

Allianz Research | 02 Ottobre 2025

Prospettive economiche 2025-27: risposte alle domande più frequenti

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

Jordi Basco Carrera
Head of Private Markets Investment
Strategy
jordi.basco_carrera@allianz.com

Ana Boata
Head of Economic Research
ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet Cuccharini
Senior Economist for UK, US & France
maxime.darmet@allianz-trade.com

Lluís Dalmau Taules
Economist for Africa & Middle East
lluis.dalmau@allianz-trade.com

Guillaume Dejean
Senior Sector Advisor
guillaume.dejean@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Head of Macroeconomic and Capital
Markets Research
bjoern.griesbach@allianz.com

Jasmin Gröschl
Senior Economist for Europe
jasmin.groeschl@allianz.com

Michael Heilmann
Senior Investment Strategist
michael.heilmann@allianz.com

Françoise Huang
Senior Economist for Asia Pacific
francoise.huang@allianz-trade.com

Patrick Krizan
Senior Investment Strategist
patrick.krizan@allianz-trade.com

Ano Kuanathan
Head of Corporate Research
ano.kuanathan@allianz-trade.com

Maria Latorre
Sector Advisor, B2B
maria.latorre@allianz-trade.com

Pierre Lebard
Public Affairs Officer
pierre.lebard@allianz-trade.com

Maxime Lemerle
Lead Advisor, Insolvency Research
maxime.lemerle@allianz-trade.com

Yao Lu
Investment Strategist
yao.lu@allianz.com

Lina Manthey
Investment Strategist
lina.manthey@allianz.com

Maddalena Martini
Senior Economist for Italy, Greece, Spain
& Benelux
maddalena.martini@allianz.com

Luca Moneta
Senior Economist for Emerging Markets
luca.moneta@allianz-trade.com

Sivagaminathan Sivasubramanian
ESG and Data Analyst
sivagaminathan.sivasubramanian@allianz-trade.com

Ziqi Ye
Investment Strategist
ye.ziqi@allianz.com

In sintesi

1. Chi sostiene veramente il costo della guerra commerciale in corso? Per ora si tratta principalmente di esportatori, ma anche i consumatori statunitensi saranno colpiti da un'inflazione più elevata (in aumento di 0,6 punti percentuali entro la metà del 2026). Sebbene le rotte commerciali globali siano cambiate, consentendo agli esportatori di mitigarne l'impatto, i rischi al ribasso rimangono elevati poiché sono in corso indagini settoriali e l'accordo commerciale con la Cina è ancora in sospeso. In teoria, le perdite delle esportazioni potrebbero variare da -0,3% del PIL (UE) a -1,3% del PIL (Vietnam) rispetto a uno scenario pre-guerra commerciale. Il costo per gli Stati Uniti è stimato al -0,3%. Gli impegni di IDE negli Stati Uniti, se realizzati, ammonterebbero al 6% del PIL degli Stati Uniti entro il 2026-2028 e apparirebbero molto costosi per i paesi di origine. Nel complesso, la crescita del commercio mondiale di beni e servizi dovrebbe rallentare a +0,6% nel 2026 dal +2% nel 2025 in termini di volume.

2. La stagflazione è passata da un rischio imminente a una realtà innegabile? Sì, ma per ora è la stagflazione leggera. L'inflazione rimane al di sopra dell'obiettivo in molte economie avanzate, come Regno Unito, Stati Uniti e Giappone, mentre la crescita rimane fiacca. Questa combinazione segna una fase di stagflazione lieve per gli standard storici. Per la maggior parte delle economie, ci aspettiamo che l'inflazione torni gradualmente verso l'obiettivo del 2% entro il 2027. Mentre il Regno Unito si distingue attualmente per un'inflazione particolarmente elevata, è probabile che gli Stati Uniti vedano l'overshoot più prolungato. Un mix di dazi, continui stimoli fiscali e carenza di manodopera dovuta all'immigrazione sta mantenendo l'economia statunitense leggermente surriscaldata e le pressioni sui prezzi elevate.

3. Le banche centrali riusciranno a districare i loro complessi dilemmi? Le banche centrali dei mercati sviluppati si trovano ad affrontare una triplice sfida: crescita debole, inflazione persistente e aumento dei disavanzi fiscali che stanno spingendo al rialzo i rendimenti a lungo termine e intensificando l'attenzione sulla stretta quantitativa (QT) globale. Prevediamo che la Fed effettuerà solo altri tre tagli dei tassi entro la metà del 2026, raggiungendo un tasso terminale del 3,25-3,50%, notevolmente superiore agli attuali prezzi di mercato. La BCE ha finito di tagliare, mentre è probabile che la BoE allenti ulteriormente, abbassando i tassi al 3,0% entro il 2027 – al di sotto degli attuali prezzi di mercato – poiché l'inflazione diminuirà e l'economia avrà bisogno di meno restrizioni monetarie. Al contrario, la BoJ si muoverà nella direzione opposta, continuando ad aumentare i tassi verso un tasso terminale dell'1,0%, con l'inflazione core ancora troppo alta per essere ignorata. Il QT continuerà Fed, tuttavia, ha in gran parte finito con la riduzione del suo bilancio, allentando un po' la pressione sui rendimenti a lungo termine.

4. La dominance dell'USD sta affrontando una nuova era di incertezza? Sì, ma non cancellarlo ancora. Nonostante la forte narrativa sulla de-dollarizzazione, la maggior parte

della debolezza da inizio anno dell'EUR/USD riflette i mercati che scontano una Fed più accomodante rispetto alla BCE, guidata dai segnali di debolezza economica negli Stati Uniti piuttosto che dai dubbi sull'indipendenza della Fed. Le aspettative di inflazione a lungo termine rimangono ben ancorate e le pressioni sui prezzi a breve termine si sono attenuate più del previsto. Tuttavia, circa un terzo del declino del dollaro può effettivamente essere collegato alla de-dollarizzazione post-"Liberation Day", principalmente attraverso una maggiore copertura valutaria piuttosto che deflussi di capitali. Fondamentalmente, gli Stati Uniti continuano ad attrarre forti investimenti esteri. Guardando al futuro, ci aspettiamo che l'EUR/USD rimanga sostanzialmente stabile, poiché la lieve de-dollarizzazione in corso sarà probabilmente compensata da una Fed più aggressiva. Tuttavia, i rischi sono orientati verso un USD più debole: gli sviluppi politici – come un'interferenza più diretta nella politica monetaria o le rinnovate proposte dell'"Accordo di Mar-a-Lago" – potrebbero accelerare la de-dollarizzazione oltre il nostro scenario di base.

5. Fino a che punto la posizione dominante fiscale può spingere i tassi di interesse a lungo termine? A livello globale non si possono escludere momenti in stile tracollo, ma le "put" delle banche centrali rimangono in vigore. L'aumento dell'offerta netta di obbligazioni in un contesto di elevati disavanzi fiscali ha spinto al rialzo i rendimenti a lungo termine, con i rendimenti britannici a 30 anni, ad esempio, che hanno raggiunto i livelli più alti dagli anni '90. La politica determinerà il percorso in Francia e negli Stati Uniti. Ma le banche centrali rimangono attori chiave nel gioco. Il ritmo della stretta quantitativa sta aumentando l'offerta su una scala paragonabile ai disavanzi fiscali in molti mercati. Se necessario, possono rallentare il QT – o addirittura riavviare il QE – per stabilizzare i mercati.

6. L'UE aumenterà finalmente la spesa per la difesa nel 2026-27? Il "Piano per riarmare l'Europa" dell'UE stanziava 800 miliardi di euro in quattro anni, di cui 150 miliardi di euro per gli appalti militari. Tuttavia, nonostante i ingenti finanziamenti, l'Europa deve affrontare ostacoli nel rapido aumento delle capacità militari a causa dei vincoli di produzione, poiché le aziende della difesa hanno un portafoglio ordini record (~ EUR350 miliardi) e non sembrano intenzionate ad aumentare le loro spese in conto capitale (~5%). Inoltre, la scarsa cooperazione intra-europea e l'attenzione agli appalti interni possono ostacolare progetti a lungo termine come l'iniziativa franco-tedesca sui jet da combattimento. Il tentativo dell'Europa di ridurre la dipendenza dalle importazioni militari statunitensi sarà messo in discussione dagli sviluppi geopolitici in Ucraina e dall'accordo commerciale USA-UE. Di conseguenza, sembra più realistico un moderato aumento della spesa del +10-20% fino al 2027, che raggiunga una quota di spesa per la difesa del 2,3-2,5% del PIL. Ciò si tradurrebbe in un impatto di circa +0,2 punti percentuali sulla crescita del PIL europeo entro quella data.

7. In che modo le imprese affrontano la sfida dei costi di finanziamento persistentemente elevati? Nonostante il calo dei tassi di riferimento, la domanda di prestiti da parte delle imprese rimane modesta nell'Eurozona. Negli Stati Uniti, i prestiti alle imprese stanno aumentando nonostante gli standard di credito più rigidi. Le aziende stanno affrontando la sfida dei costi di finanziamento persistentemente elevati implementando aggiustamenti strategici come il miglioramento dell'efficienza operativa, la rinegoziazione dei contratti con i fornitori e l'investimento nell'automazione per ridurre le spese. Molte grandi aziende stanno estendendo le scadenze del debito, riducendo l'indebitamento o raccogliendo capitali sui mercati obbligazionari in cui i rendimenti sono ancora favorevoli per ridurre al minimo gli oneri degli interessi, esplorando al contempo fonti di finanziamento alternative come il credito privato o le partnership strategiche dovute ai prestiti bancari tradizionali ristretti e costosi. Il picco delle insolvenze aziendali globali è previsto solo nel 2027: prevediamo un aumento del +6% e del +4% rispettivamente nel 2025 e nel 2026, prima di una diminuzione limitata in seguito.

8. C'è una bolla del mercato dei capitali all'orizzonte? No, ma il boom dell'intelligenza artificiale sembra pienamente scontato, lasciando un rialzo limitato a breve termine. Mentre i mercati azionari, soprattutto negli Stati Uniti, scambiano a valutazioni elevate in termini di rapporto prezzo/utili, la forte crescita degli utili a lungo termine – prevista al 15% annuo, rispetto al 10% in Europa – tiene sotto controllo i rapporti prezzo/utili/crescita (PEG). Tuttavia, il rally è strettamente concentrato in alcune società tecnologiche a

mega-capitalizzazione, rendendo il mercato fortemente dipendente dalla realizzazione delle aspettative dell'IA.

9. Quali mercati emergenti sono alle prese con crescenti squilibri? Nel complesso, i mercati emergenti sono ancora in un ciclo espansivo, in parte grazie alla domanda esterna favorevole fino ad ora. Gli esportatori asiatici hanno guadagnato quote di mercato negli Stati Uniti, con Taiwan, Vietnam, Thailandia e Indonesia che hanno persino mantenuto la capacità produttiva inutilizzata. Con l'inasprimento delle prospettive economiche, con un'inflazione contenuta e un USD più basso, la maggior parte delle banche centrali dei mercati emergenti ha accelerato i tagli dei tassi di riferimento e il ciclo dovrebbe rallentare entro la metà del 2026. Più della metà dei mercati emergenti sta allentando le politiche fiscali. I mercati non sembrano preoccupati in questa fase, ma le valutazioni sono una preoccupazione crescente e alcune richiedono un attento monitoraggio (ad esempio Argentina, Brasile, Egitto, Indonesia). Anche la maggior parte dell'America Latina e dell'Europa centro-orientale (e alcuni nel Sud-Est asiatico e in Africa) sarebbero vulnerabili a una variazione dell'avversione al rischio, essendo debitori netti con disavanzi delle partite correnti. L'economia cinese rallenterà nel 2026, data la probabile contrazione delle esportazioni e la domanda interna ancora debole. Una delle sfide consiste nel ripristinare la fiducia dei privati e contenere le pressioni deflazionistiche: un ulteriore sostegno politico sarà probabilmente fornito entro il 1° trimestre del 2026.

10. Quali eventi potrebbero indirizzarci verso uno scenario al ribasso? L'aumento del protezionismo, con una probabilità del 45%, potrebbe portare a una recessione del commercio globale guidata dall'escalation dei dazi statunitensi, influenzando negativamente la crescita e l'inflazione, mettendo sotto pressione i tassi d'interesse e le azioni dei mercati sviluppati. Nel frattempo, uno shock della politica di de-dollarizzazione, con una probabilità del 35%, potrebbe spingere l'EUR/USD sopra 1,25. Una crisi del debito sovrano, con una probabilità del 20%, potrebbe derivare da alti livelli di debito e tassi di interesse, limitando le politiche fiscali in Francia, Italia, Regno Unito e Stati Uniti. Le tensioni geopolitiche potrebbero aumentare ulteriormente, con un conflitto NATO-Russia, un'escalation in Medio Oriente e un conflitto aperto tra Cina e Taiwan come potenziali rischi. Come rischi al rialzo, vediamo un cessate il fuoco tra Ucraina e Russia che stimolerà la crescita e l'industria europea, e l'eccezionalismo degli Stati Uniti che guiderà l'espansione economica attraverso i progressi dell'intelligenza artificiale e il successo della Trumponomics, che porterebbe a un aumento della crescita e a impatti positivi sulle azioni dei mercati sviluppati.

1. Chi sostiene veramente il costo della guerra commerciale in corso?

Per ora, il costo della guerra commerciale degli Stati Uniti è sostenuto principalmente dagli esportatori, ma si prevede che anche l'economia statunitense stessa sarà colpita nel 2026. Sebbene le rotte commerciali globali siano cambiate, consentendo agli esportatori di mitigarne l'impatto, i rischi al ribasso rimangono elevati poiché sono in corso indagini settoriali e l'accordo commerciale con la Cina è ancora in sospeso. Vietnam, Canada e Messico potrebbero in teoria vedere la crescita del PIL nel 2026 colpita da -0,4 punti percentuali a -1,3 punti percentuali a causa degli ultimi aumenti tariffari annunciati dagli Stati Uniti. Il costo per gli Stati Uniti è stimato in -0,4 punti percentuali. Gli impegni di IDE negli Stati Uniti ammontano al 6% del PIL degli Stati Uniti entro il 2026-2028 e sembrano molto costosi per i paesi di origine. Nonostante gli sforzi di reindirizzamento e diversificazione, ad esempio attraverso l'India e il Vietnam, e la moderazione dei prezzi da parte degli esportatori cinesi, il contributo dei dazi all'inflazione statunitense dovrebbe aumentare e raggiungere +0,6 punti percentuali entro la metà del 2026. Le aziende continueranno a perseguire strategie di mitigazione per evitare un'ulteriore contrazione della redditività: solo un terzo dei settori globali potrebbe vedere un miglioramento della crescita del fatturato entro il 2026.

Il commercio mondiale di beni e servizi dovrebbe rallentare a +0,6% nel 2026 da +2% nel 2025 in termini di volume, a causa del ritardo dell'impatto della guerra commerciale. Abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni per il 2025 di +1 punto percentuale. Gli esportatori globali sono stati i primi a muoversi, poiché le importazioni statunitensi sono aumentate del +7% nel primo semestre del 2025 rispetto all'anno precedente. Questo anticipo delle spedizioni si è rivelato maggiore ed è durato più a lungo del previsto, contribuendo a +0,4 punti percentuali della revisione al rialzo della crescita del commercio mondiale nel 2025. Anche il reindirizzamento e la diversificazione degli scambi commerciali hanno svolto un ruolo centrale nel ridurre l'impatto della guerra commerciale, in quanto gli esportatori hanno trovato nuove rotte per entrare nel mercato statunitense a tariffe più basse, in particolare attraverso il Vietnam e altri paesi del sud-est asiatico, nonché il Messico. Tale reindirizzamento ha fatto sì che l'aliquota tariffaria effettiva degli Stati Uniti abbia raggiunto l'11,2% ad agosto, inferiore al 13% teorico. Tuttavia, si prevede che il tasso aumenterà al 14% entro la fine dell'anno, dato lo spazio limitato per un'ulteriore diversificazione e l'entrata in vigore di tariffe più elevate. Infine, il boom degli investimenti nell'IA registrato nel 2025 sta mantenendo il commercio globale più alto di quanto previsto in precedenza, contribuendo con un +0,2 punti percentuali alla nostra revisione al rialzo delle previsioni di crescita del commercio globale per il 2025. Tuttavia, le nostre previsioni per il 2026 sono state riviste al ribasso a +0,6% (dal precedente +0,9%), tenendo conto dell'impatto ritardato della guerra commerciale. Nel 2027 prevediamo un rimbalzo molto lieve a +1,8%.

Le ultime indagini della Sezione 232 hanno portato a tariffe più elevate su robotica, macchine industriali, attrezzature mediche e alcuni mobili a base di legno, colpendo settori in paesi come il Costa Rica o il Messico. Il settore dei camion in Messico e le materie prime canadesi come minerali e legname potrebbero essere particolarmente colpiti se le indagini in corso sulla Sezione 232 si traducevano in tariffe più elevate. Detto questo, i dazi su questi settori saranno anche molto dolorosi per i consumatori statunitensi a causa dell'elevata dipendenza dalle importazioni. La Svizzera potrebbe subire le maggiori perdite di esportazioni in Europa rispetto al PIL (-1,4%), principalmente a causa dell'esposizione del suo settore farmaceutico agli Stati Uniti, seguiti da Corea del Sud, Taiwan (semiconduttori) e Sudafrica (minerali).

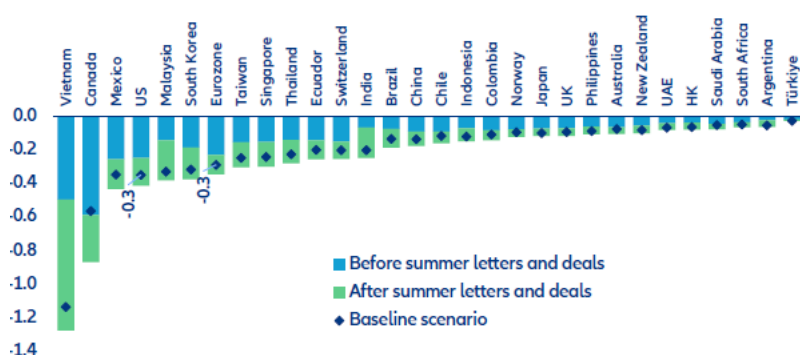
Con la maggior parte degli annunci sui dazi alle spalle, il livello di incertezza si è ridotto, ma le prossime decisioni dei tribunali potrebbero aumentarlo di nuovo. La Corte Suprema degli Stati Uniti dovrebbe iniziare le udienze sull'uso da parte dell'Amministrazione dell'International Emergency Economic Power Act per imporre tariffe bilaterali nel novembre 2025. Una sentenza negativa potrebbe far scendere l'aliquota tariffaria effettiva al 7% dall'attuale 17%. Tuttavia, anche in questo scenario, l'amministrazione statunitense sarebbe ancora in grado di utilizzare le indagini della Sezione 232 per aumentare le tariffe settoriali, così come la Sezione 122 del Trade Act del 1974 per imporre tariffe per 155 giorni senza indagini contro i paesi con significativi disavanzi della bilancia dei pagamenti.

Stimiamo che in circa il 77 % dei beni importati i dazi siano assorbiti a valle dalla compressione dei margini sul versante delle esportazioni o trasferiti ai consumatori statunitensi, mentre solo il 23 % dei

prodotti vede gli importatori (ossia le imprese statunitensi) assorbire direttamente il costo dei dazi¹. I settori particolarmente colpiti includono l'arredamento, dove si stima che i consumatori paghino circa il +3,6% in più, le automobili, l'abbigliamento, le calzature e i gioielli, che vedono un trasferimento tariffario compreso tra l'1,2 e il 2,3%. Nel frattempo, i rivenditori e i grossisti sembrano mantenere i margini, in particolare quelli non impegnati in una competizione sui prezzi estremamente sottile, suggerendo che non stanno assorbendo gran parte dell'onere tariffario. Dal lato dell'offerta, l'elettronica e la tecnologia hanno visto diminuire i prezzi all'importazione negli Stati Uniti, indicando che alcuni esportatori stanno comprimendo i margini e moderando i prezzi per rimanere competitivi. Nel complesso, il costo della guerra commerciale è sostenuto in modo disuguale: beni per la casa, automobili, abbigliamento, mobili e altre importazioni di beni di consumo vedono il passaggio più pesante agli acquirenti statunitensi, mentre gli esportatori esteri tendono a sacrificare il margine per rimanere sul mercato statunitense in segmenti come l'elettronica o i computer.

Anche ai partner commerciali degli Stati Uniti viene chiesto di pagare sotto forma di impegni di investimento, anche se resta da vedere se lo faranno effettivamente. I dazi sono stati sempre più utilizzati come merce di scambio: minacciando dazi molto alti, l'amministrazione statunitense crea spazio per i negoziati, abbassando i tassi solo in cambio di grandi impegni di investimento e altre concessioni. L'UE ha promesso circa 600 miliardi di dollari di investimenti, con una riduzione dei dazi sulle esportazioni dal 30% al 15% inizialmente minacciato. Il Giappone ha impegnato 1 trilione di dollari, mentre il Regno Unito, la Corea del Sud, l'Arabia Saudita, gli Emirati Arabi Uniti e il Qatar hanno seguito l'esempio con impegni che vanno da 205 miliardi di dollari a 1,4 trilioni di dollari. Se pienamente realizzati, gli afflussi di IDE negli Stati Uniti potrebbero accelerare da circa 160 miliardi di dollari nel 2024 a circa 1,5 trilioni di dollari all'anno entro il 2026-2028, passando dallo 0,7% al 6% del PIL statunitense. Per le economie che si impegnano, tale diversione potrebbe comportare notevoli costi di opportunità, in quanto il capitale impiegato all'estero avrebbe altrimenti potuto sostenere le priorità interne. In effetti, l'onere di dirottare il capitale può rivelarsi più dannoso a lungo termine rispetto ai dazi stessi, in quanto interferisce con il cambiamento strutturale. In particolare, se gli investimenti dell'UE negli Stati Uniti dovessero quasi raddoppiare tra il 2026 e il 2028 a seguito degli impegni assunti negli accordi commerciali, i deflussi di capitali aggiuntivi, rispetto al PIL dell'UE, potrebbero ridurre la crescita del PIL dell'UE di un valore compreso tra -0,1 punti percentuali e -0,3 punti percentuali. Ciò si aggiungerebbe alla riduzione annua stimata di -0,3 punti percentuali della crescita del PIL dovuta ai dazi. Tuttavia, la credibilità degli impegni, in particolare per l'Europa, può essere messa in discussione. Un'impennata degli IDE a tali livelli avrebbe importanti implicazioni per l'economia statunitense, ma nulla di tutto ciò è attualmente scontato dagli investitori. Inquadri più come promesse politiche che come contratti vincolanti, gli impegni sono trattati in gran parte come semplici segnali.

Figura 1 – Impatto degli aumenti tariffari statunitensi sulla crescita del PIL del 2026 (pp)



Fonti: CPB, Allianz Research

¹ Vedi la nostra ricerca precedente : [Cosa guardare | 18 settembre 2025](#)

2. La stagflazione è passata da un rischio imminente a una realtà innegabile?

I timori per la stagflazione si stanno concretizzando, poiché si prevede che il PIL globale crescerà del +2,7% nel 2025 e +2,5% nel 2026, con un'inflazione che rimane elevata al 3,9% e al 3,5%. Nonostante la guerra commerciale in corso, le prospettive attuali sono meno stagflazionistiche rispetto al 2022, quando lo shock della guerra in Ucraina ha avuto un impatto significativo sulle economie globali. Questa resilienza è in gran parte trainata dal settore dei servizi, che sta attutendo l'impatto della guerra commerciale in corso che sta colpendo prevalentemente il settore manifatturiero. Le principali economie stanno registrando i livelli di crescita più bassi dal 2008, esclusi i periodi di recessione (2008 e 2020). Si prevede che la guerra commerciale avrà un impatto negativo maggiore sulla crescita fino al 2026 a causa dei ritardi nell'attuazione delle tariffe, del frontloading e del reindirizzamento. L'economia statunitense dovrebbe crescere del +1,8% nel 2025 e del +1,6% nel 2026, tassi di crescita tra i più bassi dall'inizio del secolo e al di sotto del suo potenziale. L'Eurozona dovrebbe registrare un'ulteriore decelerazione della crescita a +0,9% nel 2026, in calo rispetto al +1,2% del 2025. Nel frattempo, la crescita della Cina dovrebbe rallentare dal +4,8% nel 2025 al +4,2% nel 2026. Al contrario, i paesi dell'Europa centrale e orientale, dell'America Latina e dell'Africa stanno mantenendo o accelerando i loro tassi di crescita durante questo periodo.

L'inflazione al di sopra dell'obiettivo dovrebbe persistere negli Stati Uniti e nel Regno Unito, in contrasto con la normalizzazione nell'Eurozona. Sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito, le banche centrali non hanno raggiunto l'obiettivo del 2% rispettivamente da febbraio 2021 e luglio 2021 (ad eccezione di un breve calo al di sotto del 2% nel settembre 2024 nel Regno Unito). In questo contesto, ci sono segnali che indicano che il settore privato è sempre più scettico sulla capacità – o sull'impegno – della Fed e della BoE di raggiungere i loro obiettivi di inflazione. Alcune misure delle aspettative di inflazione a medio termine delle famiglie e delle imprese sono aumentate al rialzo, aumentando il rischio di un circolo vizioso salari-prezzi prolungato man mano che il settore privato modifica il suo comportamento di fissazione dei prezzi e dei salari. In questo contesto, ci aspettiamo che l'inflazione nel Regno Unito rimanga al di sopra del 3% fino alla primavera del 2026, prima di iniziare a diminuire grazie a una politica macroeconomica restrittiva e a una rifocalizzazione della BoE sulle sue credenziali di lotta all'inflazione. Prevediamo che l'inflazione nel Regno Unito si assesterà intorno all'obiettivo entro la primavera del 2027. Tuttavia, negli Stati Uniti, ci aspettiamo un'inflazione persistentemente superiore all'obiettivo fino al 2027. Si prevede che le tariffe elevate si ripercuoteranno sempre più sui prezzi al consumo fino al 2026. Nel frattempo, è probabile che un'erosione della percezione dell'indipendenza della Fed porti ad aspettative di inflazione persistentemente più elevate, mettendo in discussione il ritorno dell'inflazione effettiva al 2% entro l'orizzonte di previsione nel 2027. Prevediamo un'inflazione CPI statunitense intorno al 2,8-3,0% in media nel 2026-27. Al contrario, nell'Eurozona, l'inflazione si aggira intorno all'obiettivo del 2% della BCE dal 2° trimestre 2025. In un contesto di crescita moderata ma di un mercato del lavoro resiliente, ci aspettiamo che l'inflazione si stabilizzi intorno a questo livello in futuro, con una lieve flessione prevista nel 2026.

I consumi rimangono deboli nella maggior parte delle regioni. La persistente incertezza e il rallentamento dei salari limiteranno l'accelerazione della crescita trainata dai consumi. La fiducia dei consumatori è stata persistentemente debole nella maggior parte delle economie occidentali negli ultimi due o tre anni. Le famiglie devono ancora inghiottire i tassi ipotecari elevati e i prezzi elevati rispetto alla norma pre-pandemia. In questo contesto, le famiglie europee hanno accumulato ampie riserve di risparmio, senza che stiano ancora iniziando a normalizzare il loro comportamento di risparmio, nonostante l'elevata crescita dei salari reali in economie come la Germania e il Regno Unito. I tassi d'interesse più bassi sui conti di risparmio e l'attenuarsi dell'incertezza dovrebbero sostenere un po' la crescita dei consumi a partire dal 2026, ma ci aspettiamo che la ripresa sia deludente. Le valutazioni elevate del mercato degli asset forniscono un incentivo a continuare a risparmiare piuttosto che a consumare. Nel frattempo, ci aspettiamo che la crescita dei salari reali rallenti a causa dell'allentamento dei mercati del lavoro. Negli Stati Uniti, ci aspettiamo salari reali piatti nel 2026 sulla scia dell'elevata inflazione legata ai dazi. Nel complesso, ci aspettiamo che i consumi statunitensi si indeboliscano, ma che i consumi europei accelerino nei paesi chiave come Germania e Francia. Tuttavia, l'incertezza politica, soprattutto in Francia, rappresenta un rischio al ribasso per i consumi nel 2026.

Si prevede che l'economia statunitense sarà in difficoltà nel 2026, stretta tra i crescenti venti contrari derivanti dai dazi e dalla rigida politica sull'immigrazione e la crescente forza degli investimenti legati all'intelligenza artificiale. Prevediamo che il PIL statunitense crescerà del +1,8% quest'anno, del +1,6% nel 2026 e del +1,8% nel 2027. L'incertezza politica e gli aumenti dei dazi hanno finora frenato gli investimenti delle imprese non legati all'IA. Tuttavia, gli investimenti legati all'IA (data center, software, hardware) sono aumentati, attenuando i venti contrari sull'economia. Nel frattempo, la spesa dei consumatori è stata resiliente quest'anno nonostante la debole fiducia dei consumatori, anche se trainata dalle famiglie ad alto reddito, che hanno beneficiato di forti aumenti della ricchezza. Mentre ci avviciniamo al 2026, ci aspettiamo che la crescita sequenziale del PIL statunitense si atteni. La politica di immigrazione restrittiva limita sempre più l'offerta di manodopera, mentre le tariffe elevate inizieranno a essere sempre più trasferite sui prezzi al consumo, pesando sui consumi delle famiglie. I tassi ipotecari persistentemente elevati e gli elevati costi dei fattori produttivi legati ai dazi continueranno a mettere sotto pressione il settore delle costruzioni. Ciononostante, ci aspettiamo che l'economia statunitense eviti una recessione. Il sostegno della politica macroeconomica, attraverso la riduzione dei tassi di riferimento della Fed e lo slancio di stimoli fiscali attraverso il One Big Beautiful Bill, fornirà importanti ammortizzatori alla domanda interna. Nel frattempo, gli investimenti legati all'IA dovrebbero rimanere dinamici.

La crescita del Regno Unito ha sorpreso al rialzo nel 2025, ma la politica macroeconomica dovrebbe diventare sempre più restrittiva nel 2026, pesando sulla crescita. Ora ci aspettiamo una crescita a un ritmo solido del +1,4% quest'anno (+0,5 punti percentuali rispetto alle nostre precedenti prospettive economiche). Gli investimenti privati delle imprese hanno proceduto a un ritmo sostenuto. Nel frattempo, gli investimenti residenziali si stanno rafforzando un po', anche se la ripresa è rimasta finora debole. Il buon slancio della crescita è in parte trainato dal governo e dalla banca centrale. L'elevata crescita dei salari reali, in parte sostenuta da iniziative governative (salario di sussistenza nazionale e aumenti salariali dei dipendenti pubblici), ha sostenuto la spesa dei consumatori. Nel frattempo, gli investimenti pubblici stanno mostrando segni di rafforzamento a causa del ritiro dei fondi governativi. Infine, il calo dei tassi d'interesse reali a breve termine ha sostenuto una forte accelerazione dei prestiti alle imprese, grazie all'atteggiamento accomodante della BoE. Nel 2026, con la BoE che dovrebbe diventare più aggressiva, i tassi reali a breve termine dovrebbero aumentare. Inoltre, la politica fiscale diventerà sempre più restrittiva. Prevediamo un rallentamento della crescita a +0,9%.

La crescita dell'Eurozona riaccelererà nel 2026, ma i rischi rimangono orientati al ribasso. Il PIL dell'Eurozona è aumentato di appena il +0,1% nel 2° trimestre, in linea con le nostre aspettative, in quanto la spinta derivante dall'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti prima dei dazi del 1° trimestre si è completamente attenuata. Le esportazioni nette sono state un freno nel 2° trimestre e probabilmente rimarranno un vento contrario nel 3° trimestre, con i dazi ancora sostanziali nonostante l'accordo commerciale e l'euro forte sia contro il dollaro che contro lo yuan. In prospettiva, ci aspettiamo una ripresa della crescita nel 2026, sostenuta da una graduale ripresa della domanda interna, soprattutto in Germania, dove gli stimoli fiscali dovrebbero finalmente iniziare a dare i loro frutti. Tuttavia, i rischi per le prospettive rimangono orientati al ribasso. Gli indicatori anticipatori mostrano una crescita modesta per i prossimi due trimestri, prolungando il periodo di output gap negativo nella regione.

La Germania affronta il suo terzo anno consecutivo di stagnazione economica, con una crescita del PIL prevista ad appena +0,1% nel 2025 e solo modeste recuperi del +1,0% nel 2026 e del +1,4% nel 2027. In quanto economia povera di risorse e orientata alle esportazioni, la Germania rimane vulnerabile alla frammentazione globale e alla crescente concorrenza internazionale, in particolare da parte della Cina. Le sfide strutturali come le pressioni demografiche, le inefficienze del mercato del lavoro e la sostenibilità delle pensioni continuano a pesare sulla crescita a lungo termine. L'inflazione attualmente si aggira intorno all'obiettivo, ma si prevede che aumenterà a partire dalla fine del 2026 con l'entrata in vigore graduale delle misure di stimolo fiscale, come il fondo infrastrutturale da 500 miliardi di euro e l'aumento della spesa per la difesa. Nonostante l'annuncio di un autunno di riforme, molte iniziative mancano di urgenza, portata o chiarezza, e la burocrazia continua a ritardare le misure chiave. Più di recente, la fiducia delle imprese si è nuovamente deteriorata, con ordini in calo e dati sull'occupazione in calo. Mentre gli incentivi agli

investimenti e le riforme fiscali sembrano promettenti, la Germania non ha ancora la strategia coraggiosa e coordinata necessaria per ripristinare la competitività ed evitare di rimanere intrappolata in una prolungata fase di sottoperformance.

L'economia francese dovrebbe accelerare leggermente nel 2026, grazie alla ripresa del ciclo del credito, ma l'instabilità politica rappresenta un rischio chiave al ribasso. L'allentamento monetario passato dalla BCE sosterrà sempre di più la domanda interna in vista del 2026, con la ripresa del ciclo finanziario sempre più visibile. Anche l'affievolirsi delle incertezze commerciali e la ripresa della crescita tedesca contribuiranno a sostenere la ripresa. Gli investimenti residenziali accelereranno, anche se la ripresa delle nuove costruzioni dovrebbe essere debole a causa della graduale eliminazione dei sussidi pubblici di punta. La spesa dei consumatori, che è stata molto debole nel 2025, dovrebbe rafforzarsi. In questo contesto, la persistente incertezza politica e un calo contenuto dei tassi di interesse a lungo termine dovrebbero limitare il rimbalzo della crescita, passando dal +0,7% previsto nel 2025 al +1,0% nel 2026 e al +1,1% nel 2027.

In Italia, ci aspettiamo un'espansione del PIL del +0,5% nel 2025, seguita da un timido rimbalzo a +0,7% nel 2026 e +0,9% b nel 2027. L'inversione del frontloading tariffario ha causato una contrazione dell'economia del -0,1% t/t nel 2° trimestre 2025, in quanto la debolezza dell'interscambio netto ha compensato la modesta resilienza interna. I consumi sono rimasti modesti nonostante il graduale allentamento delle condizioni finanziarie, anche se il potere d'acquisto delle famiglie e i tassi d'interesse più bassi dovrebbero fornire sostegno in futuro. Gli investimenti sono aumentati del +1,0% e dovrebbero rafforzarsi ulteriormente con l'utilizzo dei fondi Next Generation EU (NGEU), anche se i ritardi nella spesa continuano a limitarne l'impatto, con meno di un anno rimasto per soddisfare i requisiti e presentare le richieste di pagamento. Il miglioramento dei risultati di bilancio nel 2024 non elimina le sfide future in materia di finanza pubblica. Se da un lato l'aumento delle entrate fornisce un certo sostegno alle prospettive, dall'altro la normalizzazione dell'occupazione (e quindi del gettito delle imposte dirette) e l'attenuazione delle misure una tantum, insieme a ulteriori obiettivi di spesa (ad esempio la difesa) metteranno ulteriormente a dura prova il bilancio. Prevediamo che il disavanzo scenderà al di sotto dell'obiettivo del 3% solo entro il 2027, con il debito che rimarrà vicino al 135% del PIL e i costi degli interessi che rimarranno elevati intorno al 3,7% nonostante il calo dei tassi di riferimento.

L'economia spagnola continua a sovraperformare l'Eurozona, grazie alla sua struttura orientata ai servizi e alla limitata esposizione al commercio con gli Stati Uniti. I consumi privati e gli investimenti, che sono rimasti indietro all'inizio della ripresa post-pandemia, hanno ripreso slancio. La spesa delle famiglie dovrebbe continuare a essere sostenuta da incrementi di reddito reale, mentre gli investimenti dovrebbero beneficiare di tassi di interesse più bassi e dell'introduzione dei fondi Next Generation EU. Riflettendo questa performance più forte del previsto, abbiamo rivisto le nostre previsioni di crescita per il 2025 a +2,6% (da +2,2% a luglio). In prospettiva, la crescita rallenterebbe gradualmente a causa delle tensioni commerciali mondiali, delle sfide strutturali interne e della prudenza nei consumatori e nelle imprese, con un'espansione dell'attività prevista del +1,9% nel 2026 e del +1,8% nel 2027. Tuttavia, le esportazioni spagnole rimangono fortemente dipendenti dal turismo, che ha registrato una forte performance negli ultimi anni, con ricavi che hanno raggiunto la cifra record di 120 miliardi di euro l'anno scorso. Anche l'immigrazione è diventata un fattore chiave per la creazione di posti di lavoro, in quanto l'afflusso di lavoratori stranieri contribuisce a compensare le sfide demografiche. Tuttavia, si prevede che il rallentamento dell'immigrazione netta e l'invecchiamento della popolazione peseranno sulla crescita della forza lavoro, limitando potenzialmente l'espansione economica a lungo termine.

L'economia giapponese dovrebbe rallentare nei prossimi trimestri, dopo una probabile crescita superiore al trend nel 2025 (+1,3%). Prevediamo che la crescita del PIL raggiungerà il +0,6% nel 2026 e il +0,8% nel 2027. L'economia giapponese sta registrando buoni risultati, con consumi privati in crescita per cinque trimestri consecutivi e investimenti per tre trimestri consecutivi, a partire dal 2° trimestre 2025. In prospettiva, nonostante la tenuta della domanda interna, ci aspettiamo che l'indebolimento della domanda esterna peserà sull'economia. Gli ultimi dati rilasciati suggeriscono che l'impatto dell'aumento

dei dazi statunitensi potrebbe già iniziare a farsi sentire. Dopo un probabile aumento di circa il +2,5% fino al 2025, le esportazioni reali di beni e servizi dovrebbero contrarsi nel 2026, determinando un contributo negativo alla crescita complessiva delle esportazioni nette, mentre gli investimenti dovrebbero diminuire.

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

Growth (yearly %)	2023	2024	2025f	2026f	2027f
Global	2.9	2.9	2.7	2.5	2.8
USA	2.9	2.8	1.8	1.6	1.8
Latin America	2.1	1.8	2.2	2.3	2.6
Brazil	3.2	3.0	2.3	2.2	2.2
UK	0.4	1.1	1.4	0.9	1.2
Eurozone	0.5	0.8	1.2	0.9	1.4
Germany	-0.7	-0.5	0.1	1.0	1.4
France	1.6	1.1	0.7	1.0	1.1
Italy	0.8	0.7	0.5	0.7	0.9
Spain	2.7	3.2	2.6	1.9	1.8
Central and Eastern Europe	1.4	2.2	2.4	2.7	2.9
Poland	0.1	2.9	3.3	3.4	2.9
Russia	4.1	4.3	1.5	2.0	2.0
Türkiye	5.1	3.3	2.6	3.0	4.0
Asia-Pacific	4.5	4.1	4.2	3.7	3.9
China	5.4	5.0	4.8	4.2	4.3
Japan	1.3	0.1	1.3	0.6	0.8
India	8.8	6.7	6.6	6.2	6.2
Middle East	1.8	1.8	2.0	2.8	3.2
Saudi Arabia	0.6	2.0	3.2	3.7	3.7
Africa	2.7	3.4	3.6	3.7	3.8
South Africa	0.8	0.5	1.0	1.2	1.5

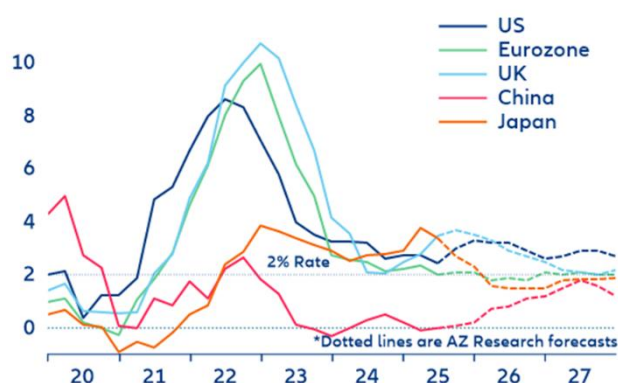
Fonti: nazionale, Allianz Research

Tabella 2 - Previsioni di inflazione, annuali, %

Inflation (yearly %)	2023	2024	2025f	2026f	2027f
Global	6.1	4.5	3.9	3.5	3.1
USA	4.1	3.0	2.9	3.0	2.8
Latin America	14.8	16.6	8.2	6.3	5.5
Brazil	4.6	4.4	5.3	4.3	3.0
UK	7.3	2.5	3.4	2.9	2.1
Eurozone	5.4	2.4	2.1	1.9	2.0
Germany	6.0	2.3	2.1	1.9	2.2
France	4.9	2.0	1.0	1.5	1.7
Italy	5.6	1.0	1.7	1.8	2.0
Spain	3.5	2.8	2.5	1.9	2.1
Central and Eastern Europe	11.0	3.9	5.0	3.9	3.2
Poland	11.4	3.8	4.0	3.1	3.2
Russia	5.9	8.4	9.5	8.0	6.5
Türkiye	53.9	58.5	32.4	18.8	14.3
Asia-Pacific	3.0	2.1	1.3	1.9	2.2
China	0.2	0.2	0.0	1.0	1.5
Japan	3.3	2.7	3.0	1.5	1.8
India	5.7	5.0	2.7	4.2	4.4
Middle East	16.4	10.6	17.2	12.7	9.2
Saudi Arabia	2.3	1.7	2.2	2.6	2.2
Africa	17.0	15.1	11.6	9.4	7.6
South Africa	5.9	4.4	3.1	4.0	4.1

Fonti: nazionale, Allianz Research

Figura 2: Previsioni di inflazione, % trimestrale su base annua



Fonti: nazionale, Allianz Research

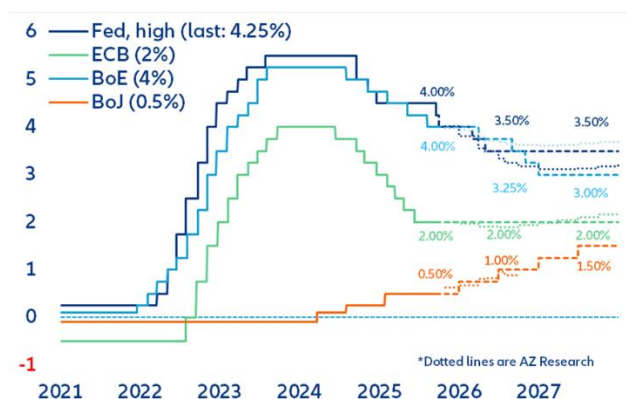
3. Riusciranno le banche centrali a districare i loro complessi dilemmi?

Le banche centrali di entrambe le sponde dell'Atlantico stanno navigando in un mercato del lavoro complesso che mostra segni di allentamento e pressioni prolungate. La crescita dell'occupazione si è stabilizzata negli ultimi mesi, indicando che l'impennata delle assunzioni post-pandemia si sta stabilizzando. Questo indebolimento potrebbe ridurre gradualmente la rigidità del mercato del lavoro, allentando potenzialmente una certa pressione al rialzo sui salari e sull'inflazione. Tuttavia, la crescita dei salari nominali rimane elevata, ponendo un dilemma politico impegnativo. Negli Stati Uniti, il mercato del lavoro si sta indebolendo a causa dell'indebolimento della domanda di lavoratori e dei vincoli all'offerta di lavoro, poiché l'immigrazione rallenta bruscamente a causa dell'intensificazione dei controlli alle frontiere. I tassi di posti vacanti e di cassa integrazione rimangono relativamente stabili, mentre il tasso di disoccupazione è aumentato solo leggermente, riflettendo una modesta capacità inutilizzata nel mercato del lavoro. Nell'Eurozona, la disoccupazione è rimasta vicina ai minimi storici al 6,2% a luglio 2025, anche se la crescita dell'occupazione è rallentata a +0,1% t/t nel 2° trimestre 2025. Il rallentamento della crescita economica e la prolungata incertezza hanno reso le imprese più caute nelle assunzioni. Le aspettative sull'occupazione si sono stabilizzate, ma le tendenze nazionali variano: Germania e Francia mostrano segni di ripresa del lavoro, mentre Spagna e Italia indicano una normalizzazione degli aumenti dell'occupazione. Nel complesso, si prevede che l'allentamento delle pressioni sul mercato del lavoro aiuterà l'inflazione dei servizi a moderarsi nei prossimi mesi, poiché gli indicatori prospettici e le indagini sulle imprese suggeriscono che l'inflazione salariale sta gradualmente rallentando.

Si prevede che la Federal Reserve (Fed) effettuerà ulteriori tagli dei tassi di interesse di 75 punti base entro giugno 2026, nel contesto di un'economia in calo e persistentemente al di sopra dell'obiettivo di inflazione. Di recente la Fed ha posto maggiore enfasi sui numeri deboli delle buste paga, giustificando il taglio dei tassi del 25 settembre nonostante l'inflazione sia in lenta ripresa. Nel breve termine, riteniamo che le preoccupazioni per il mercato del lavoro rimarranno in cima alla lista per la Fed, in linea con la nostra opinione che gli aumenti delle buste paga rimarranno contenuti. Prevediamo un altro taglio di 25 pb a ottobre. Tuttavia, ci aspettiamo anche che l'inflazione si rafforzi ulteriormente, poiché i dazi vengono sempre più trasferiti, mentre il tasso di disoccupazione non dovrebbe aumentare di molto a causa della crescente pressione sull'offerta di lavoro, mentre l'amministrazione continua a stringere la vite sugli afflussi di immigrazione. In questo contesto, la Fed dovrà muoversi con maggiore cautela rispetto all'inverno, man mano che riemergono i timori per l'inflazione. Nel complesso, tuttavia, ci aspettiamo che la Fed continui a tagliare i tassi per attutire il rallentamento del mercato del lavoro nel primo semestre del 2026, di 50 punti base. Pertanto, continuiamo a considerare un tasso terminale sui Fed funds al 3,5% (limite superiore) entro

giugno 2026, invariato rispetto alla nostra visione di lunga data. Questo è superiore alla visione del mercato. Tuttavia, poiché abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di inflazione per il 2026, i tassi di riferimento reali statunitensi saranno più bassi, anche se ancora positivi. A nostro avviso, con rischi per la crescita del PIL più al rialzo che al ribasso nel 2026, la Fed potrebbe anche essere costretta a fare marcia indietro o addirittura a interrompere prematuramente il suo ciclo di riduzioni.

Figura 3: Tassi di riferimento di politica monetaria, %



Fonti: nazionale, Allianz Research

La BCE dovrebbe mantenere i tassi di riferimento invariati per l'intero orizzonte di previsione, mantenendo il tasso sui depositi al 2,0%, con rischi orientati al ribasso. L'inflazione è ora all'obiettivo, l'incertezza della guerra commerciale si è attenuata e la crescita è destinata a rimbalzare nel 2026, sostenuta dagli stimoli fiscali della Germania. Riteniamo che l'economia giustifichi ancora un modesto allentamento ulteriore, in quanto l'output gap rimane negativo in un contesto di crescita lenta nel breve periodo e l'inflazione sarà leggermente inferiore nei prossimi trimestri. Tuttavia, quest'anno il tono della BCE è diventato decisamente più aggressivo. Il messaggio è chiaro: in assenza di uno shock significativo (che non è la nostra previsione di base), i tassi ufficiali rimarranno invariati. Tuttavia, i rischi al ribasso persistono. I costi di finanziamento sono in aumento a fronte di elevati disavanzi fiscali e la fragilità politica ed economica, in particolare nei paesi centrali come la Francia, è elevata. Se i rendimenti obbligazionari a lungo termine dovessero aumentare ulteriormente, la BCE potrebbe dover riconsiderare l'attuale ritmo di inasprimento quantitativo, che si attesta a 48 miliardi di euro al mese, equivalenti a un'offerta annua aggiuntiva di titoli di Stato pari al 3,2% del PIL. Allo stesso tempo, la BCE sembra intenzionata a ridurre ulteriormente le sue partecipazioni obbligazionarie, con 3,9 trilioni di euro ancora in programma nell'ambito del programma APP e PEPP, circa il 25% del PIL dell'Eurozona, rispetto ad appena l'11% della Fed.

Con l'inflazione che non mostra segni di rallentamento, ci aspettiamo che la Banca d'Inghilterra (BoE) entri in una pausa prolungata. Riteniamo che un'inflazione persistentemente elevata, combinata con una crescita sorprendente al rialzo, sarà sufficiente a convincere la maggioranza dei membri del MPC a mantenere i tassi di interesse invariati per i prossimi mesi, un notevole cambiamento di strategia. Con l'inflazione complessiva che probabilmente oscillerà tra il 3% e il 3,5% fino alla prossima primavera, l'MPC dovrà essere paziente. Prevediamo il prossimo taglio nell'aprile 2026, seguito da un taglio nel 3° trimestre 2026 e da un altro nel 4° trimestre 2026, portando il tasso bancario al 3,25% entro la fine del 2026. Per quanto riguarda la politica di bilancio, ci aspettiamo che la BoE mantenga il suo ritmo di inasprimento quantitativo recentemente ridimensionato, che si attesta a 70 miliardi di sterline all'anno (5,8 miliardi di sterline al mese), prima di annunciare un'ulteriore riduzione a circa 30 miliardi di sterline nel settembre 2026.

È probabile che la Banca del Giappone (BoJ) rimanga ferma fino alla fine del 2025, con la prossima mossa probabile nel gennaio 2026, poiché la banca centrale continua con cautela il suo ciclo di rialzo dei tassi. Gli indicatori di inflazione rimangono al di sopra dell'obiettivo del 2%. Sebbene l'inflazione

complessiva si sia indebolita quest'anno (dal 4% di gennaio al 3% di luglio) e probabilmente tornerà al di sotto dell'obiettivo della BoJ il prossimo anno (prevediamo l'1,5% in media nel 2026, dopo il 3% nel 2025), ciò è dovuto principalmente al calo dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari. Parallelamente, l'inflazione di fondo è aumentata fino al 2025 (superiore al 3% secondo gli ultimi dati) e dovrebbe rimanere in media intorno al 2% nel 2026. La BoJ dovrebbe quindi continuare il suo ciclo di rialzo dei tassi, anche se con cautela. Prevediamo che il prossimo rialzo dei tassi di riferimento avverrà nel gennaio 2026, quando la banca centrale aggiornerà le sue prospettive trimestrali, dopo aver raccolto informazioni sullo slancio dell'aumento dei salari del prossimo anno (con le aziende che inizieranno ad annunciare la loro posizione di aumento dei salari entro la fine dell'anno) e con le acque che si sono un po' posate sul fronte politico. Nel complesso, ci aspettiamo che il tasso di riferimento della BoJ rimanga allo 0,50% entro la fine del 2025 e aumenti all'1,00% entro la fine del 2026 e all'1,50% entro la fine del 2027.

4. La dominance dell'USD sta affrontando una nuova era di incertezza?

La dominance dell'USD sta affrontando una nuova era di incertezza, poiché le dinamiche cicliche si intrecciano sempre più con la politica. Tuttavia, la debolezza del dollaro di quest'anno è stata in gran parte determinata dai differenziali dei tassi d'interesse a breve termine. L'inflazione statunitense più debole del previsto e le crepe nel mercato del lavoro hanno portato i mercati a scontare più tagli della Fed del previsto all'inizio dell'anno, mentre la BCE è diventata più aggressiva, ampliando il divario di politica transatlantica. Stimiamo che circa due terzi del deprezzamento da inizio anno derivino da questi fattori ciclici. Il restante terzo può essere attribuito alle pressioni sulla de-dollarizzazione. Finora questi dati si sono concretizzati principalmente attraverso una maggiore copertura valutaria piuttosto che attraverso deflussi di capitali veri e propri, con gli afflussi di investitori esteri nei mercati dei capitali statunitensi che sono rimasti stabili. Le partecipazioni estere in azioni statunitensi rimangono particolarmente elevate nei settori della tecnologia e dei semiconduttori, sottolineando il continuo supporto strutturale del dollaro. Eppure, la politica aggiunge un nuovo livello di vulnerabilità. Le preoccupazioni sull'indipendenza della Fed sono aumentate, con il dissenso tra i nuovi membri del FOMC che pesa sul sentiment, anche se le aspettative di inflazione a lungo termine rimangono ben ancorate, il che sarebbe il primo segnale di avvertimento se la fiducia degli investitori si stesse davvero erodendo.

Ci aspettiamo che il dollaro rimanga sostanzialmente stabile intorno a 1,18. Pur riconoscendo una tendenza alla de-dollarizzazione in corso, la consideriamo lieve. Guardando al futuro, parte di questa copertura potrebbe tradursi in una lieve riduzione dell'esposizione effettiva al dollaro da parte degli investitori esteri, ma data la mancanza di alternative interessanti, sia in termini di rendimenti che di profondità del mercato, ci aspettiamo solo un cambiamento graduale. La nostra visione stabile del dollaro è guidata anche dalla nostra previsione sulla Fed, che include meno tagli dei tassi rispetto a quelli attualmente scontati dai mercati. Ciò si traduce in un differenziale dei tassi di interesse più favorevole per il dollaro, contribuendo ad attutire l'impatto della de-dollarizzazione.

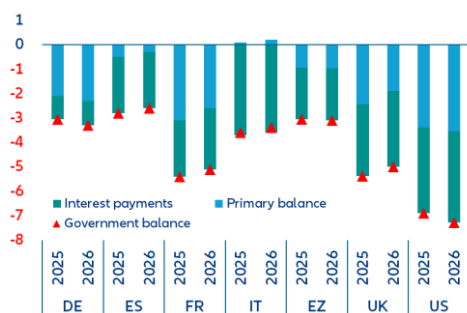
L'incertezza rimane elevata e molto dipenderà dai futuri sviluppi della politica statunitense. Nel complesso, le prospettive per l'USD rimangono fragili. Una Fed più accomodante in caso di recessione, persistente incertezza sull'indipendenza istituzionale e, in uno scenario di grave ribasso, un rilancio di misure in stile "Accordo di Mar-a-Lago" come l'esproprio implicito o una "revenge tax" sulle plusvalenze estere potrebbero minare la fiducia globale nel biglietto verde.

5. Fino a che punto la dominanza fiscale può spingere i tassi d'interesse a lungo termine?

La politica fiscale mostra pochi o nessun segno di consolidamento e la combinazione di crescita lenta e ulteriori pressioni sulla spesa sta ulteriormente complicando le prospettive fiscali. Negli Stati Uniti, il One Big Beautiful Bill previsto per il 2026 darà un impulso fiscale, integrando un orientamento monetario più accomodante e fornendo un sostegno a breve termine alla crescita. Si prevede che il disavanzo pubblico

aumenterà nel 2026. Il saldo primario dovrebbe rimanere vicino ai livelli del 2025 al 3,4% del PIL (in calo rispetto al 3,9% del 2024) in quanto le entrate tariffarie contribuiscono a compensare la perdita di gettito derivante dai nuovi tagli fiscali. Tuttavia, l'aumento dei costi degli interessi, che dovrebbe raggiungere il 3,7% del PIL, continuerà ad aumentare le pressioni fiscali. Nell'Eurozona, obiettivi di spesa per la difesa più elevati peseranno in particolare sui paesi altamente indebitati, che storicamente hanno dedicato una quota minore del PIL alle spese militari. Anche le perturbazioni commerciali stanno complicando il quadro, limitando le prospettive di crescita e riducendo il margine di manovra fiscale. In risposta, molti governi hanno già annunciato un sostegno mirato alle imprese e ai settori più colpiti. La Francia, l'Italia e il Belgio stanno ancora cercando di uscire dalla procedura per i disavanzi eccessivi e di riportare i loro disavanzi al di sotto del 3% del PIL, ma gli sforzi di risanamento rimangono limitati e politicamente difficili. D'altro canto, l'ampio pacchetto fiscale della Germania dovrebbe iniziare a sostenere l'attività economica a partire dalla metà del 2026, con potenziali ricadute in tutta l'Eurozona. Nel frattempo, i paesi dell'Europa meridionale e orientale continueranno a beneficiare dell'ultimo anno dei fondi Next Generation EU, che stanno fornendo un sostegno temporaneo sia alle posizioni fiscali che alle prospettive di crescita. Tuttavia, una volta scaduto il programma nel 2027, è probabile che le sfide fiscali sottostanti riemergano, proprio mentre diverse grandi economie, tra cui Francia, Italia e Spagna, si dirigono verso cicli politici elettorali.

Figura 4 - Disavanzi di bilancio, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I rendimenti dei titoli di Stato rimangono sotto pressione nelle principali economie. Sebbene i fattori specifici varino, la posizione dominante fiscale è onnipresente. Negli Stati Uniti, la crescita più debole e le crepe nel mercato del lavoro hanno spinto i mercati a scontare più tagli dei tassi della Fed rispetto a quanto previsto all'inizio dell'anno, ma gli ampi disavanzi fiscali e le corrispondenti forti emissioni mantengono elevati i rendimenti a lungo termine. I costi del servizio del debito stanno aumentando rapidamente in percentuale delle entrate pubbliche, rafforzando i timori di una dominanza fiscale. Nel Regno Unito, i gilt a 30 anni hanno recentemente toccato i livelli più alti dal 1998 (5,7%), a causa dei grandi disavanzi, dell'atteggiamento aggressivo della Banca d'Inghilterra e dei ricordi persistenti del "momento Truss" che aggravano le pressioni sull'offerta. In Germania, i rendimenti dei Bund sono aumentati in quanto la BCE ha accelerato la stretta quantitativa quest'anno, con riduzioni mensili di circa 40 miliardi di euro, mentre il limitato consolidamento fiscale mantiene elevata l'offerta da entrambi i punti di vista. Il Giappone è la principale eccezione, con la Banca del Giappone che ha alzato i tassi contro la tendenza all'allentamento globale e ha ridotto le sue partecipazioni in JGB di circa 2,7 trilioni di yen al mese. Ciò ha spinto i rendimenti a 30 anni al livello più alto da quando sono iniziate le registrazioni nel 1999 (3,2%). Nel complesso, i rendimenti sono destinati a rimanere elevati, con le restanti mosse di politica monetaria in gran parte scontate e le pressioni sull'offerta persistenti.

Figura 5: Rendimenti dei titoli di Stato e previsioni, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Le curve dei rendimenti si sono irripidite in modi insoliti, con l'obiettivo dell'ultra-lungo. A breve termine, le curve degli Stati Uniti e dell'Eurozona si sono spostate al rialzo, poiché i mercati normalizzano le aspettative per i tassi di riferimento piuttosto che prezzare profondi tagli recessivi. Questo irripidimento a breve termine contrasta con le precedenti recessioni, quando la dinamica delle curve era guidata da cicli di allentamento aggressivi. Più preoccupante è il movimento alla fine lunga. L'aumento dei premi a termine, trainato dai persistenti disavanzi fiscali e dalla stretta quantitativa su larga scala, ha fatto salire i rendimenti a lunga scadenza negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'Eurozona, determinando un irripidimento del segmento 10y30y. Il Regno Unito si distingue per una pressione al rialzo particolarmente forte. Negli Stati Uniti, sebbene la Fed abbia rallentato il deflusso dei Treasury a 5 miliardi di dollari al mese, l'offerta fiscale rimane schiacciante. La Germania si trova ad affrontare pressioni simili, mentre l'offerta del Bund si scontra con il deflusso della BCE. Il Giappone diverge nel senso che, oltre ad accelerare la riduzione del bilancio, i mercati stanno digerendo i continui rialzi delle politiche. Nel complesso, l'attuale irripidimento non segnala un'imminente recessione, ma piuttosto il predominio dei fattori fiscali e dell'offerta, rendendo le curve dei rendimenti più vulnerabili agli shock e alle oscillazioni del sentiment rispetto ai cicli precedenti.

Gli spread dell'Eurozona sono sempre più guidati da traiettorie divergenti del debito e da rischi politici interni. Finora l'Italia ha beneficiato dell'afflusso di prestiti di Next Generation EU, ma anche di politiche più stabili, che hanno allentato le pressioni sul finanziamento fiscale e sostenuto la convergenza. Con la fine di Next Generation EU nel 2026, tuttavia, si prevede che questo effetto svanirà parzialmente nel 2027. In generale, gli spread dell'Eurozona riflettono i percorsi del debito specifici per paese, con i titoli sovrani ad alto debito che devono affrontare maggiori premi al rischio. La Spagna si distingue sul lato positivo dello spettro, mentre la Francia è il grande fattore di oscillazione: l'incertezza politica sui colloqui sul bilancio in corso e un parlamento sospeso probabilmente aumenteranno in vista delle elezioni presidenziali del 2027. A ciò si aggiunge un disavanzo di bilancio persistentemente elevato, vicino al 5-6% del PIL, che dovrebbe mantenere volatili ed elevati gli spread OAT-Bund. Il Transmission Protection Instrument (TPI) della BCE funge da protezione, ma l'intervento richiederebbe probabilmente che gli spread si spostino ben oltre i 120-150 pb e portino a una sorta di contagio oltre la Francia. Un primo passo più probabile sarebbe un arresto o un rallentamento dell'attuale ritmo QT. Il nostro scenario principale per la Francia prevede un moderato ampliamento in un contesto di incertezza politica nel 2026 e un nuovo inasprimento nel 2027 in base alla nostra ipotesi di base di un presidente centrista e di un assetto più costruttivo in parlamento. Ma sono possibili diversi scenari alternativi, fino a un rischio di coda a bassa probabilità di spread OAT-Bund superiori a 150 pb in uno scenario simile a una crisi dell'euro, se i deficit aumentano e la fiducia del mercato si erode poiché la BCE non interverrebbe. Nel complesso, rimaniamo costruttivi nel lungo termine. La maggior parte dei paesi ad alto debito dell'era dell'eurocrisi ha compiuto progressi significativi nel risanamento di bilancio, mentre i paesi centrali si stanno muovendo nella direzione opposta. Questo cambiamento dovrebbe sostenere una graduale convergenza degli spread dell'Eurozona. Inoltre, la

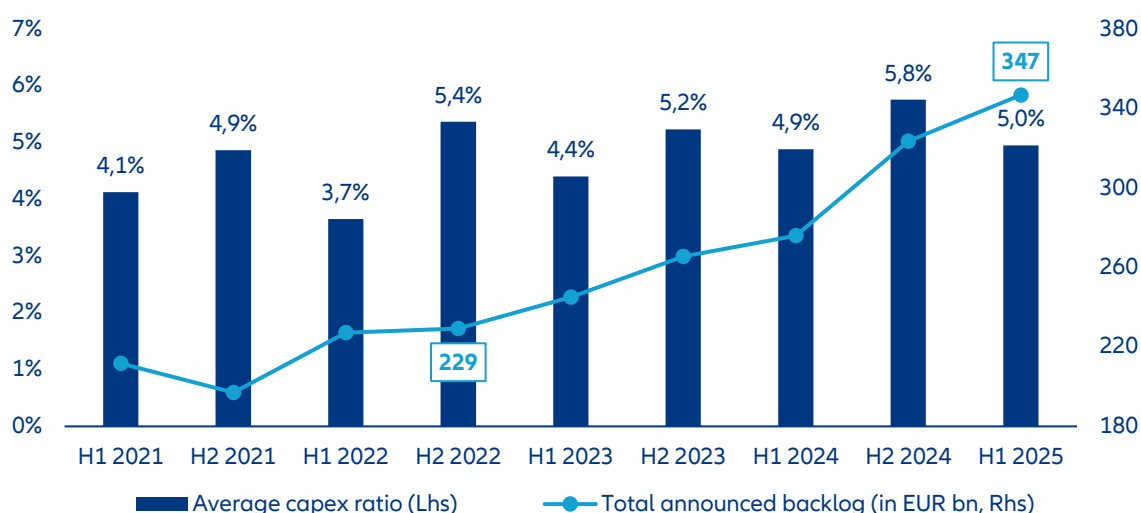
persistente incertezza geopolitica continua a sostenere la domanda da parte degli investitori esteri, fornendo un solido ancoraggio per i titoli di Stato europei.

6.L'UE aumenterà finalmente la spesa per la difesa nel 2026-27?

Un campanello d'allarme tardivo e una forte spinta politica sulla difesa. L'UE si trova di fronte a un momento cruciale nel settore della difesa, a causa della guerra in corso in Ucraina e dei rischi di una riduzione del sostegno alla NATO da parte degli Stati Uniti. Questi fattori hanno rivelato la forte dipendenza dell'Europa dal sostegno militare esterno, spingendo i leader dell'UE ad accelerare gli sforzi verso l'autonomia strategica. Per sostenere questa ambizione, l'UE ha messo in campo strumenti finanziari fondamentali, tra cui l'iniziativa Rearm Europe, la piattaforma SAFE/STEP e ha allentato le norme di bilancio in materia di spese militari. Tra il 2026 e il 2030 potrebbero essere investiti fino a 800 miliardi di euro per modernizzare e riarmare le forze europee, puntando all'indipendenza militare entro il 2030. I bilanci della difesa nazionale stanno aumentando di conseguenza. Da una media dell'1,9% del PIL nel 2024, gli Stati membri dell'UE dovrebbero superare il 2,0% nel 2025 e avvicinarsi al 2,3-2,5% entro il 2026-2027, con molti obiettivi del 3% entro il 2030. Tuttavia, questo aumento non è uniforme. Paesi come la Polonia e i Paesi baltici superano già il benchmark del 2% della NATO, mentre la Spagna prevede di limitare la spesa a circa l'1%, riflettendo un impegno frammentato in tutto il blocco.

Discrepanza tra l'impegno politico e le capacità industriali di martellare le ambizioni. Nonostante la crescente volontà politica e i finanziamenti, l'industria della difesa europea si trova ad affrontare colli di bottiglia. Gli ordini arretrati sono a livelli record e le capacità produttive sono ridotte. L'espansione della produzione richiede nuovi investimenti nelle infrastrutture, poiché gli incrementi di produttività da soli sono insufficienti. Tuttavia, i sostenitori europei rimangono cauti nell'effettuare ingenti spese in conto capitale a causa dei precedenti ritardi nei programmi di finanziamento dell'UE e delle controversie irrisolte – come il disaccordo franco-tedesco su un nuovo jet da combattimento europeo – che ostacolano i progetti comuni. Di conseguenza, gli investimenti di capitale si aggirano intorno al 5-6% dei ricavi. Questo divario tra intento e capacità aumenta i rischi. Sebbene l'Europa miri a fare maggiore affidamento su fornitori nazionali o affiliati, i vincoli di produzione potrebbero prolungare la dipendenza dalle importazioni. Gli Stati Uniti rimangono il principale fornitore di armi dell'UE, con quasi il 45 % delle importazioni nel periodo 2021-2022, con una consegna rapida senza pari di attrezzature avanzate. I legami economici transatlantici complicano ulteriormente le cose. In cambio di un allentamento dei dazi statunitensi sulle merci europee, l'UE dovrebbe investire circa 600 miliardi di dollari – per lo più capitali privati – nell'economia statunitense. Sebbene non vi sia alcun impegno ufficiale in materia di armi e attrezzature militari, questa dinamica potrebbe distogliere fondi dalle infrastrutture di difesa dell'Europa, soprattutto se le tensioni militari in Europa aumenteranno.

Figura 6 - Portafoglio ordini e quota di investimenti di capitale delle principali imprese della difesa dell'UE*



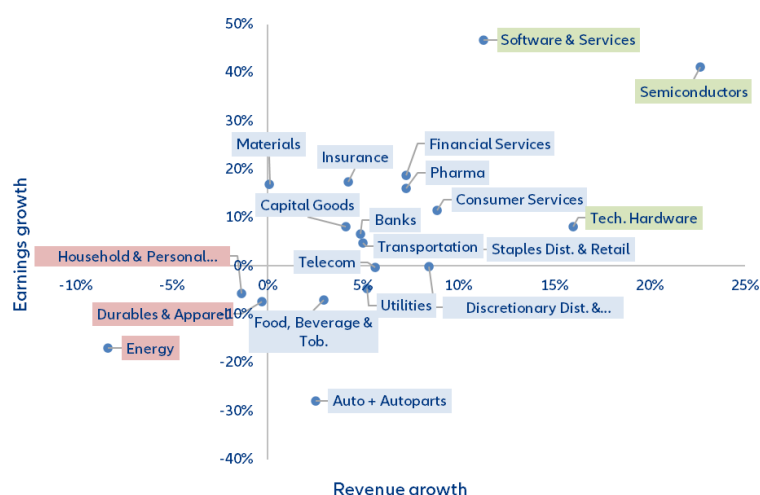
*A causa dell'assenza di dati pubblici dal segmento Airbus Defense e Safran sul backlog, entrambe le società non sono state incluse in tale analisi. Fonti: LSEG Datastream, Documenti aziendali, Allianz Research

Si prevede un aumento moderato, con dossi sulla strada in scale-up. Nel complesso, la spesa militare dell'Europa probabilmente aumenterà gradualmente, limitata meno dai finanziamenti che da strategie frammentate, ostacoli burocratici, limiti industriali e interessi economici statunitensi. A nostro avviso, i bilanci della difesa dovrebbero aumentare moderatamente del +10-20% entro il 2026/2027, portando i bilanci della difesa al 2,3-2,5% del PIL e stimolando la crescita dell'UE di circa il +0,2% annuo durante questo periodo. Tuttavia, senza una maggiore coesione e un coordinamento industriale, l'Europa rischia di non raggiungere il suo obiettivo di una vera autonomia della difesa entro il 2030.

7. In che modo le aziende stanno affrontando la sfida dei costi di finanziamento persistentemente elevati?

Gli elevati costi di finanziamento stanno schiacciando le imprese su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma molte aziende stanno resistendo alla tempesta con (sorprendente) resilienza. Gli utili del 2° trimestre 2025 hanno sottolineato come la maggior parte dei settori sia riuscita a soddisfare o superare le aspettative sia sulle vendite che sui profitti, nonostante il rallentamento delle spese per interessi (si veda la Figura 7). Negli Stati Uniti, le aziende di software e hardware hanno superato le previsioni di fatturato, così come la maggior parte delle società di beni strumentali, trasporti, energia e auto, indicando che la domanda ha resistito meglio di quanto temuto. Solo poche sacche, come i materiali di base e i prodotti per la casa, hanno visto più della metà delle aziende mancare i propri obiettivi di fatturato, penalizzate dalla domanda lenta e dal potere di determinazione dei prezzi annacquato. I profitti sono stati sostanzialmente robusti. Anche i fornitori di servizi IT e i rivenditori al dettaglio hanno battuto le stime sugli utili, grazie alla disciplina dei costi. Anche le banche hanno beneficiato del contesto attuale grazie a margini di interesse più ampi. Al contrario, alcuni produttori high-tech hanno deluso: le aspettative irrealistiche degli investitori hanno fatto sì che molte aziende di semiconduttori ed elettronica non siano state all'altezza della stagione degli utili del 2° trimestre. Nel complesso, il quadro è ben lungi dall'essere un crollo degli utili: i settori tecnologici hanno registrato una crescita dei ricavi e degli utili a due cifre, mentre i settori difensivi come quello farmaceutico e finanziario hanno registrato solidi guadagni, ma la pressione del capitale costoso è evidente negli angoli più sensibili ai tassi. Le società automobilistiche ed energetiche hanno registrato utili nettamente inferiori nonostante i ricavi decenti, riflettendo l'aumento dei costi di finanziamento e dei fattori produttivi, mentre i beni di consumo durevoli e i beni per la casa sono addirittura scivolati in una crescita negativa degli utili a causa delle vendite piatte, segno di erosione del potere di determinazione dei prezzi. Nel complesso, i risultati aziendali nel 2025 sono stati resilienti ma contrastanti, con il controllo dei costi che è emerso come uno dei fattori critici di differenziazione tra vincitori e ritardatari.

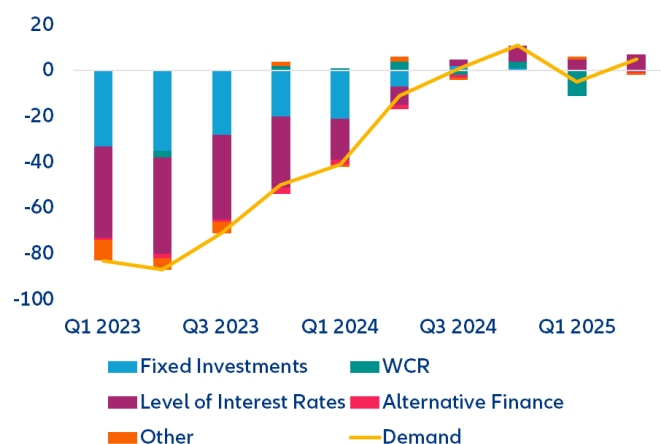
Figura 7: Crescita degli utili e dei ricavi del 2° trimestre 2025 per i settori globali (a/a%)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Dietro questa resilienza c'è l'adattamento, ma non tutte le aziende sono uguali in questo contesto di tassi elevati. Negli ultimi due anni, le aziende hanno semplificato le operazioni e le catene di approvvigionamento per compensare l'aumento dei costi di finanziamento e di produzione. Le interruzioni della catena di approvvigionamento, uno dei principali fattori di inflazione nel 2021-22, si sono in gran parte attenuate, alleviando una certa pressione sui costi. Molte aziende hanno accumulato scorte e riserve di liquidità durante l'era del denaro a buon mercato; Ora stanno attingendo alle scorte e alle riserve di liquidità per evitare nuovi costosi prestiti. Nel frattempo, le iniziative per l'efficienza dei costi sono in pieno svolgimento. Dalla Silicon Valley alle fabbriche europee, le aziende hanno tagliato le spese – esemplificate dai licenziamenti delle big tech e dalle aziende industriali che hanno ridotto i costi di approvvigionamento – con l'obiettivo di proteggere i margini di profitto poiché gli interessi passivi sono ancora elevati. Fondamentalmente, le imprese statunitensi hanno anche sfruttato il potere di determinazione dei prezzi, ove possibile, nel contesto dei dazi, molte hanno trasferito i costi più elevati ai clienti o hanno beneficiato della moderazione dei prezzi dei partner commerciali. A metà del 2025, i margini societari aggregati si sono mantenuti vicini ai massimi storici, aiutando molte aziende a coprire le loro esigenze di servizio del debito nonostante i tassi di interesse ai massimi del decennio. Tuttavia, sta emergendo una chiara divisione tra le grandi imprese ben capitalizzate e quelle più piccole e fortemente indebitate. Le società statunitensi ed europee più grandi hanno approfittato dei tassi minimi del 2020-21 per estinguere il loro debito; molti hanno bloccato obbligazioni a tasso fisso con scadenza di anni a venire. Ora godono di una sorta di "periodo di grazia": i costi degli interessi sulle obbligazioni esistenti rimangono bassi, anche se i rendimenti sui mercati secondari sono raddoppiati per le nuove emissioni. Al contrario, le piccole e medie imprese (PMI), che dipendono da prestiti bancari e credito a breve termine, stanno avvertendo immediatamente la crisi. Soprattutto in Europa, la maggior parte dei prestiti alle imprese utilizza tassi variabili. Con l'impennata dei costi di finanziamento per innumerevoli PMI, la domanda di prestiti è crollata. Sia le banche dell'Eurozona che quelle degli Stati Uniti riferiscono che le imprese hanno ridotto la propensione al credito e sono più caute nella spesa in conto capitale. Nel 2° trimestre 2025, una quota significativa di banche statunitensi ha notato un calo della domanda di prestiti commerciali, anche se i volumi dei prestiti sono rimbalzati di recente, molto probabilmente trainati dalle grandi imprese. La stretta creditizia è ancora evidente in Europa, anche se i tassi della BCE sono diminuiti (cfr. figura 8). Le società europee più grandi hanno invece attinto ai mercati obbligazionari – le emissioni sul mercato del debito sono aumentate di quasi il 60% a metà del 2025 – ma gli operatori più piccoli spesso non hanno questa opzione. Il risultato è un deficit di finanziamento: molte imprese più deboli stanno effettivamente ripagando il debito o ne rimangono sprovviste, mentre le società ricche di liquidità siedono in disparte o attingono ai mercati finanziari.

Figura 8: Saldo delle banche (%) che afferma che la domanda di prestiti è aumentata nell'Eurozona e fattori che contribuiscono



Fonti: BCE, Allianz Research

I costi di finanziamento persistentemente elevati potrebbero tradursi in ulteriori insolvenze: prevediamo un aumento del +6% nel 2025 e del +4% nel 2026. Il nostro Global Insolvency Index, che rappresenta il peso economico di ciascun paese, indica un aumento del +5% a/a nella prima metà del 2025, dopo un +10% e un +7% rispettivamente per gli anni 2024 e 2023. Questa tendenza globale rimane trainata da una dinamica al rialzo nella maggior parte dei paesi, con un numero di casi superiore a quello precedentemente previsto, in particolare in Asia e in Europa, sia occidentali che centrali e orientali. Tuttavia, tutte le regioni mostrano tendenze contrastanti. L'Europa occidentale vede una tendenza al rialzo più ampia in Italia, Svizzera e Germania, mentre il numero di insolvenze si è attenuato nei Paesi Bassi, in Portogallo e, in misura minore, nel Regno Unito. Anche gli Stati Uniti stanno contribuendo con un aumento delle insolvenze delle grandi imprese. A livello globale, molte PMI faticano ad adattarsi al susseguirsi di shock e perturbazioni, mentre il contesto fiscale è meno aperto al sostegno statale diretto e indiretto. Nel complesso, prevediamo che le insolvenze per l'intero anno aumenteranno in tre paesi su cinque, registrando un numero di casi superiore alla media nel periodo 2016-2019. Questa tendenza al rialzo dovrebbe continuare nel 2026 a livello globale, anche se a un ritmo più lento (+4%). Tuttavia, le proiezioni sono più severe per gli Stati Uniti (+9% e +8% rispettivamente nel 2025 e nel 2026) e per l'APAC (+6% e +6%), nonostante un quadro eterogeneo. L'Europa occidentale dovrà affrontare un aumento leggermente inferiore a quanto precedentemente previsto per il 2025 (+6%) prima di un calo moderato ma generalizzato in tutti i paesi nel 2026 (-2%).

Sia i mercati del credito investment grade che quelli high yield hanno generalmente avuto un trimestre stabile, con gli spread che sono rimasti ai minimi storici o in prossimità di essi. In Europa, gli spread del credito IG si sono ridotti a 76 pb, mentre negli Stati Uniti e nel Regno Unito gli spread si sono ristretti rispettivamente a 75 pb e 81 pb. Il rally è sostenuto da forti fattori tecnici, da una crescita superiore alle attese e da un allentamento delle banche centrali. Nel breve termine, questi fattori continueranno a sostenere le valutazioni fino alla fine dell'anno, estendendo il trading range degli ultimi mesi e fornendo carry. Tuttavia, i parametri del credito societario sono ai livelli più deboli dopo la pandemia. I coefficienti di copertura degli interessi si sono lasciati alle spalle i massimi post-pandemia e rimangono al di sotto del livello mediano a lungo termine, ma quasi ad esso. Anche il trend di riduzione della leva finanziaria sembra essere giunto al termine, mentre la leva finanziaria rimane a un livello sano. Con la normalizzazione dei fondamentali, anche il forte slancio al rialzo del rating che dura da tre anni si è attenuato, soprattutto nelle società speculative. Nel frattempo, i tassi di default, pur rimanendo al di sotto delle medie storiche, sono destinati a salire nell'high yield.

Figura 9: I coefficienti di copertura degli interessi (ICR) degli emittenti di credito in euro sono ora al di sotto dei picchi

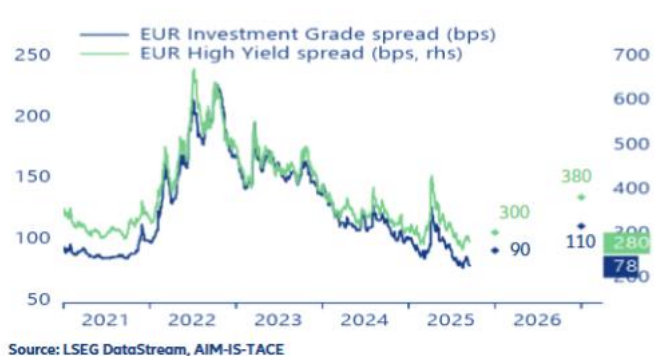


Sources: Bloomberg, AIM-IS-TACE
Note: Data as of Q2 2025

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I fattori tecnici, i forti afflussi di fondi e le modeste emissioni nette durante l'estate hanno mantenuto gli spread con i piedi per terra. Tuttavia, i fattori tecnici favorevoli potrebbero rivelarsi temporanei con il mutare del contesto politico. I rendimenti sono scesi dal 3,2% di inizio anno al 3%, rendendo il credito meno attraente per gli acquirenti di rendimenti, che sono stati la principale fonte di domanda. In questo contesto, le attuali valutazioni allungate lasciano poco margine di protezione contro un lieve allargamento degli spread (al livello mediano) o eventuali eventi avversi del mercato. Pertanto, manteniamo una view neutrale sull'investment grade, in quanto il carry rimane solido, ma l'extra-rendimento è frenato dal rischio di allargamento degli spread. Tuttavia, siamo cauti sull'high yield, dato che gli emittenti con rating più basso hanno fondamentali meno solidi e una maggiore sensibilità ciclica, soprattutto quando gli investitori tattici alla ricerca di rendimento abbandonano l'asset class a causa dell'aumento dei rischi.

Figura 10: Spread creditizi europei, pb



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

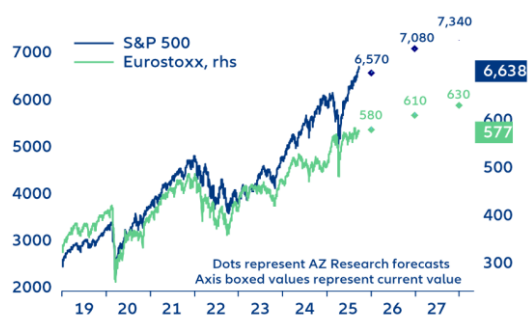
Guardando al futuro, manteniamo la nostra view di una lieve pressione al rialzo degli spread creditizi sia in euro che negli Stati Uniti rispetto agli attuali bassi livelli. Si prevede che gli spread saranno limitati in un range fino al 2025, per poi allargarsi di 20/25 pb per l'IG Euro/USA e di 80/90 pb per l'high yield Euro/USA entro la fine del 2026. Allo stesso tempo, ci si attende che una crescita economica modesta ma costante impedisca agli spread di salire al di sopra della mediana di lungo periodo. Quindi, per gli investitori, il messaggio di base è chiaro: la normalizzazione dei fondamentali e gli spread più stretti significano che un'attenta selezione della qualità, del settore e degli emittenti sarà fondamentale.

8. C'è una bolla dei mercati dei capitali all'orizzonte?

I mercati azionari globali sono a livelli record, con le azioni statunitensi che guidano l'impennata. Il rapporto prezzo/utigli (P/E) forward per gli Stati Uniti si attesta a 23, ben al di sopra della media ventennale e solleva preoccupazioni per le valutazioni eccessive. Ciononostante, gli analisti prevedono una crescita annua degli utili dell'S&P 500 di circa il 15% nei prossimi anni, rispetto al 10% in Europa. Tenendo conto di ciò, il rapporto prezzo/utigli (PEG) degli Stati Uniti è di circa 1,4x, un livello storicamente sostenibile. Pertanto, sebbene i P/E appaiano elevati, le solide previsioni di EPS, in particolare nel settore tecnologico, le giustificano in parte. Gran parte del rally degli Stati Uniti è concentrato in alcune grandi aziende tecnologiche, come NVIDIA, Microsoft, Amazon e Alphabet, che hanno guidato l'ottimismo intorno all'intelligenza artificiale. Queste "Magnifiche Sette" società hanno aumentato notevolmente la spesa in conto capitale (capex), con una media di 36 miliardi di dollari ciascuna nell'ultimo anno, rispetto ai soli 2 miliardi di dollari di una tipica società dell'S&P 500. Gli investimenti nelle infrastrutture di intelligenza artificiale hanno alimentato i guadagni nei semiconduttori, nell'hardware e nelle utility legate alla domanda di energia. Ciononostante, i rischi rimangono. Mentre le società di infrastrutture dimostrano una chiara visibilità degli utili, i settori che integrano l'intelligenza artificiale nei prodotti sono in ritardo, riflettendo la cautela degli investitori. I multipli dei principali titoli tecnologici rimangono al di sotto dei picchi osservati durante il boom delle dot-com, ma questo slancio dipende dalla continua crescita della spesa in conto capitale. Qualsiasi rallentamento potrebbe mettere sotto pressione le valutazioni, lasciando i mercati vulnerabili data la loro dipendenza dall'ottimismo guidato dall'intelligenza artificiale.

Stiamo spostando il nostro outlook sulle azioni da negativo a neutrale, sostenuto dalla crescita degli utili guidata dall'intelligenza artificiale e dalle big tech. I risultati del 2° trimestre confermano il dominio del settore tecnologico, con una forte dinamica degli utili che probabilmente continuerà insieme alla prevista riduzione dei tassi d'interesse. Le condizioni globali dovrebbero continuare a sostenere la crescita degli utili europei nel 2026. Sebbene le valutazioni negli Stati Uniti rimangano elevate, sono sostenute da un'eccezionale redditività del settore tecnologico, che suggerisce l'assenza di rischio di bolla. Nel frattempo, è improbabile che il divario di valutazione con l'Europa si riduca. Nel breve termine, il momentum azionario potrebbe allentarsi dopo il rally. Tuttavia, il posizionamento e il sentiment rimangono equilibrati, il che limita i rischi di ribasso. Tenendo conto di queste proiezioni, prevediamo che l'UEM concluderà l'anno con una crescita su base annua del +18%, seguita da una solida crescita del +8% nel 2026. Per gli Stati Uniti, ci aspettiamo un solido piazzamento a +14% quest'anno, mantenendo lo slancio nel 2026 con un rendimento previsto del +10%.

Figura 11: Previsioni del mercato azionario:



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Tabella 3: Previsioni sul mercato dei capitali

EMU	Last*	Unit	2023	2024	2025 f	2026 f	2027 f
Government Debt							
ECB deposit rate	2.00	%	4.00	3.00	2.00	2.00	2.00
10y yield (Bunds)	2.75	%	2.03	2.36	2.50	2.50	2.40
10y EUR swap rate	2.64	%	2.48	2.39	2.40	2.30	2.20
20y EUR swap rate	2.88	%	2.51	2.39	2.60	2.50	2.40
Italy 10y sovereign spread	87	bps	168	117	80	90	90
France 10y sovereign spread	82	bps	53	83	80	90	70
Spain 10y sovereign spread	57	bps	97	70	60	60	50
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	77	bps	135	101	90	110	115
High yield credit spreads	274	bps	395	311	300	380	390
Equity							
Eurostoxx (total return p.a.)	18 ytd	%	19	10	18	8	6

US	Last*	Unit	2023	2024	2025 f	2026 f	2027 f
Government Debt							
Fed Funds rate (high)	4.25	%	5.50	4.50	4.00	3.50	3.50
10y yield (Treasuries)	4.18	%	3.87	4.57	4.30	4.20	4.10
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	75	bps	104	82	90	115	120
High yield credit spreads	275	bps	334	292	300	390	410
Equity							
S&P 500 (total return p.a.)	14 ytd	%	26	25	14	10	6

UK	Last*	Unit	2023	2024	2025 f	2026 f	2027 f
Government Debt							
BoE rate	4.00	%	5.25	4.75	4.00	3.25	3.00
10y yield sovereign (Gilt)	4.76	%	3.54	4.57	4.40	4.10	4.00
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	80	bps	134	91	100	125	135
High yield credit spreads	400	bps	515	364	420	450	460
Equity							
FTSE 100 (total return p.a.)	17 ytd	%	8	10	16	5	5

Emerging Markets	Last*	Unit	2023	2024	2025 f	2026 f	2027 f
Government Debt							
Hard currency spread (vs USD)	167	bps	215	202	210	200	200
Local currency yield	6.34	%	6.19	6.39	6.00	5.80	5.70
Equity							
MSCI EM (total return p.a. in USD)	26 ytd	%	10	8	28	11	6

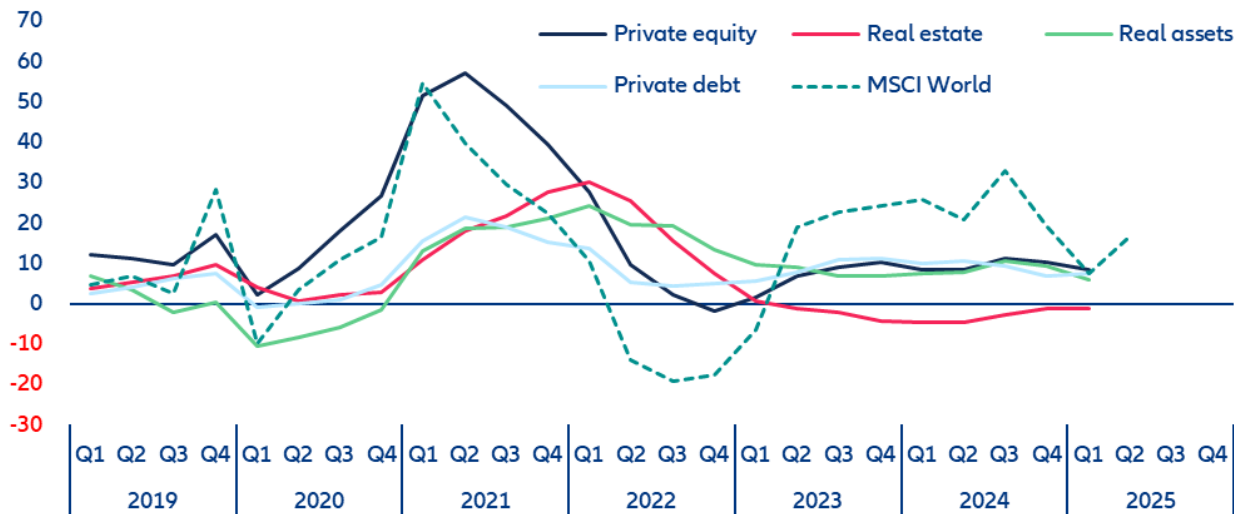
FX & Commodities	Last*	Unit	2023	2024	2025 f	2026 f	2027 f
EUR USD	1.17	\$ per €	1.10	1.04	1.18	1.18	1.18
Oil (Brent)	71	\$ per bl	78	75	65	63	70
Natural gas (Dutch TTF)	32	€ per MWh	32	49	36	35	32

Sources: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research
Notes: Year-end figures
* As of 26 Sep 2025

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I mercati privati globali hanno chiuso l'estate del 2025 con una sensazione generale di cauto ottimismo. Lo slancio che si era accumulato nel corso del 2024, quando i costanti tagli dei tassi e un ordinato rally dell'azionario pubblico hanno creato un contesto favorevole per le operazioni, si è protratto nel 2025. All'inizio del 2025 si è proseguito questo trend positivo, fino a quando l'inaspettato shock tariffario del "Liberation Day" ha portato a una recrudescenza dei timori per l'inflazione e a un cambiamento delle aspettative di un ulteriore allentamento. Durante questo periodo, l'attività di raccolta fondi ha subito un notevole rallentamento, con un calo degli impegni globali fino a giugno di quasi il -19% a/a. Inoltre, la polvere secca è diminuita per la prima volta dal 2010, poiché le richieste di capitale hanno superato i nuovi afflussi. Tuttavia, il patrimonio complessivo in gestione ha continuato a crescere poiché i valori patrimoniali netti hanno mostrato una crescita costante. Le distribuzioni sono diminuite all'estremità inferiore degli standard recenti, il che ha portato a una contrazione della liquidità. Ciò è avvenuto nello stesso momento in cui le azioni pubbliche hanno mostrato segni di ripresa, il che ha aumentato il costo opportunità di rimanere privati. Ciononostante, la performance si è dimostrata resiliente: gli ultimi benchmark indicano che il capitale privato è aumentato del +0,5% nel 1° trimestre 2025, del +7,5% su un anno e del +12,8% su base annua in cinque anni. I fondamentali si sono leggermente indeboliti, ma rimangono stabili. La crescita degli utili si è leggermente raffreddata, gli spread creditizi rimangono contenuti e i mercati secondari stanno costantemente recuperando gli arretrati. Tutto ciò indica un secondo semestre più equilibrato se le tensioni commerciali si allenteranno (Figura 12).

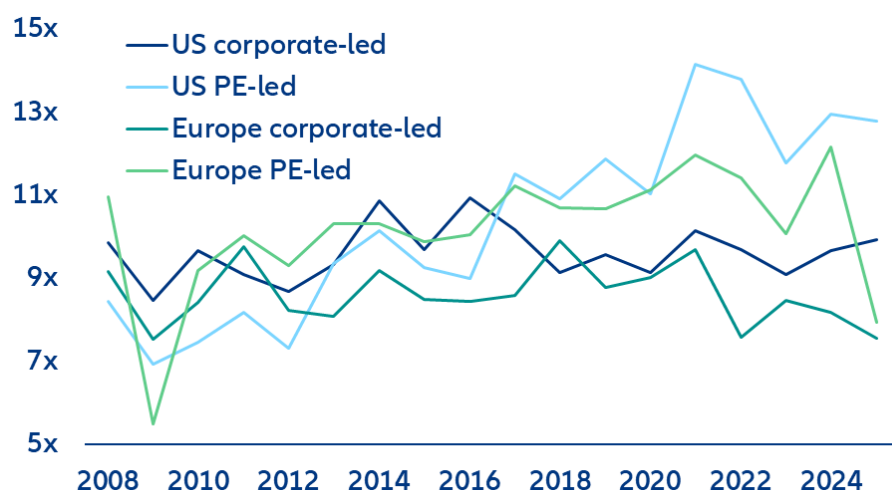
Figura 12: Performance dei mercati privati globali, a/a in %



Fonti: Pitchbook, Allianz Research

Il private equity rispecchia il delicato equilibrio che modella i mercati privati più ampi. I manager hanno un budget di quasi un trilione di dollari da investire, ma le uscite rimangono sfuggenti e il divario tra le aspettative dell'acquirente e del venditore sta influenzando i flussi di cassa. Le distribuzioni ai soci accomandanti (LP) sono rallentate al di sotto delle norme recenti, rafforzando la sensazione di capitale represso in attesa di essere rilasciato. Le valutazioni si sono indebolite al punto da attirare l'interesse senza innescare difficoltà, mentre i prezzi medi di mercato sono tornati ai livelli pre-pandemia. Le azioni pubbliche sono aumentate, con l'MSCI World che è avanzato del +19% nel 2024, il che ha alzato l'asticella per le allocazioni private. Tuttavia, i dati a lungo termine richiedono ancora pazienza, con i rendimenti preliminari del 1° trimestre 2025 che si attestano allo 0,3%, con un IRR a un anno del 9,4% e del 15,9% a cinque anni. Anche nel contesto attuale, le condizioni macroeconomiche e di mercato sono favorevoli alle operazioni di fusione e acquisizione. In questo contesto, se le pressioni sui dazi dovessero allentarsi e le banche centrali riprendessero a tagliare i tassi, la combinazione di capitale abbondante, distribuzioni modeste e valutazioni moderate potrebbe rapidamente sbloccare un'ondata di uscite e ricapitalizzazioni, trasformando l'attuale pausa nella prossima fase di crescita (Figura 12).

Figura 13: Multipli mediani M&A EV/EBITDA



Fonti: Pitchbook, Allianz Research

Il debito privato è emerso come una fonte affidabile di reddito per il mercato, fornendo rendimenti costanti anche se altre strategie private devono affrontare sfide con uscite più lente e distribuzioni più sottili. La solida solidità finanziaria dei mutuatari e le pratiche di sottoscrizione coscienziose impiegate dagli istituti di credito hanno contribuito a mantenere bassi i tassi di insolvenza (anche se vediamo emergere alcune sacche di rischio di credito). Di conseguenza, gli istituti di credito sono stati in grado di capitalizzare su tassi di base più elevati, che hanno garantito il mantenimento di spread favorevoli nonostante l'intensa concorrenza sul mercato. La raccolta fondi continua a dimostrare resilienza, mantenendo la sua posizione come una delle poche strategie che hanno ottenuto una crescita positiva anno su anno. Ciò contribuisce a compensare il calo dei nuovi impegni a livello di settore. Le valutazioni rimangono stabili (anche se gli spread continuano a diminuire) e i finanziatori diretti continuano a garantire condizioni premium in settori come le infrastrutture e la finanza basata sugli asset. I rendimenti preliminari del 1° trimestre 2025 hanno raggiunto il 2,4%, con un IRR dell'8% a un anno. Nonostante l'inasprimento della concorrenza che avvicina gli spread e il rallentamento delle distribuzioni, la combinazione di protezione a tasso variabile, titoli senior e rendimenti resilienti a una cifra media continuano a posizionare il credito privato come un'alternativa interessante alle obbligazioni pubbliche e una pietra miliare dei portafogli diversificati dei mercati privati.

Gli immobili commerciali privati si trovano a un punto di svolta, passando dalla determinazione del prezzo alla formazione del prezzo, mentre gli spread denaro-lettera si restringono e le condizioni di finanziamento si disgelano lentamente. Le valutazioni si sono sostanzialmente stabilizzate, con tassi di capitalizzazione che si sono stabilizzati e una deriva selettiva verso l'interno, in cui lo slancio del leasing e le strutture di leasing sostengono i prezzi. I fondamentali sono contrastanti ma sostanzialmente stabili: la domanda logistica è resiliente sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona, anche se la crescita degli affitti si sta normalizzando; gli aumenti degli affitti multifamiliari si sono raffreddati a causa dei vincoli di accessibilità e dell'aumento dei costi operativi; le impronte del retail sono più snelle e più difensive; L'ufficio rimane biforcuto, con uno spazio privilegiato che resiste mentre le scorte più vecchie affrontano l'obsolescenza strutturale. I volumi delle transazioni si stanno stabilizzando da una base bassa, poiché le valutazioni recuperano terreno e le sottoscrizioni diventano più conservative. Ma il muro di rifinanziamento 2025-26 sta catalizzando la riduzione dell'indebitamento, la vendita di asset e l'aumento delle soluzioni strutturate. La performance è sempre più orientata al reddito, con un modesto margine di apprezzamento del capitale, in quanto ci aspettiamo che i tassi riprendano un moderato percorso discendente. In questo contesto, la selezione disciplinata degli asset, il risanamento dei bilanci e la capacità di eseguire i piani aziendali dovrebbero essere i principali fattori di rendimento, mentre lo stress da rifinanziamento e lo shadow vacancy rimangono i principali rischi di coda.

9. Quali mercati emergenti sono alle prese con crescenti squilibri?

La Cina ha ancora i mezzi per raggiungere i suoi obiettivi di crescita, ma deve affrontare continui squilibri: forte competitività delle esportazioni mentre la domanda interna rimane debole, produzione robusta mentre l'edilizia rimane lenta, stimoli con una tendenza dal lato dell'offerta mentre permangono pressioni deflazionistiche, ecc. Avevamo già rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita del PIL per la Cina nel 2025 a +4,8% (si veda [qui](#)), sulla scia di una performance economica più forte del previsto nella prima metà dell'anno. La sorpresa positiva è arrivata principalmente dalla continua forte competitività delle esportazioni, il che significa che le esportazioni nette contribuiranno probabilmente positivamente alla crescita nel 2025. Nel frattempo, la domanda interna rimane debole e solo i segmenti sostenuti dal sistema di permuta dei beni di consumo registrano buoni risultati, ad esempio beni durevoli come l'elettronica di consumo, i prodotti per la casa e i mobili. Poiché è probabile che il ciclo commerciale globale diventi meno favorevole in vista del prossimo anno, prevediamo una contrazione delle esportazioni nel 2026 e una crescita complessiva del PIL che scenderà probabilmente al +4,2%. Anche se le relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina non dovessero peggiorare ulteriormente, i costi sostenuti da tariffe più elevate finiranno per intaccare la domanda globale. A livello interno, la flessione immobiliare che deve ancora protrarsi tiene sotto controllo la fiducia e i consumi del settore privato. È necessario un ulteriore sostegno politico, più orientato alla domanda piuttosto che all'offerta, per accompagnare la domanda interna verso una ripresa autosufficiente e reflazionistica. Ci aspettiamo al massimo un altro taglio dei tassi di riferimento entro la fine dell'anno ed è improbabile che vengano annunciati ulteriori stimoli fiscali prima dell'inizio del 2026.

Nel complesso, le economie emergenti hanno registrato un andamento sorprendentemente positivo, ma potenzialmente in prestito. Alcuni mercati si trovano ad affrontare crescenti squilibri e sarebbero vulnerabili a cambiamenti di avversione al rischio. La crescita nei mercati emergenti, esclusa la Cina, dovrebbe raggiungere il +3,7% nel 2025, il +3,5% nel 2026 e il +3,7% nel 2027. Il 2025 si sta quindi rivelando migliore del previsto, in quanto i mercati emergenti rimangono in un ciclo espansivo, grazie a un effetto più moderato della guerra commerciale finora (soprattutto per Asia, America Latina, Africa) e al sostegno politico. Gli esportatori asiatici, in particolare, hanno guadagnato quote di mercato negli Stati Uniti, mentre Taiwan, Vietnam, Thailandia e Indonesia hanno persino mantenuto la capacità produttiva inutilizzata. Nel frattempo, le politiche interne sono state per lo più favorevoli, in quanto il contesto di inflazione contenuta (tranne che nell'Europa centrale e orientale) e il calo dell'USD hanno consentito alla maggior parte delle banche centrali dei mercati emergenti di anticipare i tagli dei tassi di riferimento (il ciclo di allentamento

dovrebbe rallentare entro la metà del 2026), preparandosi a una prospettiva economica che probabilmente si farà più cupa nel prossimo anno. Le nostre previsioni di crescita sono infatti generalmente inferiori per il 2026. Più della metà dei mercati emergenti sta allentando le politiche fiscali. I mercati non sembrano preoccupati in questa fase, ma alcune economie richiedono un attento monitoraggio (ad esempio Argentina, Brasile, Egitto, Indonesia). Anche la maggior parte dell'America Latina e dell'Europa centrale e orientale (e alcune nel Sud-Est asiatico e in Africa) sarebbero vulnerabili a una variazione dell'avversione al rischio, essendo debitori netti con disavanzi delle partite correnti.

Il debito sovrano dei mercati emergenti continua a cavalcare un'ondata di ottimismo, sostenuto dal miglioramento della qualità del credito e da un contesto macroeconomico favorevole. Gli spread si sono compressi ai minimi storici, riflettendo fondamentali solidi e una ripresa della propensione al rischio degli investitori. Il ciclo di allentamento previsto dalla Fed e un dollaro più debole hanno alimentato il rally, mentre le banche centrali dei mercati emergenti mantengono spazio per tagliare i tassi, rafforzando il differenziale di crescita rispetto ai mercati sviluppati. L'andamento dell'inflazione è favorevole e la dinamica fiscale sta migliorando, con le partite correnti che rimangono gestibili. Questi fattori sono alla base della forte performance dei titoli sovrani dei mercati emergenti. Anche i fattori tecnici sono diventati favorevoli, con i flussi che hanno mostrato un rinnovato slancio dopo un periodo prolungato di deflussi. Tuttavia, la valutazione è una preoccupazione crescente. La ripresa degli spread sulle obbligazioni societarie statunitensi si trova ora all'estremità inferiore del suo intervallo storico, lasciando poco margine per un ulteriore inasprimento. Sebbene il contesto fondamentale rimanga costruttivo, il profilo di rischio/rendimento è meno interessante ai livelli attuali. I rendimenti più bassi e l'indebolimento dell'andamento dell'USD sostengono la domanda di debito dei mercati emergenti. Dal punto di vista degli investitori in EUR, c'è ancora un potenziale di rialzo per la performance FX dei mercati emergenti. Il debito dei mercati emergenti continua a offrire un carry interessante, ma il rialzo potrebbe essere limitato a meno che le valutazioni non si rialzino o la crescita sorprenda al rialzo.

Le prospettive per i mercati emergenti e le azioni cinesi rimangono ottimistiche, con aspettative di un rendimento totale dell'11% in USD per il 2026, dopo una solida performance del +28% prevista nel 2025 per i mercati emergenti e del +39% per la Cina. Questo ottimismo è sostenuto da un contesto macroeconomico favorevole agli asset rischiosi, caratterizzato da uno scenario di non atterraggio negli Stati Uniti, con stime di crescita vicine al potenziale e una leggera accelerazione prevista per il 2027. Si prevede che la Fed taglierà i tassi al 3,5% nel 2026, il che aprirà la strada alle banche centrali dei mercati emergenti per continuare ad allentare la politica monetaria. I bassi prezzi del petrolio e un USD stabile dopo il recente deprezzamento rafforzano ulteriormente queste prospettive positive per i mercati emergenti. L'incertezza commerciale è notevolmente diminuita man mano che vengono conclusi sempre più accordi con gli Stati Uniti. I mercati sviluppati, ovvero l'Europa e il Giappone, hanno in media un'esposizione ai ricavi degli Stati Uniti significativamente maggiore rispetto ai mercati emergenti. Le esportazioni tecnologiche da Taiwan e Corea del Sud sono l'eccezione. Ma l'industria tecnologica statunitense è fortemente dipendente da queste importazioni tecnologiche, anche dalla Cina, il che pone i mercati emergenti in una posizione negoziale più favorevole rispetto ai mercati sviluppati. I timori per le valutazioni persistono, soprattutto nelle azioni statunitensi, ma il megaciclo dell'IA e della tecnologia continua a trainare gli utili e gli investimenti, come ha confermato l'ultima stagione degli utili. Pertanto, non ci aspettiamo che il premio di valutazione del settore tecnologico scenda presto in modo sostenibile.

10. Quali eventi politici potrebbero indirizzarci verso uno scenario negativo?

Attribuiamo la probabilità più alta (45%) che il commercio globale entri in una fase recessiva, se si concretizzano tre scenari: l'escalation dei dazi da parte del presidente Trump attraverso le misure della Sezione 232, la rimozione delle esclusioni di prodotti e la fine della tregua con la Cina. Se questi sviluppi dovessero verificarsi, ci aspettiamo un forte impatto negativo sulla crescita globale e un forte aumento dell'inflazione negli Stati Uniti. Al di fuori degli Stati Uniti, la riduzione della domanda americana porterebbe a un eccesso di offerta e all'aumento delle scorte, in particolare in Asia, esercitando una pressione al ribasso sui prezzi globali. Dal lato del mercato, ci aspettiamo un ulteriore aumento dei tassi

d'interesse. Con l'aumento dei tassi, è probabile che le azioni dei mercati sviluppati subiscano una moderata pressione al ribasso.

Considerando le prospettive della politica monetaria, assegniamo una probabilità del 35% che le azioni della Federal Reserve possano innescare uno shock di de-dollarizzazione. Un ampio indebolimento dell'USD deriverebbe probabilmente da modifiche al mandato della Fed e da una ridotta indipendenza, dato che la Casa Bianca spinge per tassi di interesse più bassi per stimolare l'economia. In questo scenario, la Fed potrebbe iniziare a tagliare i tassi al di sotto del 3% nel 2026, surriscaldando potenzialmente l'economia statunitense. Dall'altra parte dell'Atlantico, la BCE non dovrebbe cambiare politica, preferendo rimanere aggressiva nel medio termine. Nel loro insieme, queste dinamiche peserebbero sulla crescita, ma eserciterebbero una pressione al rialzo ancora più forte sull'inflazione. I tassi d'interesse statunitensi aumenterebbero, le azioni sarebbero sotto pressione e il dollaro si indebolirebbe. Riteniamo che ciò potrebbe spingere l'EUR/USD sopra 1,25.

Una crisi del debito sovrano è una probabilità del 20%, poiché la politica di bilancio rimarrà sotto pressione nell'orizzonte 2025-2027. Due fattori chiave – livelli elevati di debito e tassi di interesse a lungo termine persistentemente elevati – metteranno a dura prova le finanze pubbliche. Tra le economie europee sotto particolare esame ci sono Francia, Italia e Regno Unito, dove l'aumento dei costi della difesa e del welfare sta aumentando la pressione. Anche gli Stati Uniti meritano attenzione, in quanto l'ampliamento dei disavanzi combinato con programmi fiscali espansivi (ad esempio il "Big Beautiful Bill") limiterà lo spazio fiscale per sostenere la crescita. Una crisi del debito sovrano su larga scala comporterebbe gravi costi per la crescita globale e l'inflazione. I tassi d'interesse probabilmente aumenteranno per riflettere l'aumento dei premi al rischio, spingendo potenzialmente le banche centrali a una nuova risposta di quantitative easing. Anche le azioni subirebbero una significativa pressione al ribasso. merita anche attenzione, in quanto l'ampliamento dei disavanzi combinato con programmi fiscali espansivi (ad esempio il "Big Beautiful Bill") limiterà lo spazio fiscale per sostenere la crescita. Una crisi del debito sovrano su larga scala comporterebbe gravi costi per la crescita globale e l'inflazione. I tassi d'interesse probabilmente aumenteranno per riflettere l'aumento dei premi al rischio, spingendo potenzialmente le banche centrali a una nuova risposta di quantitative easing. Anche le azioni subirebbero una significativa pressione al ribasso.

Si prevede che il contesto globale rimarrà altamente volatile, con la geopolitica che continuerà a influenzare i mercati. Consideriamo quattro eventi ad alto impatto. In primo luogo, un conflitto NATO-Russia su larga scala derivante da una prolungata guerra Ucraina-Russia potrebbe estendersi ai membri della NATO dell'Europa orientale. La Russia potrebbe impegnarsi in incursioni di droni, violazioni dello spazio aereo e tattiche ibride, dal sabotaggio all'interferenza politica. Assegniamo una probabilità del 20% a questo scenario, la stessa del suo opposto (la risoluzione della guerra). Un conflitto NATO-Russia avrebbe un forte impatto negativo sulla crescita, sull'inflazione e sui mercati, mentre la fine della guerra fornirebbe moderati effetti positivi per l'Eurozona. In terzo luogo, l'escalation di violenza in Medio Oriente (30% di probabilità), compresi gli attacchi e le azioni territoriali da parte di Israele, o conflitti come le tensioni tra Iran e Israele o gli attacchi degli Houthi nel Mar Rosso. Questi eventi deprimerebbero moderatamente la crescita e l'inflazione, spingendo al rialzo i prezzi del petrolio e sostenendo l'apprezzamento dell'USD. In quarto luogo, in Asia, prevediamo una probabilità del 30% che le tensioni nello Stretto di Taiwan si intensifichino in un conflitto aperto tra Cina e Taiwan. Questo scenario potrebbe essere innescato dal disimpegno degli Stati Uniti nella regione o da un maggiore sostegno degli Stati Uniti a Taiwan, mentre la Cina potrebbe anche essere tentata di distogliere l'attenzione dalle questioni economiche interne. Nel complesso, data l'importanza economica di questi stakeholder, la crescita globale ne risentirebbe negativamente, l'inflazione potrebbe aumentare a causa delle interruzioni della catena di approvvigionamento e i mercati finanziari subirebbero pressioni, tra cui tassi d'interesse più elevati, calo delle azioni statunitensi e un USD più debole.

L'intelligenza artificiale presenta sia opportunità che rischi. Al ribasso, assegniamo una probabilità del 20% allo scoppio di una bolla dell'intelligenza artificiale, in cui le aziende e gli investitori rivalutano la

redditività e le valutazioni delle tecnologie di intelligenza artificiale. Ciò potrebbe portare a una riduzione dei flussi di investimento e al fallimento delle imprese. Una tale esplosione probabilmente rallenterebbe la crescita globale e (e ancor più economica negli Stati Uniti), eserciterebbe una pressione al ribasso sui tassi d'interesse, peserebbe sulle azioni statunitensi e contribuirebbe al deprezzamento dell'USD.

Al rialzo, assegniamo la stessa probabilità del 20% che l'IA stimoli la crescita economica degli Stati Uniti, rafforzando l'eccezionalismo degli Stati Uniti e convalidando la Trumponomics. Le società offshore aumenteranno gli investimenti negli Stati Uniti, mentre la deregolamentazione potrebbe sostenere ulteriormente il PIL e le spese in conto capitale. Questo scenario eserciterebbe probabilmente una pressione al rialzo sull'inflazione e sarebbe molto favorevole per i mercati finanziari, portando a tassi d'interesse più elevati, all'apprezzamento dell'USD e a guadagni nelle azioni dei mercati sviluppati.

Tra il 2025 e il 2027, i rischi potrebbero derivare anche da un calendario elettorale particolarmente intenso in tutte le regioni del mondo. In totale, i paesi che rappresentano il 63,3% del PIL globale andranno alle urne tra due anni, con il 2026 come anno più critico, poiché i paesi che pesano un terzo del PIL mondiale (prezzi correnti, aprile 2025) terranno le elezioni in quell'anno. In Europa, la crescente influenza dei partiti populistici continuerà ad aumentare l'incertezza della politica economica, con le elezioni nei Paesi Bassi, in Ungheria e in Francia che si terranno rispettivamente nell'ottobre 2025, nell'aprile 2026 e nell'aprile 2027. Negli Stati Uniti, le elezioni di medio termine del novembre 2026 saranno un momento decisivo per la seconda presidenza di Trump, e i democratici potrebbero riprendere il controllo della Camera dei Rappresentanti. In Africa, l'attenzione sarà concentrata sulla garanzia di transizioni politiche sicure, in particolare in Costa d'Avorio (ottobre 2026). Nel frattempo, il Sud America si trova ad affrontare un importante ciclo elettorale tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026, con grandi economie come Argentina, Cile, Brasile e Colombia che terranno elezioni che potrebbero avere significative ripercussioni macroeconomiche.

Tabella 4: Cosa potrebbe andare storto?

Factor	Market Theme	Description	Probability	Macro impact	Market impact
Trade	Heightened protectionism	Global trade enters recession due to further US tariff escalation through Sector 232 tariffs, removal of product exclusions and end of China truce.	45%	Growth -- Inflation ++ (US) Inflation -- (ROW)	US interest rates: + DM equities: - USD: -
Monetary policy	De-dollarization policy shock	Fed's mandate tweaked to allow for lower interest rates and its independence reduced. The Fed could cut rates below 3% in 2026, increasing overheating risks for the US economy. At the same time, the ECB could remain hawkish for too long.	35%	Growth - Inflation ++	US interest rates: + (steeper) US equities: - USD: --
Fiscal policy	Sovereign debt crisis	High debt and high long-term interest rates put pressure on government. France, Italy, and the UK face constrained budgets and very fragmented Parliaments with the balance going more towards the right. In the US, rising deficits, coupled with expensive tax cuts, also limit fiscal space for growth support.	20%	Growth -- Inflation --	DM interest rates: ++ then -- (QE) DM equities: --
Geopolitics	NATO-Russia conflict	No resolution in the Ukraine-Russia war in sight, with escalation risks beyond Ukraine as Russia tests European and NATO's resolve.	20%	Growth -- Inflation 0	DM interest rates: + DM equities: -- USD: +
	End of Ukraine-Russia war	Ukraine-Russia peace treaty, sanctions lifted on Russia progressively	20%	Growth + Inflation -	EZ equities: +
	Middle East escalation	Regional conflict escalates. Israel conflict with Middle-East and less support from the West.	30%	Growth - Inflation +	Oil price: + USD: +
	China-Taiwan open conflict	US disengagement or, on the contrary, increased support for Taiwan, as well as China's potential willingness to divert attention away from Companies and investors reassess the profitability of AI technologies, leading to reduced funding, valuation and consolidation of firms.	30%	Growth - Inflation +	Tech equities: - USD: +
Markets	AI bubble bursts	Companies and investors reassess the profitability of AI technologies, leading to reduced funding, valuation and consolidation of firms.	20%	Growth - Inflation -	DM interest rates: - US equities: -- USD: -
Economics	US exceptionalism continues	AI boost transmits to real economy via increased productivity, Trumponomics succeeds with companies moving production to the US and deregulation boosts GDP and investment.	20%	Growth + Inflation +	DM interest rates: + DM equities: ++ USD: +

Fonti : National, Allianz Research

Figura14: Rischi geopolitici: dalle schede elettorali ai campi di battaglia



Fonti: nazionali, Allianz Research

Tali valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano sulle attuali opinioni e ipotesi del management e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi effettivi possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono derivare da, a titolo esemplificativo e non esaustivo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione concorrenziale, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurati, anche da catastrofi naturali, e dall'andamento delle spese per perdite, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nell'attività bancaria, l'entità delle insolvenze creditizie, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio EUR/USD, (ix) modifiche alle leggi e ai regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori competitivi generali, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili, o più pronunciati, a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o le dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, ad eccezione di eventuali informazioni che devono essere divulgate per legge.

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