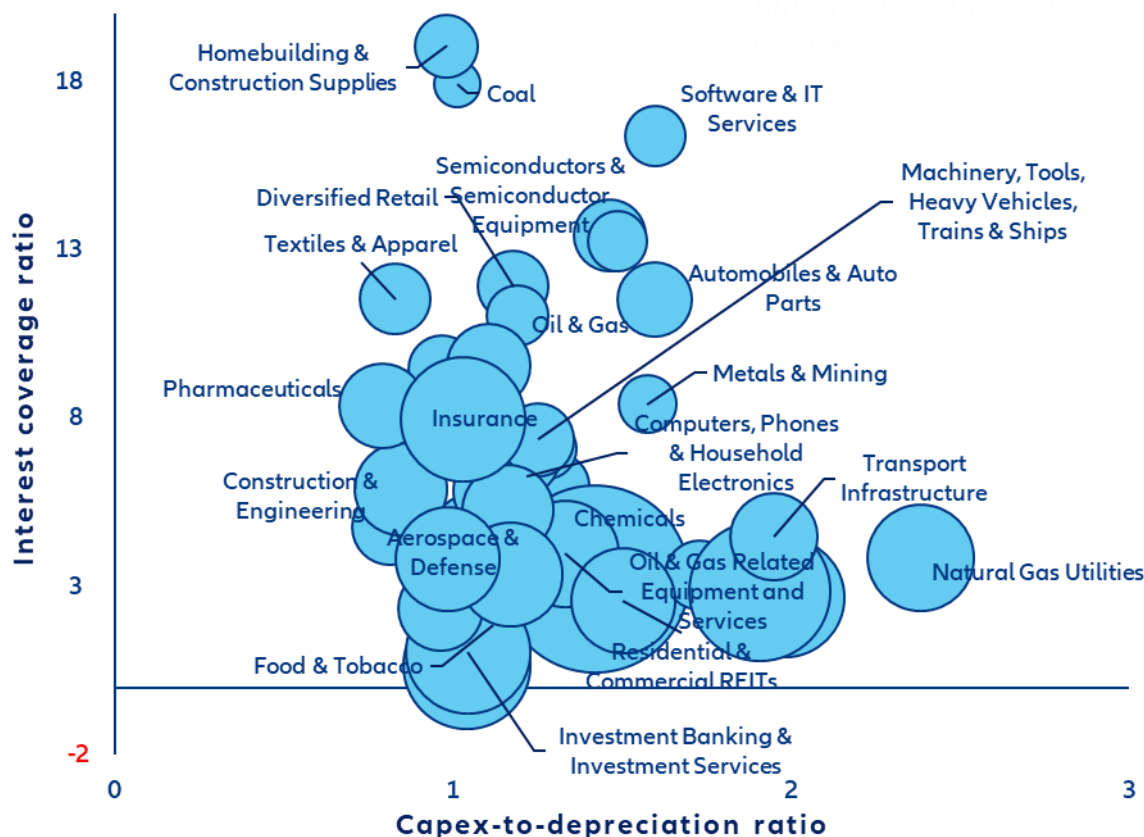
# Le aziende utilizzano le proprie risorse per mantenere le capacità produttive

## I prestiti alle società non finanziarie sono lenti

Prestiti in essere, a/a in %



## Solo 1 settore su 5 investe poco



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

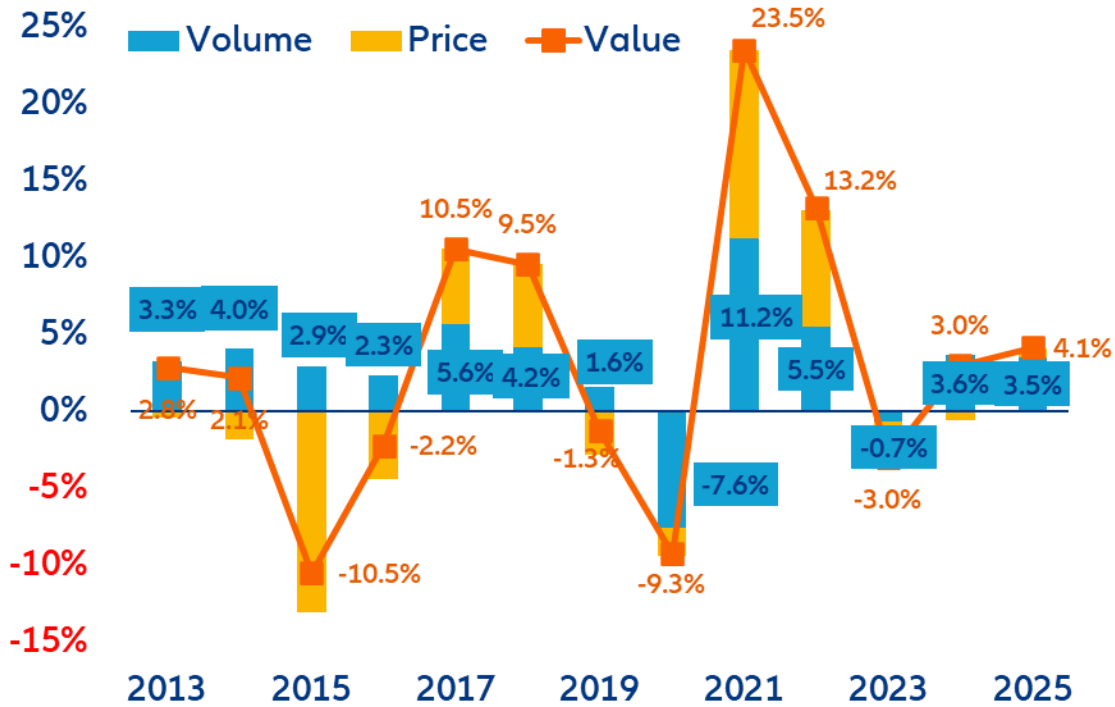
Fonti: LSEG Refinitiv, Allianz Research.

Dimensione della bolla: rapporto debito/patrimonio netto LT, più piccolo è, meglio è

# Il commercio rimbalza moderatamente in volume ma le pressioni sui prezzi restano al ribasso

La crescita del commercio globale dovrebbe restare sotto la media

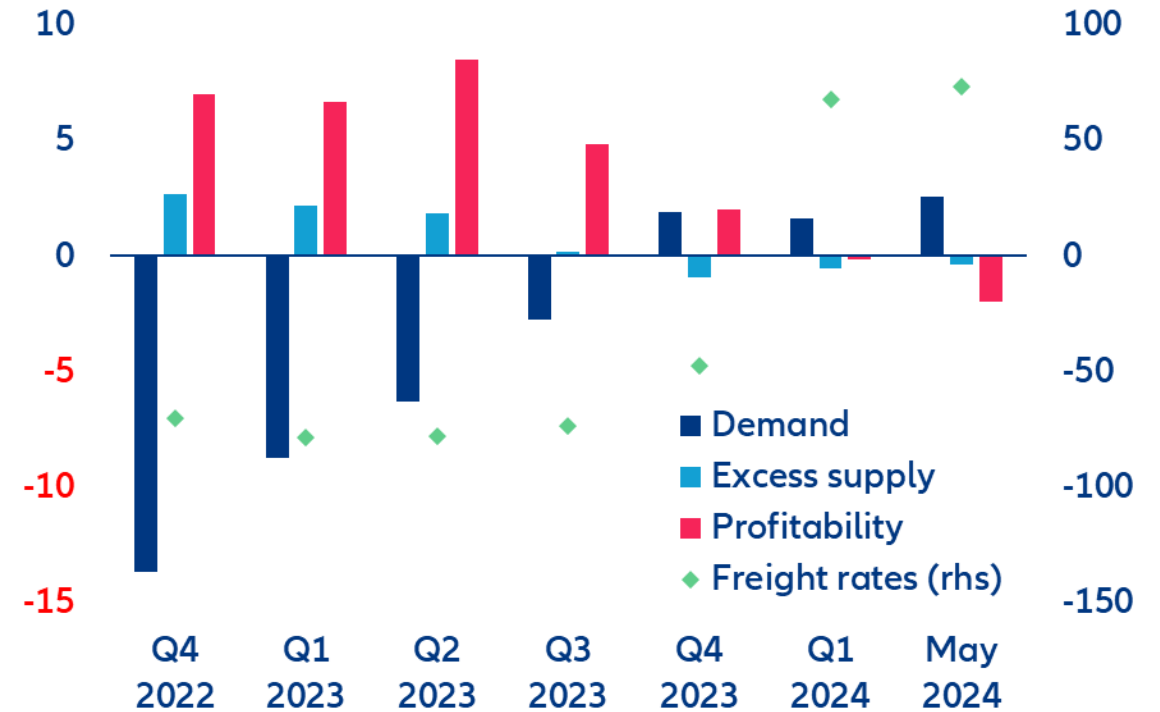
in termini di volume, +3,6% nel 2024 e +3,5% nel 2025



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La domanda globale è in ripresa, ma persiste un eccesso di capacità. La geopolitica sta aumentando i tassi di trasporto

Indici manifatturieri globali (variazione a/a) e tariffe di trasporto (% a/a, destra)



Fonti: S&P Global, Bloomberg, Allianz Research

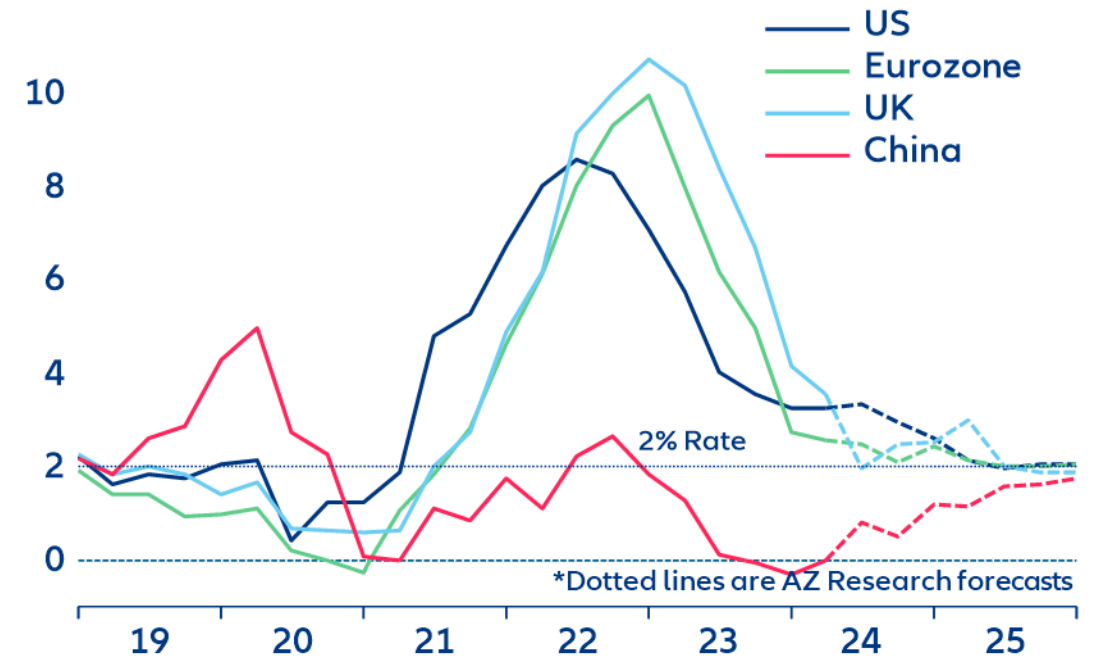
# La disinflazione procede a singhiozzo come previsto, ma gli obiettivi saranno raggiunti nel 2025

## Previsioni dell'inflazione, %

Inflation (yearly %)	2021	2022	2023	2024f	2025f
<b>Global</b>	4.4	8.2	6.2	5.6	3.9
<b>USA</b>	4.7	8.0	4.1	3.0	2.0
<b>Latin America</b>	9.8	14.0	14.4	16.7	12.8
Brazil	8.3	9.3	4.6	4.0	3.5
<b>UK</b>	2.6	9.1	7.3	2.6	2.2
<b>Eurozone</b>	2.6	8.4	5.4	2.4	2.1
Germany	3.1	6.9	5.9	2.4	2.1
France	1.6	5.2	4.9	2.2	1.9
Italy	1.9	8.2	5.6	1.5	1.9
Spain	3.1	8.4	3.5	3.1	2.3
<b>Central and Eastern Europe</b>	8.1	9.1	11.0	3.9	3.8
Poland	5.1	14.4	11.4	3.6	3.8
Russia	6.7	13.8	5.9	6.9	4.8
Türkiye	19.6	72.3	53.9	58.0	24.2
<b>Asia-Pacific</b>	2.0	3.9	3.0	2.1	2.3
China	0.9	2.0	0.2	0.6	1.5
Japan	-0.2	2.5	3.3	2.6	1.8
India	5.1	6.7	5.7	4.5	4.6
<b>Middle East</b>	12.1	13.9	10.7	12.5	5.1
Saudi Arabia	3.1	2.5	2.3	2.5	2.0
<b>Africa</b>	12.7	14.2	18.2	18.3	11.1
South Africa	4.6	6.9	5.9	4.2	3.8

## Avvicinarsi agli obiettivi delle banche centrali nel 2025

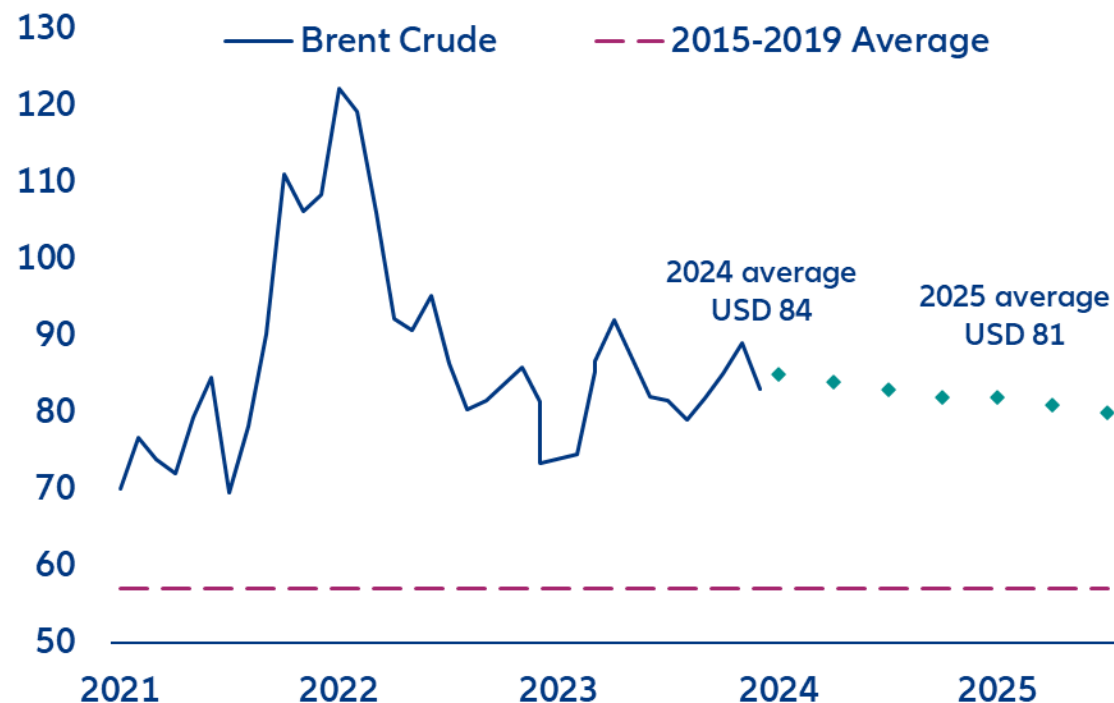
Quarterly inflation rates, y/y %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

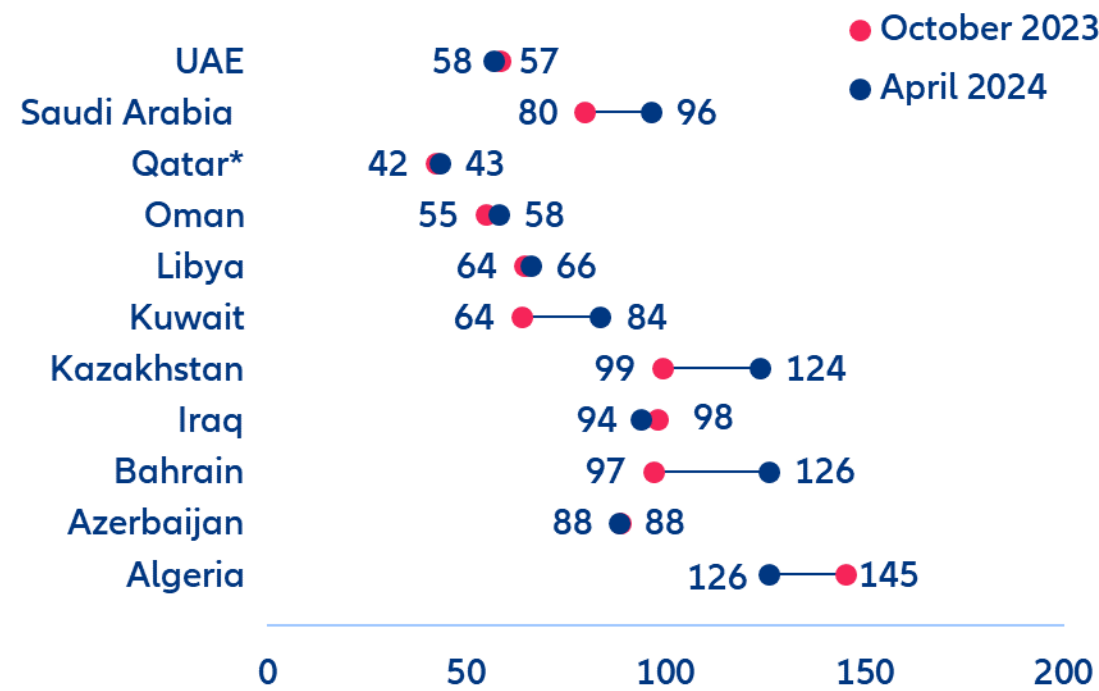
# Prezzi del petrolio sostanzialmente stabili

I prezzi del petrolio rimarranno alti nonostante la minore domanda  
USD



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

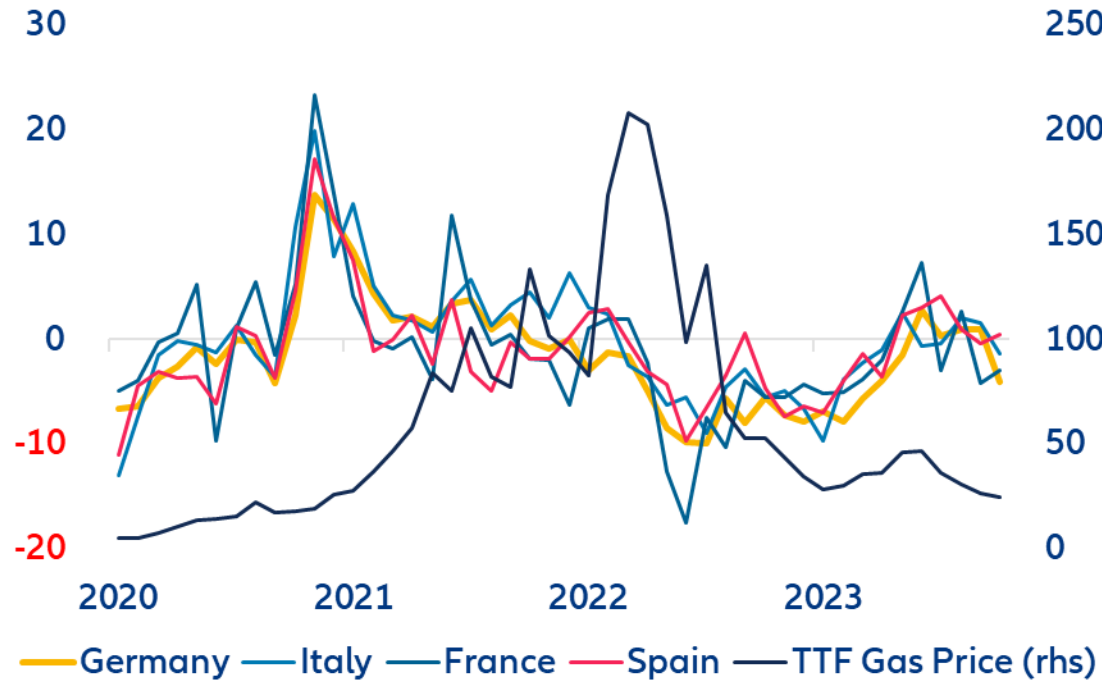
Nonostante i punti di pareggio più elevati, è improbabile che l'OPEC+ riesca a far lievitare i prezzi



Fonti: FMI, Allianz Research, Nota: \* Non è membro dell'OPEC+

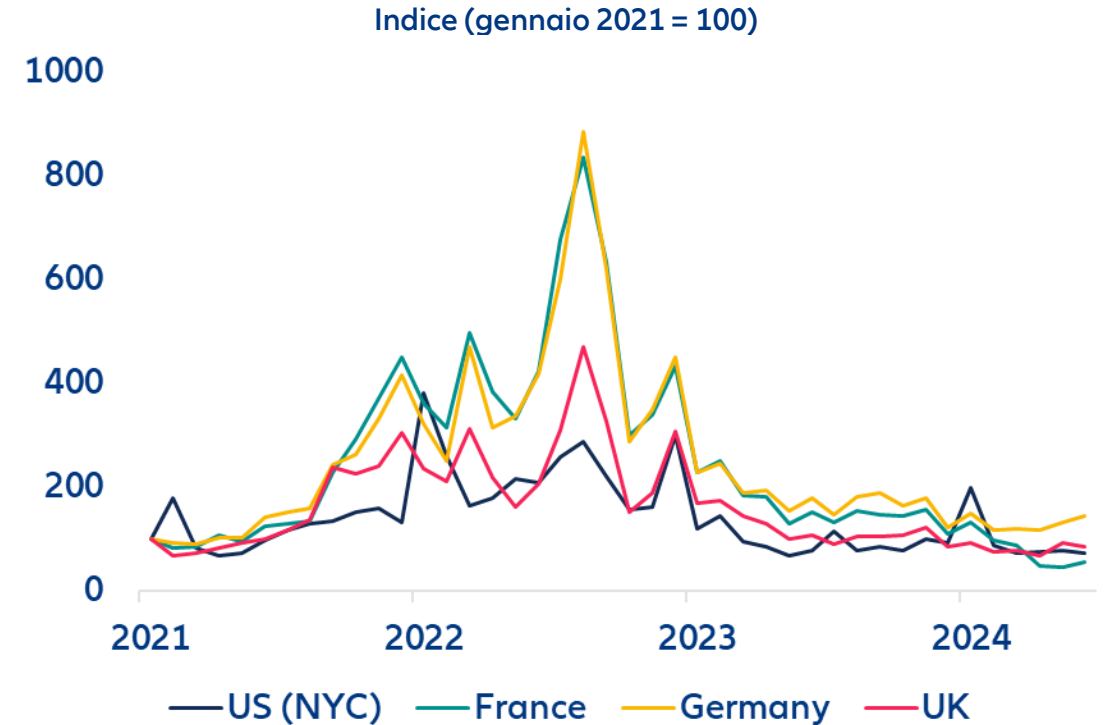
# La crisi energetica ha ancora effetti persistenti

**Il consumo di elettricità nell'UE non si è ripreso**  
 variazione % a/a consumi rispetto al prezzo del Gas Naturale – destra:  
 EUR/MWh



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**I prezzi dell'elettricità sono ancora un problema in Germania**



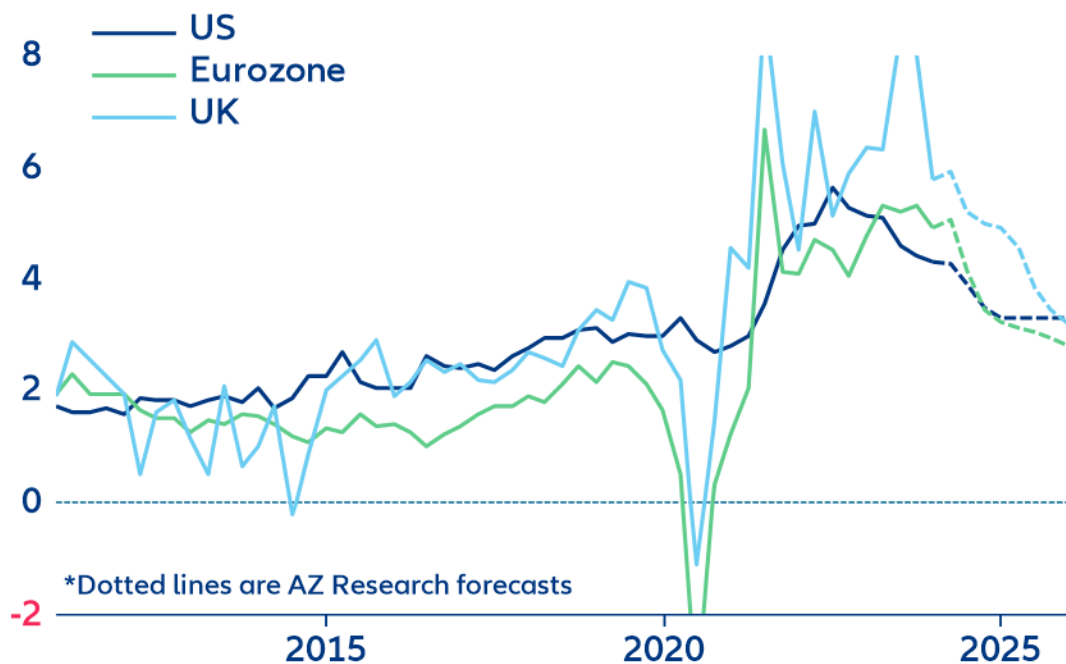
Media mensile dei prezzi del carico di base: NY ISO per gli Stati Uniti, EPEX per i paesi europei (gennaio 2021 = 100)

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# La rigidità del mercato del lavoro si sta attenuando a livello globale

La crescita dei salari nominali si normalizzerà entro il 2025

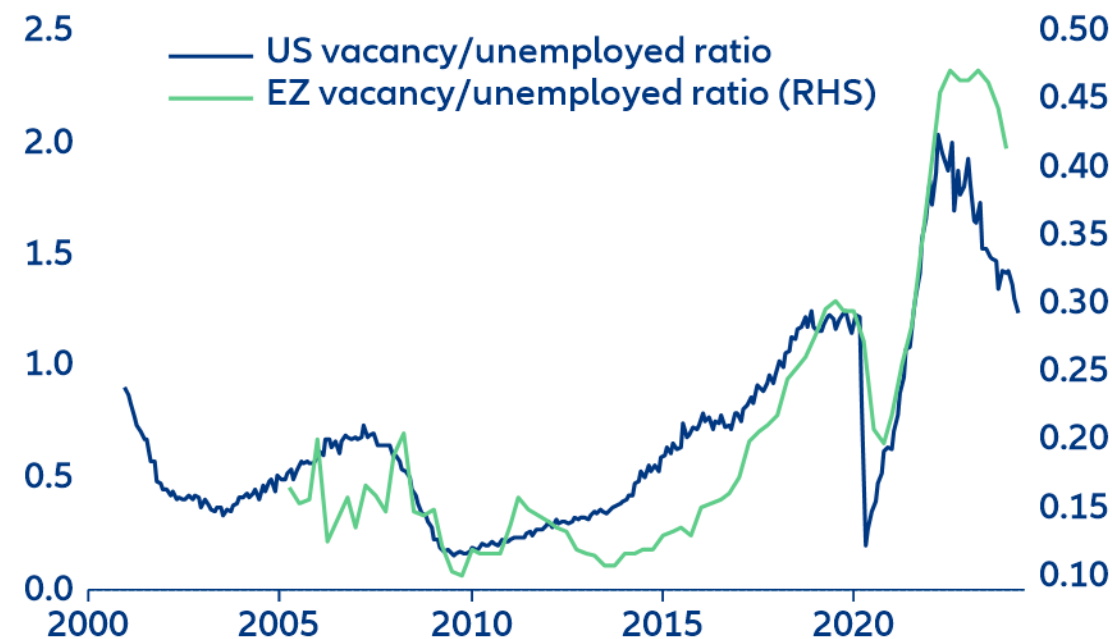
trimestrale a/a in %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nonostante i tassi di disoccupazione storicamente bassi, il rapporto posti vacanti/disoccupazione è lontano dai suoi massimi.

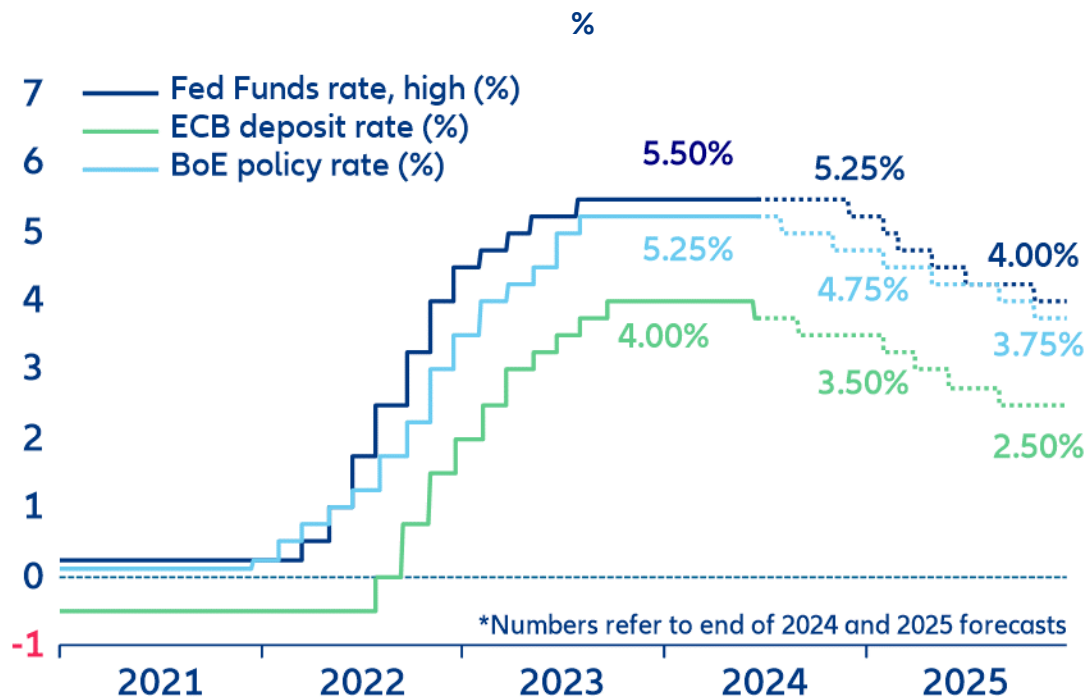
rapporto posti vacanti/disoccupati



Fonti LSEG Datastream, Allianz Research

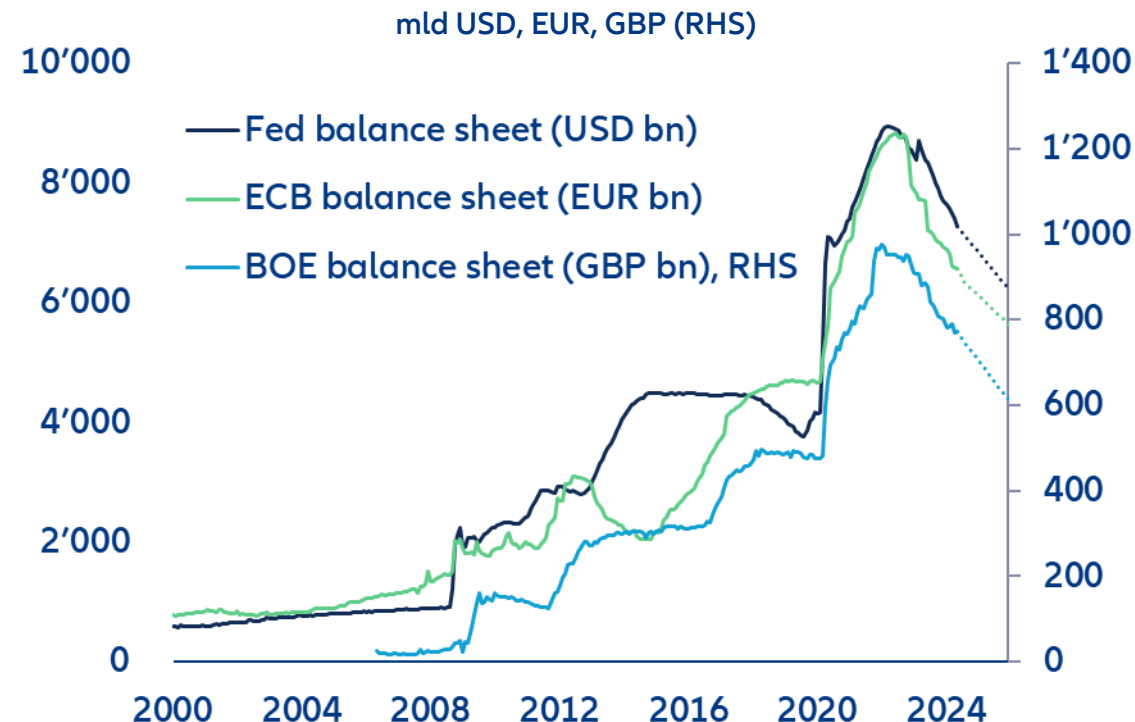
# Cicli di allentamento delle banche centrali timidi, vista la crescente divergenza transatlantica

Iniziato il ciclo di tagli delle banche centrali in Europa, mentre la Fed manterrà i tassi più alti ancora per un po'



Fonti LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research

Divergenza opposta nel QT: mentre la BCE accelera, la Fed rallenta il deflusso dei bilanci

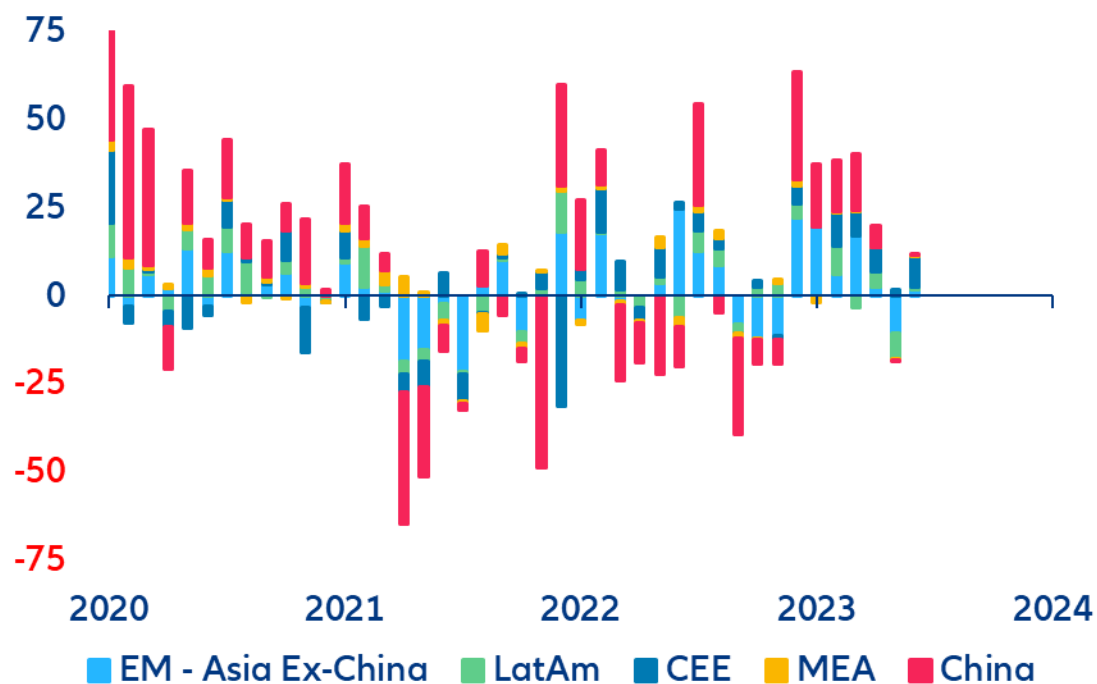


Fonti: LSEG Datastream, Allianz ResearchNote: La BCE ha annunciato di interrompere il reinvestimento completo delle obbligazioni nel suo programma PEPP a partire da luglio 2024, aumentando di fatto il QT da una media di 30 miliardi di euro al mese a 37,5 miliardi di euro, mentre la Fed ha annunciato di limitare il deflusso mensile dagli attuali 95 miliardi di dollari a 60 miliardi di dollari al mese a partire da giugno 2024.

# Banche centrali dei mercati emergenti in modalità cauta i ritardi nell'allentamento della Fed frenano l'ottimismo

I deflussi di portafoglio di aprile hanno mostrato vulnerabilità degli EM

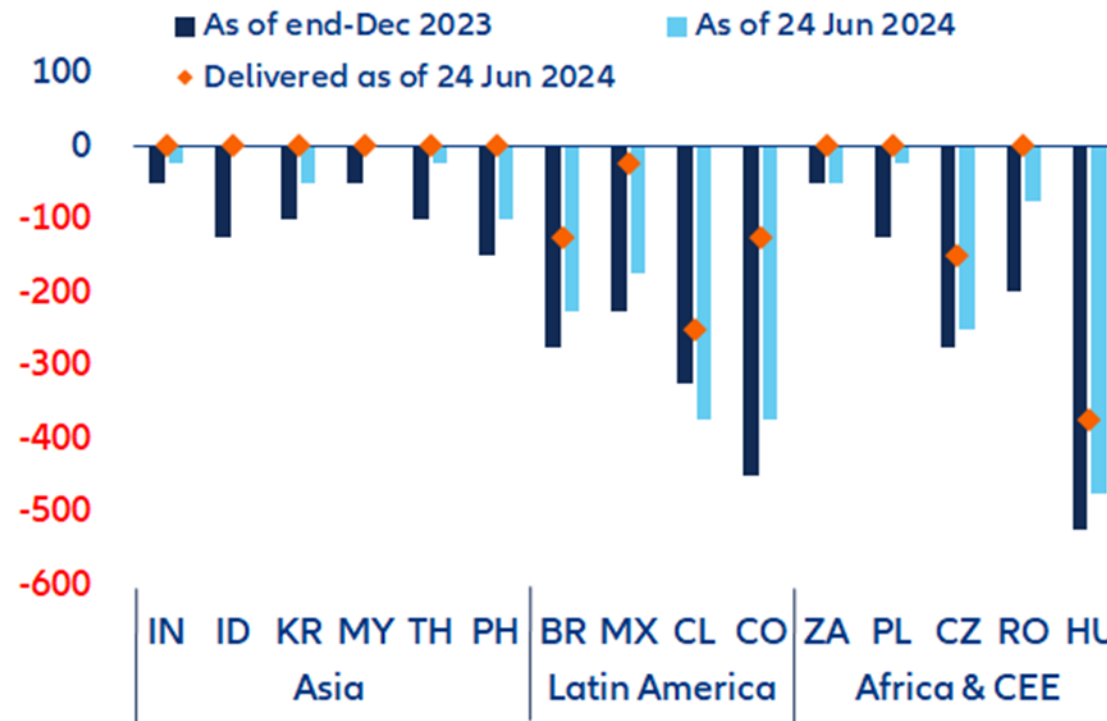
Flussi mensili di portafoglio estero per regione, miliardi di USD



Fonti: IIF, LSEG Datastream, Allianz Research. Ultimo dato a fine maggio 24'. Le etichette delle date indicano la fine dell'anno.

Cambiamento delle aspettative: i tagli ai tassi di riferimento attesi negli EM sono stati ridimensionati

ppts



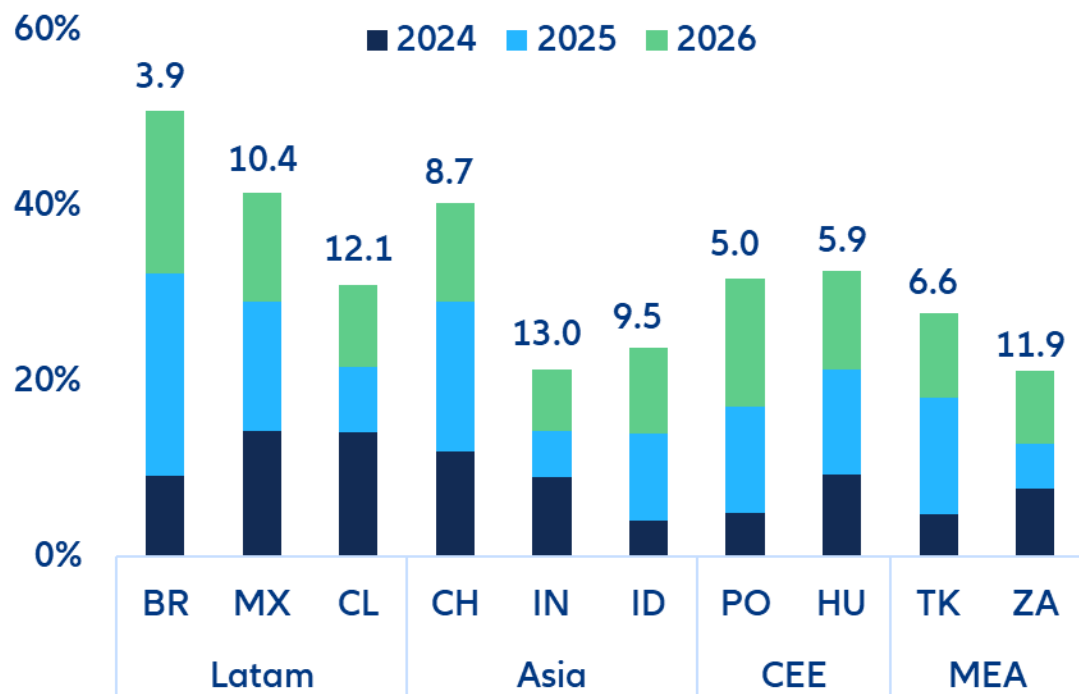
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.



# Attenzione ai rischi fiscali dei mercati emergenti: l'allentamento monetario (ritardato) non attutirà il deterioramento intrinseco

Obbligazioni sovrane in scadenza per anno, come quota del totale delle obbligazioni in circolazione

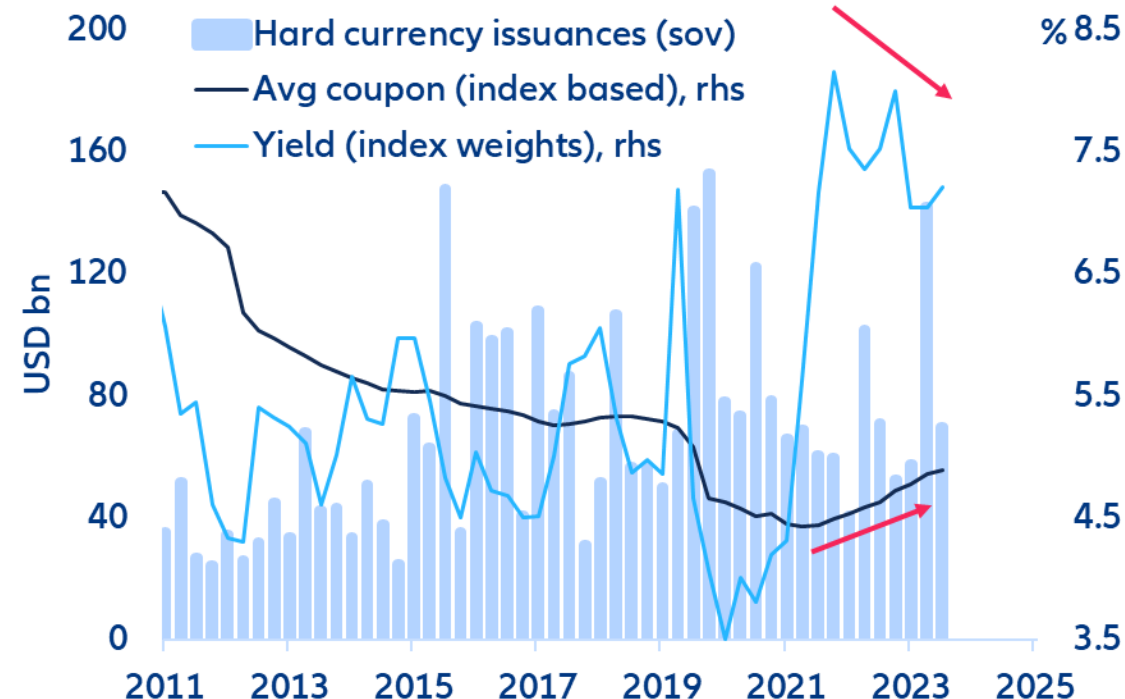
Include una durata minima media di governo eccezionale. obbligazioni (anni) in alto



Fonti: IIF, LSEG Datastream, Fonti nazionali, Allianz Research. La composizione valutaria del debito varia ampiamente tra i paesi selezionati. Prestiti e altri strumenti di debito non inclusi.

Le emissioni di valuta forte rimangono sostenute, ma il costo medio è in aumento poiché il nuovo debito è più costoso di quello in scadenza

USD mld, %



Fonti: Bloomberg, LSEG Datastream, Allianz Research. Valuta forte = valuta estera. Dati relativi ai rendimenti e alle cedole medie a fine trimestre

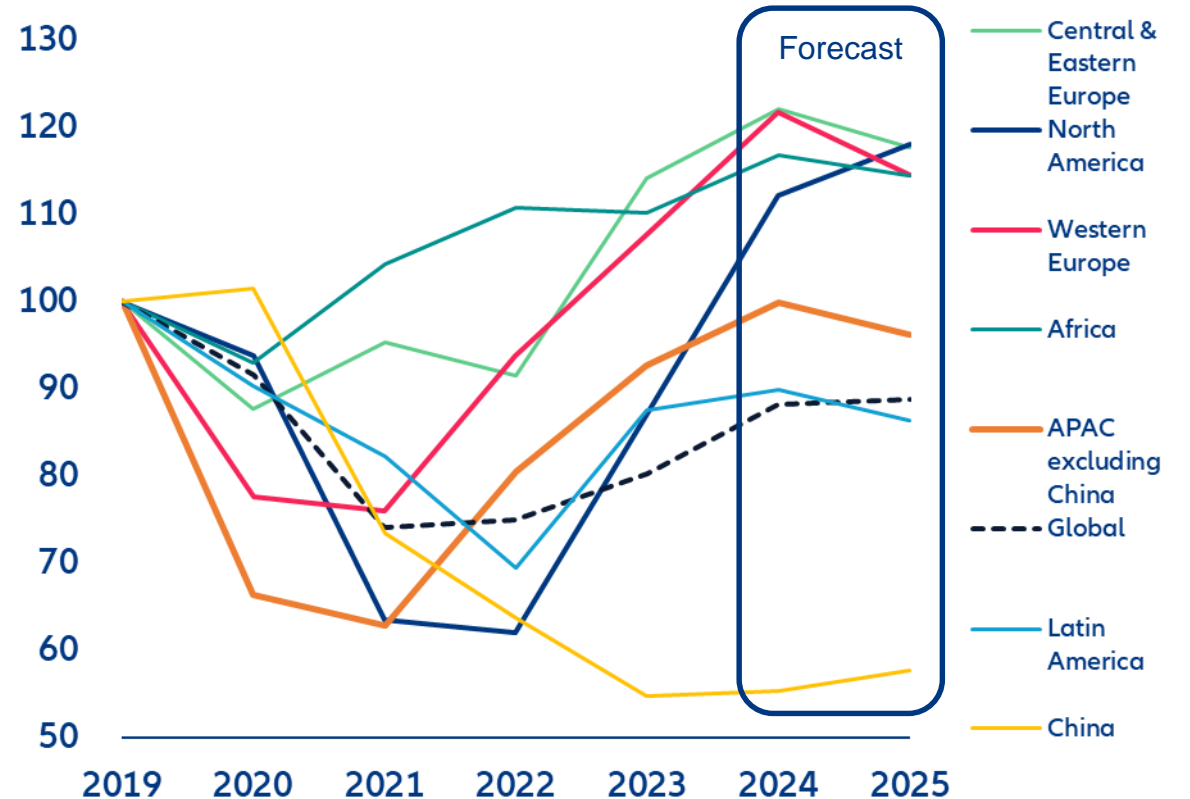
# Le insolvenze aumenteranno del +10% nel 2024 prima di stabilizzarsi su livelli elevati nel 2025

2024 aspettative, livelli e trend

2024 expected change (y/y)	<b>Strongly increasing</b> (+20% and more)	Türkiye		Germany Ireland Netherlands U.S.	Canada Spain Sweden
	<b>Noticeably increasing</b> (+10% to +20%)	Italy Latvia Russia	Portugal	Brazil Estonia New Zealand	Austria Belgium France Hong-Kong Morocco South Korea
	<b>Increasing</b> (0% to +10%)	Czechia Lithuania	China Luxembourg Norway Romania	Japan India Singapore	Australia Finland Poland Slovakia Switzerland UK
	<b>Decreasing</b>	Chile Taiwan	South Africa	Bulgaria	Colombia Denmark Hungary
	<b>Very low level</b> (more than -15%)	<b>Low level</b> (-15% to 0%)	<b>High level</b> (0% to +15%)	<b>Very high level</b> (+15% and more)	
	2024 expected level compared to 2016-19				

Indici di insolvenza globali e regionali

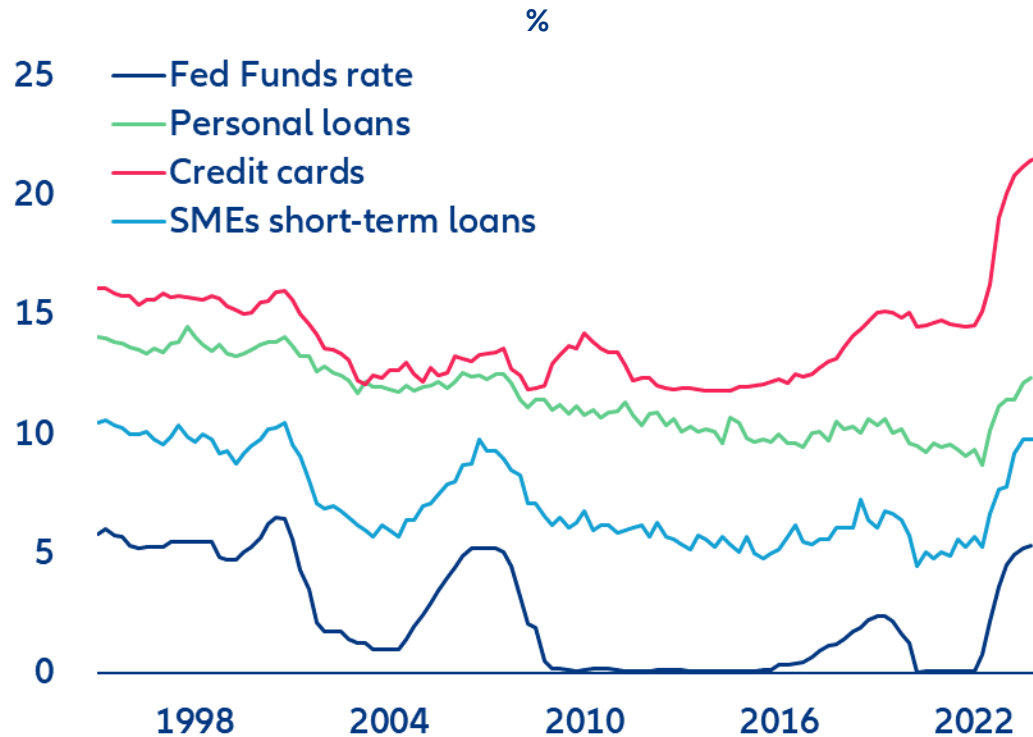
Indice 100 = 2019



# Outlooks Regionali 2024-2025

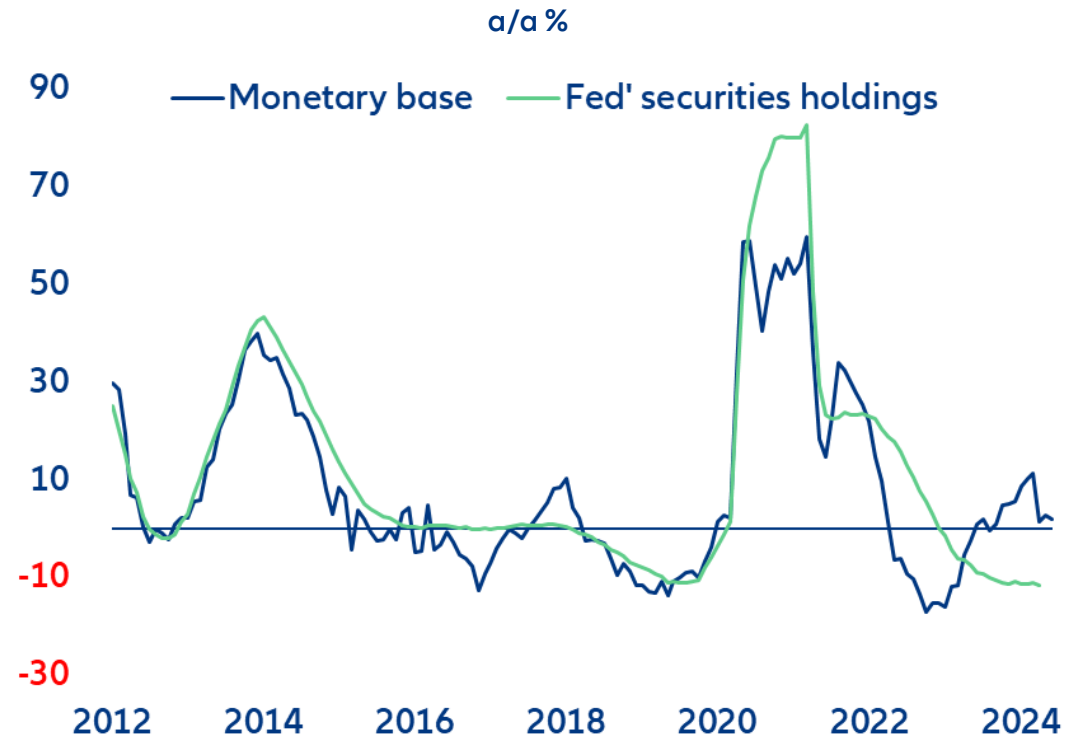
# I tassi di interesse esercitano pressioni su alcuni segmenti dell'economia, ma la liquidità in generale rimane debole

I tassi di interesse elevati stanno esercitando pressioni su alcuni segmenti dell'economia...



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

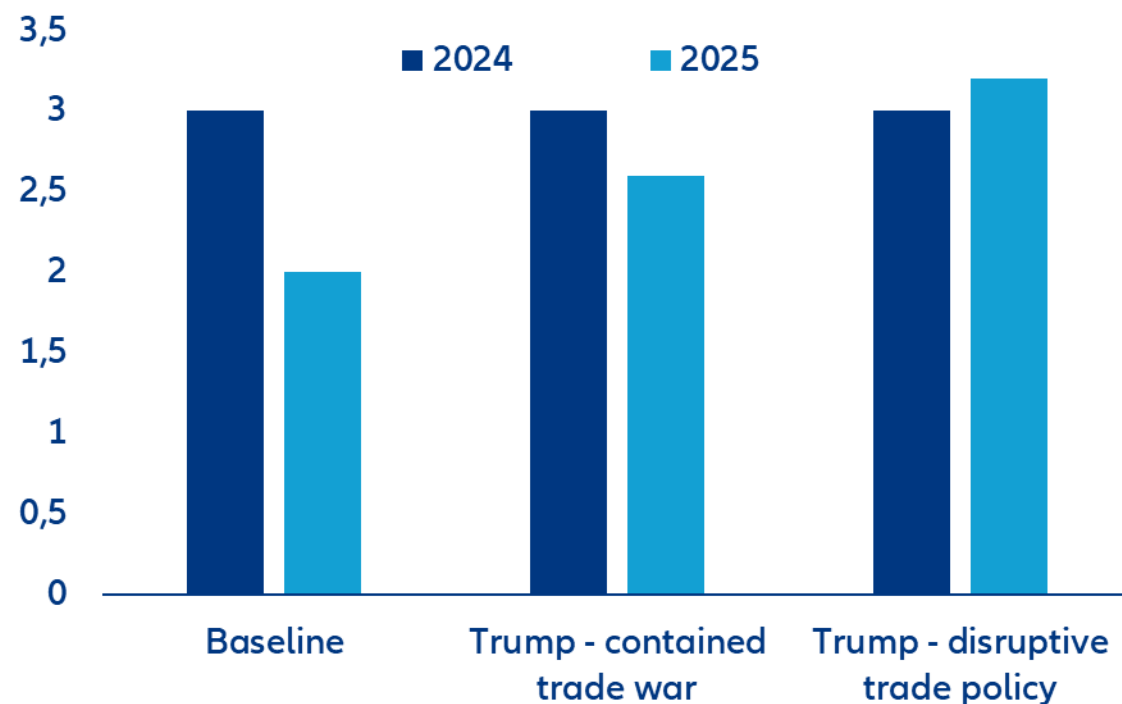
... ma una liquidità più ampia non è così In vista per ora



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# Una presidenza Trump dirompente potrebbe spingere al rialzo l'inflazione nel breve e medio termine

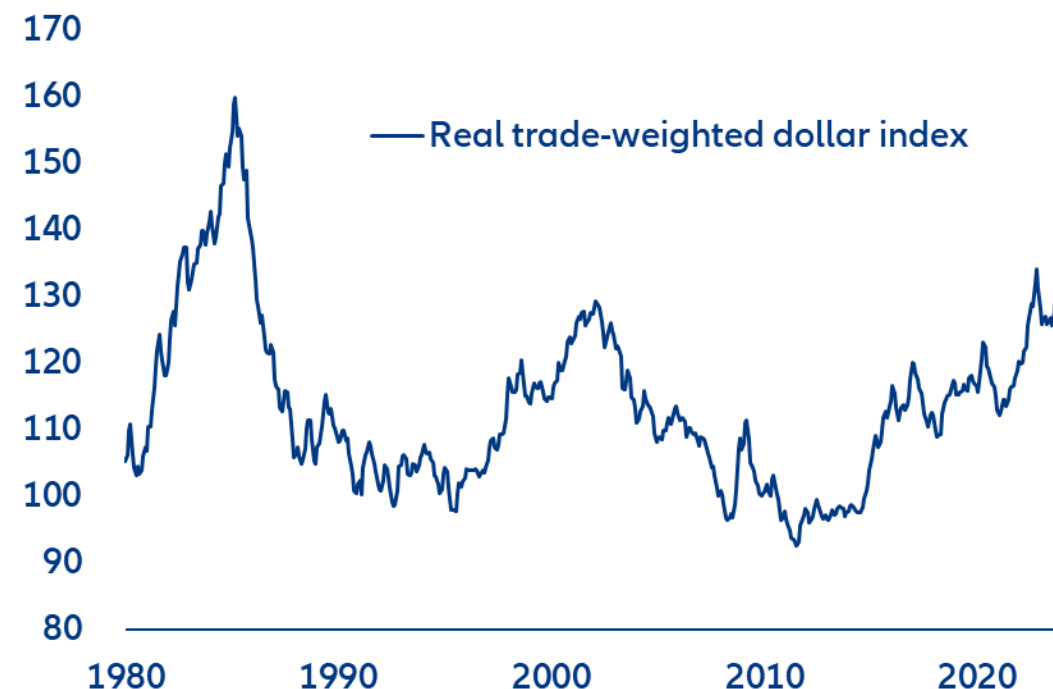
Una politica commerciale aggressiva rallenterebbe la disinflazione o spingerebbe al rialzo l'inflazione a breve termine



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Note: guerra commerciale contenuta: aliquota tariffaria effettiva statunitense al 4,3% + controlli doganali rafforzati; Politica commerciale dirompente = aliquota tariffaria effettiva statunitense al 12% + controlli doganali rafforzati.

Una presidenza Trump potrebbe fare pressione sulla Fed affinché allenti la politica monetaria e/o svaluti il dollaro



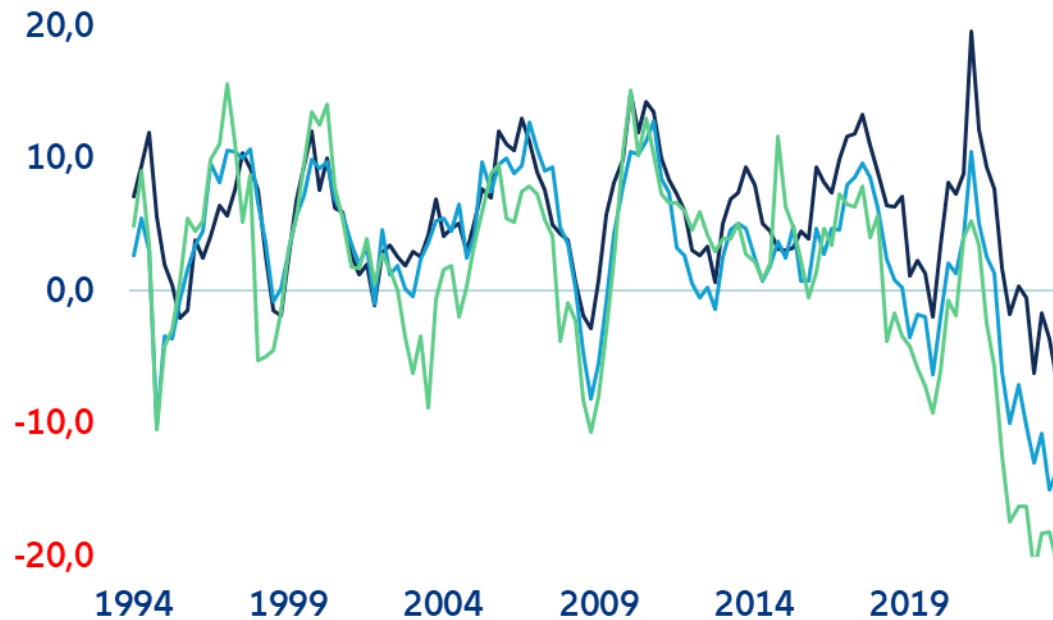
Fonti LSEG Datastream, Allianz Research

# La crescita potenziale rimane bassa, con un deterioramento della competitività e una stagnazione della produttività del lavoro

La competitività del settore manifatturiero tedesco si è deteriorata negli ultimi due anni

Index, net balance seasonally adjusted

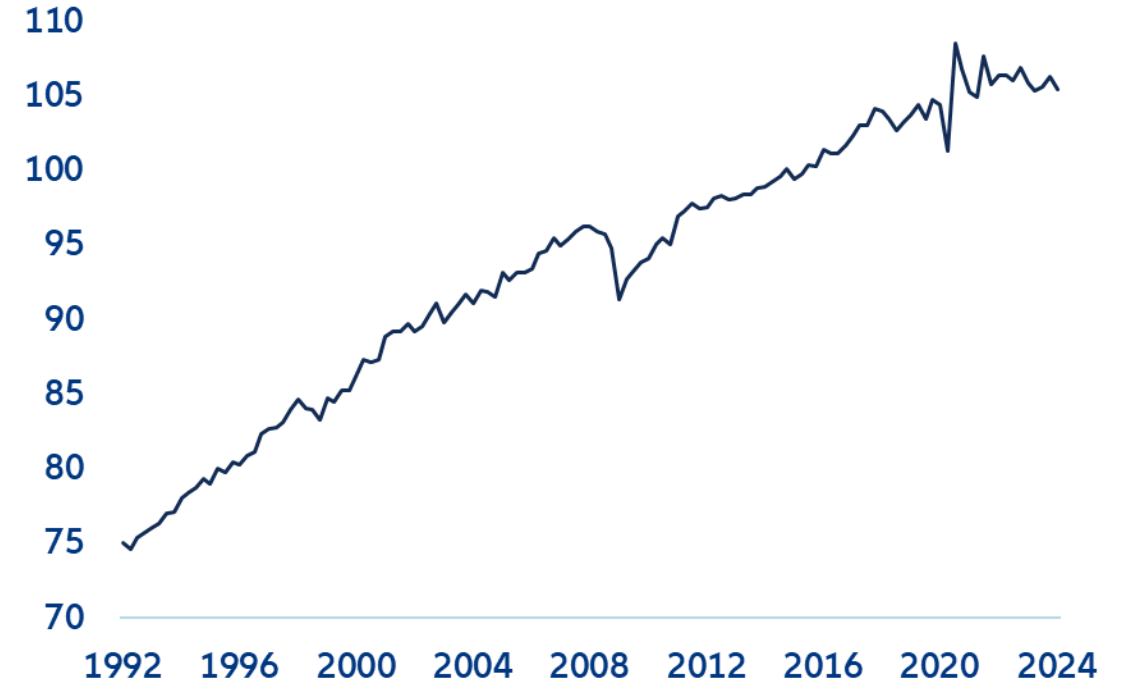
— Domestic — with EU — outside EU



Fonti: indagini economiche Istituto ifo (aprile 2024), Allianz Research

Stagnazione della produttività del lavoro per ora lavorata dagli occupati dal 2022

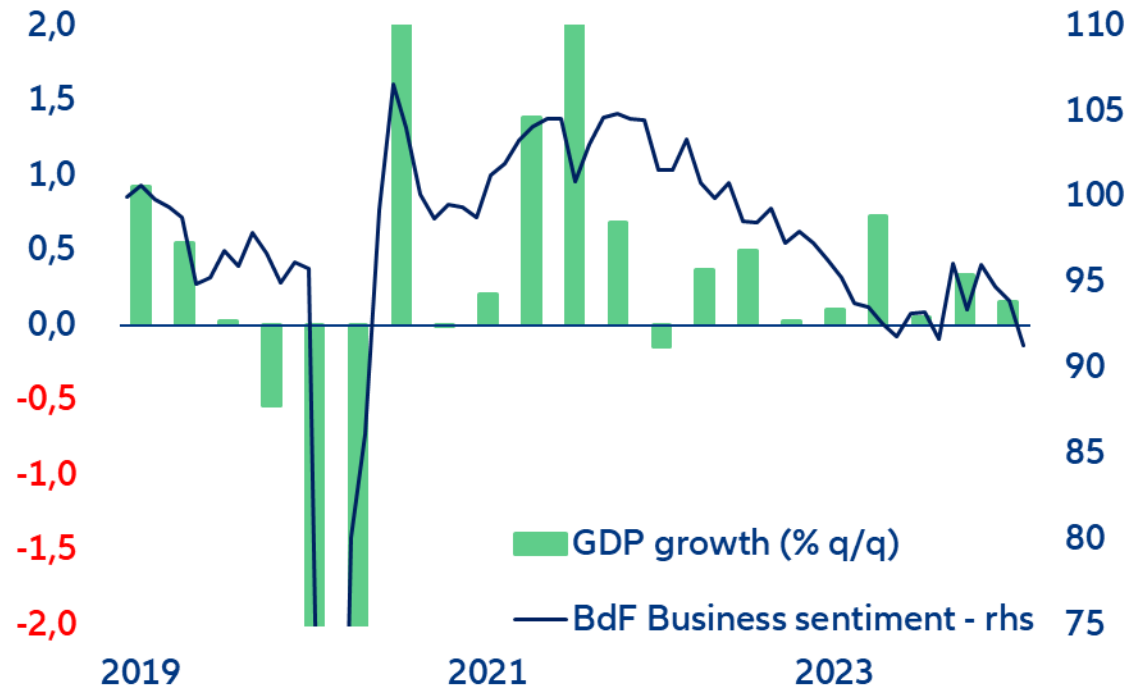
Indice, 2015 = 100 destagionalizzato



Fonti: Bundesbank, Allianz Research

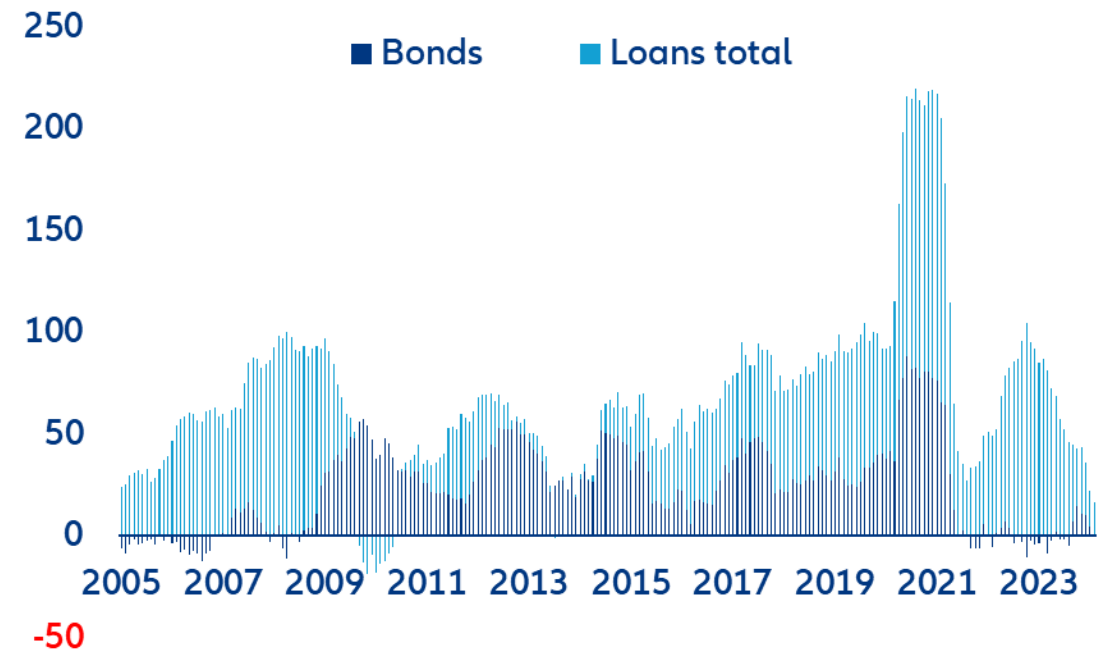
# L'economia francese nella confusione; l'incertezza politica offusca le prospettive

Il sentiment delle imprese fino a giugno si è indebolito  
%, indice (RHS)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I flussi di nuovi finanziamenti alle imprese sono in fase di stallo  
EUR mld

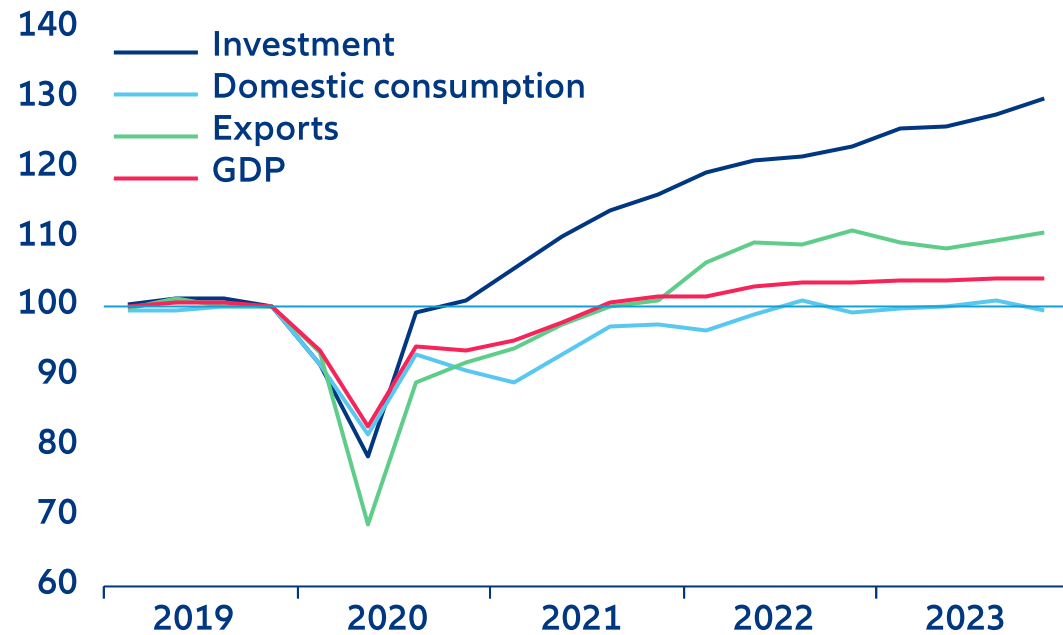


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# NGEU per compensare la spinta del *Superbonus* agli investimenti

Gli investimenti sono stati il principale motore della crescita, mentre i consumi sono rimasti piuttosto deboli

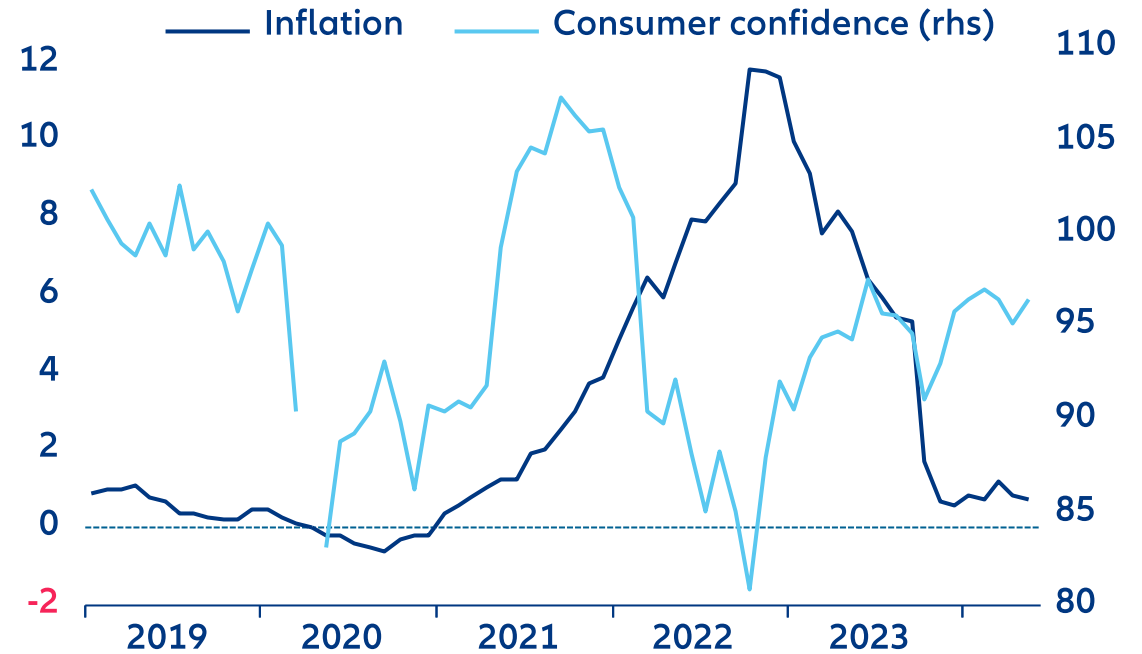
Componenti del PIL, indice 2019=100



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Ma l'allentamento delle condizioni finanziarie e i piccoli guadagni nei redditi reali dovrebbero sostenere la spesa nel secondo semestre

% a/a e indice



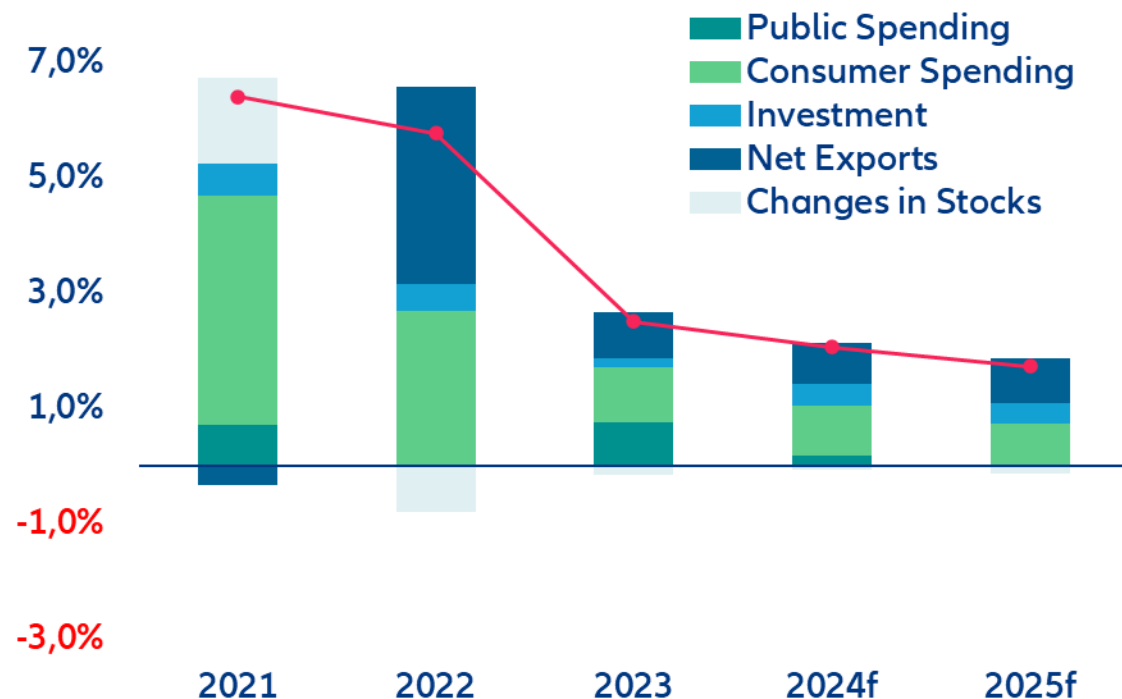
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research



# La sovraperformance persisterà, ma i motori sottostanti della crescita sono volatili

Le esportazioni nette rimarranno un importante motore di crescita in futuro...

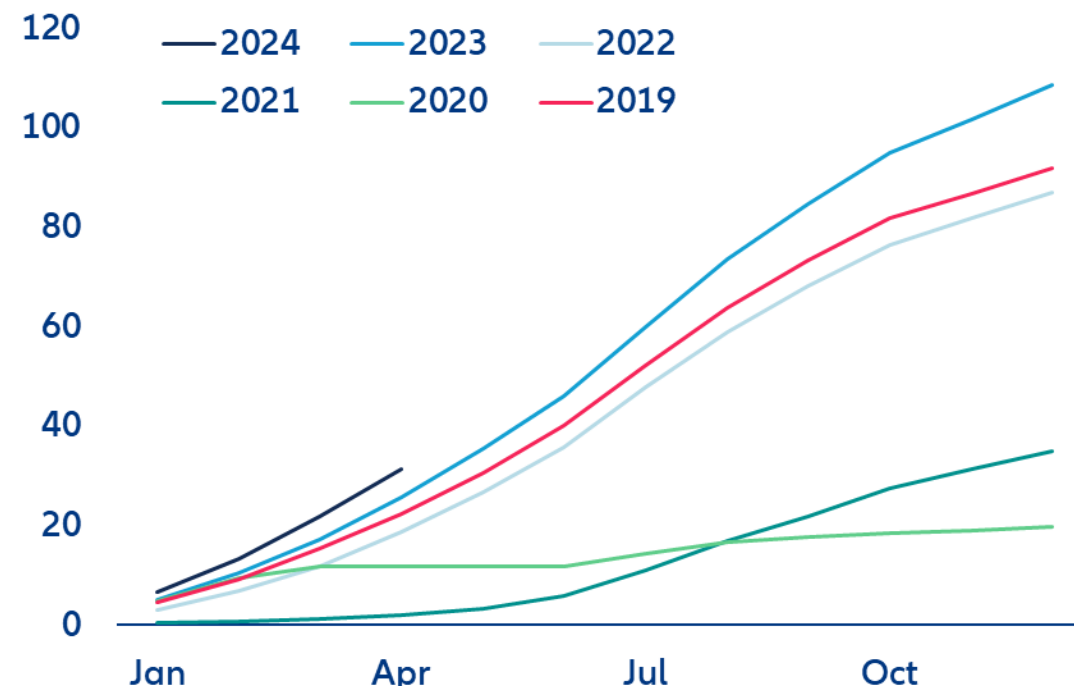
Contributi e crescita del PIL, ppt e %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

... con un turismo vigoroso che ha raggiunto livelli record di attività

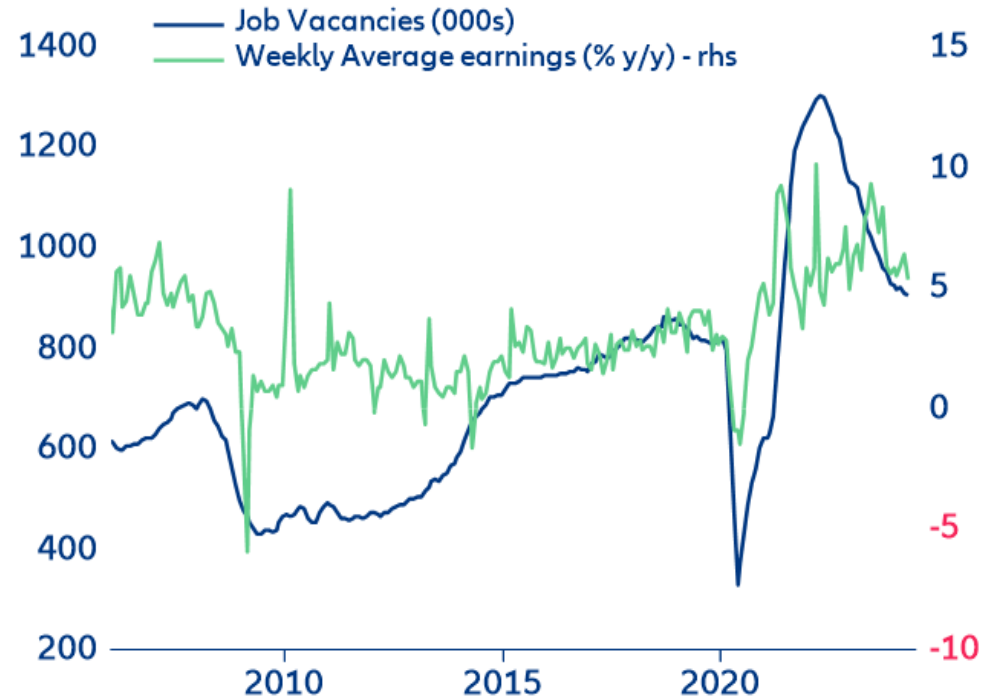
Spesa turistica totale, miliardi di euro



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# In modalità di ripristino

L'allentamento del mercato del lavoro dovrebbe contribuire a ridurre le pressioni inflazionistiche



Source: LSEG Datastream; Allianz Research

Le condizioni di finanziamento stanno migliorando per le aziende  
indice

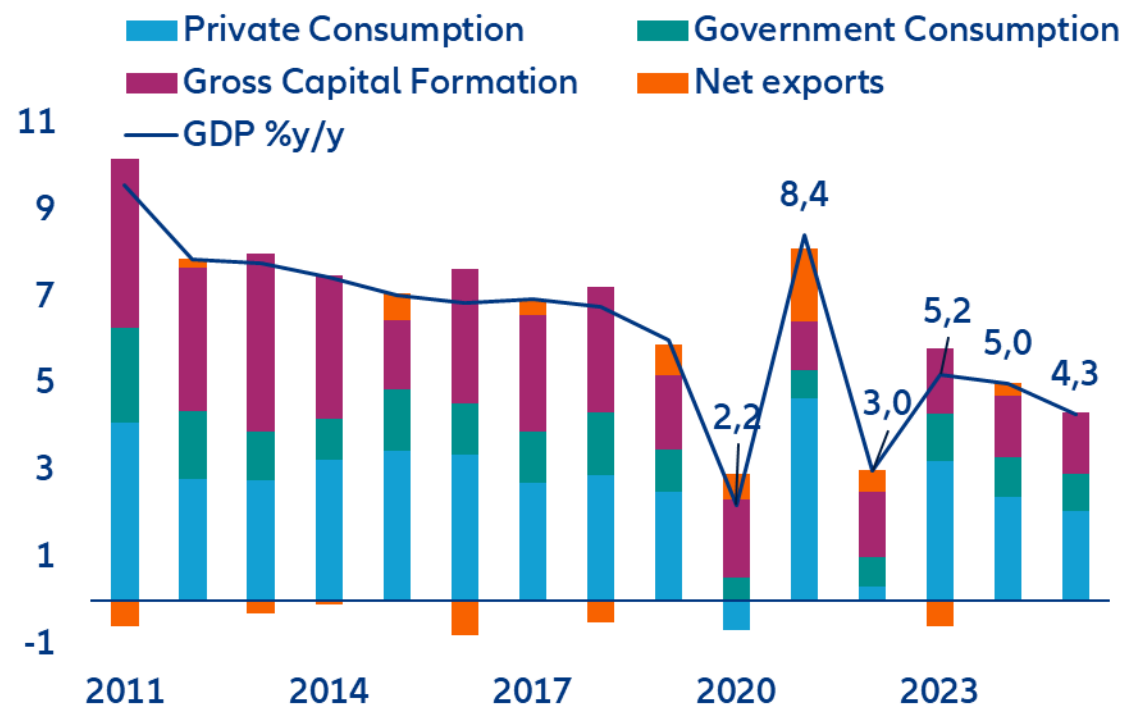


Source: LSEG Datastream; Allianz Research

# Il rallentamento gestito nel complesso maschera l'eterogeneità tra il sostegno politico e l'eccesso di capacità

In crescita "di circa il 5%" nel 2024  
come programmato

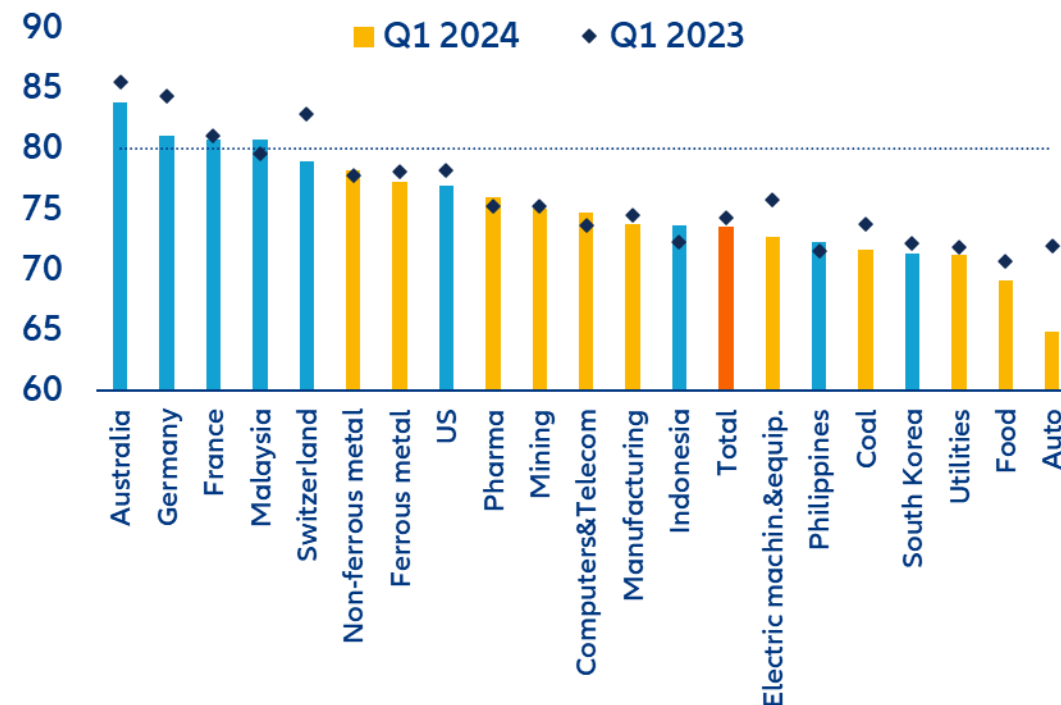
Crescita del PIL reale % a/a e contributi



Fonti: Fonti Nazionali, LSEG Datastream, Allianz Research

Le pressioni sui prezzi rimarranno limitate data la debolezza della domanda e l'eccesso di capacità

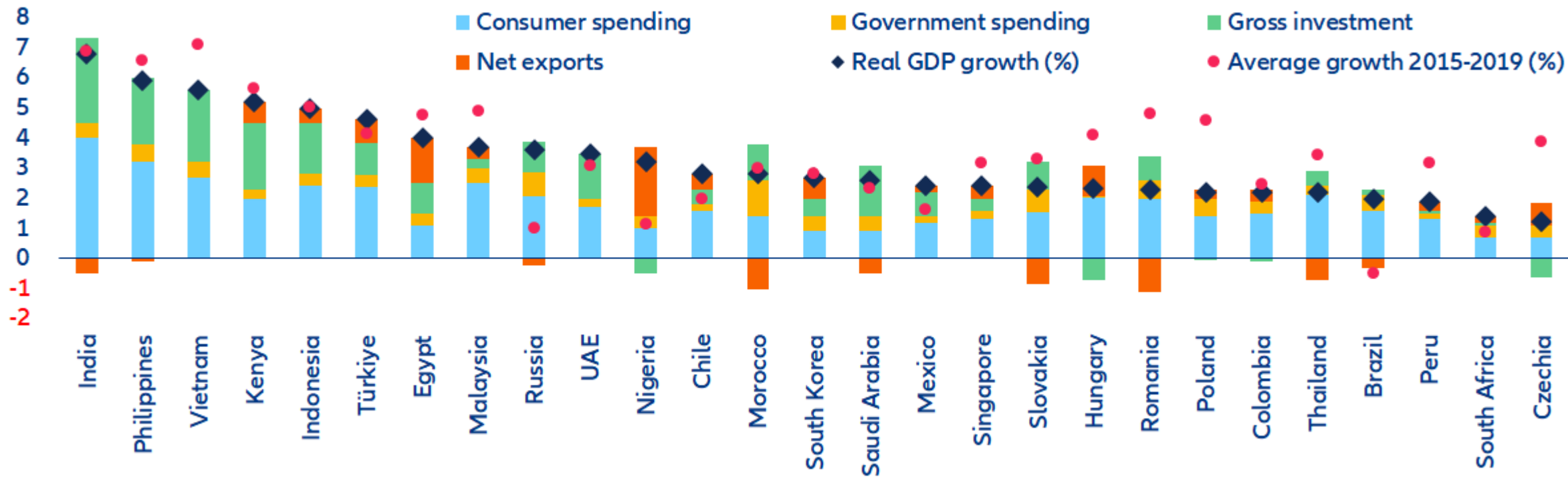
Tassi di utilizzo della capacità (%), totale Cina e settori rispetto a paesi selezionati:



Fonti: Fonti Nazionali, LSEG Datastream, Allianz Research

# Il Sud-Est asiatico rimane la regione in più rapida crescita grazie alla forte domanda interna

Previsioni di crescita del PIL reale (%) e contributi (pp) per il 2024

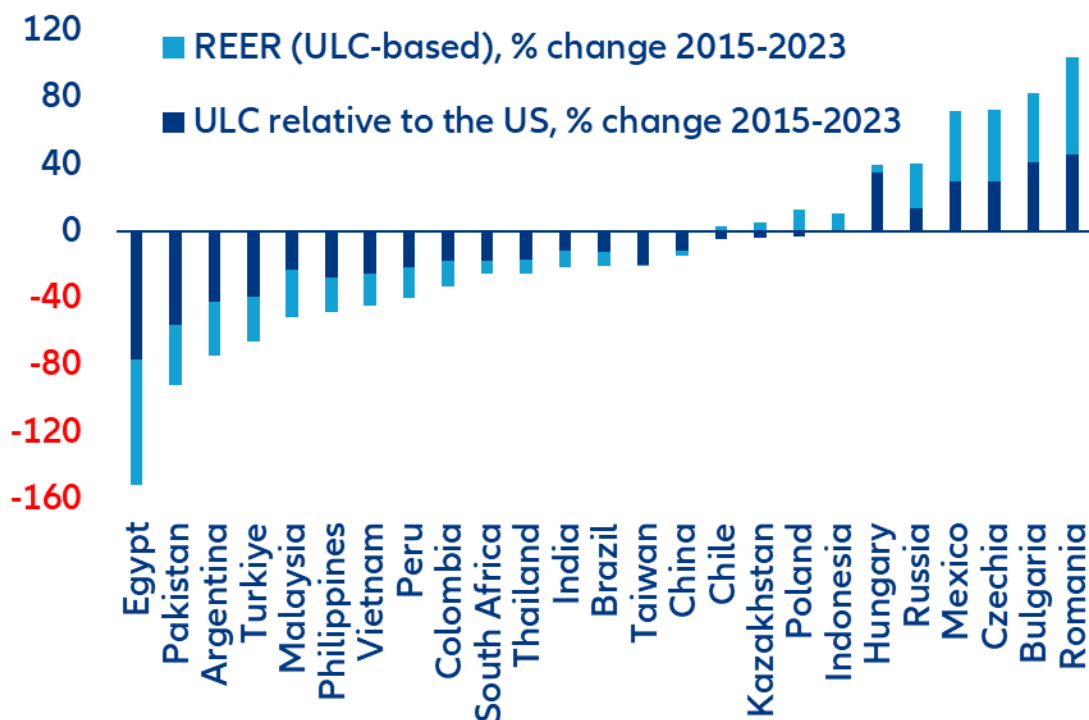


Fonti: Statistiche nazionali, EIU, LSEG Datastream, Allianz Research

# Il rimpasto della catena di approvvigionamento continuerà e stanno emergendo nuovi hub commerciali

La competitività dei costi aumenterà l'attrattiva di alcuni poli produttivi

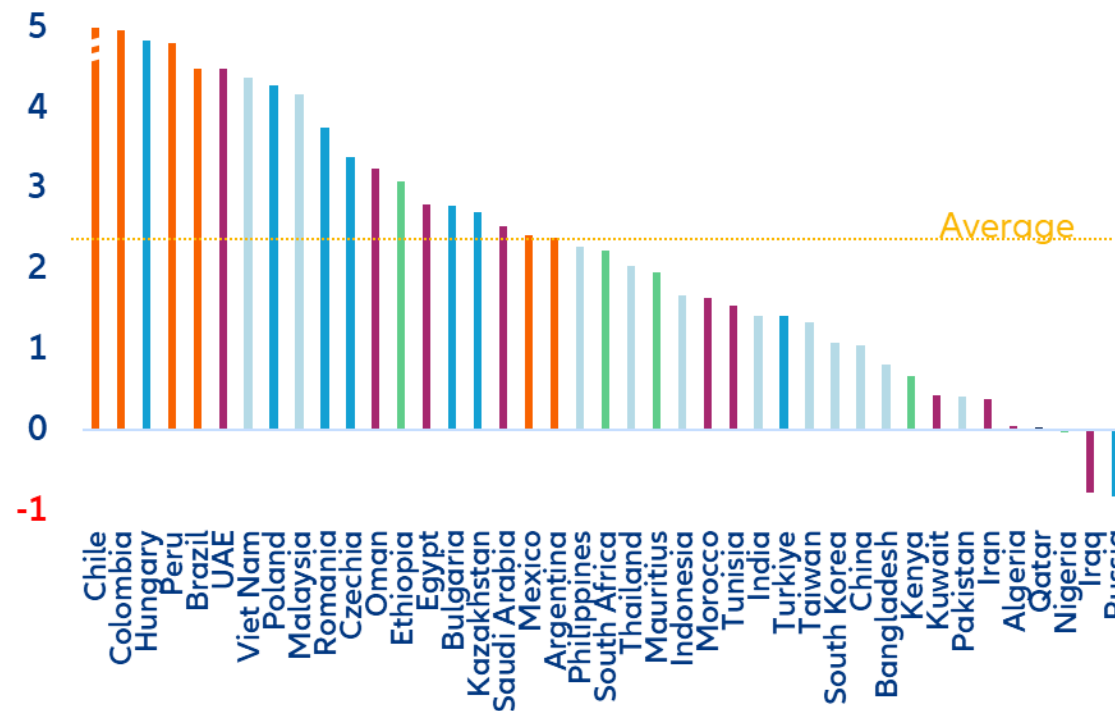
Cambio del Costo unitario del lavoro (ULC) e tasso di cambio effettivo reale (REER)



Fonti: EIU, Allianz Research

L'America Latina e l'Europa dell'Est continuano ad essere destinazioni attraenti per il Near-Shoring e il Friends-Shoring

Afflussi di IDE in percentuale del PIL

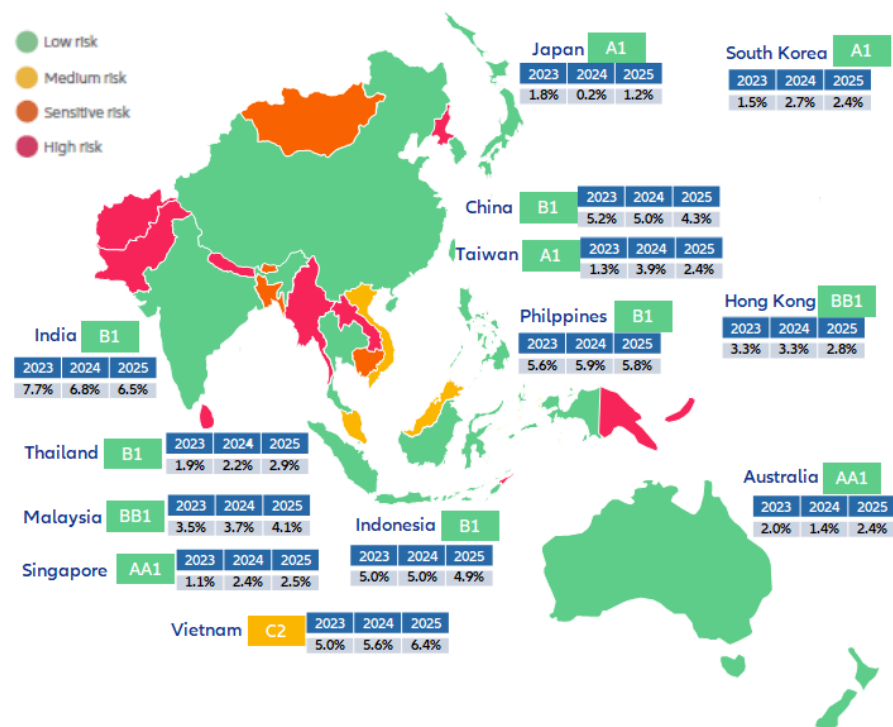


Nota: dati 2022 pubblicati nell'aprile 2024. È stato selezionato un campione dei principali paesi emergenti.

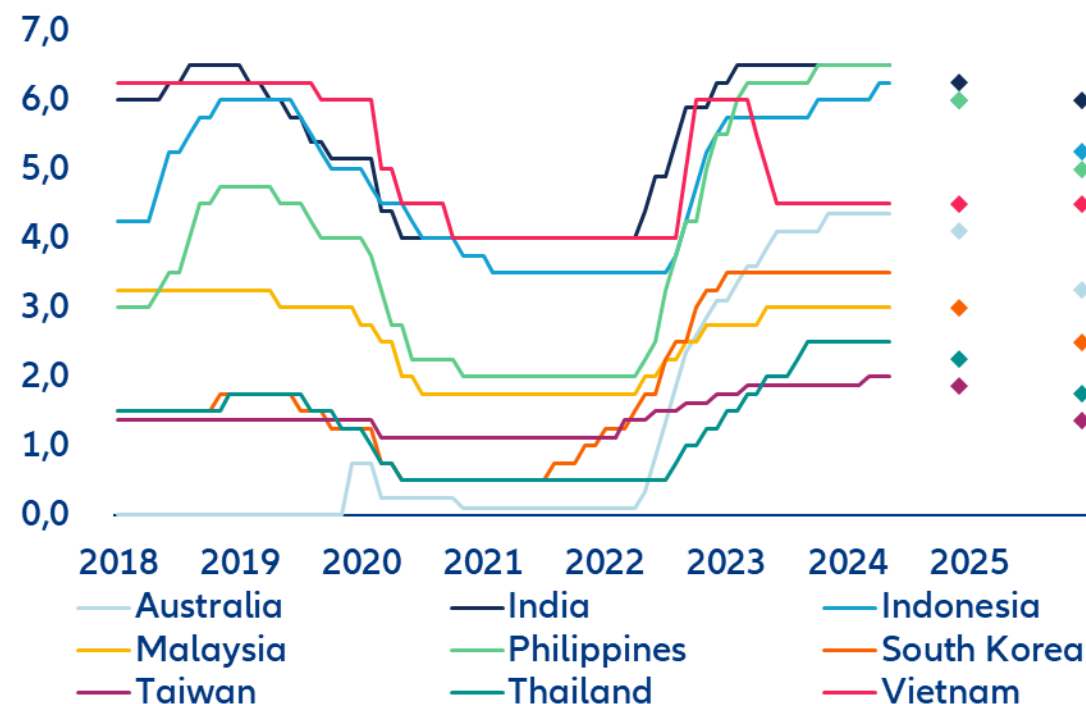
Fonti: UNCTAD, Allianz Research

# APAC: Asia emergente escl. la Cina nel 2024 accelererà l'allentamento delle condizioni interne ed esterne

Previsioni di crescita del PIL e di breve periodo rischio paese a partire dal secondo trimestre del 2024

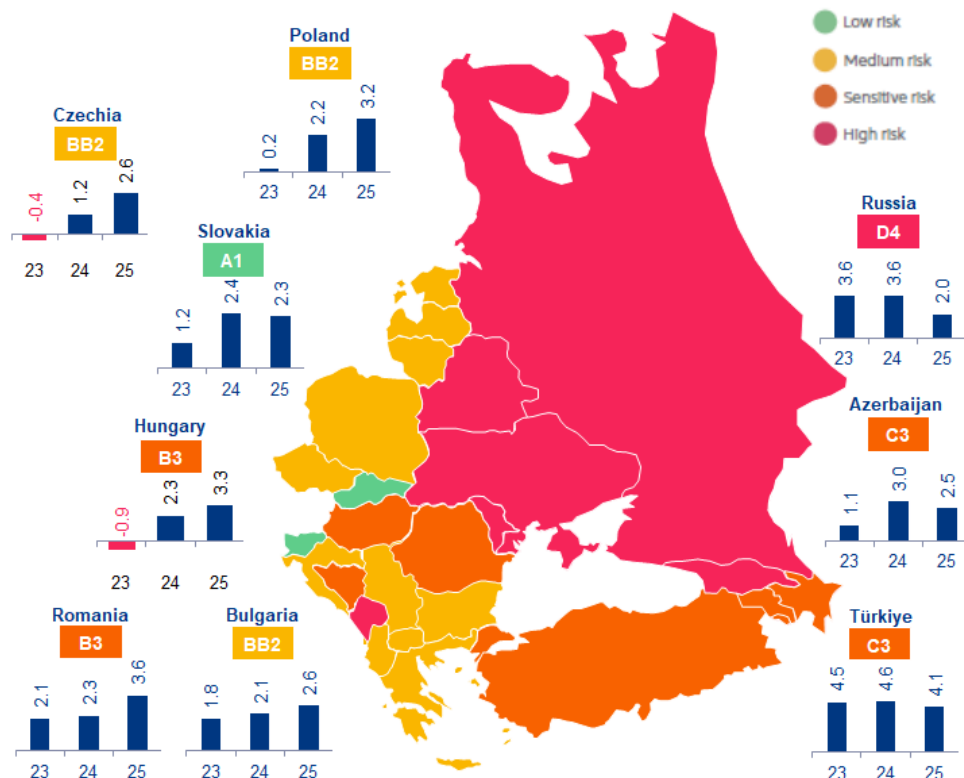


L'inflazione tornata al target, la crescita ancora al di sotto del trend e l'imminente allentamento della Fed consentiranno l'inizio del ciclo di tagli



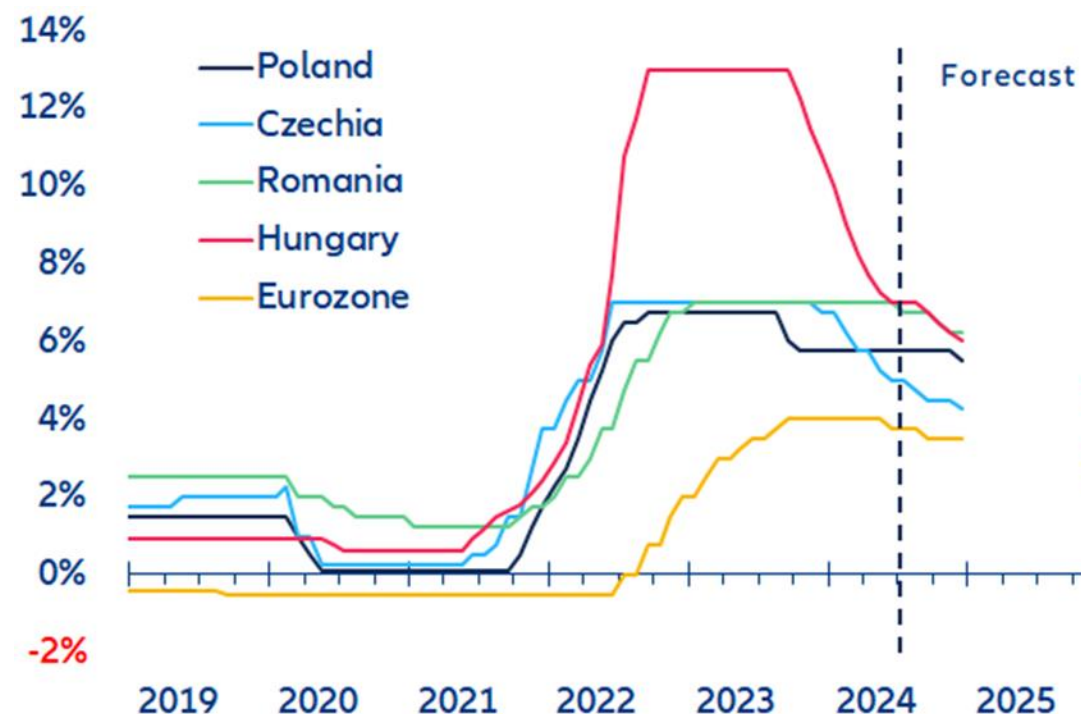
# EM Europa: Una ripresa modesta sostenuta da un'inflazione più bassa e da un graduale allentamento monetario

Crescita del PIL e rischio paese a breve termine al secondo trimestre del 2024



Fonti LSEG Datastream, Allianz Research

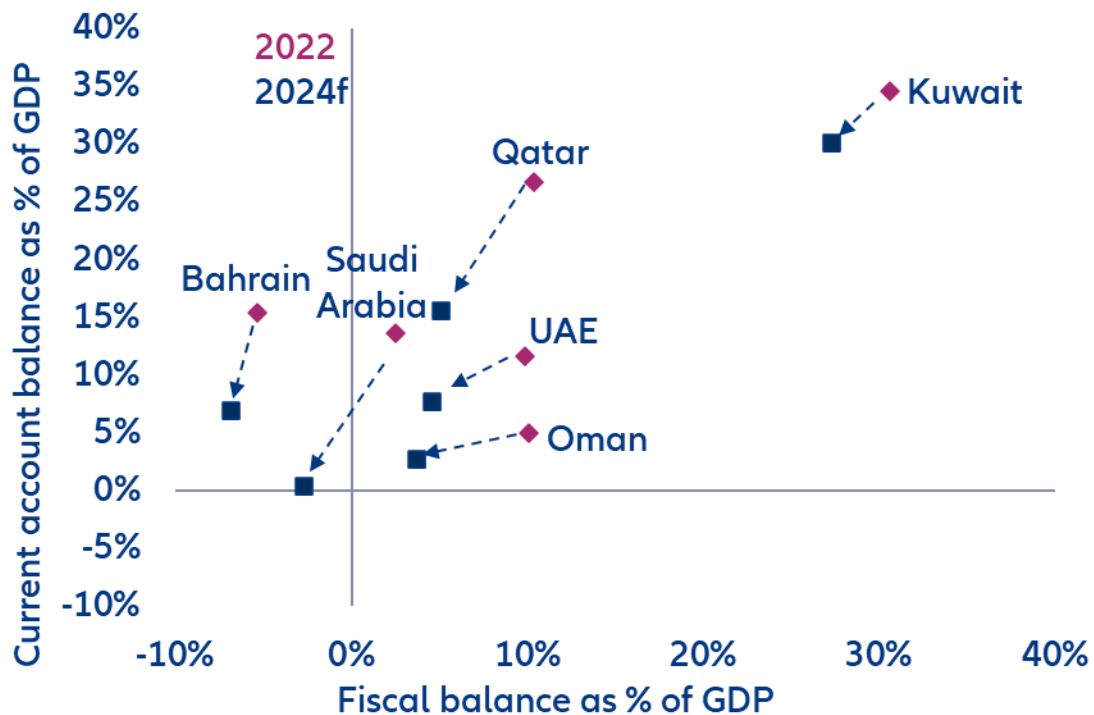
Le banche centrali della Repubblica ceca e dell'Ungheria sono molto più avanti della BCE nel tagliare i tassi, ma il ritmo dell'allentamento monetario rallenterà



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

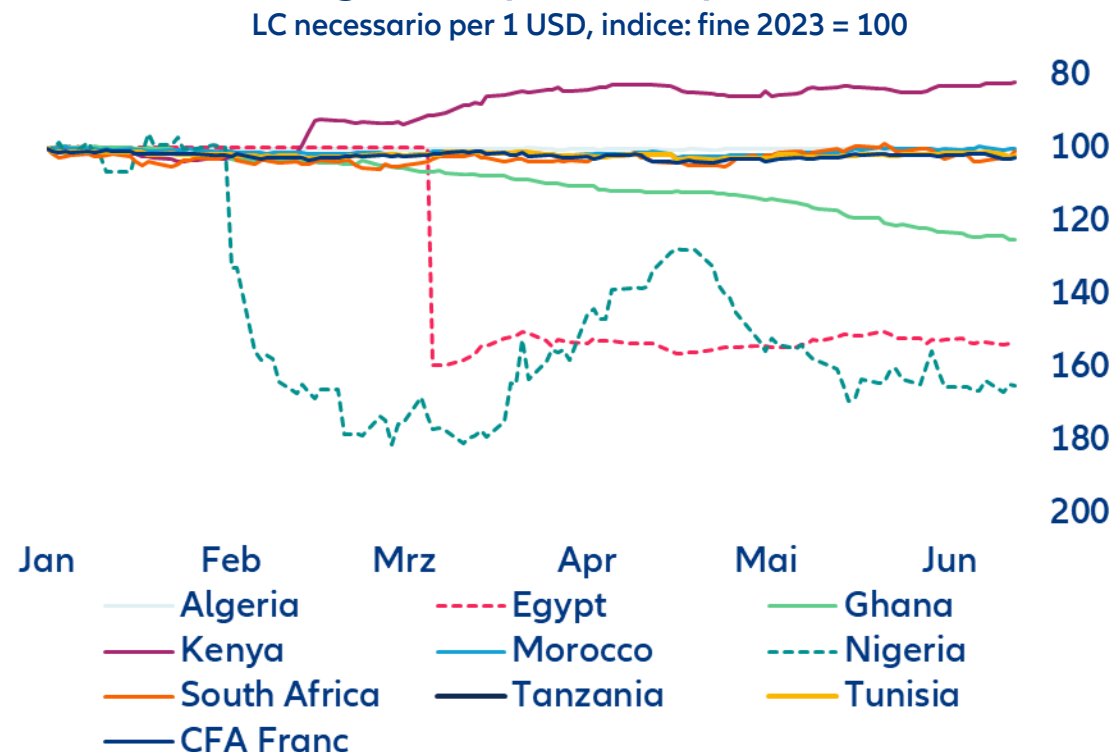
# Africa & Medio Oriente: Sono ancora necessari grandi interventi governativi

Meno denaro in entrata nelle economie del Golfo (a parte gli Emirati Arabi Uniti) e più denaro in uscita%



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

L'Egitto e la Nigeria si sono sostanzialmente ricollegati, mentre il Ghana e il Kenya, in difficoltà dal debito, stanno seguendo percorsi speculari

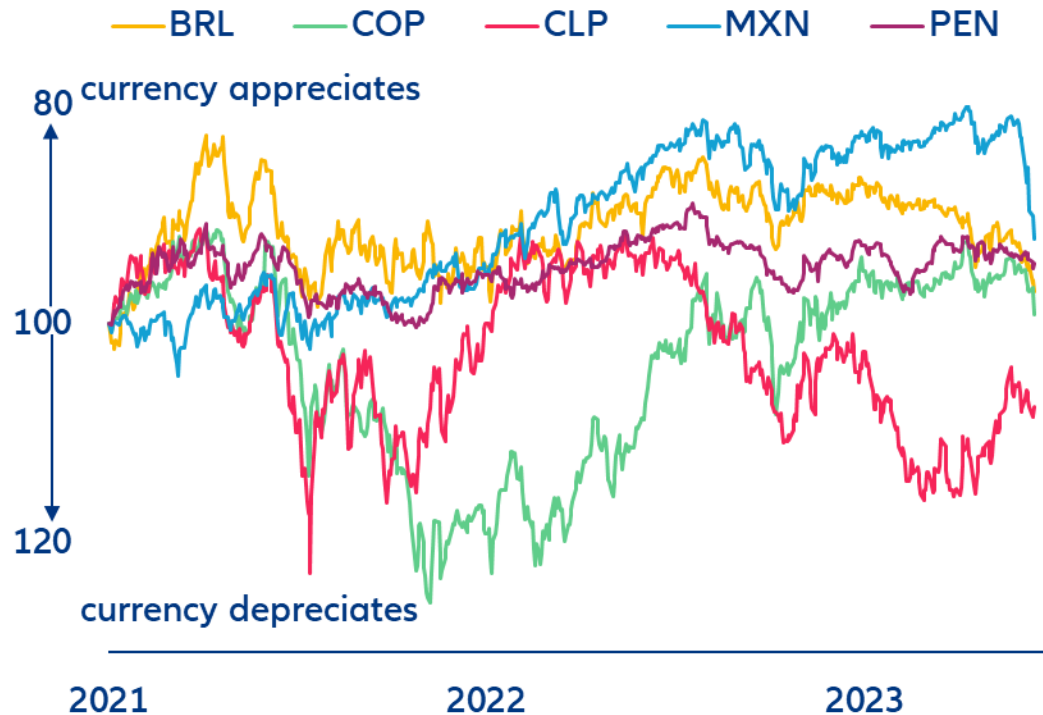


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research



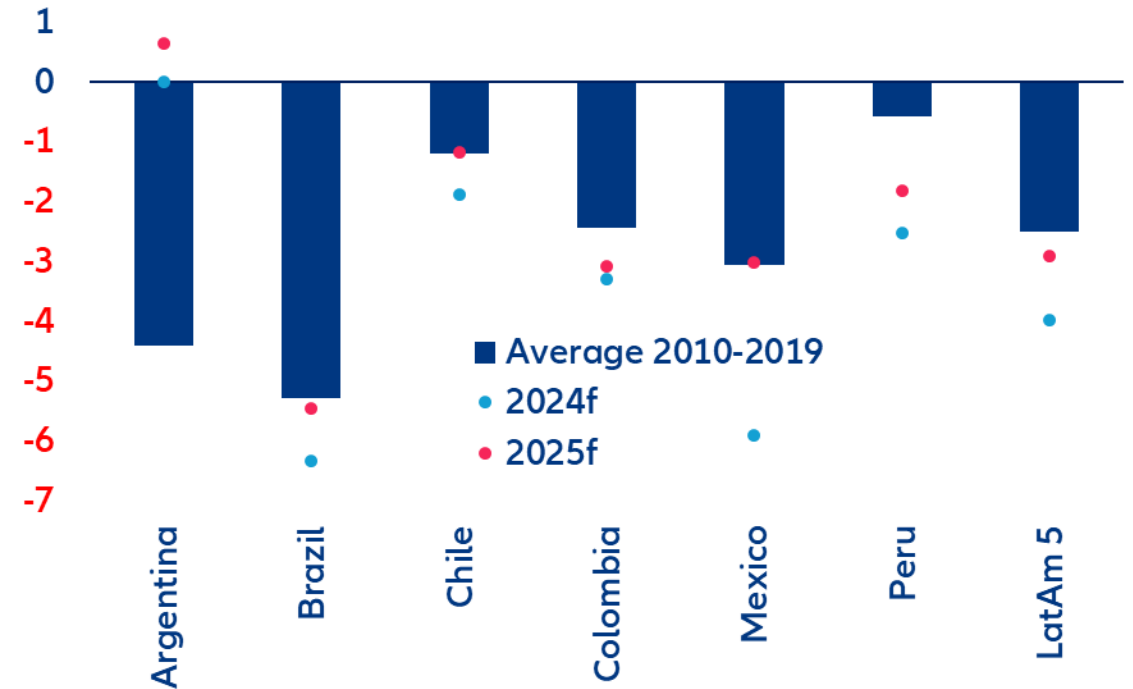
# America Latina: Sfide a breve termine "ritorno alla normalità" con leva FX e fiscale in cima alla lista

L'atteggiamento delle banche centrali è ancora positivo sul fronte dei cambi, nonostante il premio elettorale in MXN e l'esposizione del CLP ai prezzi del rame  
 tasso di cambio rispetto a USD, indice: fine 2022 = 100



Fonti: Fonti Nazionali, Allianz Research

I deficit fiscali rimarranno lontani dai livelli pre-crisi, mentre Colombia e Messico manterranno un avanzo primario  
 % del PIL



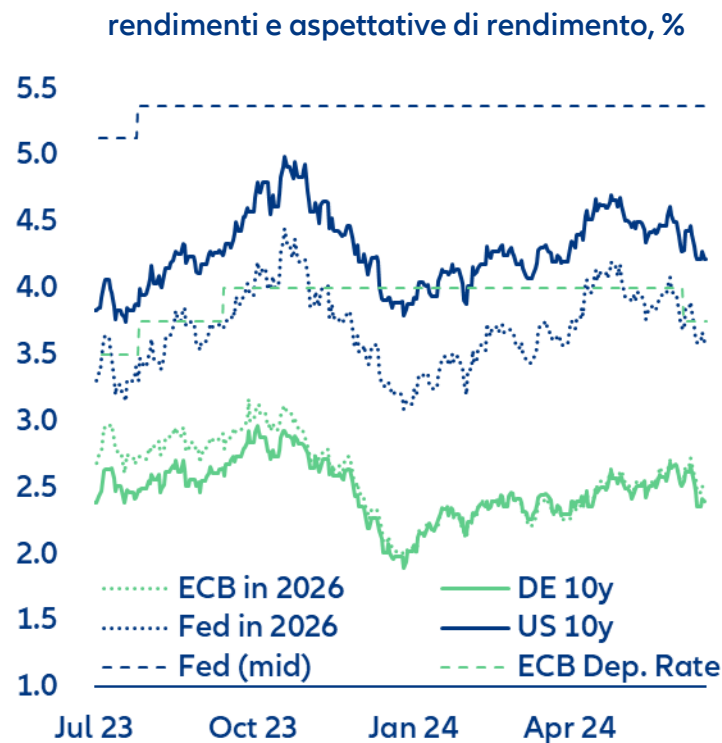
Nota: LatAm 5 include Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù.  
 Fonti: FMI, Allianz Research

# MERCATI dei Capitali outlook

# 2024-2025

# Revisione di metà anno: Mercati dominati dai prezzi delle banche centrali centrali, dalle difficoltà politiche e dalle tendenze globali

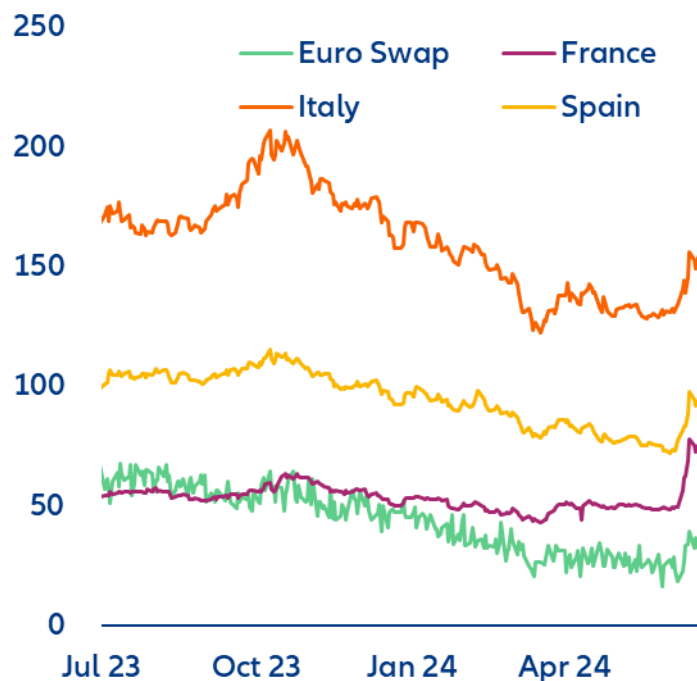
I tassi oscillano a causa delle fluttuazioni delle aspettative della banca centrale



Fonti: Bloomberg, Allianz Research  
 Note: BCE/FED nel 2026 rappresenta i prezzi di mercato utilizzando i futures del mercato monetario per dicembre 2026

Disaccoppiamento degli spread francesi a causa delle difficoltà fiscali e dei timori elettorali

Spread dei titoli di Stato a 10 anni rispetto al DE, punti base



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

L'intelligenza artificiale e la difesa dominano il rally azionario, l'Europa resta indietro

Indice, 100 = luglio 2023



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# Mercati per orientarsi in un ambiente caratterizzato da politiche pesanti

## Mercati dei capitali: Eurozona e Stati Uniti dati di fine anno

EMU	Last*	Unit	2022	2023	2024f	2025f
<b>Government Debt</b>						
ECB deposit rate	3.75	%	2.00	4.00	3.50	2.50
10y yield (Bunds)	2.42	%	2.56	2.03	2.20	2.10
10y EUR swap rate	2.71	%	3.14	2.48	2.60	2.50
20y EUR swap rate	2.65	%	2.87	2.51	2.70	2.70
Italy 10y sovereign spread	151	bps	213	168	130	120
France 10y sovereign spread	73	bps	55	53	60	50
Spain 10y sovereign spread	90	bps	109	97	70	60
<b>Corporate Debt</b>						
Investment grade credit spreads	119	bps	166	135	120	110
High-yield credit spreads	348	bps	494	395	360	350
<b>Equity</b>						
Eurostoxx (total return p.a.)	10 ytd	%	-12	19	10	10
<b>US</b>						
<b>Government Debt</b>						
Fed Funds rate (high)	5.50	%	4.50	5.50	5.25	4.00
10y yield (Treasuries)	4.24	%	3.83	3.87	4.00	3.80
<b>Corporate Debt</b>						
Investment grade credit spreads	96	bps	138	104	100	90
High-yield credit spreads	319	bps	479	334	330	320
<b>Equity</b>						
S&P 500 (total return p.a.)	15 ytd	%	-18	26	13	9

## Mercati dei capitali: Regno Unito, Mercati Emergenti, Dati di fine anno in valuta estera

UK	Last*	Unit	2022	2023	2024f	2025f
<b>Government Debt</b>						
BoE rate	5.25	%	3.50	5.25	4.75	3.75
10y yield sovereign (Gilt)	4.08	%	3.67	3.54	3.70	3.50
<b>Corporate Debt</b>						
Investment grade credit spreads	119	bps	192	134	120	120
High-yield credit spreads	441	bps	663	515	440	410
<b>Equity</b>						
FTSE 100 (total return p.a.)	9 ytd	%	5	8	5	7
<b>Emerging Markets</b>						
<b>Government Debt</b>						
Hard currency spread (vs USD)	207	bps	273	215	220	210
Local currency yield	6.57	%	6.86	6.19	6.3	6.0
<b>Equity</b>						
MSCI EM (total return p.a. in USD)	7 ytd	%	-20	10	6	10
<b>Others</b>						
EUR USD	1.07	\$ per €	1.07	1.10	1.09	1.10

Sources: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research

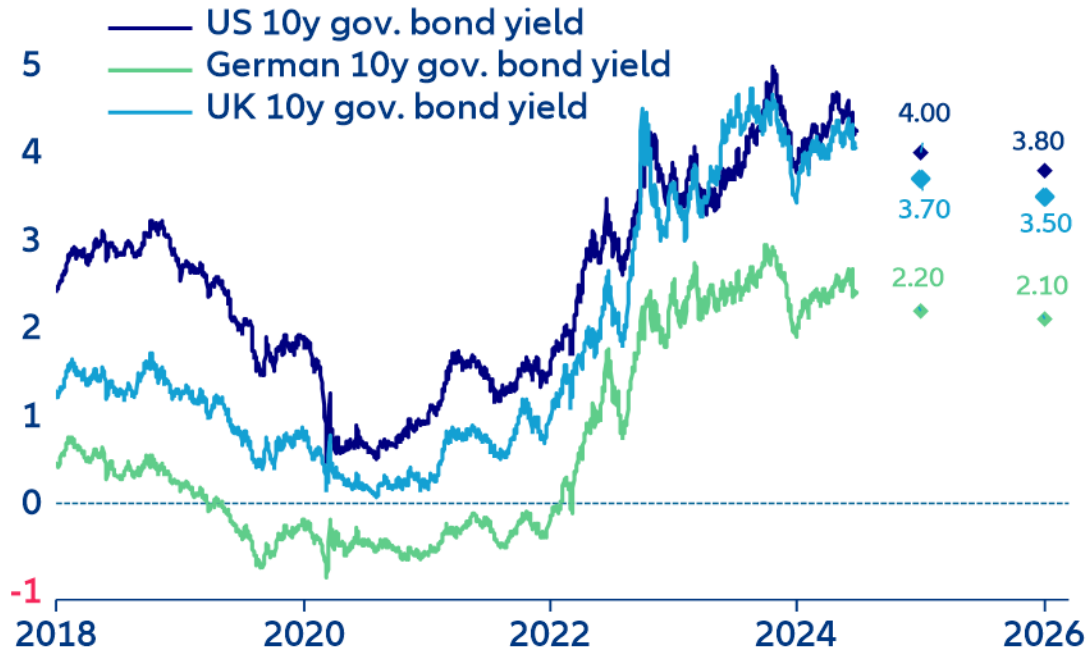
Notes: Year end figures

\* As of 24.Jun 2024

# Rendimenti a lungo termine divisi tra l'allentamento della banca centrale e la spesa pubblica

I rendimenti delle obbligazioni sovrane scenderanno leggermente a causa del calo dei tassi e all'ulteriore normalizzazione delle aspettative di inflazione

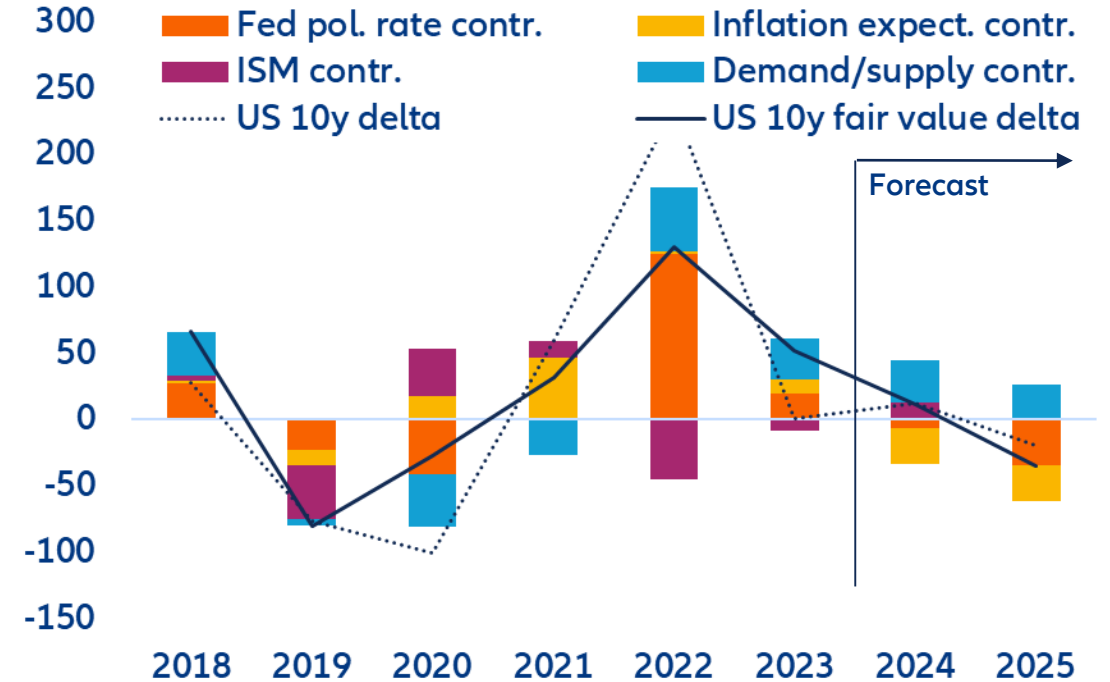
Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni in %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

## Emissione netta di debito in rallentamento il calo dei rendimenti

Fair value Rendimento del titolo di Stato USA a 10 anni, delta annuale in bps

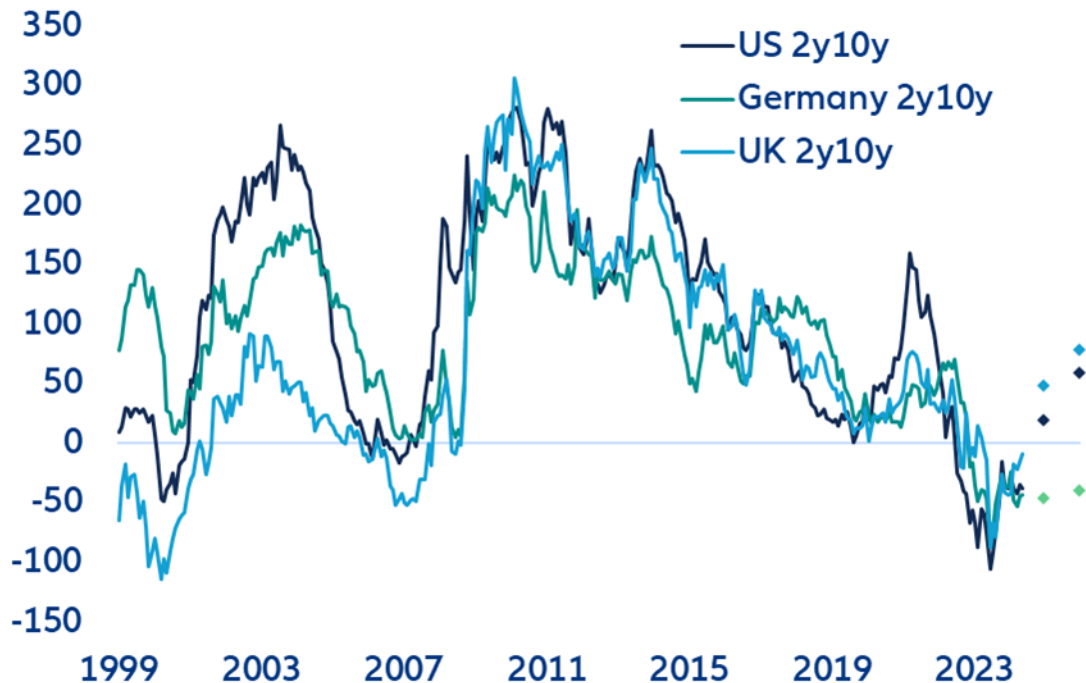


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# La normalizzazione della politica monetaria riequilibra le curve invertite, ma rimane poco spazio per gli spread dell'Eurozona

L'inversione della curva dei rendimenti si interromperà in modo disomogeneo, la Germania è in ritardo con un tasso terminale della BCE relativamente alto

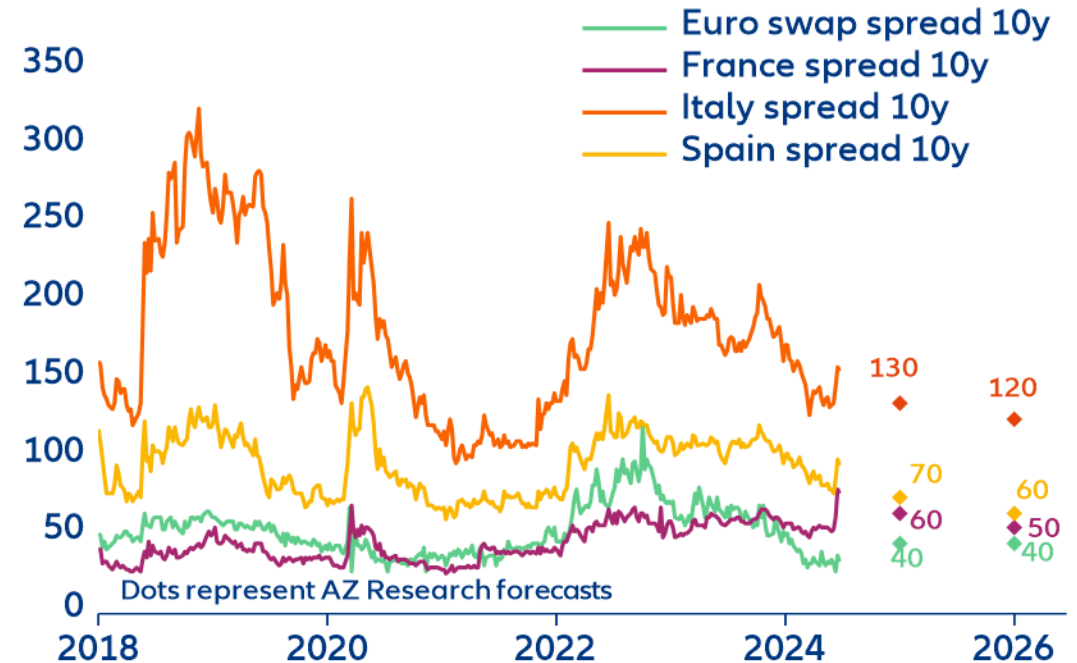
Rendimenti dei titoli di Stato a 10 e 2 anni in bps



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La normalizzazione degli spread continua ad anticipare la svolta della BCE, il rimbalzo economico e l'integrazione europea

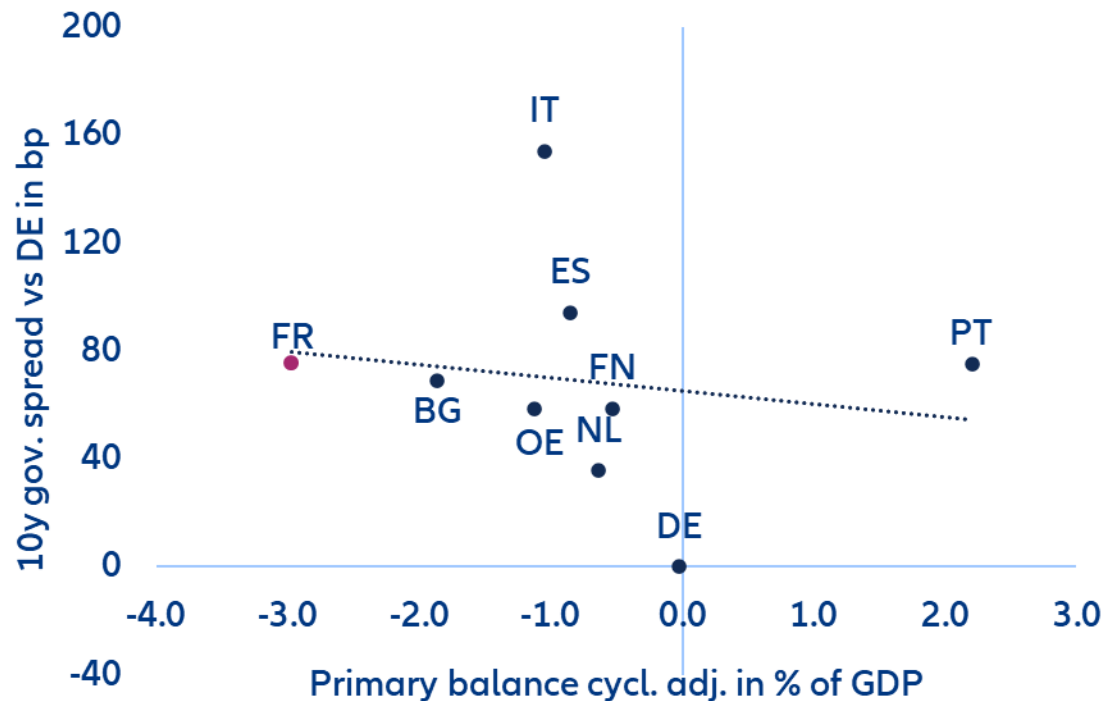
Spread di rendimento rispetto ai rendimenti dei bund tedeschi a 10 anni in bps



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

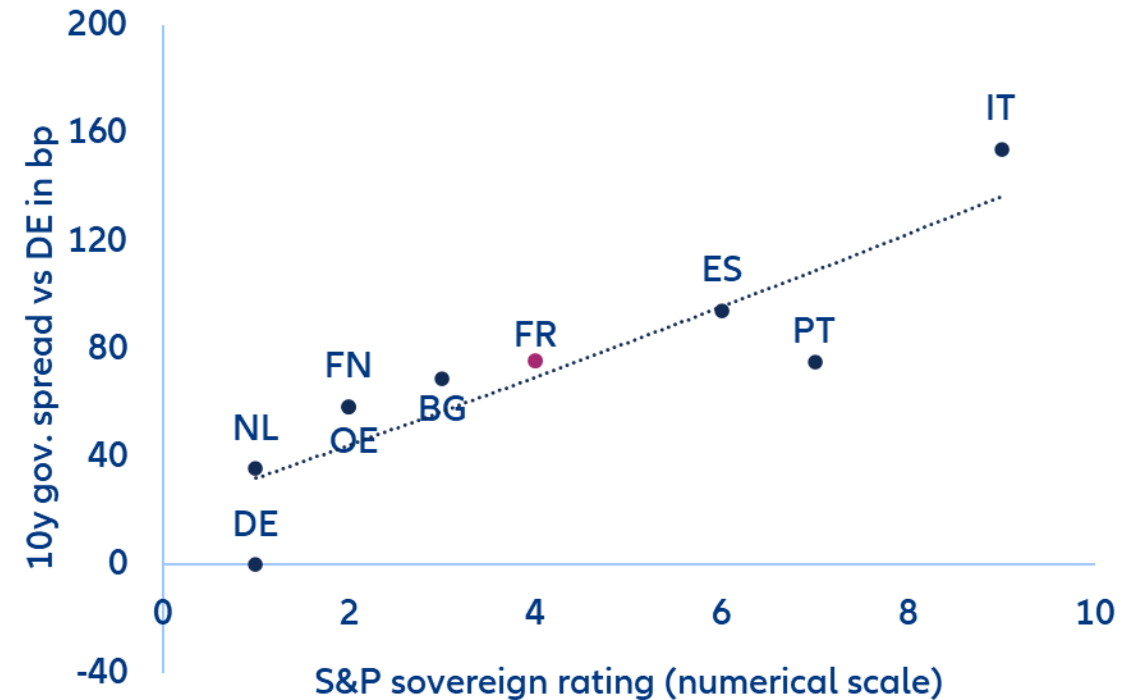
# Spread dell'Eurozona: Il deterioramento della posizione fiscale o del rating della Francia aumenterebbe il premio al rischio

I deficit fiscali si traducono in spread più ampi, ma sono in gioco anche altri fattori (prospettive di crescita, accumulo di debito, ecc.)



Fonti: LSEG Datastream, Ameco, Allianz Research. Nota: Saldo primario cicl. adj. riferito alla stima AMECO 2024, spread al 24/06/2024

La Germania e il Portogallo sono i maggiori indicatori del controllo incrociato tra rating sovrano e spread governativo



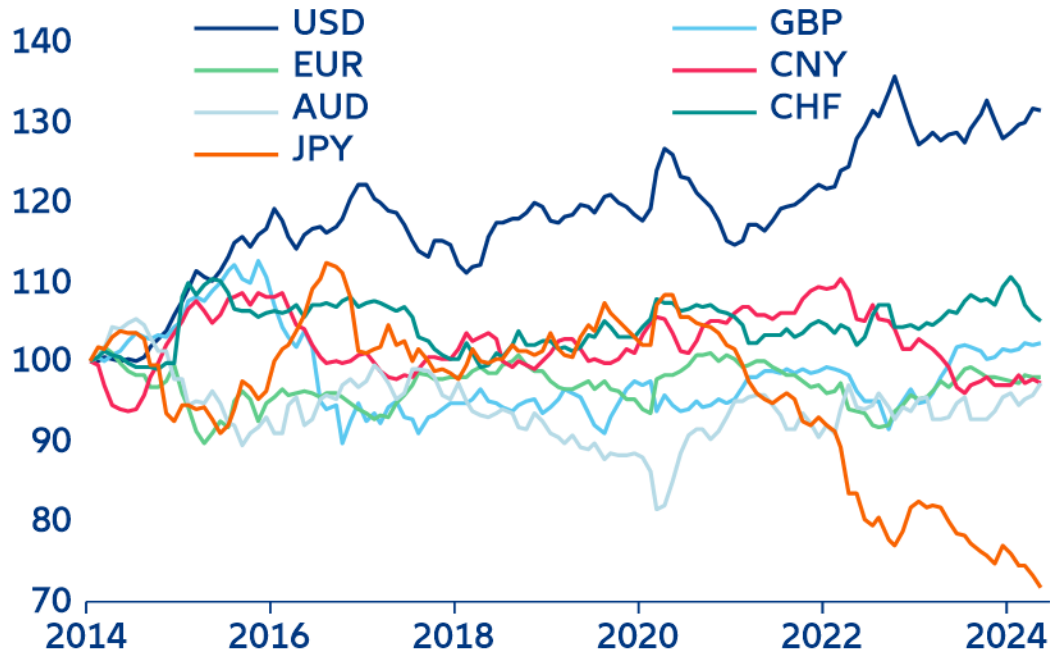
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: la scala numerica di S&P va da 1 (AAA) a 10 (BBB-) nell'intervallo IG; spread al 24/06/2024.

# Previsto un modesto deprezzamento per l'USD

## nel contesto di una graduale normalizzazione economica e geopolitica

L'USD appare sempre più sopravvalutato rispetto a JPY e CNY, ma non rispetto all'EUR

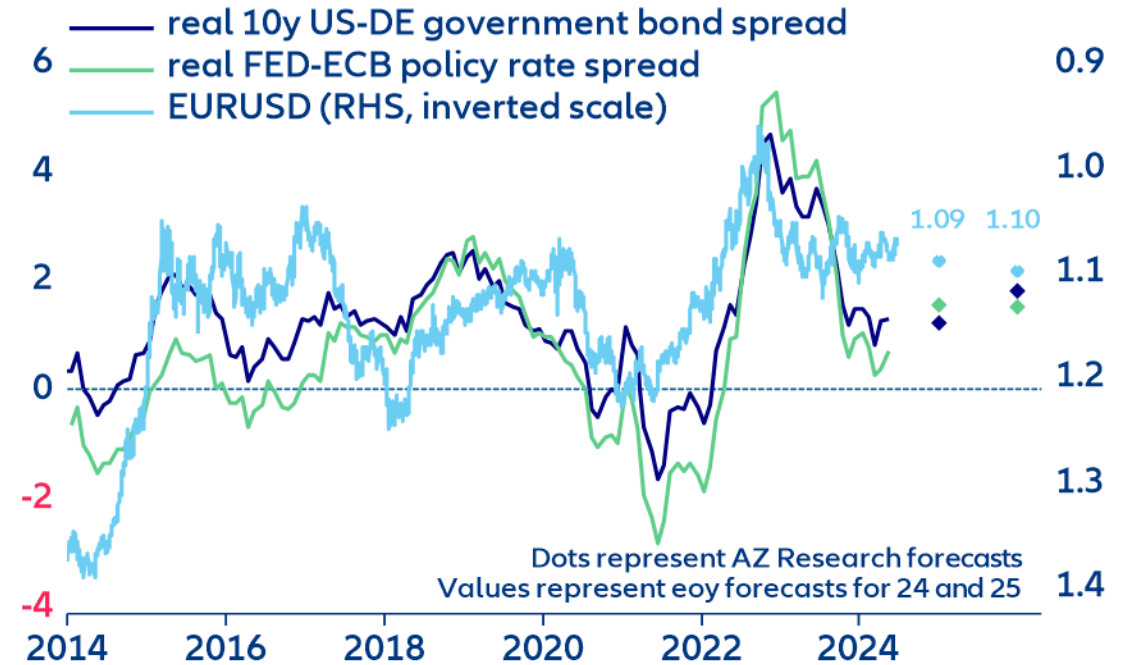
Indici del tasso di cambio effettivo reale (2014=100)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il differenziale dei tassi di interesse indica una debolezza continua di EURUSD, ma il minor rischio geopolitico dovrebbe sostenere

Differenziali di rendimento in pp e tasso di cambio EURUSD

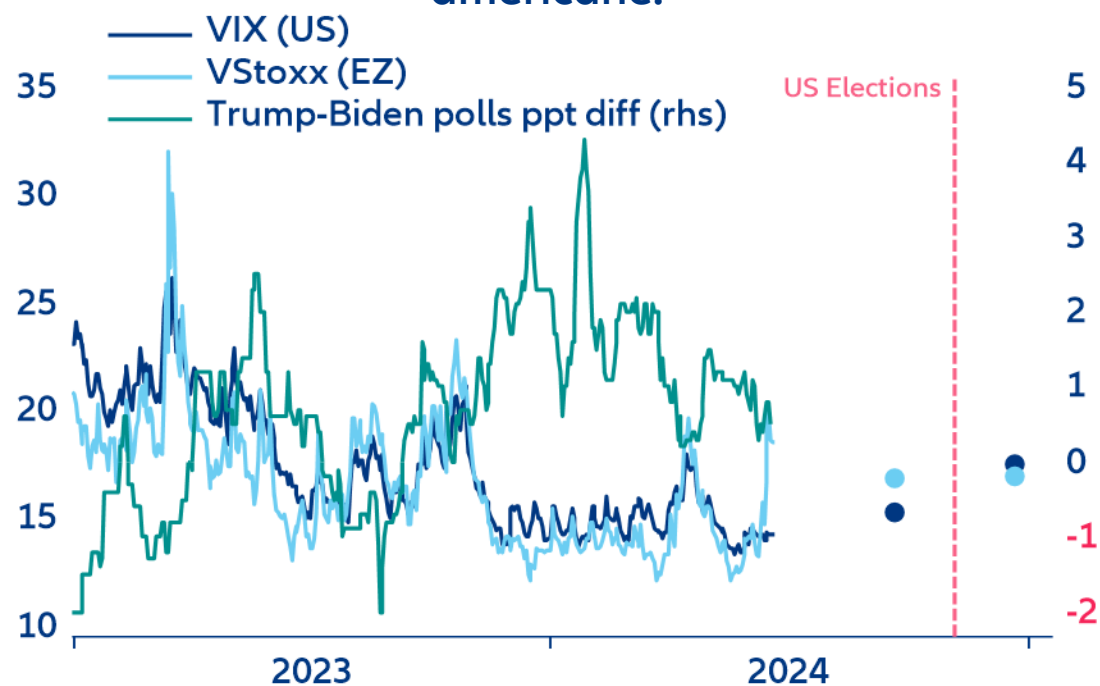


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research



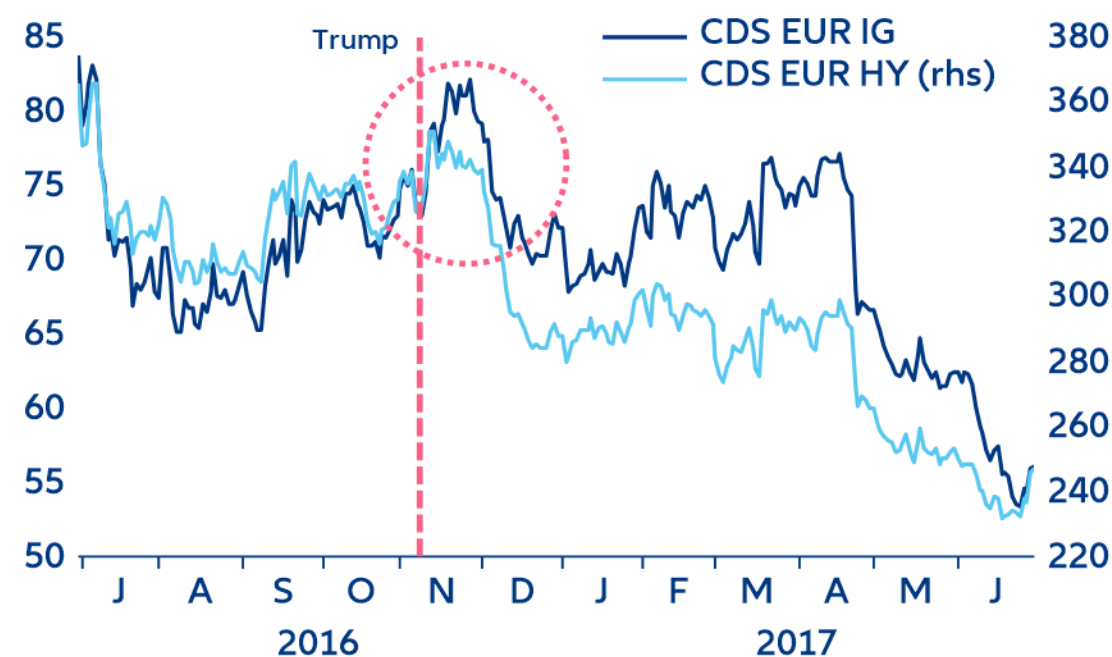
# Il rischio politico non si ferma alla Francia; le elezioni statunitensi manterranno probabilmente alta l'incertezza del mercato

I mercati sono attualmente posizionati per un aumento della volatilità intorno alla data delle elezioni americane.



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research  
Nota: i punti indicano i mercati futuri

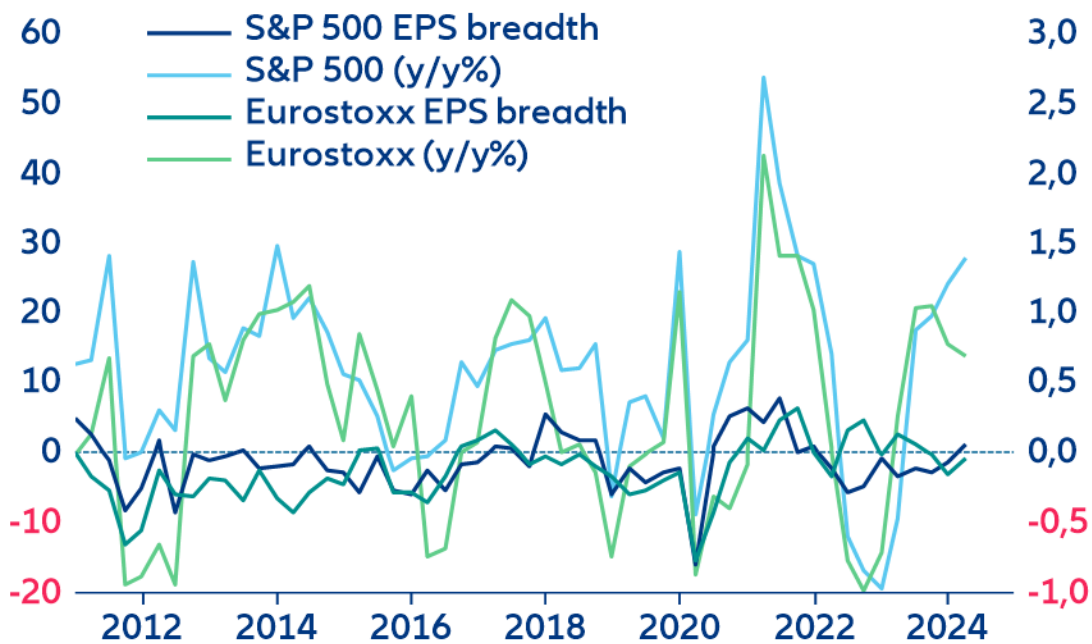
Una vittoria di Trump avrebbe ripercussioni immediate sul resto dei mercati globali di FI e del QE



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# Lo slancio positivo degli utili favorisce i fondamentali del mercato, **ma** la fiducia resta bassa

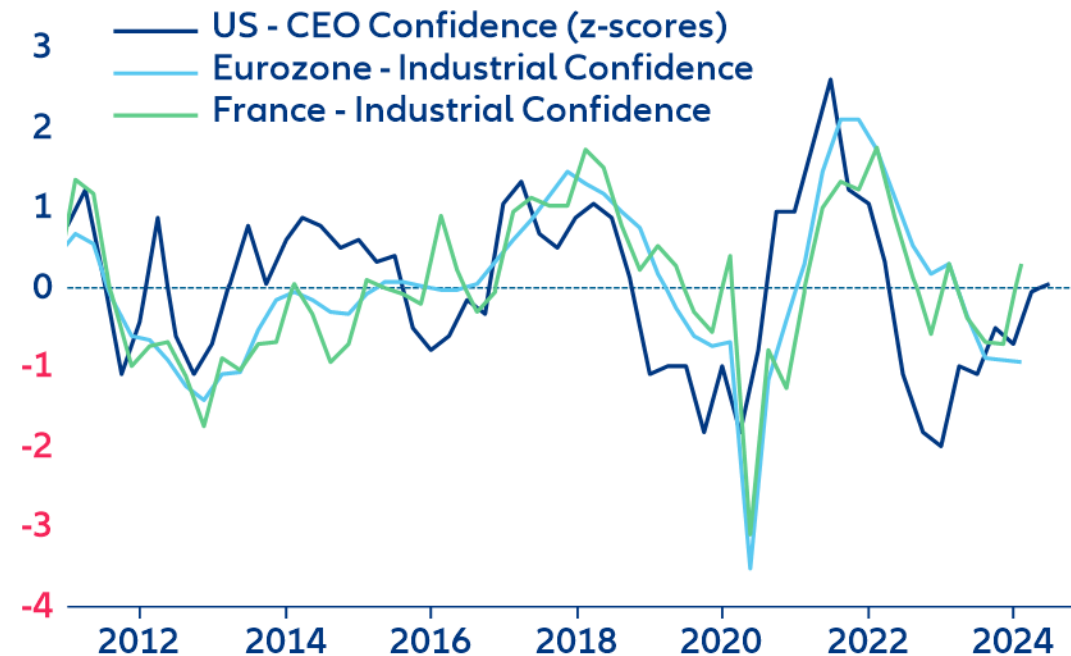
La stagione degli utili ha portato a una revisione al rialzo delle aspettative di guadagno e ha rafforzato il rally



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nota: l'ampiezza degli utili rappresenta il numero di aspettative sugli utili riviste al rialzo rispetto a quelle riviste al ribasso.

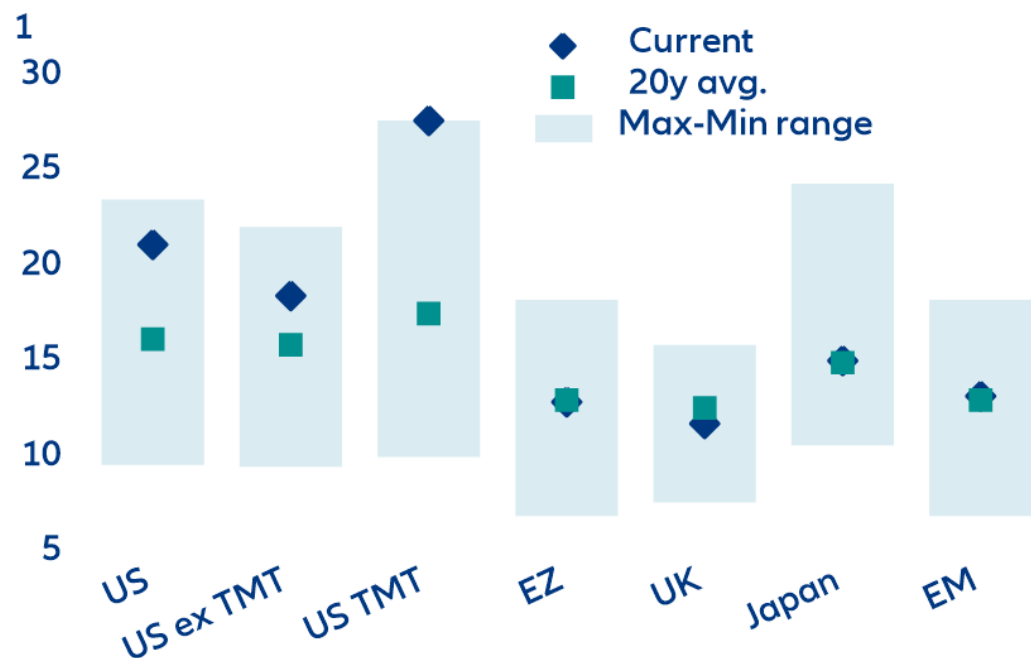
Ma la fiducia economica, soprattutto da parte delle imprese, rimane bassa.



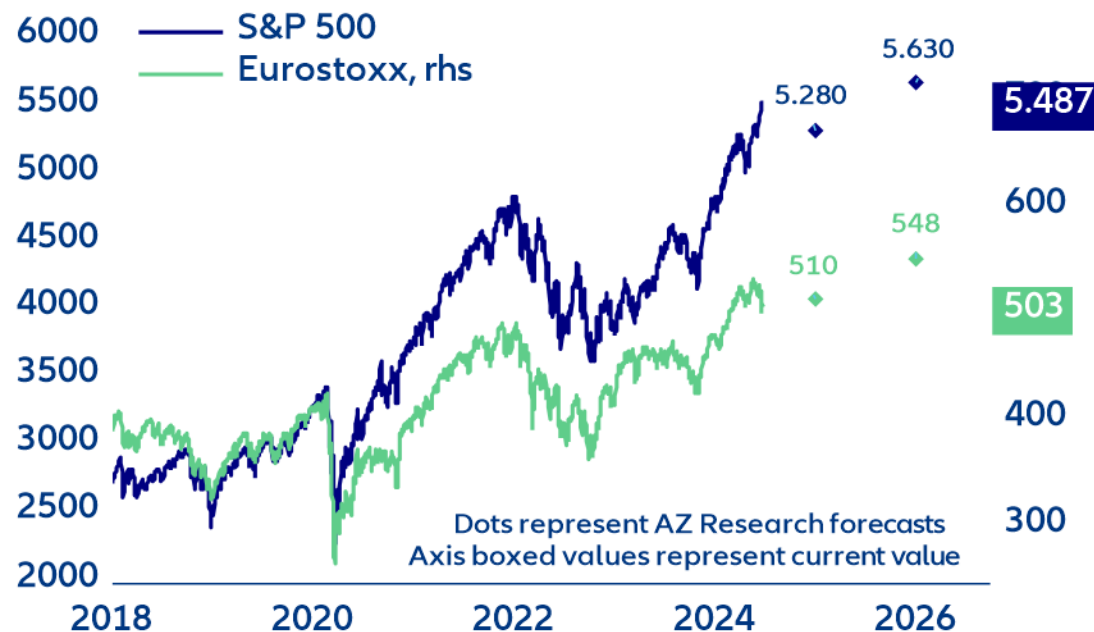
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# L'EQ statunitense sembra costoso rispetto al RdM, ma il 10-15% dovrebbe essere raggiungibile in tutti i settori nel 2024

A livello regionale, le azioni statunitensi continuano a sembrare costose rispetto al resto del mondo a causa della loro componente TMT\*.  
12m Rapporti PE FWD



La tenuta degli utili e la propensione al rischio favoriscono la conclusione del 2024 con un rendimento totale del 10-15%.

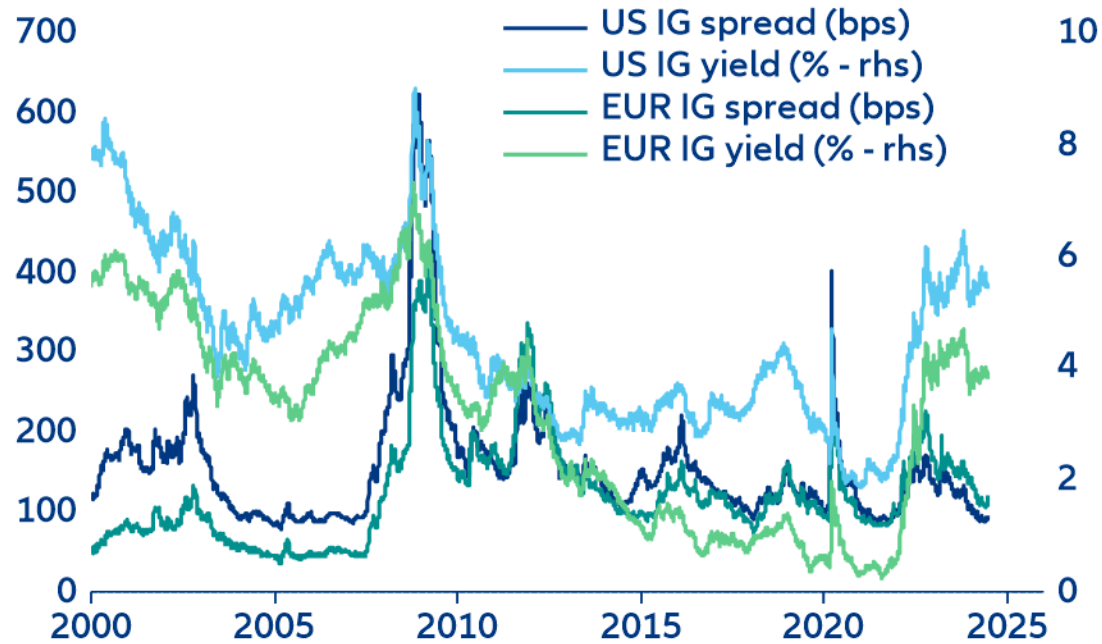


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research  
\*TMT: Tecnologia, Media e Telecomunicazioni  
Nota: Indici azionari Datastream

Fonte: LSEG Datastream, Allianz Research

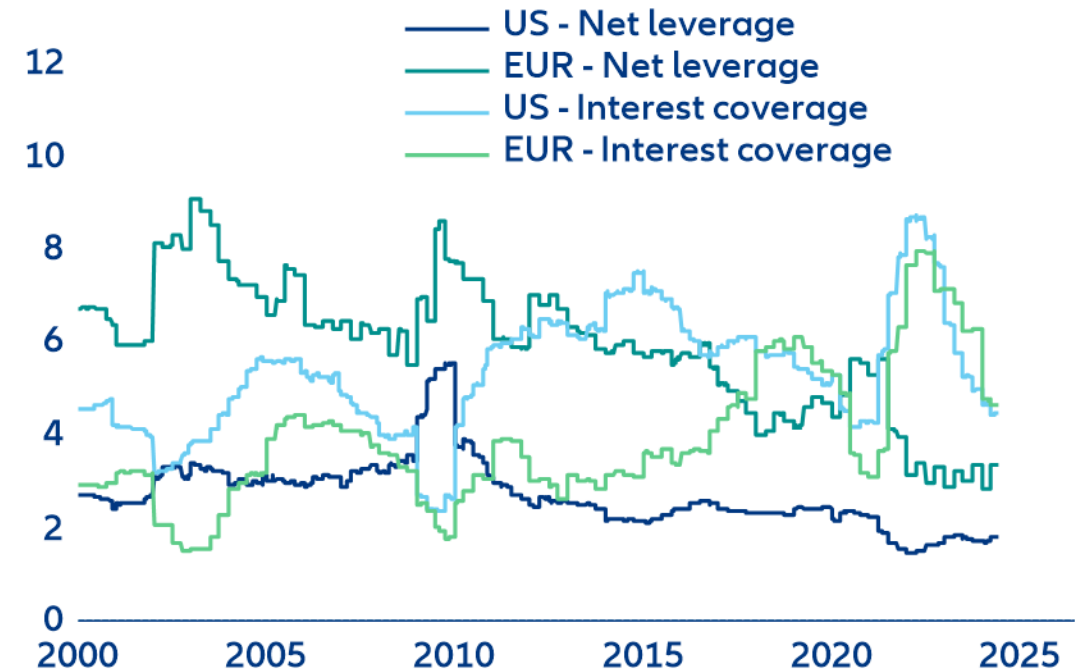
# Gli spread del credito sono costosi, ma i rendimenti restano interessanti

Gli spread societari si avvicinano ai minimi del post-GFC, ma i livelli di rendimento restano interessanti



Fonti LSEG Datastream, Allianz Research

La capacità di servizio del debito continua a deteriorarsi, ma la svolta delle banche centrali dovrebbe contribuire ad alleviare l'onere

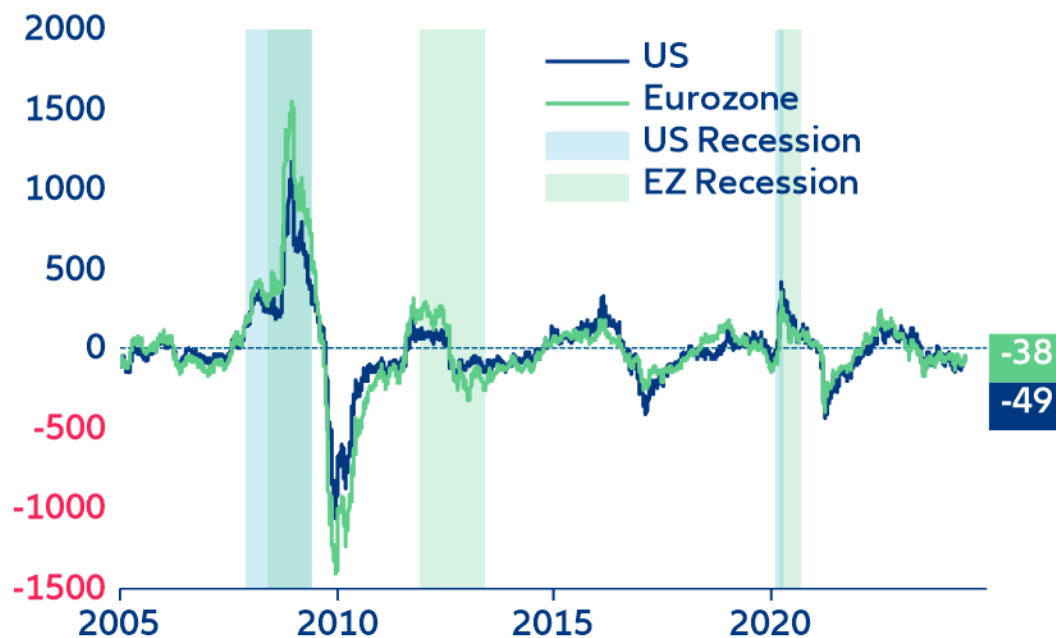


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# Gli spread societari sono stretti; l'incertezza dovrebbe impedire agli spread di comprimersi ulteriormente in modo strutturale

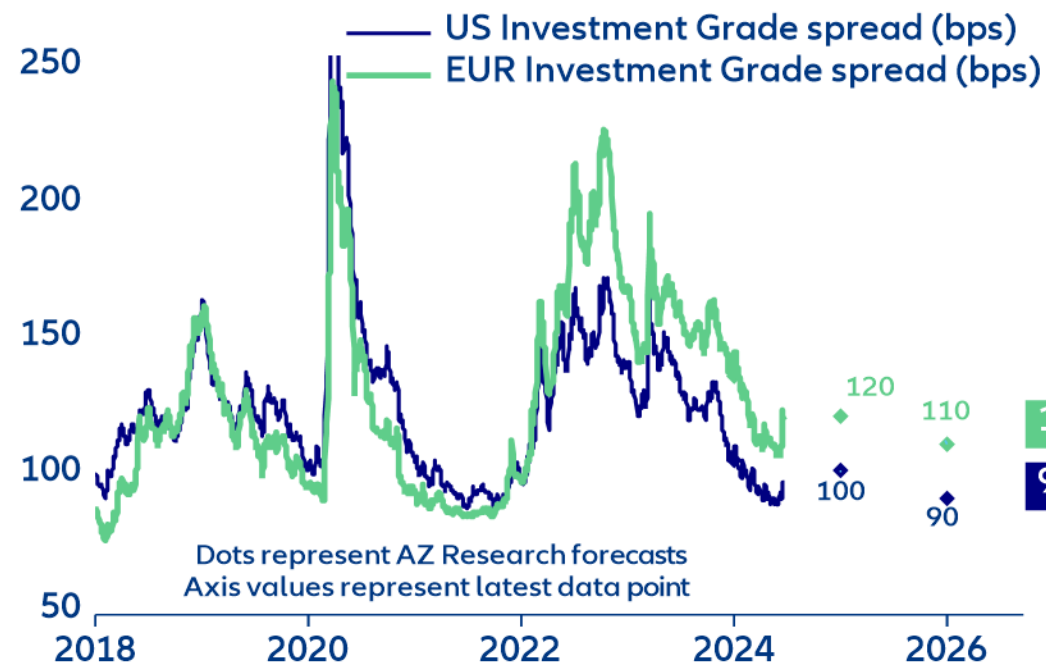
Gli spread ad alto rendimento hanno subito una forte contrazione grazie ai bassi tassi di default e alla tenuta dell'economia

Variatione a/a dei differenziali di spread IG-HY



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Gli spread societari appaiono ristretti data l'incertezza, pertanto non ci aspettiamo una compressione significativa

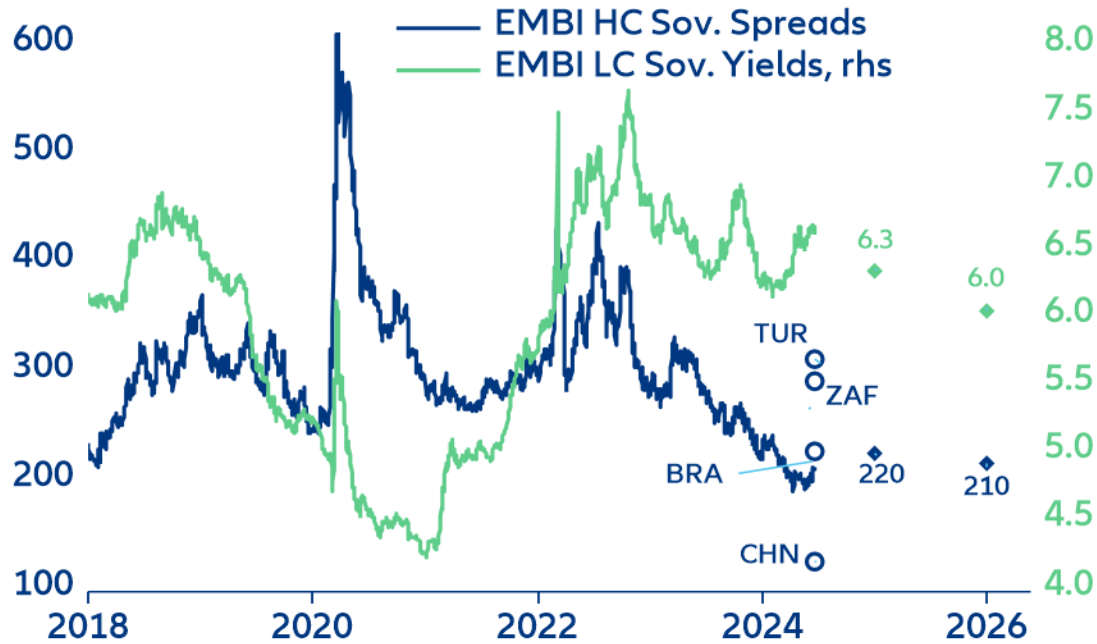


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

# Gli spread EM tengono duro; potenziali guadagni dal calo dei rendimenti e dal carry minacciati dai rischi politici (FX)

Poco spazio per un'ulteriore compressione degli spread in valuta forte - i rendimenti tenderanno a scendere (non esenti da volatilità)

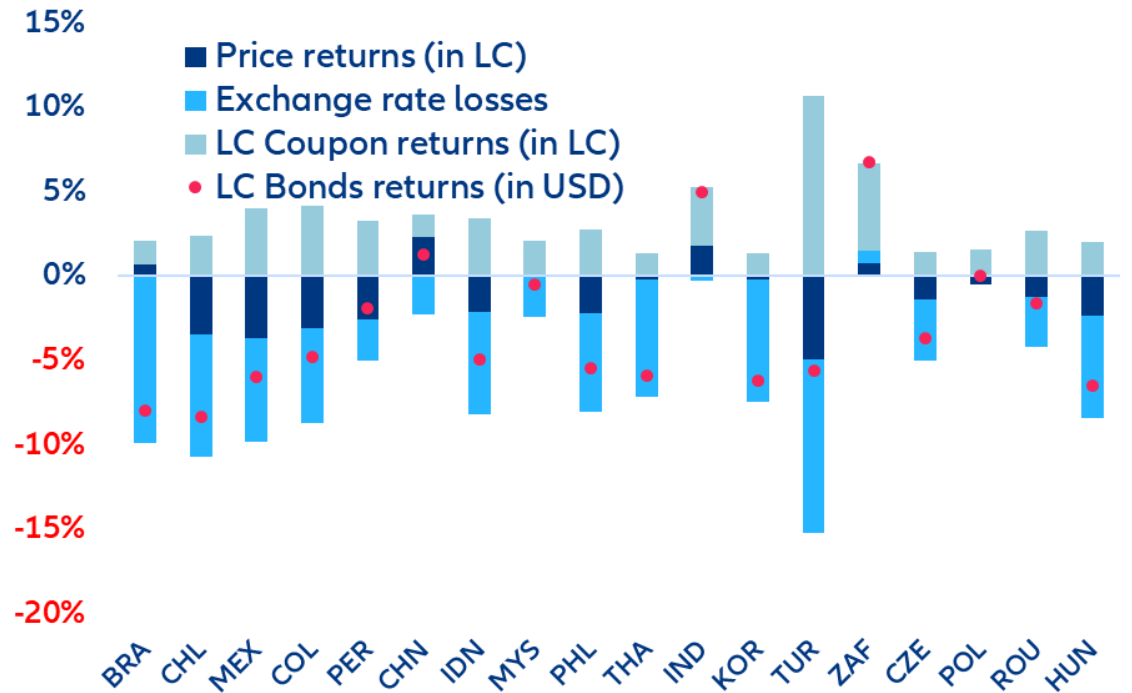
I punti blu scuro rappresentano i principali spread in valuta forte dei paesi chiave



Fonti: Bloomberg, LSEG Datastream, Allianz Research. HC = Valuta forte. LC = Valuta locale. Sov = Sovrano.

Il riprezzamento dei rendimenti e la debolezza del cambio hanno compromesso la performance del 1° semestre, ma le prospettive sono buone - elezioni e turbolenze permettendo

Rendimenti totali in valuta locale (LC) sovrani da un anno all'altro

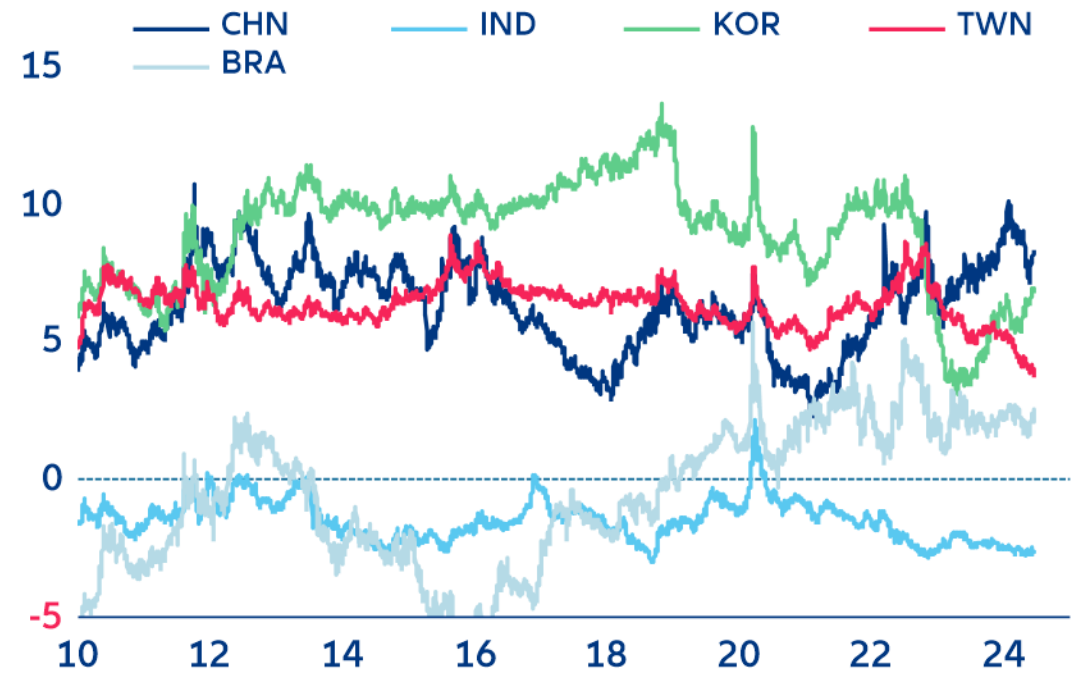


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. I calcoli hanno utilizzato indici obbligazionari con obbligazioni di tutte le scadenze..

# I titoli azionari EM sottoperformano in presenza di un'ampia dispersione tra i paesi e di rischi di cambio

Anno migliore del previsto, ma in ritardo rispetto ai titoli azionari delle AE; si prevede una scarsa spinta dai titoli azionari globali

Ampie differenze di prestazioni tra i principali paesi, con i semiconduttori di India e Taiwan come principali storie di successo  
Premio per il rischio azionario, espresso come rendimento degli utili a termine a 12 mesi rispetto al rendimento sovrano.



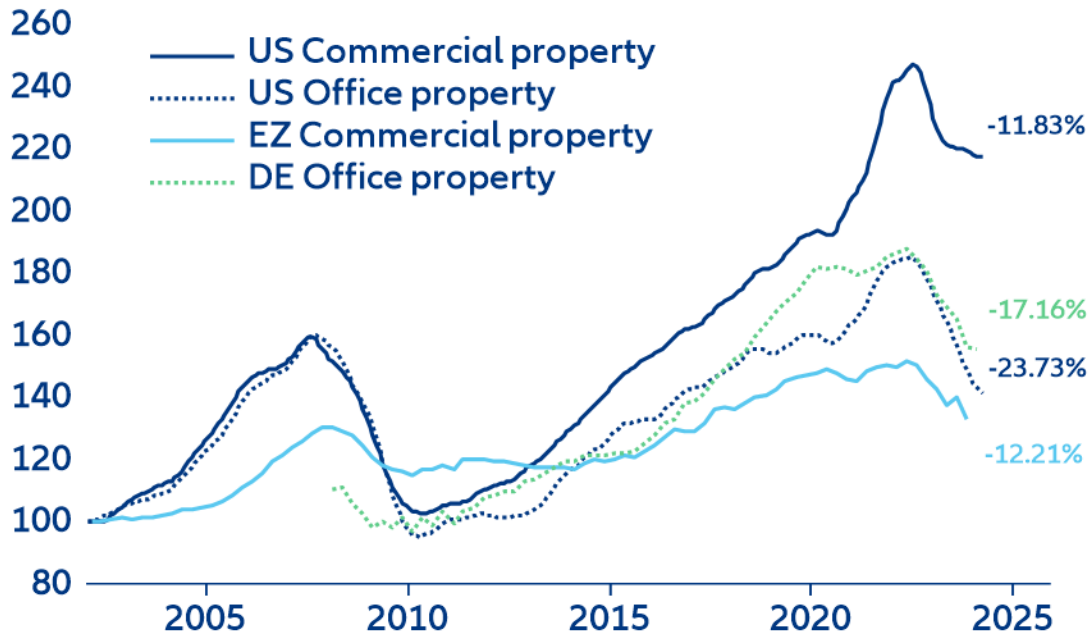
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. AEs: economie avanzate.

Fonti: IBES, LSEG Datastream, Allianz Research.

# Immobili commerciali: la situazione non dovrebbe deteriorarsi ulteriormente – tranne che per gli uffici statunitensi

Il calo dei prezzi è proseguito fino al 2024, ma dovrebbe stabilizzarsi in futuro, ad eccezione degli uffici statunitensi

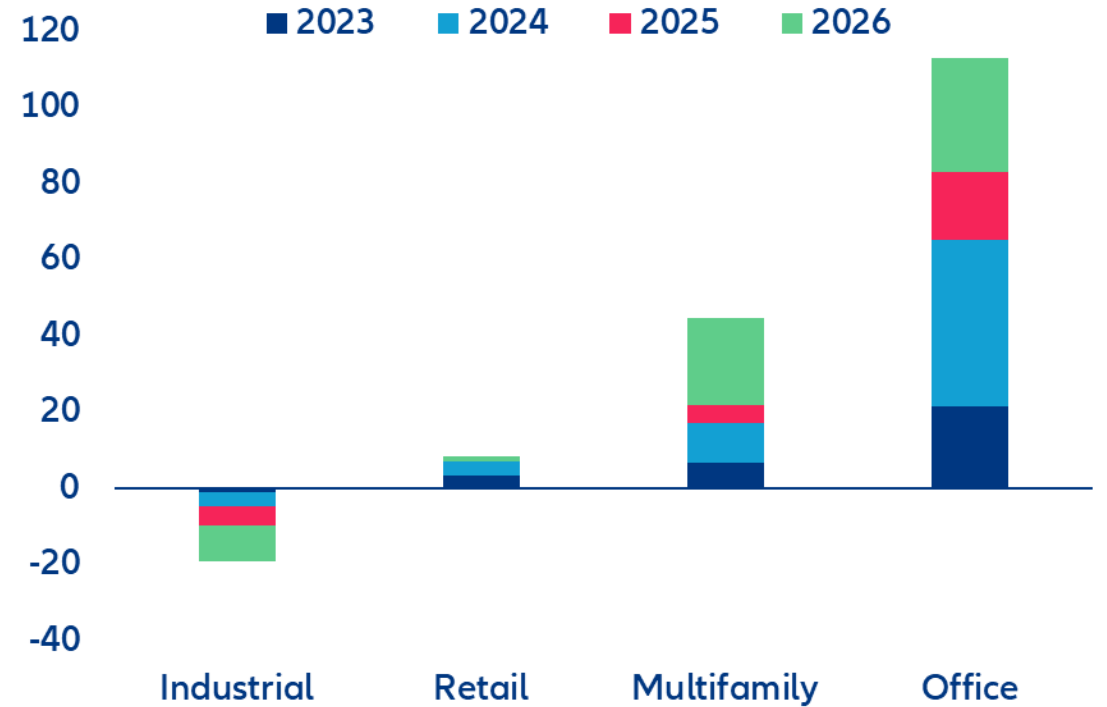
Indici rielaborati a partire dal 2002 (o dall'inizio per gli uffici DE)



Fonti: BRI, BCE, LSEG Datastream, Allianz Research. Le cifre a destra indicano il calo cumulato dei prezzi dal secondo trimestre del 2022.

Divario tra debito e finanziamento del CRE per settore negli Stati Uniti (miliardi di dollari)

Prestiti quinquennali originati nel 2018, 2019, 2020, 2021

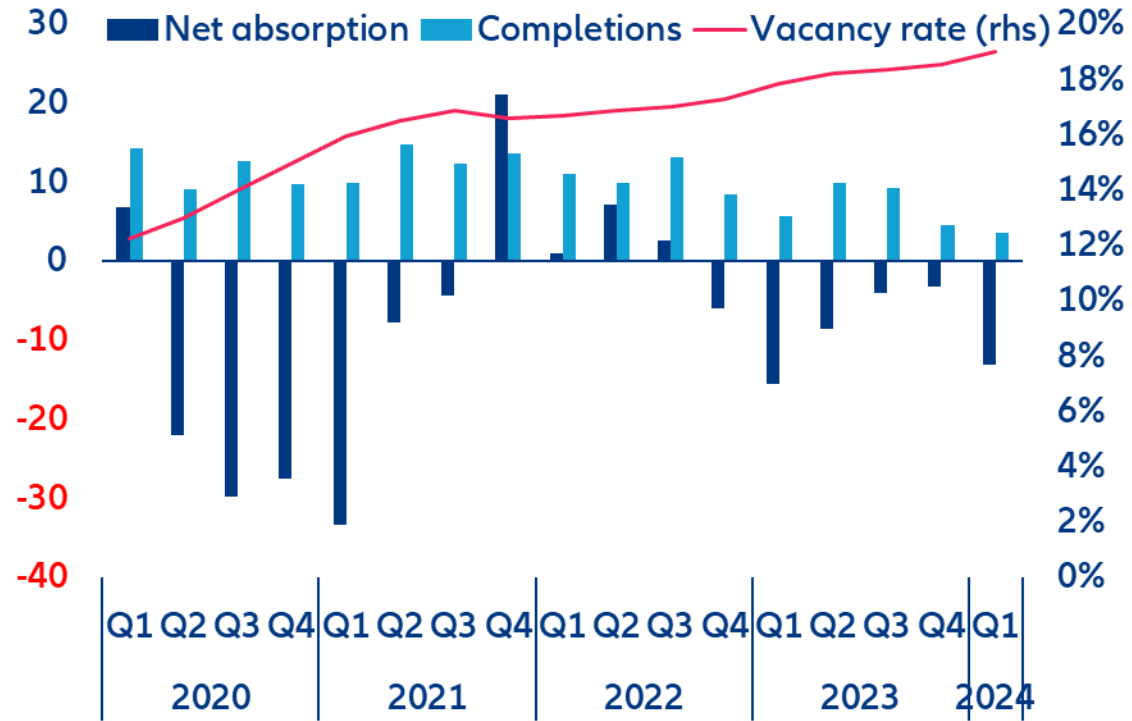


Fonti: CBRE, Allianz Research



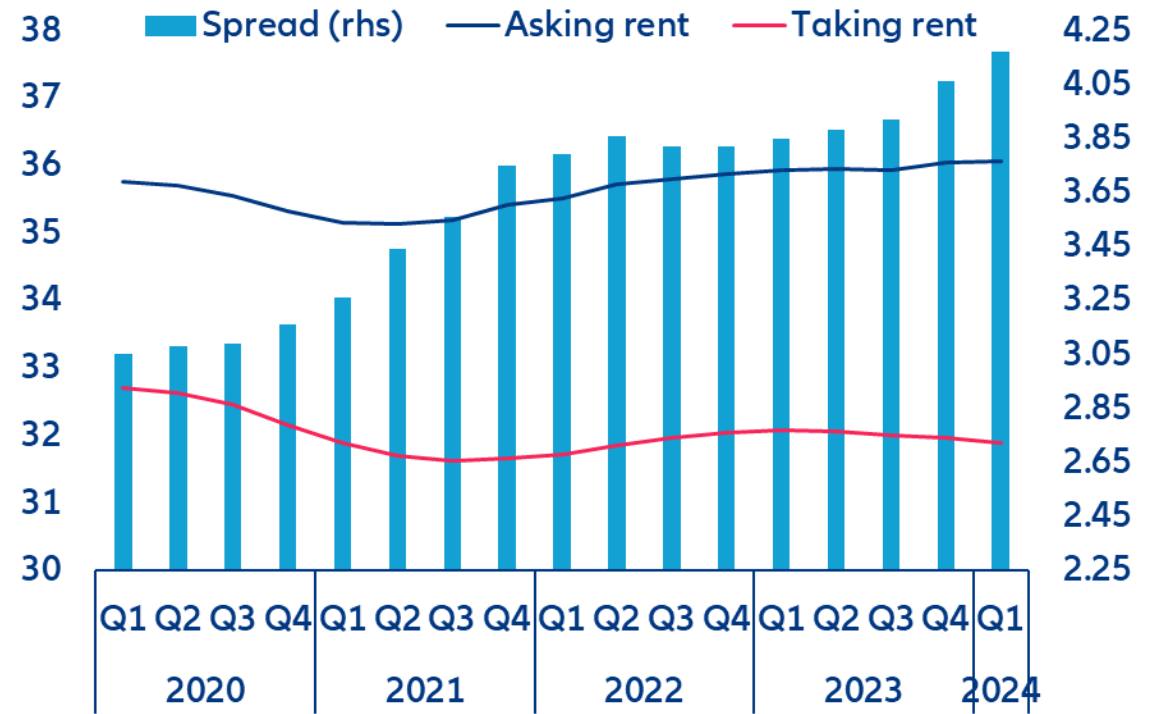
# Uffici negli Stati Uniti: il tasso di posti vacanti raggiunge il massimo storico a causa della debolezza della domanda, mentre la forbice degli affitti continua ad allargarsi

Domanda e offerta di uffici negli Stati Uniti



Fonti: CBRE, Allianz Research

Affitto ufficio richiesto vs. affitto richiesto (USD/piedi quadrati)



Fonti: CBRE, Allianz Research

