

Allianz Research | 2 Maggio 2025

La robusta crescita dell'Eurozona nel 1° trimestre, la recessione indotta dai dazi statunitensi, le scorte e lo stoccaggio in soccorso e l'aumento delle insolvenze

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

Ana Boata
Responsabile della Ricerca Economica
ana.boata@allianz-trade.com

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

Guillaume Dejean
Consulente Senior di Settore
guillaume.dejean@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Senior Investment Strategist & Economista dell'Eurozona
bjoern.griesbach@allianz.com

Jasmin Groeschl
Economista senior per l'Europa meridionale e il Benelux
jasmin.groeschl@allianz.com

Maxime Lemerle
Lead Advisor, Ricerca in materia di insolvenza
Maxime.lemerle@allianz-trade.com

Maddalena Martini
Senior Economist per l'Europa meridionale e il Benelux
Maddalena.martini@allianz.com

In sintesi

Eurozona: crescita robusta prima dell'impatto dei dazi L'economia dell'Eurozona ha iniziato il 2025 con un forte slancio di crescita (+0,4% t/t), superando le aspettative grazie alle solide performance di Spagna, Irlanda e Italia, mentre l'Europa centrale è rimasta indietro. La Germania ha mostrato una modesta ripresa (+0,2% t/t) trainata dalla spesa dei consumatori e dagli investimenti, in contrasto con la crescita lenta della Francia, influenzata dalla riduzione della spesa pubblica e dei consumi. La crescita complessiva dell'Eurozona è stata sostenuta dall'aumento delle esportazioni, in particolare verso gli Stati Uniti in vista dei previsti aumenti dei dazi. Poiché le sfide incombono ancora tra le restrizioni commerciali e la recessione negli Stati Uniti, continuiamo ad aspettarci una crescita contenuta dell'Eurozona, pari a +0,8% nel 2025. Con l'ulteriore raffreddamento dell'inflazione, manteniamo la nostra posizione secondo cui la BCE taglierà il tasso di riferimento al di sotto della neutralità all'1,5% entro settembre.

Stati Uniti: i danni dei dazi sono sempre più visibili, ma la Fed aspetterà che la tempesta passi Il PIL del 1° trimestre è leggermente diminuito (-0,3% trim/trim annualizzato), principalmente a causa di un'impennata delle importazioni prima dei dazi (41% t/t annualizzato). La domanda interna di fondo si è mantenuta solida, con i consumatori (+1,8%) che hanno anticipato gli acquisti rispetto ai dazi e le imprese per le forniture industriali (investimenti delle imprese +9,4%). Ma i dati nei porti statunitensi indicano che le spedizioni in entrata hanno iniziato a diminuire ad aprile, quando la spesa ha iniziato a indebolirsi. Inoltre, le famiglie statunitensi sono pessimiste come durante il picco dell'inflazione del 2022 e le imprese stanno segnalando un calo dei piani di capex. Si prevede che gli Stati Uniti flirteranno con una recessione nel Q3-Q4 2025. Con l'aumento delle pressioni inflazionistiche, la Fed rimarrà in attesa la prossima settimana. Ci aspettiamo che la Fed inizi (con cautela) il ciclo di allentamento a ottobre.

Inventari: è costoso accumulare scorte per uscire da una guerra commerciale Stimiamo che il costo medio delle scorte per le principali industrie di consumo negli Stati Uniti vari tra i 2 e i 3 mesi di fatturato, offrendo loro un cuscinetto per proteggersi dalle oscillazioni a breve termine della domanda. Mentre alcuni settori beneficiano di una forte domanda e colgono l'occasione per accumulare scorte cuscinetto (ad esempio difesa, attrezzature per i trasporti), altri stanno riducendo le spese perché temono una contrazione della redditività o hanno già scorte elevate (ad esempio elettrodomestici, auto, prodotti tessili) o semplicemente non sono disposti ad accumulare scorte (ad esempio farmaceutico, telecomunicazioni). Per mitigare l'impatto dei dazi, le aziende si rivolgono sempre più spesso a strutture di stoccaggio nelle zone di libero scambio e ai magazzini doganali come un modo per differire le tasse di ingresso

piuttosto che accumulare scorte. L'aumento del tasso di sfritto delle soluzioni di stoccaggio (8,5%, +330 pb a/a) suggerisce un interesse limitato per il reshoring.

Più di un grande fallimento al giorno dall'inizio dell'anno 122 aziende con un fatturato pari o superiore a 50 milioni di euro hanno presentato istanza di insolvenza nel 1° trimestre 2025. Si tratta di un record dal 2015. L'Europa occidentale continua a contribuire maggiormente (+10 casi a/a a 74), mentre gli Stati Uniti sono in testa per quanto riguarda le dimensioni delle aziende insolventi, rappresentando 8 delle prime 20 insolvenze nel 1° trimestre 2025. Nel complesso, i servizi e il commercio al dettaglio sono stati i più colpiti, in particolare in Europa occidentale e Nord America, seguiti dalle costruzioni in Europa occidentale e in Asia. La guerra commerciale e i cambiamenti strutturali potrebbero spingere il 2025 a stabilire un nuovo record di insolvenze di grandi dimensioni, aumentando i rischi di un effetto domino su fornitori e subappaltatori.

Eurozona: crescita robusta prima dell'impatto dei dazi

I dati preliminari sul PIL mostrano che l'economia dell'Eurozona ha iniziato il 2025 con una nota forte, con un'accelerazione della crescita da $+0,2\%$ t/t ($+1,2\%$ a/a) nel 4° trimestre a $+0,4\%$ t/t ($+1,2\%$ a/a) nel 1° trimestre, superando sia le aspettative di consenso ($+0,2\%$ t/t) che le nostre ($+0,1\%$ t/t). Tuttavia, i numeri iniziali devono essere presi con le pinze, con la stima rapida basata su una serie limitata di contributi a livello nazionale che sono soggetti a revisioni nelle letture successive. Tra le economie più grandi, la Spagna torna a brillare con una crescita robusta e persistente, mentre l'Europa centrale, in particolare Francia, Germania e Paesi Bassi, continua a rimanere indietro rispetto ai tassi di crescita potenziali (Figura 1). Spicca l'Irlanda, che è cresciuta del $+3,2\%$ t/t ($10,9\%$ a/a) nel 1° trimestre, superando di gran lunga qualsiasi altra nazione. Nonostante rappresenti solo il 4% dell'economia dell'Eurozona, la crescita del PIL ha contribuito per circa il 36% alla crescita complessiva dell'Eurozona nel primo trimestre. Tuttavia, con la crescita dell'Irlanda notoriamente volatile e soggetta a forti revisioni retrospettive (per il 4° trimestre la stima iniziale per l'Irlanda era di $-1,3\%$ t/t rispetto al $+3,6\%$ della lettura finale), vale la pena guardare alla crescita dell'Eurozona escludendo l'Irlanda, che sembra un po' meno rosea negli ultimi tre trimestri (Figura 2).

Anche i contributi della domanda alla crescita economica non sono ancora disponibili nella lettura preliminare per l'aggregato dell'Eurozona, ma a giudicare da altre serie di dati e dai paesi che li hanno già pubblicati, sembra che la crescita sia stata sostenuta dagli investimenti e dai consumi e, in misura significativa, dalle esportazioni nette. Varie nazioni esportatrici hanno anticipato i dazi statunitensi e hanno stimolato in anticipo le loro esportazioni verso gli Stati Uniti. I dati commerciali extra-UE mostrano che le esportazioni verso gli Stati Uniti, che sono la principale destinazione di esportazione per l'UE, sono aumentate del $+22\%$ a/a a febbraio 2025, l'ultimo dato disponibile. Nonostante questa sorpresa al rialzo della crescita, continuiamo a essere cauti riguardo alle nostre prospettive e prevediamo una crescita annua del $+0,8\%$ per il 2025, poiché la domanda esterna ne risentirà fortemente a causa dell'aumento dei dazi nei confronti degli Stati Uniti e di un rallentamento generale dell'economia globale.

Dopo due anni di recessione, l'economia tedesca è cresciuta del $+0,2\%$ t/t nel 1° trimestre 2025 (consensus: $+0,2\%$, stima di Allianz Research: $+0,0\%$), trainata da consumi privati e investimenti più forti. La spesa delle famiglie è aumentata grazie alla solida crescita dei salari reali e al miglioramento della fiducia dei consumatori, mentre gli investimenti sono stati sostenuti dalle aspettative di riforme pro-crescita sotto il nuovo governo (Figura 1). Tuttavia, il settore manifatturiero rimane in recessione, come si evince dai PMI e dall'indagine IFO sul clima delle imprese. Al contrario, il settore dei servizi, pur essendo resiliente, ha mostrato i primi segnali di debolezza ad aprile. Le prospettive per il 2025 sono fragili. Nonostante i piani di sfiorare miliardi per stimolare la crescita attraverso la spesa per la difesa e le infrastrutture, l'aumento dei dazi potrebbe compensare gran parte dei guadagni. Gli stimoli fiscali dovrebbero contribuire solo modestamente alla crescita ($+0,1\%$ nel 2025). Nel 2026 la crescita dovrebbe rimbalzare a $+1,6\%$, a condizione che le riforme strutturali si concretizzino. Il programma della coalizione include incentivi per le imprese tedesche, come un super ammortamento del 30% fino al 2027, una riduzione delle tasse sulle società a partire dal 2028, l'abolizione della legge sulla catena di approvvigionamento e l'alleggerimento dei costi dell'elettricità. Tuttavia, l'accordo è un miscuglio e manca delle riforme coraggiose che molti avevano sperato.

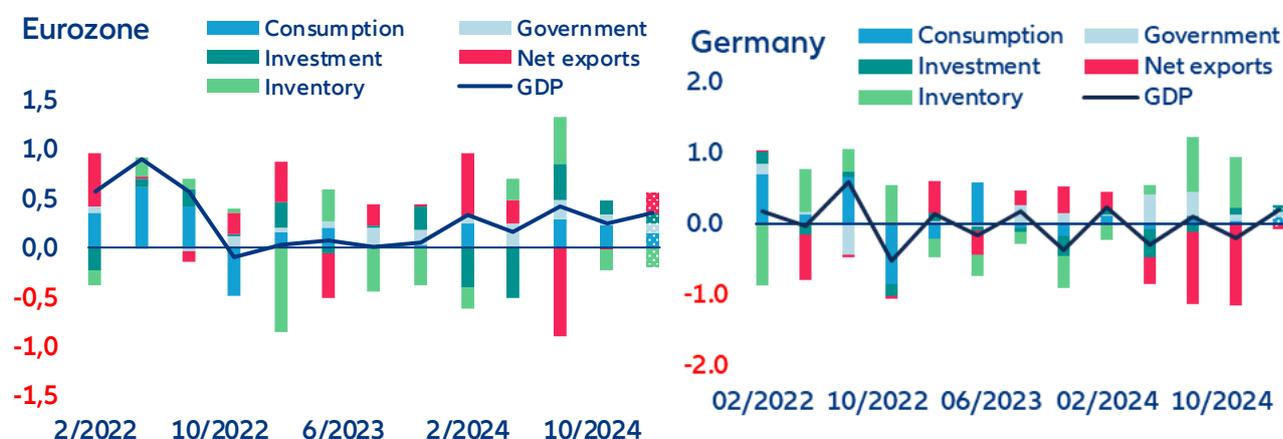
Il PIL francese è aumentato di un modesto $+0,1\%$ t/t nel 1° trimestre 2025 (consenso: $+0,1\%$, stima di Allianz Research: $+0,1\%$), appesantito dalla debolezza del consumo di beni, della produzione delle costruzioni e delle esportazioni. La crescita dei consumi delle famiglie si è attestata a $+0,0\%$ (dopo $+0,2\%$), colpita dalle misure di politica economica (in particolare la riduzione del sussidio per l'acquisto di autovetture) e dalla scarsa fiducia. La riduzione del sostegno della politica governativa si è manifestata anche nel rallentamento della crescita dei consumi pubblici ($+0,1\%$ dopo $+0,4/0,5\%$ nei trimestri precedenti). Dal lato degli investimenti, l'edilizia ha registrato un'altra forte contrazione ($-0,8\%$), mentre gli investimenti nei prodotti manifatturieri sono diminuiti ($-0,5\%$). Le esportazioni di merci sono diminuite ($-1,2\%$), suggerendo che gli esportatori francesi non hanno anticipato massicciamente le spedizioni verso gli Stati Uniti in previsione di aumenti dei dazi (ciò è confermato dai dati commerciali mensili che non mostrano alcun aumento verso gli Stati Uniti, anche se i dati di marzo non sono ancora disponibili). È interessante notare che le aziende dell'industria chimica e farmaceutica hanno aumentato

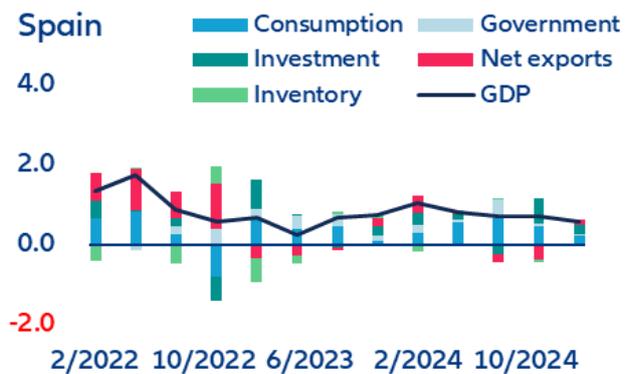
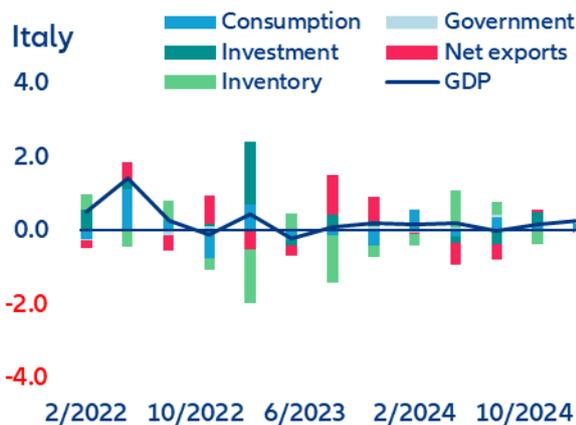
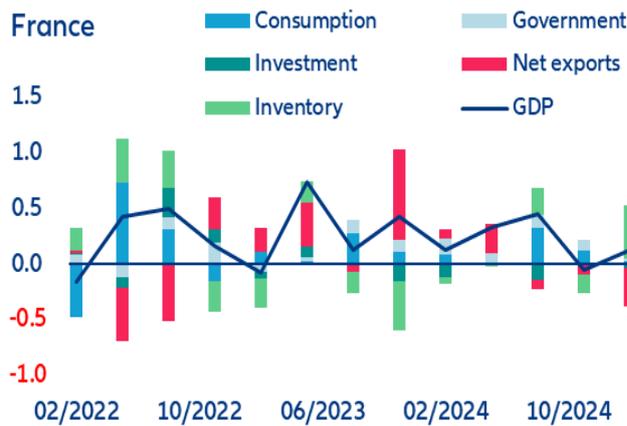
notevolmente le scorte, il che potrebbe riflettere sia la debolezza della domanda (interna e/o esterna) sia motivi precauzionali. Nel complesso, il settore dei servizi ha continuato a sostenere principalmente la crescita del PIL francese in questo trimestre, con l'attività dei servizi di mercato che ha registrato un'altra lettura solida (+0,9%) mentre i consumi dei servizi alle famiglie hanno riaccelerato (+0,5%). Per il 2° trimestre 2025, le indagini congiunturali stanno inviando segnali contrastanti ma, nel complesso, indicano un perdurare di un debole slancio. Prevediamo ancora una crescita del PIL del 2° trimestre 2025 del +0,1/0,2%, in linea con le nostre prospettive economiche di aprile.

L'economia italiana ha sorpreso al rialzo, con un'espansione del +0,3% t/t nel primo trimestre dell'anno (consensus: +0,2%, stima di Allianz Research: +0,1%). Secondo le stime preliminari, la domanda interna ha contribuito positivamente alla crescita, mentre il commercio netto ha pesato sull'attività. Inoltre, la crescita del 4° trimestre 2024 è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali a +0,2% t/t, offrendo un certo supporto alle prospettive di crescita di quest'anno in vista dell'attuazione di tariffe più elevate, che stanno smorzando la fiducia, il commercio e le decisioni di investimento. In effetti, all'inizio del 2° trimestre, la fiducia è peggiorata più del previsto; la fiducia dei consumatori e delle imprese è scesa ad aprile ai livelli più bassi degli ultimi 18 mesi e da marzo 2021, rispettivamente. Il calo è stato generalizzato in tutte le sottocomponenti e nei settori; tuttavia, il calo è stato più marcato per i servizi che per l'industria, dove le aspettative di produzione sono diminuite. Con l'indebolimento delle intenzioni occupazionali, prevediamo che il prolungato periodo di calo del tasso di disoccupazione si sarà invertito a marzo. Prevediamo una lieve crescita del PIL – circa +0,1% t/t – nei prossimi due trimestri, prima di guadagnare terreno grazie al miglioramento delle prospettive commerciali globali e al ripristino del sentiment.

In Spagna, l'attività economica è diminuita all'inizio del 2025, anche se il paese ha continuato a registrare una solida crescita trimestrale, con un PIL in espansione del +0,6% t/t nel 1° trimestre (consenso: +0,7%, stima di Allianz Research: +0,3%), ancora il ritmo più lento degli ultimi sette trimestri. I consumi privati sono aumentati del +0,4%, moderando rispetto alla dinamica trimestrale più forte osservata nel 2024. Gli investimenti sono aumentati del +1,1% t/t, sostenuti da una robusta attività edilizia. Anticipando le nuove imposizioni tariffarie, le esportazioni e le importazioni di beni e servizi sono aumentate rispettivamente del +1,0% e del +0,7% t/t. Nonostante le prospettive globali nebulose, le prospettive della Spagna per il 2025 rimangono relativamente positive. Il riporto della crescita si attesta a un solido 1,7% e l'esposizione limitata del paese agli Stati Uniti rispetto ai concorrenti fornisce un certo isolamento. Tuttavia, il recente blackout su larga scala potrebbe pesare marginalmente sul PIL del 2° trimestre (che costa circa lo 0,05-0,1% del PIL), che era già previsto in rallentamento a causa delle crescenti tensioni commerciali globali.

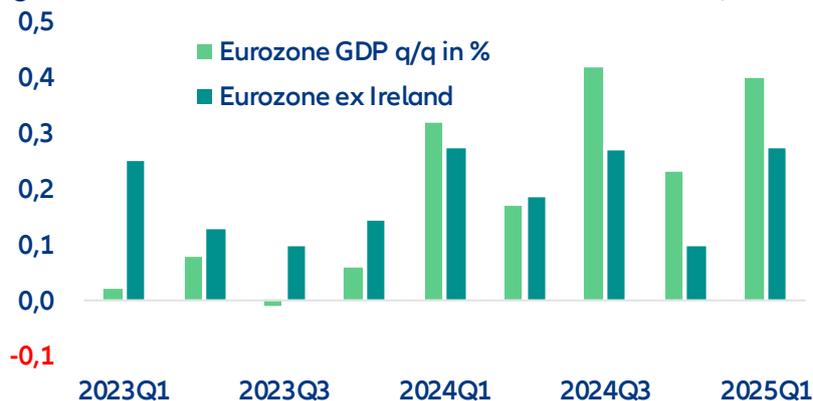
Figura 1: Contributi al PIL (EZ, DE, contributi IT per il 1° trimestre sono stime di Allianz Research) %-





Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research-

Figura 2: Crescita del PIL dell'Eurozona con e senza l'Irlanda, %-



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nel frattempo, l'inflazione nell'Eurozona è rimasta stabile ad aprile rispetto a marzo, mentre i venti contrari della guerra commerciale probabilmente la spingeranno ulteriormente verso il basso e al di sotto dell'obiettivo della BCE del 2% nel corso del 2025. In Germania, l'inflazione è scesa di -0,1 punti percentuali a +2,1% ad aprile, principalmente a causa del calo dei prezzi dei beni (+0,5% ad aprile dopo +1,0% di marzo), dell'energia (-5,4% dopo -2,8) e dei generi alimentari (+2,8% dopo +3,0). Per contro, l'inflazione dei servizi è tornata a salire a +3,9% da +3,5% di marzo. In **Francia**, l'inflazione si è stabilizzata a +0,8% a/a ad aprile. L'inflazione dei beni alimentari ha subito una forte accelerazione (+1,2% dopo +0,6%), ma è stata compensata da un aggravamento della deflazione dei prezzi dell'energia (-7,9% dopo -6,6%). L'inflazione di beni e servizi si è stabilizzata rispettivamente a -0,2% e +2,3%, confermando l'assenza di pressioni inflazionistiche di fondo in Francia. In **Italia**, la crescita dei prezzi è leggermente

aumentata al 2,0% a/a ad aprile dall'1,9% di marzo (+0,2% m/m), trainata dall'aumento dei prezzi regolamentati dell'energia e dei trasporti. Quest'ultimo ha spinto principalmente l'inflazione dei servizi al 3,0% dal 2,5% a/a di marzo. L'inflazione core è aumentata dall'1,7% a/a al 2,1%. L'inflazione complessiva in **Spagna** è scesa al 2,2% a/a ad aprile dal 2,3% di marzo (+0,6% m/m), trainata in gran parte dal calo dei prezzi del gas e dell'elettricità. Nel frattempo, le pressioni core hanno riaccelerato e sono salite al 2,4% a/a dal 2,0% di marzo. In entrambi i paesi dell'Europa meridionale, la tempistica delle vacanze di Pasqua potrebbe aver giocato un ruolo nel rafforzare temporaneamente l'inflazione dei servizi. L'inflazione complessiva dell'Eurozona si mantiene stabile al 2,2% ad aprile, invariata rispetto a marzo. Tuttavia, le componenti sottostanti rivelano pressioni al rialzo, in particolare dal settore dei servizi, dove l'inflazione è salita al 3,9%, rispetto al 3,5% del mese precedente, principalmente a causa degli effetti della Pasqua. Anche l'inflazione alimentare è leggermente superiore al 3,0%, rispetto al 2,9% di marzo. Per contro, l'inflazione dei beni è rimasta stabile allo 0,6%, mentre i prezzi dell'energia hanno continuato a diminuire più bruscamente, scendendo del -3,5% rispetto al -1,0% di marzo. I venti contrari della guerra commerciale con gli Stati Uniti spingeranno probabilmente l'inflazione al di sotto dell'obiettivo del 2% della BCE nel corso del 2025, poiché la deflazione delle importazioni dovuta all'eccesso di capacità in Cina, al calo dei prezzi dell'energia e al rafforzamento dell'euro dovrebbero ridurre ulteriormente le pressioni sui prezzi.

Figura 3: Inflazione nelle economie dell'Eurozona, % a/a

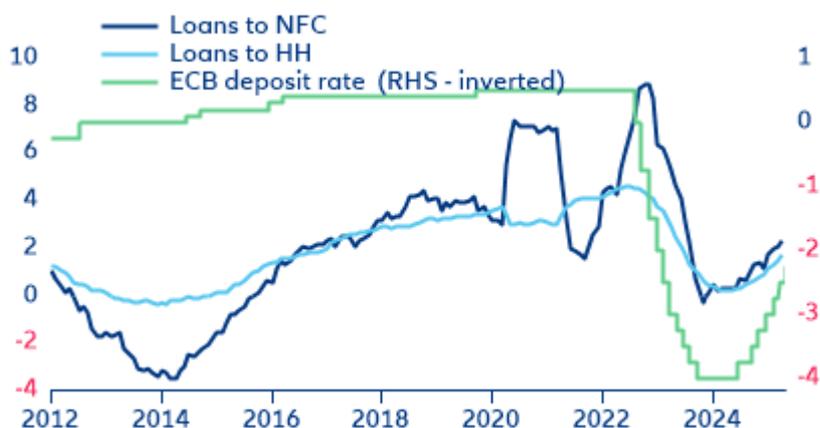


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Note: La scala è tagliata per una migliore leggibilità.

I dati sul credito pubblicati questa settimana hanno confermato le tendenze anticipate dal recente Bank Lending Survey della BCE, senza che nessuna delle due serie di dati rifletta le preoccupazioni per l'aumento dei tassi annunciato in seguito. La crescita del credito al settore privato nell'Eurozona è aumentata moderatamente a marzo, con la crescita dei prestiti a famiglie e imprese in aumento di 0,2 punti percentuali rispetto a febbraio, raggiungendo rispettivamente l'1,7% e il 2,3% a/a (Figura 4). L'indagine ha riportato che l'aumento della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è stato sostenuto principalmente dal calo dei tassi di interesse, dal miglioramento delle prospettive di mercato e dalla fiducia dei consumatori. Al contrario, alcune banche hanno già citato la crescente incertezza economica e geopolitica come fattore che pesa sulla domanda di prestiti alle imprese, in particolare per la pianificazione degli investimenti a lungo termine. Poiché il sentiment economico continua a indebolirsi dopo gli annunci sui dazi all'inizio di aprile, come si evince dall'indicatore del clima economico della Commissione europea, sceso a 93,6 ad aprile da 95,0 a marzo, prevediamo una perdita di slancio nella ripresa del credito, anche se la BCE si muove per tagliare i tassi.

Figura 4: Crescita dei prestiti dell'Eurozona, % a/a



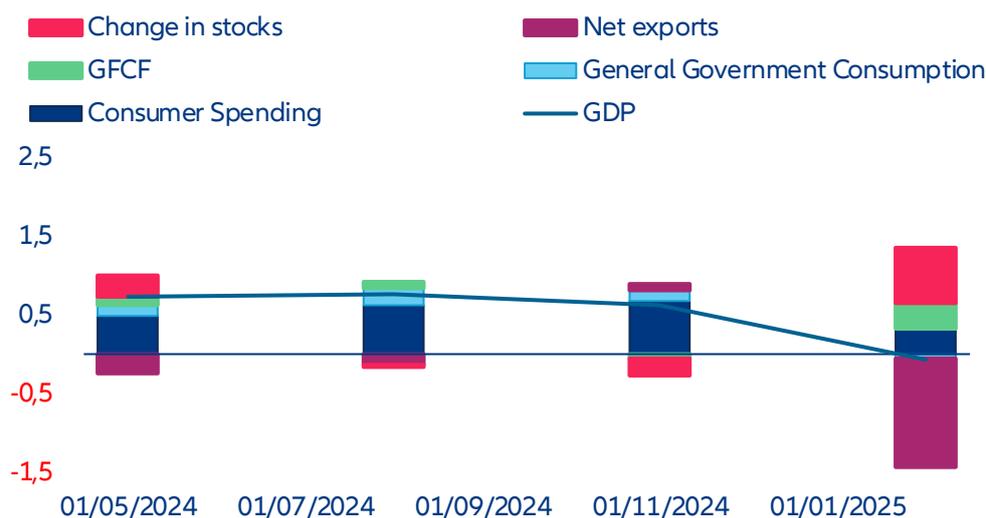
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

In questo contesto, ci aspettiamo un ulteriore allentamento da parte della BCE in territorio accomodante. Con i venti contrari alla crescita e le pressioni al ribasso sull'inflazione derivanti in gran parte dalle frizioni commerciali globali e dal previsto rallentamento dell'economia statunitense, continuiamo ad attenderci che la BCE abbassi il suo tasso obiettivo all'1,5% entro settembre 2025. Questo sarebbe inferiore al livello neutrale autoproclamato dell'1,75-2,25% e quindi sarebbe leggermente accomodante per l'economia.

Stati Uniti: i danni dei dazi sono sempre più visibili, ma la Fed dovrebbe aspettare che la tempesta passi

Nel 1° trimestre, la crescita del PIL statunitense è leggermente diminuita del -0,3% trimestrale annualizzato, trascinata al ribasso dal commercio netto, a causa dell'impennata delle importazioni in previsione dei dazi (consenso: +0,4%, stima di Allianz Research: -0,1%). Le importazioni sono aumentate di un enorme +9% (41,3% annualizzato), mentre le esportazioni sono cresciute di un modesto +0,4%. A gennaio le importazioni comprendevano principalmente forniture industriali (che includono prodotti in acciaio e alluminio), indicando che le imprese statunitensi si sono affrettate a battere gli aumenti dei dazi, sebbene anche le importazioni di beni di consumo siano aumentate notevolmente. Dopo l'appiattimento di febbraio, le importazioni sono aumentate di nuovo a marzo, soprattutto per i beni di consumo, poiché i grossisti e i consumatori statunitensi hanno aumentato i loro acquisti in vista del Liberation Day. L'impennata delle importazioni è stata in parte compensata da un forte aumento delle scorte. La crescita delle vendite finali agli acquirenti nazionali, che è un indicatore della forza economica interna di fondo molto migliore rispetto al PIL, è aumentata di un forte +0,6% (+2,3% annualizzato). Tuttavia, la crescita dei consumi ha subito un lieve rallentamento, attestandosi a +0,4% (+1,8% su base annua), principalmente a causa delle condizioni climatiche invernali insolitamente rigide all'inizio dell'anno, nonché della riduzione delle spese per le organizzazioni non profit dopo le elezioni. Il forte aumento dell'incertezza politica non sembra aver ancora intaccato gli investimenti delle imprese: sono cresciuti di un rovente +2,3%, anch'esse ciò riflette in parte un rimbalzo degli investimenti in attrezzature dopo gli scioperi di Boeing. La crescita degli investimenti residenziali è stata ancora debole, con un modesto +0,3%, in un contesto di affitti ipotecari elevati e prolungati che pesano sul credito ipotecario. Infine, la crescita dei consumi pubblici è diminuita del -0,4%, un evento raro se si escludono i rimborsi post-crisi derivanti da una forte crescita. Il giro di vite di DOGE sulla spesa federale probabilmente spiega la maggior parte dell'autunno.

Figura 5: Crescita e contributi del PIL degli Stati Uniti (% su base trimestrale, non annualizzato)



Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Nota: gli investimenti fissi lordi (investimenti fissi lordi) sono investimenti complessivi (sia non residenziali che residenziali)

I dati concreti di marzo e aprile indicano che l'economia statunitense è rimasta resiliente alla fine del 1° trimestre e all'inizio del 2° trimestre, ma ciò è dovuto al precipizio degli acquisti, che sta iniziando a fare il suo corso. A marzo, la produzione manifatturiera (+0,3%) e i consumi delle famiglie (+0,7%) sono stati solidi, ponendo le basi per la continua resilienza della spesa interna nel 2° trimestre, mentre il mercato del lavoro non ha mostrato segni di indebolimento, con un tasso di licenziamento ancora basso (e in calo). Nel frattempo, i dati concreti disponibili finora per aprile – ad esempio, le richieste iniziali settimanali di disoccupazione o l'indice economico settimanale (WEI) di Lewis-Mertens-Stock¹ – indicano una resilienza in corso. Tuttavia, parte della resilienza dell'attività a marzo ha probabilmente riflesso l'anticipazione degli acquisti da parte dei consumatori prima delle tariffe reciproche annunciate nel Liberation Day (vedi sopra). L'incombente fine delle *importazioni di beni esenti da dazi de minimis* il 2 maggio potrebbe aver ancora sostenuto la spesa dei consumatori ad aprile. Tuttavia, gli ultimi dati sulle spedizioni indicano già un forte calo delle importazioni all'inizio di aprile, il che indica che il frontloading sta iniziando a fare il suo corso. Probabilmente, i prodotti cinesi stanno ora affrontando tariffe così proibitive che i grossisti statunitensi stanno riducendo drasticamente i loro acquisti e le importazioni probabilmente continueranno a diminuire a maggio. Il nostro indicatore composito di² recessione, basato su 12 variabili economiche e finanziarie³, era in rosso per gli Stati Uniti ad aprile, a -1,2 (-1,5 è la soglia per una probabile recessione), ma ci aspettiamo che l'indicatore scenda di nuovo al di sotto di -1 con la pubblicazione di dati concreti, riducendo i rischi di recessione per aprile.

¹ Il WEI è un composto di 10 indicatori economici settimanali: vendite Redbook nello stesso negozio, indice dei consumatori Rasmussen, richieste iniziali di disoccupazione, richieste continue di assicurazione contro la disoccupazione, ritenute fiscali sul reddito/occupazione rettificata (da Booth Financial Consulting), traffico ferroviario originato (dall'Association of American Railroads), l'indice del personale dell'American Staffing Association, produzione di acciaio, vendite all'ingrosso di benzina, diesel e carburante per aerei e carico medio settimanale di elettricità negli Stati Uniti.

² Abbiamo replicato il framework sviluppato da Capital Economics ("How to gauge recession risks in DMs", 9 settembre 2024).

³ Produzione delle costruzioni, produzione manifatturiera, vendite al dettaglio, fiducia dei consumatori, fiducia delle imprese, nuovi ordini manifatturieri, occupazione, tasso di disoccupazione, tasso di posti vacanti, impulso al credito privato, spread creditizio delle imprese e prezzi delle azioni.

Figura 6: Indicatore composito di recessione per paese, sulla base dei dati preliminari di marzo-aprile

	15/03/2024	15/04/2024	15/05/2024	15/06/2024	15/07/2024	15/08/2024	15/09/2024	15/10/2024	15/11/2024	15/12/2024	15/01/2025	15/02/2025	15/03/2025	15/04/2025
US	0.2	0.2	-0.3	-0.2	-0.3	-0.1	-0.4	0.0	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.3	-1.2
France	0.4	0.4	0.0	0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.1	-0.1	0.4	0.5	0.3
Spain	0.6	0.7	0.6	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7	0.5	0.3	0.4
UK	0.4	0.4	0.4	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6
Italy	0.1	0.3	0.1	0.5	0.6	0.6	0.2	0.5	0.1	-0.1	0.4	0.6	1.0	0.6
Germany	0.2	0.3	0.0	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.1
Japan	0.8	0.7	0.6	0.8	0.5	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	0.1

Fonti: LSGE Workspace, Capital Economics, Allianz Research

Nota: una recessione è probabile quando la soglia supera -1,5. Tuttavia, gli indicatori nei paesi non statunitensi per marzo-aprile si basano solo su un sottoinsieme di dati disponibili e quindi potrebbero cambiare man mano che vengono pubblicati altri dati. Lo stesso vale per gli Stati Uniti ad aprile (marzo è definitivo). I dati vengono livellati per ridurre la volatilità e il rumore e per estrarre i segnali sottostanti.

I sondaggi sul sentiment previsionali suggeriscono un forte deterioramento dello slancio in vista del 3° trimestre.

Le indagini sul clima di fiducia dei consumatori e delle imprese indicano un forte indebolimento della spesa nei prossimi due mesi. Le famiglie statunitensi si aspettano un indebolimento dell'economia (Figura 7, a sinistra), un aumento della disoccupazione e un'inflazione più elevata (anche nel medio termine), mentre le imprese statunitensi stanno tagliando i piani di capex (Figura 7, a destra). Sebbene il potere predittivo dei sondaggi si sia indebolito negli ultimi anni e l'inasprimento del sentiment possa sopravvalutare l'indebolimento della spesa, questi dati previsionali sono segnali di avvertimento che l'economia statunitense sta rallentando. Il recente ammorbidimento della posizione dell'amministrazione Trump sui dazi (compresi i componenti per le auto prodotte negli Stati Uniti) potrebbe sostenere il sentiment nelle prossime settimane, il che significa che la recessione potrebbe essere ancora più lieve. Le notizie suggeriscono che c'era un piano per più che dimezzare l'aliquota tariffaria complessiva sulla Cina da oltre il 100% a tra il 50% e il 65%, possibilmente utilizzando un sistema a più livelli che differenzia tra i tipi di merci. I solidi bilanci aggregati delle famiglie e l'elevata carenza di manodopera sono fattori di resilienza per l'economia statunitense. In questo contesto, la volatilità dei mercati che si ripercuote sull'indebolimento dei bilanci delle istituzioni finanziarie, la prolungata elevata incertezza e l'elevata inflazione e l'elevata stanchezza dei tassi di interesse rimangono fattori di rischio. Per ora, prevediamo una crescita del PIL annualizzato del +1,8% nel 2° trimestre (rivista al rialzo), ma ci aspettiamo ancora una lettura negativa del PIL nel 3° trimestre (-0,5% su base annua). Gli Stati Uniti potrebbero flirtare con una recessione nel Q3-Q4.

Figura 7: Spesa per consumi e sentiment delle famiglie statunitensi (a sinistra) – Capex e piani di capex non residenziali statunitensi (a destra)

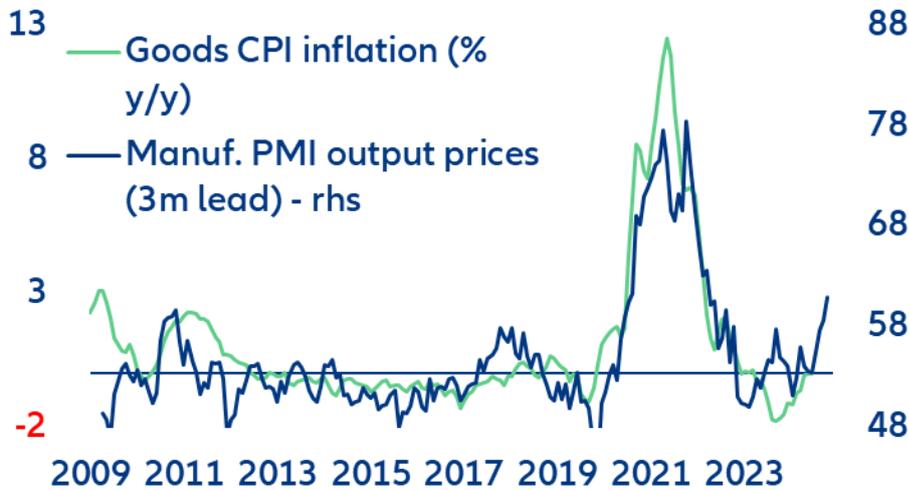


Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Ci aspettiamo ancora che la Fed inizi ad abbassare il tasso di riferimento a ottobre. La riunione del FOMC della prossima settimana dovrebbe vedere Nessun cambiamento nella politica dei tassi di interesse, poiché i funzionari sono in attesa di elaborare l'impatto dei dazi sull'attività, sul mercato del lavoro e sull'inflazione. Con le aspettative di inflazione delle famiglie in aumento nei sondaggi, anche per l'orizzonte a medio termine, la Fed dovrebbe riaffermare il suo impegno a riportare l'inflazione all'obiettivo mantenendo una politica restrittiva nonostante i crescenti venti contrari dell'economia. Le inchieste congiunturali mostrano che le imprese stanno iniziando ad

aumentare i prezzi alla produzione, sulla scia dei dazi che spingono verso l'alto i prezzi dei prodotti intermedi e finiti (figura 8). Ciò suggerisce che l'inflazione CPI dei beni supererà facilmente il 3% entro luglio (prevediamo almeno il doppio di tale tasso), dallo 0% di marzo, indicando un passaggio di tre o quattro mesi coerente con la letteratura economica. Certo, la distruzione della domanda farà scendere i prezzi dei servizi, un modello al² è già visibile nei dati CPI di marzo per le tariffe aeree. Ma l'inflazione complessiva dovrebbe comunque salire, poiché l'effetto dei dazi probabilmente dominerà nei prossimi due mesi, a meno che l'economia statunitense non scivoli in una profonda recessione (che non è il nostro scenario di base). Non crediamo che la Fed tagli i tassi d'interesse in questo contesto.

Figura 8: Prezzi di produzione PMI e inflazione dei beni CPI

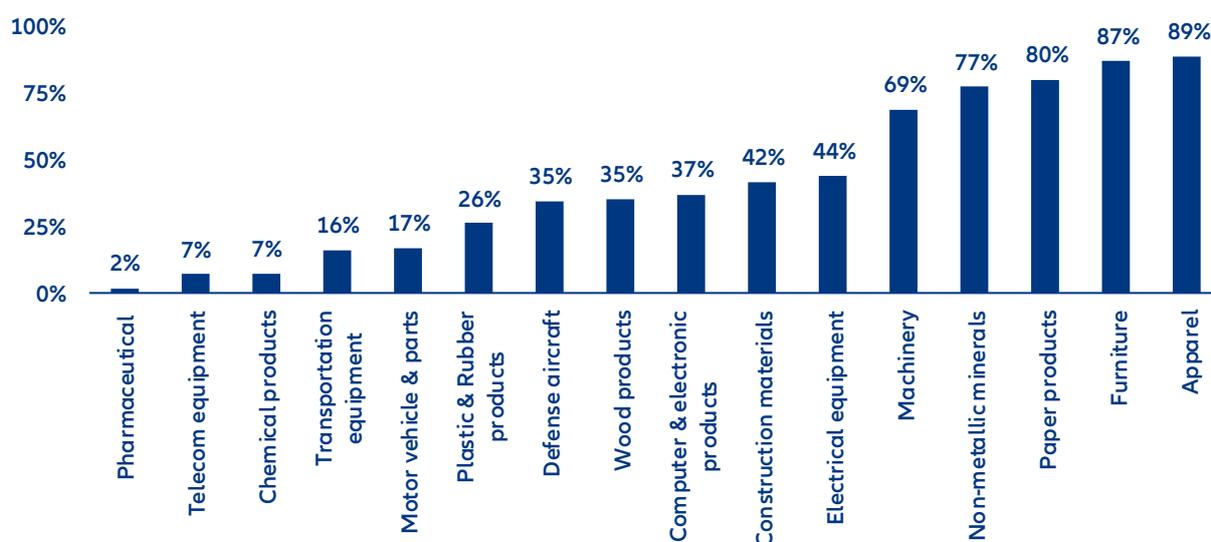


Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Inventari: è costoso accumulare scorte per uscire da una guerra commerciale

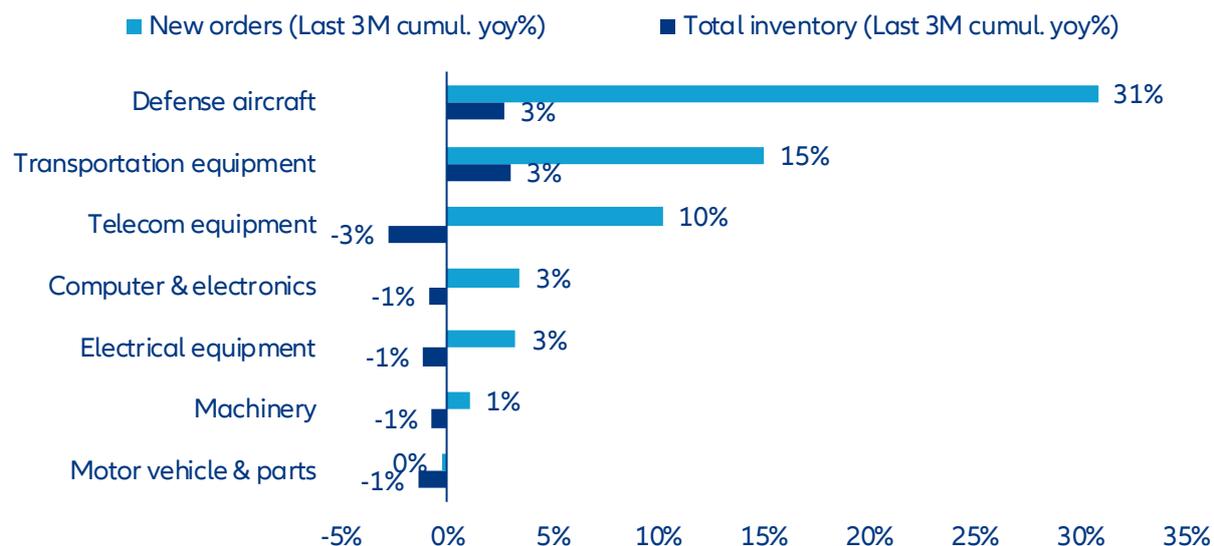
Aumento delle scorte in un contesto di incertezza commerciale, ma strategie disomogenee tra i settori. Le aziende statunitensi stanno rispondendo al rilancio della guerra commerciale aumentando le scorte strategiche, anticipando le importazioni in vista dei dazi imminenti. Questo cambiamento è già visibile nei dati macroeconomici: gli investimenti non residenziali sono aumentati del +2,3%t/t nel 1° trimestre 2025, riflettendo l'aumento dell'attività di importazione. Allo stesso tempo, l'uso di strategie logistiche a breve termine è aumentato vertiginosamente, con il 79% dei contratti di trasporto merci internazionale ora bloccati nella finestra 0-3 mesi, con un aumento di 19 punti percentuali rispetto al 1° trimestre 2024. Questa tendenza indica che le aziende danno priorità all'agilità e al controllo dei costi, posticipando le decisioni a lungo termine sulla supply chain in un contesto politico volatile. Tuttavia, la risposta all'accumulo di scorte è tutt'altro che uniforme. Settori come l'abbigliamento, l'arredamento e i prodotti cartacei si trovano di fronte a un tetto massimo nella loro capacità di creare scorte, con rapporti inventario/vendite ora vicini al 20% dei livelli storici dell'ultimo decennio (si veda la Figura 9). Questi settori, che già detengono notevoli scorte di riserva, sono riluttanti ad aggiungerne altri di fronte alle deboli prospettive della domanda e ai significativi rischi al ribasso: se i dazi proposti venissero attuati, potrebbero portare a un potenziale calo dei ricavi di 15-20 miliardi di dollari per il settore dell'abbigliamento e delle calzature. Al contrario, settori come quello farmaceutico, chimico, delle telecomunicazioni, dei trasporti e dei veicoli a motore rimangono vulnerabili a causa dei loro livelli di inventario inferiori. Questi settori sono inoltre caratterizzati da lunghi cicli di produzione e ingenti spese in conto capitale, che li rendono più esposti a improvvise interruzioni del commercio. Per loro, il costo dell'inazione potrebbe essere più alto del costo dell'eccesso di scorte. D'altro canto, i settori con una forte domanda da parte del mercato finale hanno colto l'opportunità offerta dal recente congelamento di 90 giorni dei dazi reciproci. I produttori di apparecchiature per la difesa, le infrastrutture e le telecomunicazioni hanno notevolmente aumentato le scorte, sostenute da un'impennata di nuovi ordini. Nel solo 1° trimestre 2025, gli ordini di aerei da difesa sono aumentati del +31% a/a, mentre gli ordini di attrezzature per i trasporti e le telecomunicazioni sono aumentati rispettivamente del +15% e del +10% (si veda la Figura 10). Questi settori sembrano scommettere su una domanda interna ancora forte e su investimenti sostenuti dal governo nel reshoring industriale, nelle infrastrutture verdi e nella sicurezza nazionale.

Figura 9: Rapporto tra scorte e vendite delle industrie manifatturiere statunitensi (livello attuale* rispetto al corridoio degli ultimi 10 anni)



*Dati mensili a febbraio 2025. Fonti: US Census Bureau, Allianz Research

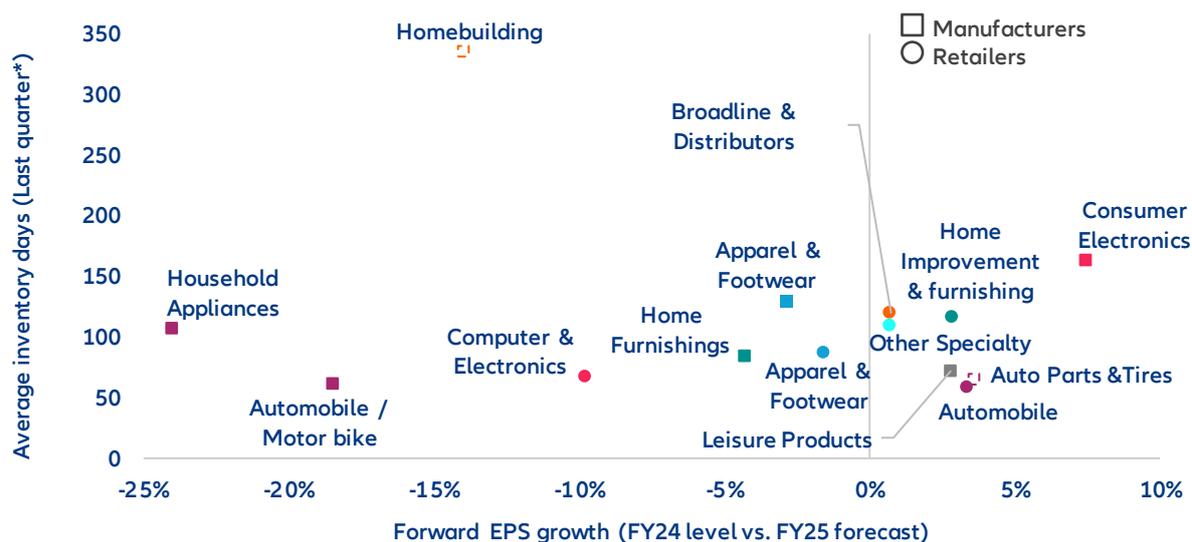
Figura 10: Nuovi ordini e dinamica delle scorte nel 1° trimestre 2025 dalle industrie manifatturiere statunitensi



Dati mensili a marzo 2025. Fonti: US Census Bureau, Allianz Research

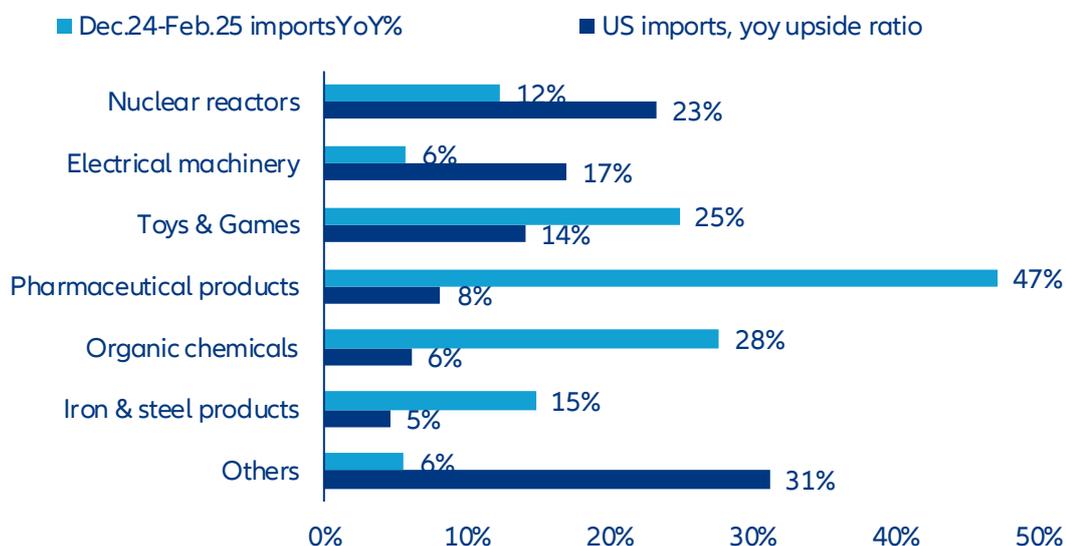
Alcuni settori di consumo che dipendono dalle importazioni cinesi sono presi tra l'incudine e il martello. Le aziende dei settori rivolti ai consumatori come gli elettrodomestici, le case automobilistiche e l'elettronica sono particolarmente esposte a una stretta. La redditività è debole, le scorte sono basse e le pressioni sui costi indotte dai dazi stanno aumentando. Alcuni potrebbero dover affrontare un calo dei profitti a due cifre nel 2025 se i trasferimenti dei costi ai consumatori non saranno all'altezza. I fast fashion e i discount come Shein e Temu hanno già aumentato alcuni prezzi di quasi il 400% e si prevede che l'inflazione negli Stati Uniti raggiungerà un picco di circa il 4,5% quest'estate, a causa dell'esaurimento delle importazioni. Per le aziende di questi settori, la gestione snella delle scorte sta diventando una necessità, non una scelta (si veda la Figura 11). Le aziende del settore dell'hardware, dell'edilizia e della produzione automobilistica stanno rivedendo in modo aggressivo le strutture dei costi e il capitale circolante per preservare i margini. Nel frattempo, i segmenti più resilienti, come l'elettronica di consumo e i retailer generali, beneficiano di un potere di determinazione dei prezzi più forte o di posizioni di inventario in qualche modo più sane. Ciò è confermato anche dalle recenti tendenze dell'interscambio tra Stati Uniti e Cina: circa il 75% dell'aumento della domanda di importazioni statunitensi tra la fine del 2024 e l'inizio del 2025 proveniva da soli sei prodotti/settori: reattori nucleari (23%), macchinari elettrici (17%), giocattoli e giochi (14%), prodotti farmaceutici (8%), prodotti chimici organici (6%) e ferro e acciaio (5%) – si veda la Figura 12. L'elettronica di consumo, l'arredamento, il tessile e alcuni altri settori di consumo con una profonda esposizione alla Cina hanno mostrato un'attività minima di incremento delle importazioni/stoccaggio. Questa risposta modesta è in parte dovuta alle scorte già elevate e alla debole domanda del mercato finale in alcuni, ma deriva anche dall'incombente compressione della redditività in altri.

Figura 11: Crescita dell'EPS forward rispetto ai giorni medi di inventario delle azioni quotate negli Stati Uniti*



*Indice di riferimento S&P 1500 per i beni di consumo discrezionali. Fonti: US Census Bureau, Allianz Research

Figura 12: Settori che spiegano la maggior parte dell'impennata delle importazioni statunitensi dalla Cina tra dicembre 2024 e febbraio 2025 rispetto a un anno fa



Fonti: US Census Bureau, Allianz Research

Il boom dei magazzini è tattico, il settore immobiliare industriale e logistico rivela che le aziende non stanno passando al "per ogni evenienza (di tariffe)". Per ritardare i pagamenti delle tariffe e creare flessibilità operativa, le aziende si rivolgono sempre più spesso a magazzini doganali e a zone di libero scambio (FTZ). Il traffico online per queste soluzioni è aumentato di oltre il 150% negli ultimi mesi. Eppure questo boom dei magazzini segnala un'elusione tattica, non una convinzione strategica. Il mercato immobiliare industriale dipinge un quadro che fa riflettere: l'avvio delle costruzioni è crollato a meno di 35 milioni di piedi quadrati, un minimo post-COVID, segnando un calo trimestrale del 20% e estendendo una tendenza al ribasso di nove trimestri (si veda la Figura 13). L'attuale spazio in costruzione è sceso a 221 milioni di piedi quadrati, il più basso dal 2017. Gli sviluppatori si stanno allontanando dai progetti speculativi, concentrandosi invece su strutture build-to-suit. I tassi di sfritto sono saliti al 6,3%, il più alto dal 2014, in gran parte a causa dei trasferimenti da stock obsoleti piuttosto che di un'ondata di

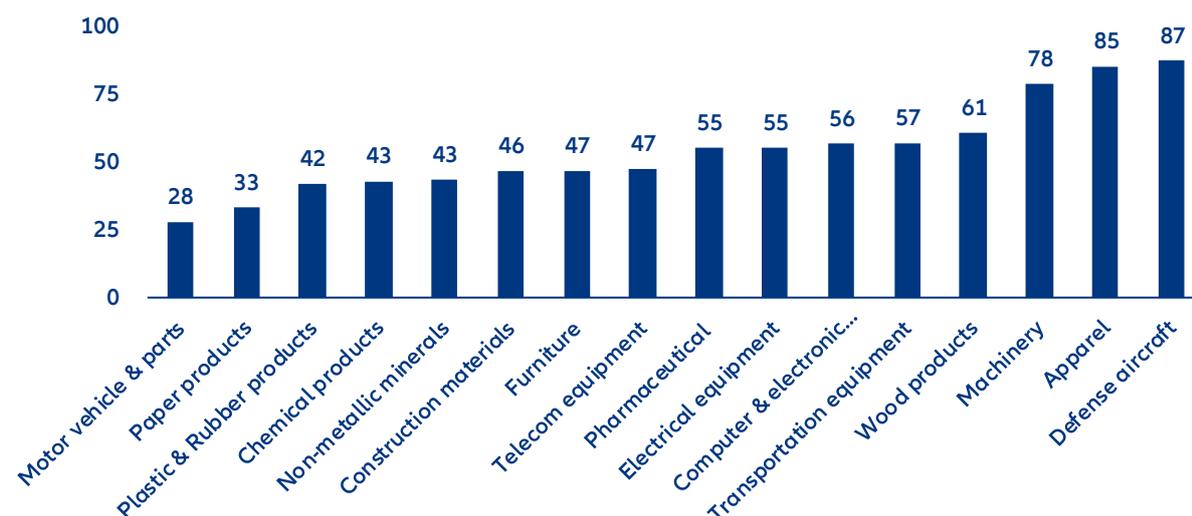
nuove attività guidate dal reshoring. Il numero di grandi contratti di locazione (oltre 1 milione di piedi quadrati) è crollato a soli tre nel primo trimestre, in calo rispetto ai 16 di un anno fa. Anche nei mercati in continua costruzione, come il Texas e l'Arizona, i fattori trainanti sembrano essere la crescita demografica e la logistica dell'e-commerce, non la ripresa della produzione o il boom dei magazzini. Gli affitti richiesti a livello nazionale, un segnale chiave della tensione del mercato, sono diminuiti per il quarto trimestre consecutivo, attestandosi ora al di sotto di 11 dollari per piede quadrato, con un calo del 2,6% a/a. Gli inquilini contrattano sempre più da una posizione di forza e gli sviluppatori industriali rispondono con cautela. Nonostante le dichiarazioni politiche audaci e gli annunci di reshoring aziendali di alto profilo, i dati suggeriscono che la narrativa del reshoring è ancora più speculativa che strutturale. Mentre le aziende si stanno dimostrando agili nel rispondere agli shock commerciali a breve termine, poche stanno scommettendo molto su una ripresa della produzione nazionale a lungo termine o sul passaggio a una strategia di gestione delle scorte completamente nuova che significherebbe scorte più elevate più a lungo. Attualmente, la maggior parte dei produttori e dei rivenditori di beni di consumo discrezionali mantiene un livello di inventario equivalente a 2 o 3 mesi di fatturato (compreso il costo opportunità di parcheggiare il valore delle scorte a un tasso libero), il che dovrebbe offrire loro una flessibilità sufficiente per far fronte alle oscillazioni della domanda a breve termine (superiori o inferiori al solito) proteggendo al contempo i loro bilanci contro la macroeconomia, inversioni di tendenza geopolitiche e/o tecnologiche. Dato l'aumento delle restrizioni commerciali e il quadro sfocato sul flusso di cassa futuro (come si vede nella guidance più bassa per il FY25 durante la stagione degli utili del 1° trimestre), le aziende non decideranno di optare per il reshoring se il loro caso di investimento non ha argomenti solidi.

Figura 13: Immobili industriali e logistici, nuove costruzioni e affitti



Fonti: CBRE, Allianz Research

Figura 14: Costo di inventario per giorno di ricavi negli ultimi 3 mesi* (annualizzato, inclusi i costi opportunità)

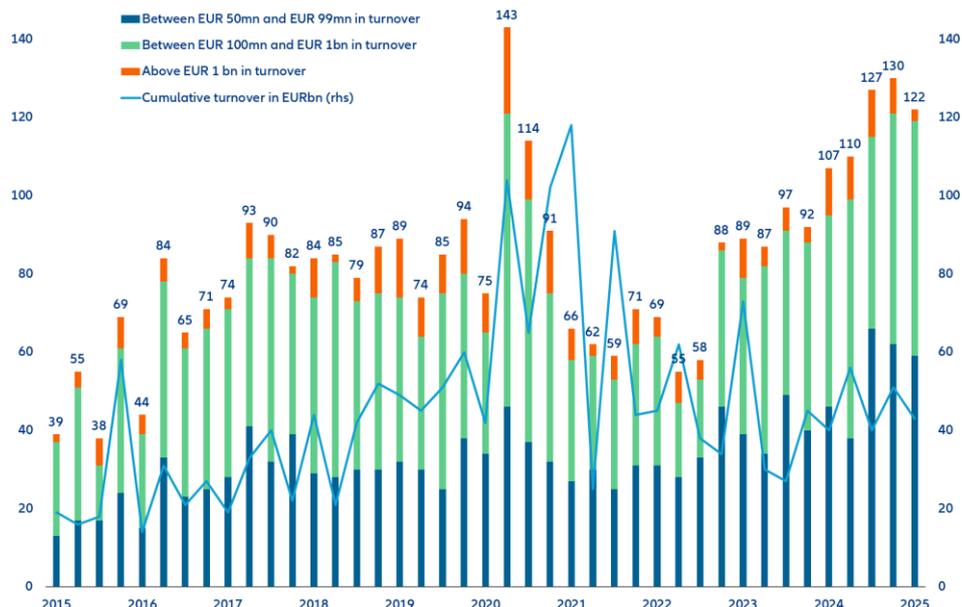


*A partire da marzo 2025. Fonti: LSGE Workspace, Allianz Research

Più di un grande fallimento al giorno dall'inizio dell'anno

Le insolvenze delle grandi imprese (fatturato superiore a 50 milioni di euro) hanno raggiunto un livello elevato ancora una volta nel 1° trimestre 2025, con più di un caso al giorno. Nel 1° trimestre, il numero di insolvenze gravi ha raggiunto i 122 casi a livello globale (cfr. figura 15), un calo moderato rispetto al 4° trimestre 2024 (-8 casi) ma un ulteriore aumento rispetto al 1° trimestre 2024 (+15 casi) e la media pre-pandemia di 85 nel periodo 2017-2019 (+37). Si tratta del quarto totale trimestrale più alto dall'inizio del nostro monitoraggio nel 2015. Inoltre, il fatturato combinato delle principali società insolventi è aumentato del +7% a/a a 43 miliardi di euro, spingendo il fatturato medio a 352 milioni di euro, leggermente al di sotto del livello osservato nel 2024 (395 milioni di euro). Questa elevata incidenza di insolvenze gravi non sorprende alla luce dell'incertezza economica prevalente e dei cambiamenti strutturali in vari settori in un momento di crescita contenuta, che sta anche contribuendo alla dinamica al rialzo delle insolvenze delle PMI. Le nostre prospettive economiche e finanziarie a breve termine suggeriscono che queste condizioni potrebbero persistere, esacerbate dall'intensificarsi degli impatti della guerra commerciale. Se l'attuale tendenza trimestrale continuerà, il 2025 è pronto a stabilire un nuovo record. In questo contesto, rimane fondamentale monitorare attentamente il rischio di un effetto domino su fornitori e subappaltatori.

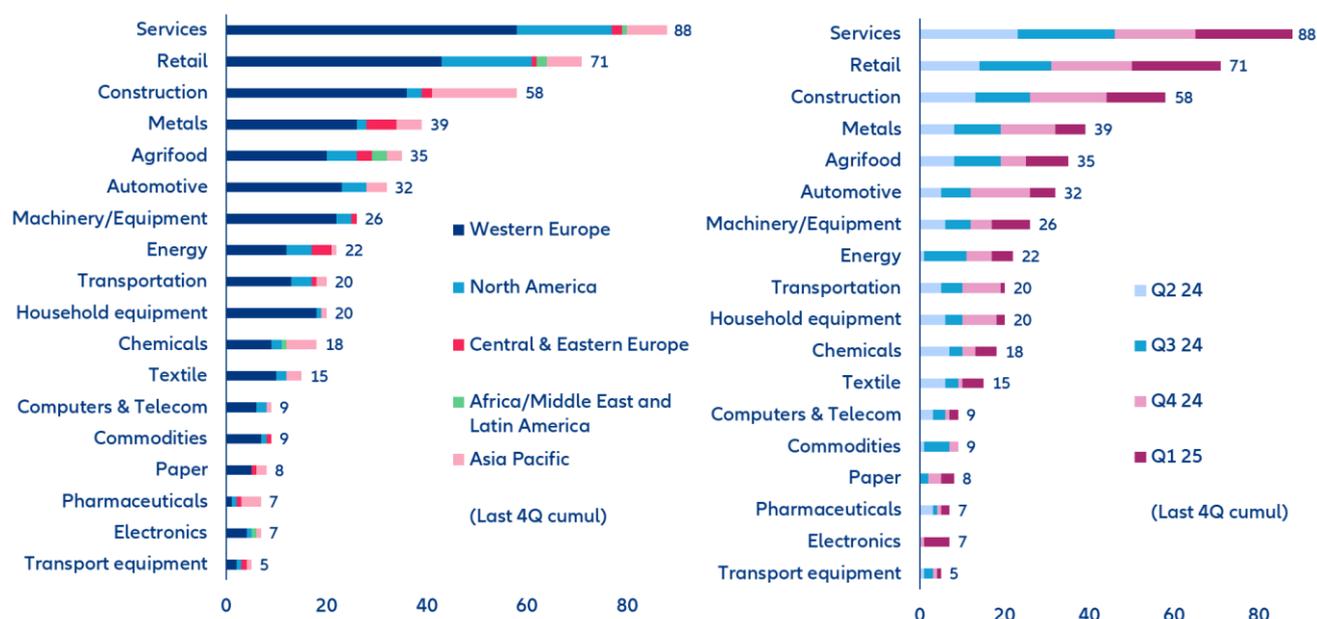
Grafico 15: Principali insolvenze, numero trimestrale, per entità del fatturato



Fonte: Allianz Trade

L'Europa occidentale continua a guidare il conteggio globale, ma i casi più grandi sono più diffusi rispetto al 2024. L'Europa occidentale ha giocato un ruolo chiave nel conteggio globale delle principali insolvenze nel 1° trimestre (+10 casi a/a a 74), ben davanti al Nord America (+1 caso a 21) e all'Asia (-4 casi a 15). Di conseguenza, l'Europa occidentale ha rappresentato il 61% del risultato trimestrale, in linea con la tendenza osservata negli ultimi anni (51%, 53% e 64% rispettivamente nel 2022, 2023 e 2024). Tuttavia, gli Stati Uniti sono in testa per quanto riguarda le dimensioni delle aziende, rappresentando 8 delle prime 20 insolvenze per il 1° trimestre 2025. L'Europa occidentale (4), il Canada (2) e l'Australia (2) hanno sostituito la Cina (1) sul podio. Nel 2024, quest'ultima si è distinta con una notevole presenza in classifica, con diversi casi significativi nel settore delle costruzioni.

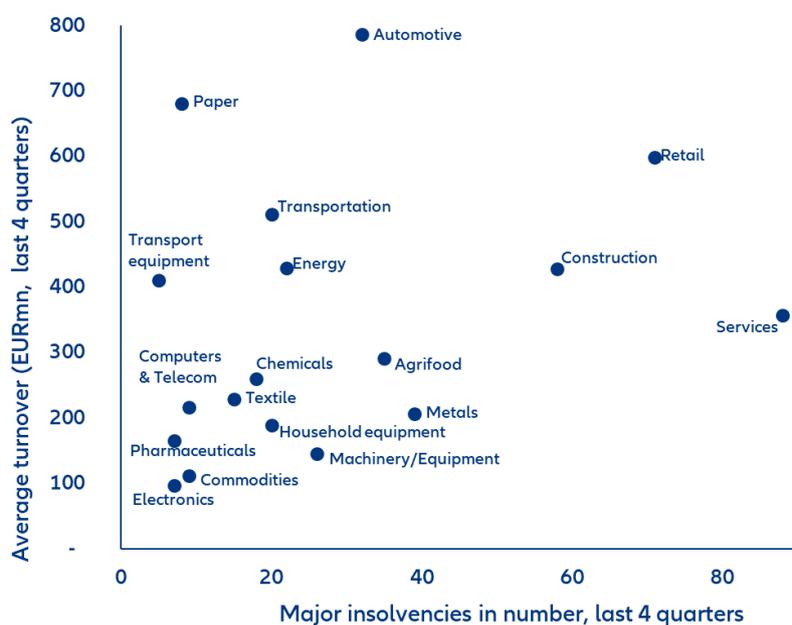
Grafico 16: Principali insolvenze, numeri dell'ultimo Q4, per regione (a sinistra) e per settore e trimestre (a destra)



Fonte: Allianz Trade

I servizi e il commercio al dettaglio sono stati i più colpiti, in particolare in Europa occidentale e Nord America, così come le costruzioni, soprattutto in Europa occidentale e in Asia. Per il primo trimestre, il quadro settoriale generale è vicino a quello del 2024, con la maggior parte dei casi nei servizi (23 casi rispetto agli 86 dell'anno fiscale 2024), nel commercio al dettaglio (rispettivamente 21 e 63) e nelle costruzioni (rispettivamente 14 e 64). Tuttavia, l'elettronica e le apparecchiature per macchinari si distinguono per aver registrato insolvenze più ampie rispetto agli ultimi trimestri e, in misura minore, per il tessile e l'agroalimentare (cfr. figura 15). Guardando i dettagli per regione, è sorprendente che i settori che contribuiscono maggiormente al conteggio globale siano tutti in Europa occidentale: servizi (14 casi), vendita al dettaglio (12) e costruzioni (9). In Asia, l'edilizia ha registrato il maggior numero di casi (5), mentre negli Stati Uniti il maggior numero di insolvenze è stato nei servizi (7) e nel commercio al dettaglio (5). Le insolvenze tra le imprese con un fatturato superiore a 1 miliardo di euro sono rimaste limitate, con 3 nuovi casi nel primo trimestre, rispetto agli 11, 12 e 9 casi dei tre trimestri precedenti. Per gli ultimi quattro trimestri combinati (cfr. figura 17), il settore automobilistico si distingue con la maggiore gravità in termini di fatturato (786 milioni di euro in media per 32 casi), a causa dell'ampio caso di China Grand Automotive Services Co. Ltd nel primo trimestre, seguito da carta (680 milioni di euro per 8 casi), vendita al dettaglio (598 milioni di euro per 71 casi) e mezzi di trasporto (511 milioni di euro per 20 casi). La dimensione media delle principali insolvenze rimane elevata nel settore dei servizi (357 milioni di euro, rispetto alla media globale di 388 milioni di euro).

Grafico 17 - Principali insolvenze per settore, numero di casi (asse x) e fatturato medio (asse y, EURmn), numeri dell'ultimo 4° trimestre



Fonte: Allianz Trade

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.