

Allianz Research | 19 Dicembre 2024

Prospettive economiche 2025-26: le sfide che ci aspettano

In sintesi

Crescita economica globale: le prospettive La crescita del PIL reale mondiale dovrebbe rimanere moderata ma stabile al +2,8% nel 2025-26. Prevediamo che le economie sviluppate registreranno un leggero rallentamento, con una crescita in calo da +1,8% nel 2025 a +1,7% nel 2026. Al contrario, le economie emergenti dovrebbero sostenere una crescita robusta del +4,1% in entrambi gli anni. L'economia statunitense dovrebbe crescere del +2,3% nel 2025, per poi rallentare al +1,8% nel 2026. L'Eurozona dovrebbe crescere del +1,2% nel 2025 e del +1,5% nel 2026, con paesi come la Spagna e l'Irlanda in testa con tassi di crescita più elevati. La Germania, tuttavia, è destinata a registrare una crescita modesta dopo due anni di recessione. La crescita della Cina dovrebbe moderarsi dal +4,6% nel 2025 al +4,2% nel 2026, poiché il paese continua la transizione verso un'economia più orientata ai consumi, gestendo al contempo le pressioni del commercio estero.

Dopo il super anno elettorale, quali sono i possibili impatti della politica per l'economia e per i mercati dei capitali? I cambiamenti politici, come le elezioni statunitensi, potrebbero rimodellare il panorama economico e introdurre incertezze. I rischi geopolitici, comprese le tensioni tra le grandi potenze, continuano a rappresentare una preoccupazione significativa per la stabilità globale. Una potenziale guerra commerciale entro il 2° trimestre del 2025, con i dazi statunitensi che saliranno al 60% per la Cina e al 10% per gli altri, potrebbe aumentare l'inflazione negli Stati Uniti e indebolire la crescita globale. I significativi tagli all'immigrazione negli Stati Uniti potrebbero mettere a dura prova i mercati del lavoro in settori chiave e aumentare le pressioni inflazionistiche. Le sfide all'indipendenza della Federal Reserve, compresi i possibili interventi valutari, potrebbero aumentare drasticamente i rischi finanziari. I cambiamenti di politica fiscale, come importanti tagli alla spesa o ampi tagli fiscali, potrebbero avere un impatto sulla fiducia del mercato. In Medio Oriente, una posizione più dura degli Stati Uniti sull'Iran potrebbe rallentare la crescita e aumentare i prezzi del petrolio. Allo stesso modo, la riduzione del sostegno degli Stati Uniti a Taiwan potrebbe portare a dazi e avere un impatto negativo sulle azioni dei semiconduttori. La transizione climatica ed energetica si trova di fronte a delle sfide, con la potenziale abrogazione dell'Inflation Reduction Act, che potrebbe mantenere una crescita neutrale e ridurre l'inflazione, rafforzando al contempo le azioni fossili.

L'inflazione dovrebbe finalmente scendere al 2% nel 2025, consentendo all'allentamento della politica monetaria di continuare fino alla fine del 2025. La politica delle banche centrali passerà dal domare l'inflazione al sostenere la crescita (ma non in tempi brevi) Tuttavia, permangono rischi al rialzo derivanti dalla potenziale attuazione dei dazi negli Stati Uniti e dall'introduzione di misure di ritorsione. Ulteriori vincoli alla catena di approvvigionamento, dovuti all'aumento delle misure protezionistiche e ai conflitti in corso che innescano un aumento dei costi di trasporto, potrebbero aumentare temporaneamente l'inflazione. La Fed, la BoE e la BCE dovrebbero abbassare i tassi rispettivamente al 3,5%, 3,25% e 2% entro la fine del 2026. Anche i mercati emergenti dovrebbero

assistere a un cauto allentamento monetario, ad eccezione di paesi come il Brasile, che potrebbero dover affrontare aumenti dei tassi a causa del surriscaldamento economico.

I rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero rimanere sostanzialmente stabili nei prossimi due anni, con i mercati che stanno già scontando un significativo allentamento delle banche centrali Gli effetti dell'elevato disavanzo fiscale negli Stati Uniti e dell'accelerazione della stretta quantitativa in Europa compenseranno la pressione al ribasso dovuta al calo dei tassi di riferimento. È probabile che gli spread delle obbligazioni francesi rimangano più ampi di quelli della Spagna, riflettendo fondamentali relativamente più deboli per la Francia, mentre gli spread degli swap in Europa dovrebbero rimanere vicini allo zero.

Ma le prospettive non sono del tutto "rose" per gli asset rischiosi La ripresa degli utili e i solidi fondamentali dovrebbero sostenere gli asset rischiosi, con le azioni che dovrebbero offrire un rendimento totale medio dell'8-10% e gli spread creditizi che probabilmente rimarranno stabili fino al 2025 e al 2026. Tuttavia, le valutazioni elevate, l'incertezza economica e i rischi di concentrazione potrebbero limitare i guadagni e lasciare gli asset rischiosi esposti a shock politici o economici imprevisti.

L'incertezza continua per le aziende Mentre i cambiamenti politici e i rischi geopolitici presentano sfide, si prevede che settori come l'intelligenza artificiale e la tecnologia vedranno una crescita. Anche gli investimenti nelle infrastrutture e nei settori sostenibili dovrebbero aumentare. Le insolvenze delle imprese dovrebbero aumentare del +2% nel 2025 e stabilizzarsi a livelli elevati nel 2026.

Prospettive economiche globali: per quattro anni consecutivi con una crescita inferiore al 3%

Prevediamo che la crescita globale rimarrà stabile, ma non stellare, pari a +2,8% nel 2025-26

Prevediamo che le economie sviluppate registreranno un leggero rallentamento, con una crescita in calo da +1,8% nel 2025 a +1,7% nel 2026. L'economia statunitense dovrebbe crescere del +2,3% nel 2025, per poi rallentare al +1,8% nel 2026. Ciò riflette una graduale decelerazione in quanto il paese dovrà affrontare varie sfide economiche, tra cui potenziali cambiamenti di politica fiscale e dinamiche commerciali. Il Regno Unito dovrebbe registrare una crescita del +1,3% nel 2025, in leggero aumento a +1,5% nel 2026. L'Eurozona dovrebbe crescere del +1,2% nel 2025 e del +1,5% nel 2026, con paesi come la Spagna e l'Irlanda in testa con tassi di crescita più elevati. La Germania, tuttavia, è destinata a registrare una crescita modesta dopo due anni di recessione.

Le economie emergenti dovrebbero sostenere una crescita robusta del +4,1% in entrambi gli anni

La crescita della Cina dovrebbe moderarsi dal +4,6% nel 2025 al +4,2% nel 2026, poiché il paese continua la transizione verso un'economia più orientata ai consumi, gestendo al contempo le pressioni del commercio estero. L'India dovrebbe mantenere una forte crescita del +6,4% sia nel 2025 che nel 2026, trainata dai consumi interni e dagli investimenti. Si prevede che l'economia brasiliana crescerà del +2,5% nel 2025, rallentando leggermente al +2,3% nel 2026 mentre affronta le sfide inflazionistiche. La crescita della Russia dovrebbe essere modesta, con un +1,8% nel 2025 e un +2,0% nel 2026, riflettendo gli aggiustamenti geopolitici ed economici al surriscaldamento dell'economia, spingendo la banca centrale ad assumere una posizione da falco. L'Europa centro-orientale dovrebbe accelerare da +3,0% nel 2025 a +3,2% nel 2026, con Polonia e Romania a guidare la crescita. In America Latina, la crescita dovrebbe passare dal +2,6% nel 2025 al +3,2% nel 2026, con paesi come l'Argentina e la Colombia che mostrano notevoli miglioramenti. Si prevede che il continente africano vedrà un'accelerazione della crescita dal +3,4% nel 2025 al +4,0% nel 2026, con paesi come la Nigeria e il Kenya che contribuiranno in modo significativo. In Medio Oriente, la crescita dovrebbe aumentare dal +3,0% nel 2025 al +3,2% nel 2026, sostenuta dalla ripresa in paesi come l'Arabia Saudita. Infine, in Asia, ci aspettiamo una forte crescita, con una lieve moderazione dal +4,2% del 2025 al +4,0% del 2026, trainata da importanti economie come India e Vietnam, esposte al consolidamento fiscale e a una crescita più lenta del commercio globale, anche se i paesi dell'ASEAN continueranno a rimanere più attraenti della Cina nel contesto della guerra commerciale USA-Cina.

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

Growth (yearly %)	2022	2023	2024f	2025f	2026f
Global	3.3	2.8	2.8	2.8	2.8
USA	2.5	2.9	2.8	2.3	1.8
Latin America	3.9	1.9	2.0	2.6	3.2
Brazil	3.1	2.9	3.1	2.5	2.3
UK	4.8	0.3	0.8	1.5	1.4
Eurozone	3.6	0.5	0.8	1.2	1.5
Germany	1.5	-0.1	-0.1	0.4	0.9
France	2.6	1.1	1.1	0.7	1.2
Italy	4.8	0.8	0.5	0.8	1.0
Spain	6.2	2.7	3.0	1.8	2.0
Central and Eastern Europe	1.1	1.2	2.1	3.0	3.2
Poland	5.9	0.1	2.6	3.4	3.4
Russia	-1.3	3.7	2.8	1.8	2.0
Türkiye	5.5	5.1	2.7	2.5	3.5
Asia-Pacific	3.2	4.3	4.2	4.1	3.9
China	3.0	5.3	4.9	4.6	4.2
Japan	1.1	1.7	-0.3	1.2	1.1
India	6.5	7.8	6.6	6.4	6.5
Middle East	6.1	1.3	2.1	3.0	3.2
Saudi Arabia	7.7	-0.8	1.4	4.3	4.1
Africa	3.9	3.1	2.8	3.4	4.0
South Africa	1.9	0.7	1.1	1.7	1.6

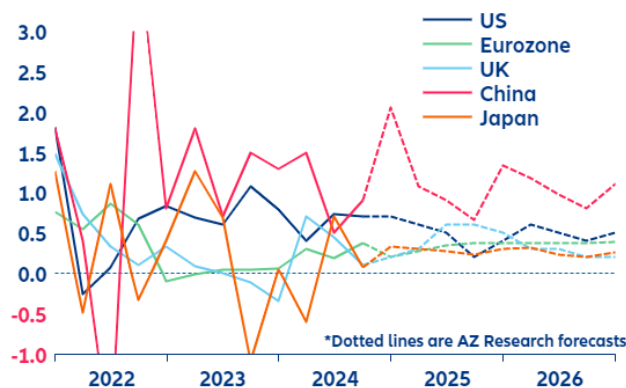
Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

Tabella 2 – Potenziali sorprese per il nostro scenario di base

Factor	Market Theme	Description	Probability	Macro impact	Market impact
Trade	Full blown trade war	Rising tariffs will raise inflation in the US and depress global economic confidence and growth	45%	Growth - - Inflation + +	DM interest rates: - DM equities: -
Immigration	US cuts immigration drastically	Strong drop in net immigration or even massive deportation (above 1mn people per year)	20%	Growth - - Inflation neutral	US interest rates: - US equities: -
Monetary policy	Fed independence seriously challenged	Fed's mandate tweaked to allow for lower interest rates and its independence reduced	35%	Growth - - Inflation + +	US interest rates: + US equities: -
	USD currency intervention	Fed intervenes on the FX market to weaken the USD	20%	Growth - - Inflation +	EZ interest rates: -
US Fiscal policy	Fiscal spending cuts	DOGE drastically cuts spending (more than USD300bn per year), including federal agencies and social spending	30%	Growth - - Inflation -	US interest rates: - US equities: -
	Tax cuts	All tax cuts promised are delivered (>2.5% of GDP in total)	45%	Growth + Inflation +	US interest rates: + US equities: +
Geopolitics	Ukraine-Russia end of war	Ukraine-Russia ceasefire, peace talks, US lifts sanctions on Russia, but Europe keeps them	45%	Growth + Inflation neutral	EZ industrials: +
	Europe under pressure on NATO	US threatens to defund NATO, pressuring Europe to increase defense spending to above 2% of GDP per year	40%	Growth + Inflation +	EZ defense stocks: +
	Middle East: Tougher stance and sanctions on Iran	US escalates pressure on Iran, including threats of US military intervention	30%	Growth - - Inflation +	Oil price: +
	China-Taiwan: US reduces support to Taiwan	US threatens to impose tariffs on Taiwanese imports and to withdraw support against China if Taiwan does not increase military spending	30%	Growth - - Inflation -	Semiconductor equities: -
Climate transition	Climate & energy transition	Repealing of the IRA, defunding of environmental agencies	55%	Growth neutral Inflation -	Fossil equities: + Oil price: -
EZ Fiscal policy	Germany lifts the debt brake completely	A two-third majority in the newly elected German parliament changes the constitution to remove the debt brake	20%	Growth + Inflation +	DE interest rates: + EZ equities: +

Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

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



Fonti: nazionale, Allianz Research

I rischi per il nostro scenario rimangono orientati al ribasso Una vera e propria guerra commerciale già nel 2° trimestre 2025 (45% di probabilità), con i dazi statunitensi che saliranno al 60% per la Cina e al 10% per il resto del mondo, dovrebbe far salire l'inflazione negli Stati Uniti e minare la fiducia e la crescita globali. I drastici tagli all'immigrazione negli Stati Uniti (più di 1 milione di persone all'anno) potrebbero mettere a dura prova il mercato del lavoro (20% di probabilità), in particolare in settori come l'edilizia, l'agricoltura, la preparazione alimentare, la sanità e i trasporti, ed esacerbare le pressioni inflazionistiche. Le sfide all'indipendenza della Federal Reserve, con una probabilità del 35% che il suo mandato venga modificato per sostenere tassi di interesse più bassi, compresi potenziali interventi valutari in USD per abbassare il valore dell'USD, potrebbero spingere l'economia statunitense in una crisi finanziaria. I cambiamenti di politica fiscale, come i tagli sostanziali alla spesa (più di 300 miliardi di dollari all'anno) – 30% di probabilità – o ampi tagli fiscali (più del 2% del PIL in totale) – 45% di probabilità – potrebbero alterare la fiducia del mercato. In Medio Oriente, vediamo una probabilità del 30% che gli Stati Uniti adottino una posizione più dura nei confronti dell'Iran, con un'escalation delle sanzioni e minacce militari, che potrebbero rallentare la crescita e aumentare i prezzi del petrolio. Allo stesso modo, esiste una probabilità del 30% che gli Stati Uniti riducano il sostegno a Taiwan, impongano potenzialmente dazi e influenzino negativamente le azioni dei semiconduttori. La transizione climatica ed energetica potrebbe trovarsi di fronte a delle sfide, con una probabilità del 55% di abrogare l'Inflation Reduction Act (IRA) e di ridurre i finanziamenti alle agenzie ambientali. Questo scenario potrebbe mantenere una crescita neutrale, ridurre l'inflazione e stimolare le azioni fossili, abbassando al contempo i prezzi del petrolio.

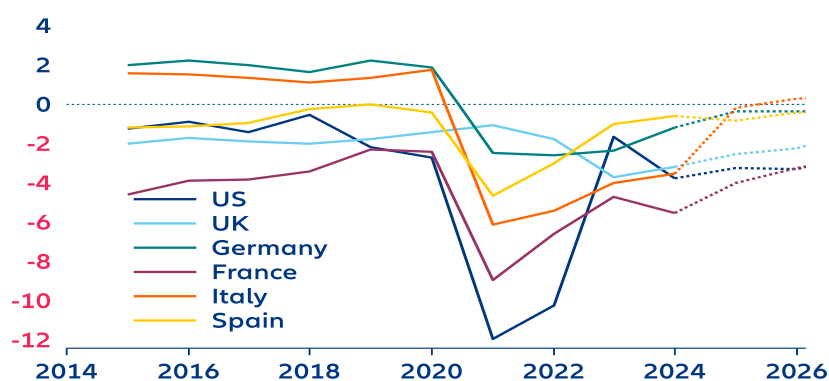
In tempi di incertezza globale, il percorso verso la pace può essere impegnativo quanto il conflitto stesso

Dal 2022 i mercati internazionali hanno subito perturbazioni dovute a cambiamenti nelle catene di approvvigionamento, in particolare legati alle sanzioni alla Russia, in particolare all'energia. I recenti sviluppi indicano che la neoletta amministrazione statunitense potrebbe continuare a sostenere l'Ucraina, anche se con particolare attenzione alla stabilizzazione delle condizioni economiche. L'evolversi della situazione in Siria e la dipendenza della Russia dall'assistenza di altre nazioni evidenziano il potenziale per negoziati diplomatici. Questo scenario sottolinea l'importanza di mantenere forti relazioni internazionali e la resilienza economica. I mercati globali, compresi quelli del Caucaso e dell'Asia centrale, devono navigare con attenzione in queste complessità. La Russia potrebbe cercare di rafforzare i suoi legami economici e riconquistare quote di mercato, il che potrebbe influenzare le dinamiche della concorrenza globale, in particolare tra Stati Uniti e Cina. Gli Stati Uniti potrebbero spingere ulteriormente l'Europa ad aumentare le sue spese militari come parte degli impegni della NATO. Il presidente della Commissione europea ha suggerito che l'UE potrebbe aumentare la spesa militare media annua all'1,9% del PIL dall'attuale 1,3% del PIL, il che potrebbe significare una spesa aggiuntiva di 275 miliardi di dollari, ovvero il doppio di quanto gli Stati Uniti spendono annualmente.

In questo mondo interconnesso, le aziende e le nazioni devono rimanere adattabili, assicurandosi di essere preparate ai cambiamenti nel panorama geopolitico e al loro potenziale impatto sulla stabilità economica globale. Tutti gli occhi sono puntati sulle mosse fiscali dopo l'anno super elettorale

In Europa, molte economie prevedono una crescita moderata nel 2025, sostenuta da tassi di interesse più bassi, da un mercato del lavoro resiliente e da afflussi nell'Unione economica e alle economie mobili. Tuttavia, gli aggiustamenti di bilancio necessari per conformarsi alle regole di bilancio dell'UE ripristinate e rivedute, come delineato nella prima edizione dei piani strutturali a medio termine, possono incontrare ulteriori sfide se la crescita è ostacolata da ulteriori restrizioni commerciali. Le posizioni fiscali di partenza variano notevolmente da un paese all'altro. Alcune economie, come i Paesi Bassi e la Grecia, stanno allentando cautamente la loro politica fiscale, mentre altre, come l'Italia, stanno compiendo sforzi minimi per tornare alla disciplina fiscale. Nel frattempo, paesi come la Francia e il Belgio, che affrontano sfide politiche nazionali, devono affrontare un percorso più complicato per raggiungere gli obiettivi fiscali. Dall'altra parte dell'Atlantico, il nuovo segretario al Tesoro degli Stati Uniti si è impegnato a ridurre il deficit pubblico al 3%, un obiettivo che sarà difficile da raggiungere, dato l'impegno a tagliare le tasse. Ci aspetteremmo tagli alla spesa relativamente limitati concentrati sulle agenzie federali e la rimozione di alcuni contratti di appalto. Dati gli ampi squilibri fiscali e l'obiettivo dichiarato di ridurre il deficit, non ci aspettiamo che tutte le promesse di taglio delle tasse promesse durante la campagna elettorale vengano mantenute¹.

Figura 2 - Politica di bilancio – saldo primario di bilancio pubblico in % del PIL



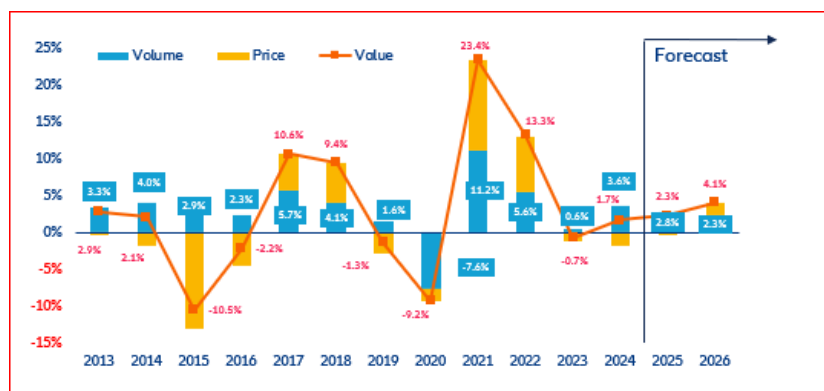
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Con il ritorno del presidente Trump e l'incombere di una guerra commerciale, ci aspettiamo una crescita commerciale più lenta nel 2025-2026 Dopo una recessione in termini di valore nel 2023, il commercio

¹ Nel complesso, ci aspettiamo circa 100 miliardi di dollari di tagli alla spesa all'anno, 160 miliardi di dollari di tagli fiscali nel 2026 (rispetto ai 285 miliardi di dollari promessi) e il rinnovo del TCJA del 2017.

mondiale vedrà un moderato rimbalzo nel 2024, probabilmente con una crescita del +3,6% in termini di volume (all'incirca in linea con il ritmo medio nel periodo 2011-2019, Figura 3), aiutato dalle aziende che si riforniscono e dalle famiglie che rinnovano gli acquisti di beni durevoli riducendo al contempo la spesa per i servizi. La fine dell'anno sarà probabilmente sostenuta anche dalle aziende che si affrettano a spedire merci in previsione delle tariffe più elevate che probabilmente saranno imposte dalla prossima amministrazione statunitense e di altre potenziali interruzioni nei prossimi trimestri. Questo anticipamento rimarrà probabilmente un fattore favorevole per il commercio mondiale nella prima metà del 2025, prima che gli effetti di una guerra commerciale rinnovata ma contenuta² si facciano sentire a partire dalla seconda metà del 2025 e in pieno nel 2026. Di conseguenza, ora prevediamo che il commercio globale in volume crescerà del +2,8% nel 2025 (-0,2 punti percentuali rispetto alla nostra precedente previsione) e del +2,3% nel 2026 (-0,5 punti percentuali rispetto alla nostra precedente previsione). In termini di prezzi all'esportazione in USD, il contesto deflazionistico osservato dal 2023 continuerà probabilmente nel 2025, poiché gli esportatori subiranno in parte l'impatto dell'aumento dei dazi per mantenere le loro quote di mercato. Di conseguenza, in termini di valore in USD, le revisioni al ribasso delle nostre previsioni sono ancora più ampie, con una crescita che ha raggiunto il +2,3% nel 2025 (-1,7 punti percentuali) e il +4,1% nel 2026 (-0,8 punti percentuali).

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



Fonti: LSEG Refinitiv, Allianz Research

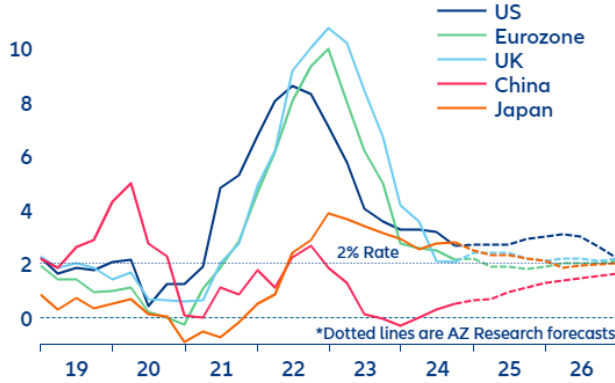
L'inflazione dovrebbe finalmente scendere al 2%, consentendo il proseguimento dell'allentamento monetario

Si prevede che nel 2025 la traiettoria dell'inflazione differirà tra gli Stati Uniti e gli altri mercati sviluppati Negli Stati Uniti, le misure sottostanti dell'inflazione sono rimaste persistenti negli ultimi sei mesi circa. Ad esempio, l'inflazione CPI core ridotta significa che l'inflazione si è stabilizzata intorno al +3,2% a/a. Prevediamo che l'inflazione statunitense continuerà a superare l'obiettivo del 2% della Fed nei prossimi 18 mesi circa, poiché le politiche che probabilmente saranno attuate dall'amministrazione Trump spingeranno i prezzi al rialzo. In un'economia con poca o nessuna capacità inutilizzata, la combinazione di aumenti tariffari, politica migratoria molto restrittiva, condizioni finanziarie allentate e tagli fiscali (in arrivo nel 2026) dovrebbe mantenere le pressioni inflazionistiche. Prevediamo che le politiche di "reflazione" degli Stati Uniti inizieranno a perdere trazione verso la seconda metà del 2026, poiché una politica monetaria restrittiva prolungata spingerebbe la crescita economica al di sotto del potenziale. D'altro canto, nei paesi sviluppati dell'Europa, ci aspettiamo che l'inflazione si attesti intorno agli obiettivi delle banche centrali nel corso del 2025, poiché la combinazione di una domanda debole prolungata e dell'attenuarsi dei passati shock dal lato dell'offerta ha un impatto crescente sulla crescita dei salari e dei prezzi. L'inflazione dei servizi rimarrà elevata, ma ciò rifletterà principalmente un recupero con le passate pressioni sui salari e sui costi; prevediamo che l'inflazione dei servizi si modererà fino al 2025, ma rimarrà al di sopra della media

² Nel nostro scenario di base, una guerra commerciale contenuta consiste in misure statunitensi mirate alla Cina (con dazi che aumentano al 25% sulle merci senza dipendenze critiche) e modesti aumenti tariffari sul resto del mondo (al 5%), esclusi Canada e Messico.

pre-Covid. Nel complesso, ci aspettiamo che l'inflazione si attesti in media a +1,9% nel 2025 nell'Eurozona rispetto al +2,8% negli Stati Uniti. Nel Regno Unito, ci aspettiamo che l'inflazione rimanga leggermente al di sopra dell'obiettivo della Banca d'Inghilterra (BoE) (+2,3%), sostenuta da investimenti pubblici più forti e da pressioni salariali ancora elevate, anche se in allentamento.

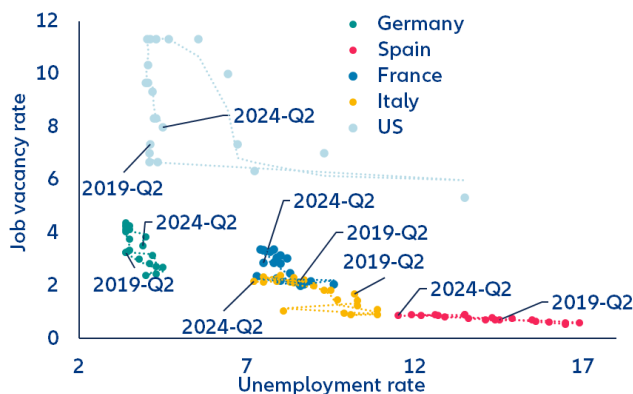
Figura 4 – Tassi di inflazione trimestrali, % a/a



Fonti: LSEG Refinitiv, Allianz Research

I mercati del lavoro globali sembrano essere ancora in buona forma, almeno a prima vista Nell'Eurozona la disoccupazione ha raggiunto i minimi storici, stabilizzandosi intorno al 6,3% nell'ottobre 2024, mentre l'occupazione ha continuato a crescere, salendo al 4,7% al di sopra dei livelli di fine 2019, e in tutti i paesi e le fasce d'età. Questa resilienza è in parte dovuta al regime di cassa integrazione attuato durante la crisi pandemica e poi al fatto che le aziende hanno accumulato manodopera in previsione di un contesto economico favorevole e di un conseguente aumento della domanda, oltre a beneficiare di profitti più elevati sostenuti dall'inflazione. Tuttavia, questa situazione ha anche portato a un calo della produttività. Ora, ci sono i primi segnali di raffreddamento nei mercati del lavoro del blocco. I tassi di posti vacanti hanno iniziato a diminuire rispetto ai livelli record raggiunti durante la ripresa post-pandemia, sebbene rimangano al di sopra dei livelli di fine 2019. Allo stesso tempo, le intenzioni di assunzione si stanno attenuando e la manodopera è ora vista meno come un fattore limitante per la produzione, dopo essere stata segnalata come un vincolo importante per mesi. Prevediamo che la disoccupazione aumenterà leggermente al 6,5% in Europa nel 2025, poiché la normalizzazione degli utili societari, unita alla crescita sostenuta dei salari, spingerà le imprese a riconsiderare la loro efficienza in termini di costi.

Figura 5 – Curve di Beveridge per paese, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Al contrario, negli Stati Uniti, il tasso di disoccupazione è in costante aumento dall'aprile 2023. Inoltre, i sondaggi suggeriscono che continuerà a salire nei prossimi mesi. Tuttavia, la ripresa del tasso di

disoccupazione è principalmente guidata da una forte crescita della forza lavoro piuttosto che da un indebolimento della crescita dell'occupazione. Le misure della rigidità del mercato del lavoro e un basso tasso di licenziamento privato indicano anche che la Fed non dovrebbe preoccuparsi di un aumento del tasso di disoccupazione. Piuttosto, l'inflazione persistente e le pressioni salariali suggeriscono che il tasso naturale di disoccupazione (cioè il tasso che porta la crescita dei salari e l'inflazione al loro stato stazionario) potrebbe essere leggermente superiore alla stima della Fed del 4,2%. In questo contesto, riteniamo che la Fed dovrà prima o poi accettare un tasso di disoccupazione più elevato per domare l'inflazione.

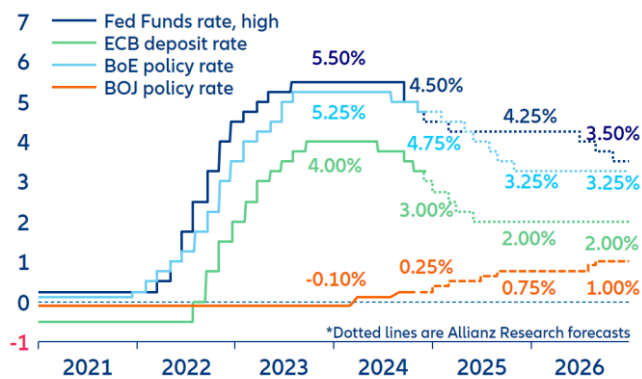
Tabella 3: Previsioni di inflazione, annuali, %

Inflation (yearly %)	2022	2023	2024f	2025f	2026f
Global	8.2	6.1	5.6	3.9	3.2
USA	8.0	4.1	2.9	2.8	2.7
Latin America	14.0	14.4	16.7	10.7	6.5
Brazil	9.3	4.6	4.3	4.0	3.5
UK	9.1	7.3	2.5	2.3	2.2
Eurozone	8.4	5.4	2.4	1.9	2.0
Germany	6.9	5.9	2.2	2.1	2.0
France	5.2	4.9	2.0	1.4	1.7
Italy	8.2	5.6	1.0	1.7	2.0
Spain	8.4	3.5	2.7	2.1	1.9
Central and Eastern Europe	9.1	11.0	3.9	4.4	3.4
Poland	14.4	11.4	3.8	4.4	3.6
Russia	13.8	5.9	10.0	12.0	8.0
Türkiye	72.3	53.9	59.3	34.5	18.5
Asia-Pacific	4.0	3.0	1.9	2.0	2.2
China	2.0	0.2	0.4	1.0	1.5
Japan	2.5	3.3	2.5	2.2	1.9
India	6.7	5.7	4.9	4.3	4.4
Middle East	13.9	10.7	12.5	11.4	7.2
Saudi Arabia	2.5	2.3	1.7	2.3	2.1
Africa	14.2	18.2	18.1	12.1	8.9
South Africa	6.9	5.9	4.6	4.4	4.9

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

L'inflazione statunitense persistente spingerà la Fed a diventare sempre più aggressiva Lo stallo dei progressi sulla disinflazione e la forza dell'economia hanno già fatto raffreddare alcuni FOMC sulla politica di allentamento, con il presidente Powel che ha affermato che il FOMC "può permettersi di essere un po' più cauto" nel portare la politica verso un ambiente neutrale. Anche se ci aspettiamo che l'economia statunitense rallenti fino al 2025, ci aspettiamo comunque un'espansione a un ritmo confortevole del +2,3% in media. Nel frattempo, ci aspettiamo che l'inflazione rimanga al di sopra dell'obiettivo della Fed. Prevediamo un ulteriore allentamento del mercato del lavoro nei prossimi mesi, ma con un aumento solo moderato del tasso di disoccupazione. In effetti, il rallentamento dell'offerta di lavoro, indotto da una politica di immigrazione rigorosa, dovrebbe porre fine alla disoccupazione. In questo contesto, vediamo poco spazio per un ulteriore allentamento della politica monetaria nei prossimi 18 mesi. Ci aspettiamo che la Fed faccia una pausa a gennaio 2025, che effettui un taglio dei tassi di 25 punti base a marzo e che si fermi da lì con impostazioni monetarie ancora rigide, poiché l'inflazione rimane ostinatamente al di sopra del suo obiettivo e l'economia continua a crescere a un ritmo sostenuto. Di conseguenza, il tasso dei Fed funds si attesterebbe al 4,25% (limite superiore) nei prossimi 18 mesi circa. Prevediamo che la Fed normalizzerà la politica nella seconda metà del 2026 riducendo i tassi d'interesse alla nostra stima del tasso neutrale (3,5%) in un contesto di crescita più bassa e di raffreddamento dell'inflazione.

Figura 6: Tassi di riferimento della politica monetaria, %



Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

La BCE ha effettuato quattro tagli dei tassi quest'anno e si prevede che ne effettuerà un altro nel 2025

Dopo aver ridotto il tasso sui depositi dal massimo storico del 4% al 3% quest'anno, ci aspettiamo un ciclo di tagli in corso, con un tasso terminale del 2% da raggiungere entro giugno 2025. Alla luce dei venti contrari dell'economia e di un processo di disinflazione più rapido del previsto, condividiamo l'opinione del capo economista della BCE, Philip Lane, che ha indicato che la BCE dovrebbe iniziare a considerare i "rischi imminenti" piuttosto che i dati passati. In effetti, la quantità di rischi è aumentata, tra cui un'incombente guerra commerciale, la rottura del governo tedesco e i problemi politici in Francia. I rischi per le nostre previsioni sono quindi orientati al ribasso. Una vera e propria guerra commerciale che faccia deragliare l'economia globale potrebbe favorire ulteriori tagli dei tassi. Inoltre, il tasso terminale del 2% implica un tasso neutrale reale intorno allo 0%, un livello storicamente elevato per l'Eurozona. Nonostante i tassi di riferimento più bassi, non ci aspettiamo alcun cambiamento nel processo di inasprimento quantitativo (QT) in corso, che accelererà a gennaio 2025 a circa 40 miliardi di euro al mese, poiché l'intero portafoglio del PEPP uscirà passivamente dal bilancio. Nonostante l'ampliamento degli spread dei titoli di Stato in Francia, i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi di recente, suggerendo che in questa fase non è più urgente sostenere la parte lunga delle curve dei rendimenti europee.

Si prevede che la Banca d'Inghilterra (BoE) manterrà un orientamento da falco fino al 1° trimestre 2025, prima di accelerare il ritmo dei tagli dei tassi

Nonostante l'economia debole, la BoE ha iniziato a normalizzare le sue impostazioni monetarie a un ritmo cauto, a disagio con l'inflazione dei servizi ostinatamente appiccicosa. Con gli effetti base sfavorevoli dei prezzi dell'energia che entreranno in gioco tra la fine del 2024 e l'inizio del 2025, l'inflazione complessiva è destinata a riprendersi, il che dovrebbe mantenere la BoE aggressiva. Ci aspettiamo un taglio dei tassi di 25 pb a febbraio, ma una pausa a marzo. Tuttavia, a partire dal 2° trimestre 2025, l'allentamento dell'inflazione e un'economia ancora stagnante dovrebbero spingere la BoE a effettuare tagli dei tassi consecutivi in ogni riunione a partire da maggio, spingendo il tasso bancario al ribasso al 3,25%. Certo, riteniamo che l'inflazione rimanga un po' al di sopra dell'obiettivo della BoE a causa dei vincoli di offerta a fronte dell'aumento degli investimenti pubblici. Ciononostante, riteniamo che la crescita del PIL e l'inflazione saranno inferiori alle aspettative nel 2025 significa che ci aspettiamo che la BoE aumenti il suo sostegno all'economia.

La Banca del Giappone (BoJ) continuerà ad andare controcorrente, ma manterrà un approccio cauto alla normalizzazione della sua politica monetaria

Dopo aver posto fine ai tassi d'interesse negativi a marzo di quest'anno e un altro rialzo ad agosto che ha colto di sorpresa i mercati globali, la BoJ adotterà probabilmente un approccio più cauto in futuro per evitare ricadute negative. È probabile che il tasso di riferimento rimanga invariato allo 0,25% fino alla fine dell'anno, prima di salire allo 0,75% entro la fine del 2025, all'1% entro la fine del 2026 e stabilizzarsi successivamente. Il ritmo e la tempistica precisa dei rialzi dei tassi dipenderanno dai dati, con particolare attenzione ai risultati dei negoziati salariali annuali di primavera (*shunto*) a livello nazionale e alle politiche estere che potrebbero influenzare la debolezza dello yen (ad esempio, la politica commerciale della Fed e degli Stati Uniti). Parallelamente, la BoJ ridurrà costantemente i suoi programmi di acquisto di asset. Nel complesso, la normalizzazione della politica monetaria sarà graduale, con la BoJ che probabilmente preferirà una posizione accomodante e i tassi d'interesse giapponesi che rimarranno più bassi rispetto ad altre importanti economie nei prossimi anni.

I mercati sviluppati rallenteranno guidati dagli Stati Uniti

L'economia statunitense dovrebbe rallentare, ma mantenere un solido slancio Dopo due anni di crescita sostenuta, l'economia statunitense dovrebbe rallentare al +2,3% nel 2025. La ripresa della fiducia delle famiglie sulla scia delle elezioni e le condizioni finanziarie allentate dovrebbero sostenere un forte inizio d'anno. Nel frattempo, l'economia continuerà a beneficiare delle politiche a favore degli investimenti attuate durante l'amministrazione Biden (CHIPS Act, IRA, IJJA); Sebbene il boom della spesa per l'edilizia si sia stabilizzato, è probabile che gli investimenti in attrezzature successive per queste fabbriche accelerino. Altri fattori favorevoli alla crescita degli investimenti includono i crescenti investimenti in data center e apparecchiature hardware. Ciononostante, la rigida politica sull'immigrazione e i prossimi aumenti dei dazi sulle importazioni, con l'estero che si prevede si vendicheranno di ritorsioni sulle esportazioni statunitensi, rappresenteranno alcuni venti contrari alla crescita degli Stati Uniti. L'incertezza commerciale probabilmente danneggerà il sentiment delle imprese, mentre l'aumento dei dazi si ripercuoterà in una certa misura sui prezzi al consumo e sulle aziende che importano i costi dei fattori produttivi. Una politica di immigrazione rigorosa potrebbe aumentare la carenza di manodopera in alcuni settori che dipendono fortemente dalla manodopera straniera, come l'agricoltura, l'edilizia, la preparazione del cibo e l'assistenza sanitaria, e pesare sulla domanda aggregata. Nel 2026 ci aspettiamo che l'amministrazione Trump effettui nuovi tagli fiscali, ma la spinta fiscale netta per l'economia dovrebbe essere modesta in quanto la spesa federale sarà contenuta. Prevediamo che nel 2026 il PIL crescerà al di sotto del potenziale a +1,8%.

L'Eurozona dovrebbe continuare a crescere leggermente al di sopra del potenziale nonostante i venti contrari dell'economia L'economia dell'Eurozona è cresciuta di un solido +0,4% t/t nel 3° trimestre 2024, rispetto al +0,2% t/t del 2° trimestre. La domanda interna ha trainato la crescita, con consumi e investimenti in aumento, mentre le esportazioni nette sono diminuite dopo due trimestri forti. È incoraggiante che questo segni il terzo trimestre consecutivo di chiara crescita dopo la stagnazione del 2023. In prospettiva, ci si attende che la crescita sia leggermente superiore al potenziale, colmando gradualmente l'output gap negativo. La crescita sarà probabilmente sostenuta dai consumi, trainata dall'aumento dei salari reali e dagli incrementi degli investimenti attesi da tempo. Le esportazioni nette dovrebbero fornire ulteriore slancio, anche se i consumi pubblici rimarranno un freno a causa dell'inasprimento fiscale. Sebbene l'aumento dei dazi statunitensi ponga delle sfide, i rischi al ribasso dovrebbero essere compensati da prezzi del petrolio più bassi, da un maggiore andamento degli scambi commerciali con partner non statunitensi e da ulteriori tagli dei tassi da parte della BCE. Un euro più debole contribuirà anche ad attutire l'impatto dei dazi sulle esportazioni.

A seguito del crollo della coalizione tedesca, le elezioni anticipate sono fissate per febbraio 2025 Dopo un periodo di elevata frammentazione politica e incertezza, la Germania ha urgente bisogno di maggiore stabilità e minore incertezza per ripristinare la sua base economica. Tuttavia, le imminenti elezioni e la minaccia di una guerra commerciale con gli Stati Uniti sempre più protezionisti potrebbero dimezzare la crescita del PIL prevista per il 2025 ad appena +0,4%. L'economia tedesca ha bisogno di un riorientamento e, sebbene si preveda una grande coalizione guidata dalla CDU entro la metà del 2025, dovrà affrontare sfide simili a quelle dei suoi predecessori (ad esempio, l'aumento della frammentazione globale, il protezionismo che minaccia il suo modello guidato dalle esportazioni e la concorrenza, soprattutto dalla Cina, insieme all'aumento dei costi energetici e alla pressione sul settore manifatturiero). Il prossimo governo tedesco dovrà attuare sostanziali riforme strutturali per migliorare le prospettive economiche e affrontare la bassa produttività, impiegando una strategia combinata di aumento della spesa e riforme incentrate sulla competitività, anche se un significativo allentamento fiscale sembra improbabile anche dopo le elezioni. Per affrontare le pressanti lacune di bilancio e investire nella trasformazione verde, nelle infrastrutture e nell'innovazione, la Germania ha bisogno di un'Agenda 2030 globale che unisca gli attori politici e industriali. Inoltre, le riforme demografiche e i cambiamenti fiscali sono essenziali per rafforzare la competitività. In un mondo sempre più frammentato, la Germania ha bisogno di trasformare il suo modello economico orientato all'esportazione, abbracciando soluzioni più europee.

Si prevede che l'economia francese rallenterà nel 2025 a causa dell'incertezza politica Oltre ai venti contrari esterni come la debole crescita tedesca e l'imminente guerra commerciale, l'economia francese dovrà fare i conti con l'effetto negativo ritardato dello stallo politico nel 2025. Le inchieste presso le imprese

e i consumatori indicano che l'incertezza politica sta già pesando sulle decisioni di spesa e di investimento, in particolare per le PMI. Sul lato positivo, una politica monetaria più accomodante dovrebbe fornire un sostegno compensativo alla crescita del credito e alleggerire in qualche modo le spese per interessi per le imprese. Tuttavia, non ci aspettiamo di assistere a un'accelerazione significativa della spesa privata prima del secondo semestre del 2025. Nel frattempo, la politica fiscale non sarà inasprita quanto previsto all'indomani della caduta del governo Barnier, ma limiterà comunque la domanda aggregata. Nel complesso, ci aspettiamo che l'economia francese rallenti a +0,7% nel 2025, prima di accelerare fino a un moderato +1,2% nel 2026.

La crescita dell'Italia si prende una pausa, ma nel 2025 può essere un po' migliore L'attività ha ristagnato nel 3° trimestre 2024 e la recente resilienza economica dell'Italia ha iniziato a svanire. Nonostante l'impennata dei consumi delle famiglie (+1,2% t/t), l'attività degli investimenti ha deluso, con un calo del -1,2%, e l'interscambio netto ha ulteriormente trascinato al ribasso la crescita. Insieme alla recente revisione dei conti nazionali, ciò ha portato a una revisione al ribasso della crescita del PIL nel 2024, che ora dovrebbe raggiungere il +0,5% prima di accelerare leggermente a +0,8% nel 2025. Gli sforzi fiscali necessari per riportare le "ancore" fiscali all'obiettivo, che richiedono aggiustamenti dello 0,5% del PIL all'anno, pesano di circa 0,25 punti percentuali sull'economia. Data la significativa esposizione alle esportazioni di beni verso gli Stati Uniti e la Germania, rispettivamente all'11,9% e al 10,7%, ci aspettiamo solo un miglioramento marginale del commercio netto e rischi al ribasso derivanti da ulteriori dazi commerciali.

In Spagna, la dinamica della crescita dovrebbe attenuarsi ma, per il quinto anno consecutivo, continuerà a superare la media dell'Eurozona La performance economica della Spagna è stata sorprendentemente forte. Nel 3° trimestre, il PIL ha registrato una solida crescita del +0,8% t/t. L'attività turistica è rimbalzata dopo la pandemia di Covid-19, stimolando l'attività economica, con una spesa turistica destinata a raggiungere i 120 miliardi di euro quest'anno. D'altro canto, gli investimenti e i consumi non hanno registrato una performance altrettanto robusta, ma i tassi di interesse più bassi e la spesa per Next Generation EU dovrebbero migliorare le prospettive per il periodo 2025-2026. Si stima che le inondazioni nella regione di Valencia avranno un impatto negativo dello 0,2% sulla crescita del quarto trimestre, anche se si prevede che questo sarà compensato dal sostegno governativo. Nel complesso, prevediamo un'espansione dell'attività del +3,0% quest'anno prima di rallentare a +1,6% nel 2025.

Si prevede che l'economia del Regno Unito riprenderà il ritmo nel 2025 dopo due anni di crescita deludente, ma i rischi sono al ribasso L'allentamento delle condizioni finanziarie ha iniziato a sostenere una ripresa del credito (soprattutto alle imprese) e la rapida ripresa del mercato immobiliare. Con la BoE che continua a tagliare i tassi fino al 2025, la spesa privata dovrebbe essere sempre più sostenuta. Inoltre, la spesa pubblica è destinata ad aumentare notevolmente, in particolare per le infrastrutture e i servizi pubblici. In questo contesto, i previsti aumenti delle tasse hanno danneggiato il sentiment. L'aumento previsto dei contributi previdenziali porterà probabilmente a un mix di margini aziendali più bassi, minore crescita dei salari e minore crescita dell'occupazione. Nel frattempo, il settore esterno continuerà a lottare, poiché gli Stati Uniti probabilmente imporranno aumenti dei dazi. In questo contesto, prevediamo che il PIL del Regno Unito crescerà di un modesto +1,3% nel 2025 e del +1,5% nel 2026.

Giappone: ripresa in vista grazie al miglioramento della crescita dei salari reali e alla politica fiscale favorevole Prevediamo che il PIL giapponese si contrarrà del -0,3% nel 2024 (dopo il +1,7% del 2023), a causa dell'elevato costo della vita che pesa sui consumi privati. Tuttavia, poiché i salari stanno aumentando più rapidamente dei prezzi, le aspettative di deflazione svaniscono e sono sostenute dalle recenti misure di stimolo, la spesa delle famiglie migliorerà nel 2025-2026 e sosterrà una ripresa economica più ampia. Inoltre, gli investimenti saranno sostenuti dalle politiche industriali del governo per guidare la digitalizzazione e la tecnologia dell'energia pulita. Il basso indice di gradimento della coalizione di governo limiterà lo spazio per il consolidamento fiscale. Nel complesso, prevediamo che l'economia giapponese crescerà del +1,2% nel 2025 e del +1,1% nel 2026.

Mercati emergenti: resilienti nonostante i venti contrari di una guerra commerciale contenuta

Cina: il sostegno politico probabilmente arriverà, ma non impedirà un rallentamento economico nei prossimi anni L'orientamento della politica monetaria cinese è chiaramente cambiato dalla fine di settembre: la PBOC ha presentato un super pacchetto di allentamento monetario, seguito da misure fiscali che forniscono sostegno a breve termine e tentano di affrontare la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche. Sebbene i mercati siano rimasti delusi dalla mancanza di misure dirette a favore dei consumatori, stimiamo che lo stimolo fiscale sia sufficiente per consentire alla Cina di raggiungere il suo obiettivo di crescita ufficiale di "circa il 5%" nel 2024 e di stimolare la crescita nel 2025 di +0,4 punti percentuali. Nei prossimi trimestri sarà probabilmente fornito anche un ulteriore sostegno politico. A metà dicembre i massimi leader hanno discusso le priorità per l'economia nel 2025, con particolare attenzione alla domanda interna. Un maggiore margine di manovra per la spesa fiscale da parte dei governi centrali e locali potrebbe tradursi in misure favorevoli per le famiglie, anche se l'entità potrebbe dipendere in ultima analisi dall'entità dello shock derivante dall'aumento dei dazi statunitensi. Sul fronte monetario, ci aspettiamo almeno due tagli dei tassi di riferimento di -10 pb ciascuno nel 2025 e due tagli di -25 pb ciascuno del coefficiente di riserva obbligatoria. Nel complesso, ci aspettiamo che la crescita del PIL cinese raggiunga il +4,9% nel 2024 (dopo il +5,2% nel 2023), il +4,6% nel 2025 e il +4,2% nel 2026.

Mercati emergenti: crescita resiliente nel contesto delle ricadute della rielezione di Donald Trump e della nuova insediamento, della Commissione europea I mercati emergenti nel loro complesso cresceranno del +4,1% nel 2025-2026 e addirittura accelereranno leggermente se si esclude la Cina. Molti emittenti sovrani dei mercati emergenti si trovano ora in una posizione migliore per far fronte alle pressioni esterne grazie a bilanci rafforzati, solidi afflussi di capitale e consumi resilienti, nonostante l'inflazione persistente e i prolungati conflitti regionali e intrastatali. I rischi per le prospettive economiche riguardano il commercio estero (ad esempio, una vera e propria guerra commerciale per il Messico e il Vietnam, le incertezze politiche in Germania per l'Europa centrale e orientale), i prezzi delle materie prime, le tensioni geopolitiche e gli eventi legati al clima. Il finanziamento dei disavanzi di bilancio rimarrà un problema da monitorare per i mercati emergenti in generale, mentre alcuni paesi dovranno affrontare una riduzione del credito e dei margini societari a causa di politiche monetarie restrittive (Brasile, Nigeria e Turchia).

Tabella 4: Fattori chiave e sfide per le economie dei mercati emergenti

Asia emergente, esclusa la Cina	<ul style="list-style-type: none">• Prevediamo che la regione Asia-Pacifico crescerà del +4,1% nel 2024 (dopo il +4,3% del 2023), seguita dal +4,1% nel 2025 e dal +3,9% nel 2026. L'Asia meridionale e sud-orientale continueranno a sovraperformare, con l'India che crescerà in media del +6,5% nel 2025-2026 e l'ASEAN del +4,6%. I fattori favorevoli includono l'aumento delle quote del mercato globale delle esportazioni e l'allentamento cauto delle condizioni monetarie interne, ma la politica fiscale non sarà di supporto in alcune economie.• L'inflazione è scesa al di sotto degli obiettivi delle banche centrali nella maggior parte della regione ed è probabile che rimanga moderata. Prevediamo che l'inflazione per l'Asia emergente (esclusa la Cina) si attesterà complessivamente al 4,0% nel 2024 (dopo il 5,5% nel 2023), al 3,6% nel 2025 e al 3,5% nel 2026.• Le condizioni interne offrono un allentamento monetario nella maggior parte dell'Asia emergente, ma le banche centrali dovranno diffidare della politica della Fed e contenere le pressioni di deprezzamento sulle valute locali. Il ciclo di taglio dei tassi è già iniziato per alcuni (ad esempio Filippine, Indonesia e Thailandia) e probabilmente inizierà presto per altri (ad esempio l'India), mentre alcune eccezioni rimarranno probabilmente sospese nei prossimi trimestri (ad esempio Malesia e Vietnam).• I principali rischi geopolitici nella regione sono intorno allo Stretto di Taiwan e al Mar Cinese Meridionale. Le economie devono anche affermarsi in mezzo alla rivalità tra Stati Uniti e Cina.
---------------------------------	--

<p>Europa emergente</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La crescita regionale è prevista solo al +2,1% nel 2024 e a circa il +3,0% sia nel 2025 che nel 2026. L'attività economica nell'Europa centro-orientale sta gradualmente riprendendo, trainata principalmente dalla domanda interna e dagli stimoli fiscali. • Si prevede che l'inflazione rimarrà al di sopra degli obiettivi delle banche centrali nella maggior parte delle economie fino alla fine del 2025, a causa degli stimoli fiscali e della forte crescita salariale. Ciò manterrà la media regionale intorno al 3,9% nel 2024, al 4,4% nel 2025 e al 3,4% nel 2026. • Questa combinazione di rigidità del mercato del lavoro, aumento dei salari e accelerazione dell'inflazione limita la portata della banca centrale per allentare la politica monetaria. L'interazione tra questi fattori pone rischi significativi per la stabilità economica e le prospettive di crescita. I tassi di riferimento dovrebbero quindi rimanere al di sopra dei livelli pre-pandemia. Si prevede che la politica di bilancio rimarrà allentata, mettendo a rischio le finanze pubbliche nel medio termine. • La crescita in Russia è destinata a rallentare a causa della spirale dell'inflazione e di ulteriori limitazioni del credito. In Turchia, l'inflazione rimarrà a due cifre fino al 2026, evidenziando le sfide poste dalla crescita dei salari reali sui margini aziendali in un momento in cui l'afflusso di migranti, in particolare dalla Siria, potrebbe arrestarsi o addirittura invertirsi.
<p>America Latina</p>	<ul style="list-style-type: none"> • L'America Latina continua a sorprendere con lievi revisioni al rialzo della crescita economica, a partire dal Brasile, che si aggirerà anch'esso intorno al +3% nel 2024, con consumi e investimenti in crescita. • Tuttavia, parte di questa crescita ricadrà sulle spalle dei governi, che stanno lottando per ridurre la spesa pubblica o aumentare le entrate, soprattutto in America Centrale. I Caraibi e il Messico saranno colpiti dalla nuova amministrazione statunitense, sia in termini di migrazione di ritorno che di esportazioni manifatturiere. • L'impatto dell'aumento delle tensioni commerciali si farà sentire maggiormente in queste aree, mentre dovrebbe essere relativamente contenuto per i settori estrattivi, che tendono ad essere più diversificati e pronti a servire una varietà di mercati, tra cui la Cina (già un importante partner commerciale per diversi paesi, tra cui il Perù) e l'UE, con il processo di adesione al Mercosur che sembra su una traiettoria promettente.
<p>Africa e Medio Oriente</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Nel 2025 la crescita è prevista al +3,4% in Africa e al +3,0% in Medio Oriente, superiore ai rispettivi +2,8% e +2,1% del 2024. Un maggiore accesso ai finanziamenti e prezzi del petrolio più bassi sostengono una crescita più elevata per gli esportatori non petroliferi. Nel frattempo, la crescita degli esportatori di petrolio in Africa e Medio Oriente è stata rivista al ribasso a causa dei prezzi del petrolio più bassi previsti con Trump alla Casa Bianca. • L'inflazione è rimasta elevata in Africa nel 2024 al 18,1%, ma si prevede che scenderà al 12,1% nel 2025, anche se le pressioni sui prezzi continueranno in alcune economie considerevoli come Angola, Etiopia e Nigeria. In Medio Oriente, l'inflazione continuerà a stabilizzarsi all'1,9% nel 2025, in leggero calo rispetto al 2,1% del 2024. • Le banche centrali della regione si stanno allineando alle principali economie globali in termini di allentamento monetario. Le economie del Golfo hanno seguito l'esempio della Fed, riducendo i tassi. Anche alcune economie africane e

non appartenenti al GCC hanno iniziato ad allentare la tensione, anche se molte rimangono caute, soprattutto quelle più colpite dall'inflazione dei prezzi.

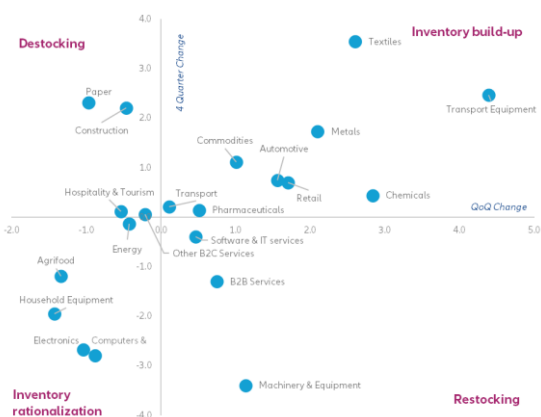
- I conflitti in corso nel Levante e nel Corno d'Africa continuano a rappresentare una minaccia significativa per la stabilità. Finora è stato evitato un conflitto regionale più ampio in Medio Oriente, ma i punti di tensione a Gaza, in Libano, nello Yemen e, più recentemente, in Siria permangono e potrebbero eventualmente intensificarsi.

Le aziende navigano nell'incertezza e continuano a riequilibrare le scorte

Gli utili societari sono rimasti solidi, ma l'Europa è ancora il brutto anatroccolo Per tutto il 2024, gli utili societari sono stati ampiamente resilienti nonostante le molteplici sfide economiche e politiche. Negli ultimi 12 mesi, l'utile per azione globale è aumentato del +4,6%, anche se in modo non uniforme nelle diverse regioni. Il Nord America è stata la regione più forte (+6,1%), sostenuta dai settori tecnologico, finanziario e sanitario. Anche l'APAC ha registrato una solida crescita del +6,0%, in particolare grazie alle società giapponesi, che hanno registrato forti guadagni in settori come l'elettronica e i macchinari. Le aziende dell'Europa occidentale (+2,4%) continuano a rimanere indietro, poiché la domanda dei consumatori rimane lenta e i prezzi delle materie prime e dell'energia sono ancora elevati, mentre i problemi della catena di approvvigionamento e i cambiamenti normativi e l'aumento del potere contrattuale dei dipendenti sui salari rimangono una sfida per i settori ad alta intensità di manodopera. Nel 2025, ci aspettiamo che gli utili prosperino di più, con una crescita trainata dalla tecnologia (intelligenza artificiale, cloud computing e semiconduttori), dalla sanità e dalle energie rinnovabili, mentre settori come i beni di consumo discrezionali, l'industria e il petrolio e il gas potrebbero continuare ad affrontare sfide a causa dell'inflazione, delle pressioni normative e dei venti contrari dell'economia globale. Il divario regionale rimarrà pronunciato, con il Nord America e l'APAC che probabilmente sovraperformeranno l'Europa, dove la crescita degli utili dovrebbe oscillare tra il +2% e il 3%.

Riassortimento e anticipazione delle tariffe per alimentare il ribilanciamento delle scorte Dopo il Covid-19 e la guerra in Ucraina, molte aziende si sono date alla spesa e hanno accumulato ingenti scorte. Si trattava sia di una copertura contro le interruzioni della catena di approvvigionamento e l'aumento dei prezzi, sia di un modo per assicurarsi di essere ben posizionati per beneficiare di una forte domanda. Tuttavia, con il calo della domanda a causa di una crisi del potere d'acquisto, molte aziende hanno implementato strategie di riduzione delle scorte per la maggior parte del 2024, in particolare i settori dei beni di consumo come computer, elettrodomestici o elettronica (si veda la Figura 7). Nel 3° trimestre 2024, abbiamo osservato che a livello globale le scorte giornaliere sono rimaste stabili, ma nove settori su 21 stavano ancora riducendo le scorte. All'altra estremità dello spettro, settori come il tessile, i metalli e l'auto stanno registrando un accumulo di scorte a causa della domanda lenta. In futuro, ci aspettiamo ancora una ripresa della domanda per alcuni settori, in particolare per i beni durevoli, che alimenterà il rifornimento. Inoltre, i rischi geopolitici continueranno ad avere un effetto e ci aspettiamo che le aziende di settori come i computer, i semiconduttori, i metalli e il farmaceutico aumentino le scorte in vista dei dazi statunitensi in arrivo, che probabilmente interromperanno i flussi commerciali globali. Inoltre, i livelli delle scorte potrebbero essere ancora un po' elevati nel 2025, soprattutto in settori come l'automotive e i macchinari, in un contesto di elevata incertezza che pesa sia sulla spesa dei consumatori che su quella delle imprese.

Figura 7: Scorte giornaliere per i settori globali (variazione dell'ultimo trimestre rispetto alla variazione cumulativa di quattro trimestri)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

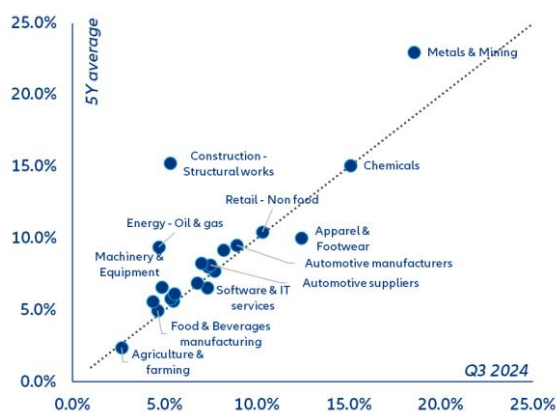
È probabile che il consolidamento fiscale in arrivo metta sotto pressione i ricavi e gli utili delle società

La riduzione della spesa pubblica può avere implicazioni dirette e indirette significative per le imprese. La spesa pubblica è fondamentale per la crescita attraverso progetti infrastrutturali, sussidi, contratti di difesa, servizi pubblici, pagamenti sociali e altre forme di spesa. Quando tale spesa viene ridotta, le aziende che si affidano a contratti governativi o beneficiano di moltiplicatori economici correlati spesso registrano un calo immediato dei ricavi, con conseguente riduzione dei margini di profitto. Direttamente, le aziende di settori come la difesa, l'edilizia, la sanità e la tecnologia sono particolarmente vulnerabili. Indirettamente, la riduzione della spesa pubblica influisce sui profitti delle imprese attraverso il suo impatto sulla domanda complessiva. Una riduzione della spesa spesso porta a una crescita economica più lenta, a una diminuzione della fiducia dei consumatori e a una riduzione del potere d'acquisto delle famiglie (attraverso tasse più elevate o una minore redistribuzione). Questo calo della domanda dei consumatori colpisce le aziende dei beni di consumo, della vendita al dettaglio e dei servizi, costringendo le aziende a fare i conti con volumi di vendita inferiori e margini sotto pressione. Inoltre, l'effetto moltiplicatore della spesa pubblica ne amplifica l'impatto sul settore privato. La nostra analisi suggerisce che esiste una correlazione del 50% tra la crescita degli utili societari e la crescita della spesa pubblica nell'anno precedente per gli Stati Uniti e l'Italia. Questa correlazione è più bassa per Francia e Germania, mentre sembra che gli utili societari non siano correlati alla spesa pubblica nel Regno Unito.

La riduzione del debito a breve termine indica una forte liquidità e un ribilanciamento del debito

Poiché i tassi di interesse hanno iniziato a diminuire, la saggezza convenzionale potrebbe suggerire che le imprese capitalizzerebbero su costi di finanziamento più bassi e aumenterebbero l'uso del debito a breve termine. Tuttavia, notiamo che nella maggior parte dei settori le imprese hanno ridotto la loro dipendenza dal debito a breve termine (si veda la Figura 8). In primo luogo, il calo dei tassi d'interesse coincide con sfide economiche più ampie. In questo contesto, la riduzione dell'indebitamento potrebbe suggerire che le imprese potrebbero prevedere un calo della domanda o dei ricavi più debole nel breve termine, spingendoli a concentrarsi sulla conservazione della liquidità e sul rafforzamento dei loro bilanci. In secondo luogo, le imprese possono anche ridurre la loro dipendenza dal debito a breve termine quando le loro posizioni di liquidità sono solide, come nel caso di molti settori. Infine, le imprese possono cogliere l'opportunità di abbassare i tassi per riequilibrare il proprio debito. Nel 2023 e all'inizio di quest'anno abbiamo evidenziato che le società hanno diminuito il loro debito a lungo termine per aumentare le obbligazioni a breve termine. In questo modo, sono stati in grado di tenere sotto controllo le spese per interessi in un contesto di tassi d'interesse più elevati. Ora che i tassi di interesse sono in calo, si presentano loro l'opportunità di spostare i loro profili di debito verso obbligazioni a più lungo termine. Il passaggio dal debito a breve termine a quello a lungo termine migliora la stabilità finanziaria e allinea le scadenze del debito alla durata dell'investimento.

Figura 8 - Debito a breve termine verso le attività (3° trimestre 2024 vs media a 5 anni)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

È probabile che le insolvenze delle imprese raggiungano un livello elevato prolungato nella maggior parte dei paesi Le dinamiche più recenti confermano principalmente il proseguimento del trend al rialzo delle insolvenze delle imprese nel 2024 nella maggior parte dei paesi. Ci aspettiamo un'altra accelerazione a livello globale per l'intero anno, con quattro paesi su cinque che registrano aumenti, in particolare Australia, Singapore, Canada e Brasile. Le insolvenze aziendali sono superiori al numero pre-pandemia (rispetto alla media 2016-2019) in due paesi su tre, rispetto alla metà del 2023, in particolare nelle economie più avanzate dell'Europa occidentale, nonché in America (Canada) e Asia (Giappone, Australia, Corea del Sud, Singapore). È interessante notare che le grandi aziende non sono state immuni dall'aumento delle insolvenze aziendali. Con più di un fallimento al giorno, il 2024 si preannuncia come un anno record per le insolvenze di imprese con un fatturato superiore a 50 milioni di euro. Nel 2025, prevediamo che il nostro Global Insolvency Index raggiunga un livello stabile dopo tre anni consecutivi di crescita (+1%, +7% e +9% rispettivamente nel 2022, 2023 e 2024). Tuttavia, questa stabilizzazione deriverebbe da tendenze regionali e nazionali più disomogenee rispetto al 2024: solo tre paesi su 10 dovrebbero vedere aumentare le insolvenze delle imprese, ma questo includerà un mix di economie grandi e piccole, che rappresentano oltre la metà del PIL globale. I paesi europei registrerebbero le diminuzioni maggiori, ma il più delle volte da un forte rimbalzo nel periodo 2021-2024 e/o da un massimo storico. Abbiamo modificato il nostro scenario centrale per tenere conto delle elezioni statunitensi e delle prospettive più deboli in un contesto di guerra commerciale e incertezze in Europa, comprese le ricadute delle incertezze (politiche) tedesche e francesi su altri paesi. Negli Stati Uniti, ci aspettiamo che le insolvenze delle imprese aumentino del +4% nel 2025 prima di accelerare del +6% nel 2026. In Germania aumenteranno del +5% prima di diminuire del -4% nel 2026. In Francia si modereranno leggermente rispetto a livelli molto elevati (-3% nel 2025 e -7% nel 2026) mentre in Italia continueranno a salire (+6% e +1% rispettivamente). Il Regno Unito dovrebbe confermare l'inversione di tendenza iniziata a fine 2024 (-5% sia nel 2025 che nel 2026).

Prospettive per il mercato dei capitali: investire con ottimismo e vigilanza

La corda tesa che ci aspetta: investire con ottimismo e vigilanza Alla fine del 2024, le valutazioni degli asset rischiosi riflettono un anno di forte performance, mentre i rendimenti dei titoli di Stato sovrani sono leggermente aumentati nel corso dell'anno, poiché i tassi di riferimento sono stati mantenuti più alti più a lungo, poiché non si sono verificati né i rischi di atterraggio duro né i rischi di atterraggio morbido. Tuttavia, i rischi geopolitici, come le tensioni commerciali e i conflitti regionali, continueranno a mantenere gli investitori cauti. Nei mercati del credito, i solidi fondamentali societari e la robusta domanda degli investitori hanno costantemente creato un contesto favorevole, ma gli spread ultra-stretti continuano a evidenziare la vulnerabilità agli shock economici o politici. Allo stesso tempo, i mercati azionari sono saliti grazie all'ottimismo alimentato dai progressi dell'IA e dalla resilienza degli utili societari, anche se le valutazioni elevate e il rischio di concentrazione settoriale hanno continuato a sollevare preoccupazioni sulla sostenibilità. Queste dinamiche del 2024 rivelano un delicato equilibrio tra l'ottimismo per la crescita e la realtà dei rischi geopolitici ed economici.

Guardando al 2025 e al 2026, i mercati sovrani, creditizi e azionari si troveranno ad affrontare un panorama dinamico caratterizzato dall'evoluzione delle tendenze macroeconomiche e dalle sfide geopolitiche Le politiche delle banche centrali rimarranno fondamentali, con la possibilità di approcci divergenti poiché le pressioni inflazionistiche persistono in alcune regioni mentre altre cercano di stimolare la crescita. Le tensioni commerciali e il cambiamento delle alleanze, in particolare sulla scia delle politiche dell'amministrazione Trump, potrebbero creare venti contrari, influenzando i flussi di capitale globali e la fiducia degli investitori. I rischi geopolitici, compresi i conflitti in corso e le loro potenziali soluzioni, continueranno a essere un fattore critico che influenza la stabilità del mercato. Fattori favorevoli come l'innovazione tecnologica, le misure di stimolo fiscale e la graduale ripresa delle catene di approvvigionamento globali continueranno a offrire opportunità di crescita. Tuttavia, le valutazioni elevate in tutte le asset class rappresentano una sfida, lasciando un margine limitato per passi falsi nella politica o nella gestione economica. In questo contesto, l'attenzione degli investitori dovrebbe spostarsi verso la qualità, con un maggiore controllo degli indicatori macroeconomici come l'andamento dell'inflazione, la stretta monetaria e la resilienza delle economie chiave. L'equilibrio tra ottimismo sulla crescita e cautela sugli shock geopolitici ed economici definirà le strategie per navigare in questi mercati, sottolineando l'importanza dell'adattabilità e della diversificazione negli approcci di investimento (Tabella X).

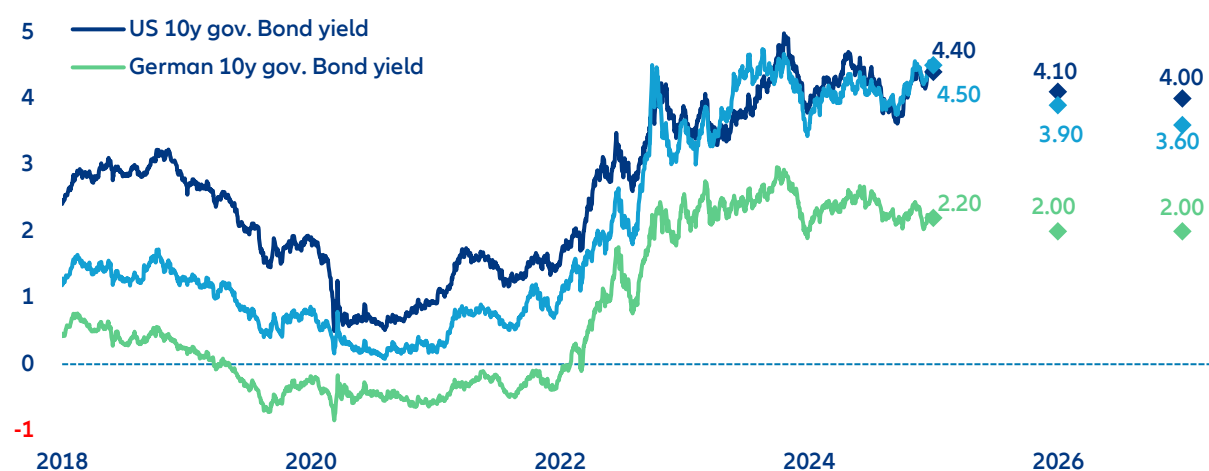
Tabella 5: Previsioni sul mercato dei capitali

EMU	Last*	Unit	2022	2023	2024f	2025f	2026f
Government Debt							
ECB deposit rate	3.00	%	2.00	4.00	3.00	2.00	2.00
10y yield (Bunds)	2.24	%	2.56	2.03	2.20	2.00	2.00
10y EUR swap rate	2.23	%	3.14	2.48	2.20	2.10	2.10
20y EUR swap rate	2.23	%	2.87	2.51	2.20	2.20	2.20
Italy 10y sovereign spread	116	bps	213	168	120	100	90
France 10y sovereign spread	81	bps	55	53	80	80	70
Spain 10y sovereign spread	70	bps	109	97	70	60	50
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	98	bps	166	135	105	105	100
High-yield credit spreads	303	bps	494	395	310	330	330
Equity							
Eurostoxx (total return p.a.)	11ytd	%	-12	19	11	8	8
US							
Government Debt							
Fed Funds rate (high)	4.50	%	4.50	5.50	4.50	4.25	3.50
10y yield (Treasuries)	4.50	%	3.83	3.67	4.40	4.10	4.00
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	79	bps	138	104	85	80	80
High-yield credit spreads	273	bps	479	334	280	300	300
Equity							
S&P 500 (total return p.a.)	25ytd	%	-18	26	26	13	10
UK							
Government Debt							
BoE rate	4.75	%	3.50	5.25	4.75	3.25	3.25
10y yield sovereign (Gilt)	4.56	%	3.67	3.54	4.50	3.90	3.60
Corporate Debt							
Investment grade credit spreads	91	bps	192	134	95	95	90
High-yield credit spreads	337	bps	663	515	350	370	370
Equity							
FTSE 100 (total return p.a.)	10ytd	%	5	8	10	8	7
Emerging Markets							
Government Debt							
Hard currency spread (vs USD)	198	bps	273	215	210	220	205
Local currency yield	6.10	%	6.86	6.19	6.3	6.0	5.8
Equity							
MSCI EM (total return p.a. in USD)	10ytd	%	-20	10	10	7	8
Others							
EUR/USD	1.05	\$ per 1	1.07	1.10	1.05	1.05	1.08
Oil (Brent)	75	\$ per bl	83	78	75	78	75
Natural gas (Dutch TTF)	41	1 per MWh	76	32	38	37	34

Sources: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research
Notes: Year end figures
* As of 18 Dec 2024

I rendimenti dei titoli di Stato sono destinati a un lieve calo nel 2025 Quest'anno non si sono concretizzati né scenari di atterraggio duro né di atterraggio morbido, lasciando i mercati a ricalibrare le aspettative delle banche centrali. All'inizio del 2024, i mercati si aspettavano tagli dei tassi di 160 pb da parte della BCE e della Fed. Al contrario, hanno prodotto solo 100 pb ciascuno, spingendo i rendimenti a 10 anni più in alto di quanto inizialmente previsto. Oggi, le aspettative del mercato per i tagli dei tassi si allineano maggiormente alle nostre proiezioni, suggerendo che gli attuali rendimenti a 10 anni sono vicini al fair value. Eventuali cali dei rendimenti in futuro saranno probabilmente marginali, in quanto il calo delle aspettative di inflazione e le riduzioni dei tassi di riferimento sono controbilanciati da persistenti squilibri tra domanda e offerta. Dal lato dell'offerta, gli ampi disavanzi fiscali negli Stati Uniti continuano a controbilanciare qualsiasi pressione al ribasso sui rendimenti dei Treasury. In Europa, l'accelerazione della stretta quantitativa da parte della BCE ha un effetto simile sui rendimenti dei bund tedeschi.

Figura 9: Rendimenti dei titoli di Stato, %

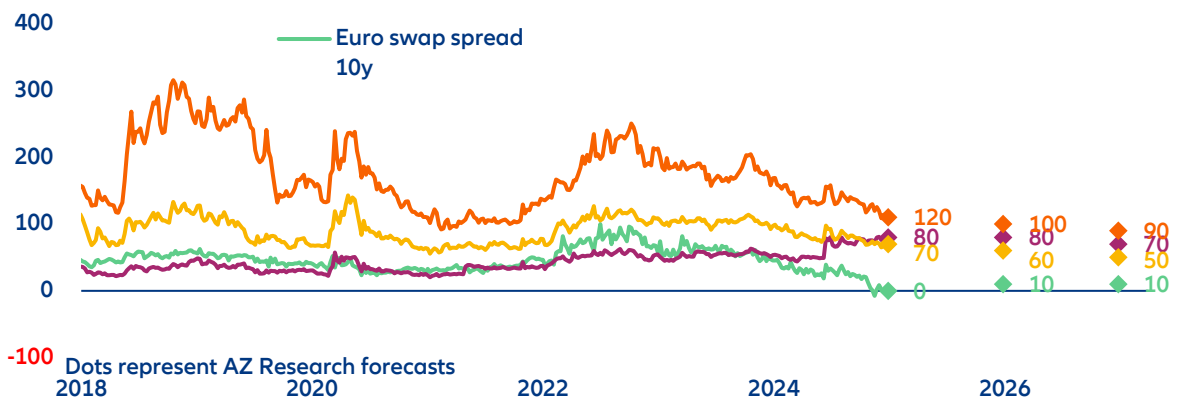


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Le curve dei rendimenti si irripidiranno, ma le pendenze rimarranno storicamente piatte Con il progredire della normalizzazione della politica monetaria, le curve dei rendimenti dovrebbero irripidirsi, ma rimanere relativamente piatte rispetto agli standard storici. Sebbene le curve dei rendimenti siano tornate a una pendenza positiva nel 2024, sono ancora molto meno ripide di quelle osservate negli anni 2010. Ciò riflette un assetto di politica economica e monetaria fondamentalmente diverso. A differenza del decennio precedente, in cui i tassi di riferimento sono scesi a livelli di crisi espansiva vicini al limite inferiore, ora ci si attesta su livelli neutrali. Questo spostamento crea una dinamica più equilibrata tra le estremità corte e lunghe della curva, limitando la pendenza del pendio.

Gli spread dei titoli di Stato europei si restringono, ma la Francia rimarrà al di sopra della Spagna In tutta l'Eurozona, gli spread dei titoli di Stato a 10 anni rispetto alla Germania si sono ridotti quest'anno, con una notevole eccezione: la Francia. Le elezioni anticipate dell'estate hanno portato a una situazione di stallo parlamentare, complicando la formazione del governo e ritardando le riforme fondamentali. Di particolare preoccupazione per gli investitori è l'elevato disavanzo fiscale della Francia, che, dato lo stallo politico, è improbabile che si riduca in modo significativo. L'aumento del disavanzo ha fatto salire l'offerta di titoli di Stato francesi, spingendo gli spread a circa 80 pb. Al contrario, i paesi dell'Europa meridionale hanno ottenuto buoni risultati. I disavanzi primari stretti o positivi, combinati con una crescita solida, in particolare in Spagna, hanno migliorato i parametri e le prospettive del rapporto debito/PIL, sostenendo una contrazione degli spread. Guardando al futuro, ci aspettiamo che gli spread europei si restringano leggermente, ma è probabile che quelli francesi rimangano più alti di quelli spagnoli.

Figura 10: Spread dei titoli di Stato dell'Eurozona, pb

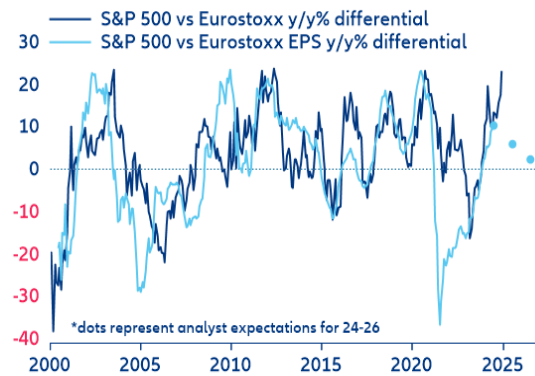


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

L'euro ha perso terreno, ma ci si attende che rimanga al di sopra della parità con il dollaro L'elezione di Donald Trump ha ulteriormente ampliato il divario nelle aspettative delle banche centrali. Per la Fed, i mercati stanno ora scontando un tasso terminale più alto rispetto all'inizio dell'anno, mentre per la BCE è più basso. Nel frattempo, il dinamismo economico favorisce anche gli Stati Uniti, mentre l'Europa continua a faticare. Questa crescente disparità tra le due parti dell'Atlantico ha deprezzato l'euro rispetto al dollaro del -5% quest'anno. Con le aspettative sui tassi di riferimento ampiamente allineate con le nostre opinioni, riteniamo che l'EUR/USD si aggirerà intorno all'attuale livello di 1,05 per il prossimo anno circa, prima che l'euro torni ad apprezzarsi leggermente a seguito del rinnovato allentamento monetario nel 2026 da parte della Fed. Inoltre, l'aumento della divergenza dei tassi nominali tra le banche centrali è in qualche modo compensato dalle aspettative di inflazione più elevate negli Stati Uniti rispetto all'Europa. Nel complesso, il delta dei tassi di interesse reali tra gli Stati Uniti e l'Europa, sia per i tassi di riferimento che per i tassi a lungo termine, è leggermente più debole di quanto suggerisca la differenza nominale.

Bull run e bivi: mercati azionari in transizione Nel 2024, i mercati azionari hanno registrato una crescita robusta, trainata dall'ottimismo per la resilienza economica, il calo dell'inflazione e le prospettive di allentamento delle banche centrali. In questo contesto, le azioni globali hanno guadagnato il +20% da inizio anno, sostenute da politiche monetarie accomodanti e da solidi fondamentali societari. Negli Stati Uniti, le azioni hanno registrato una delle performance più forti dal 1928, sostenute dalla crescita degli utili e dall'espansione delle valutazioni, in particolare nei settori tecnologici e legati all'intelligenza artificiale. Tuttavia, le preoccupazioni per le valutazioni elevate, che si avvicinano costantemente alla bolla tecnologica della fine degli anni '90, e l'elevata concentrazione del mercato continuano a sottolineare le vulnerabilità del mercato. I mercati europei, nel frattempo, hanno continuato ad affrontare un contesto più modesto, alle prese con rischi geopolitici, pressioni tariffarie e crescita degli utili contenuta. Questa divergenza tra gli Stati Uniti e l'Europa continua a persistere, in quanto i primi godono di afflussi sostenuti e di robusti riacquisti societari, mentre i secondi continuano a lottare con venti contrari strutturali (Figura 11).

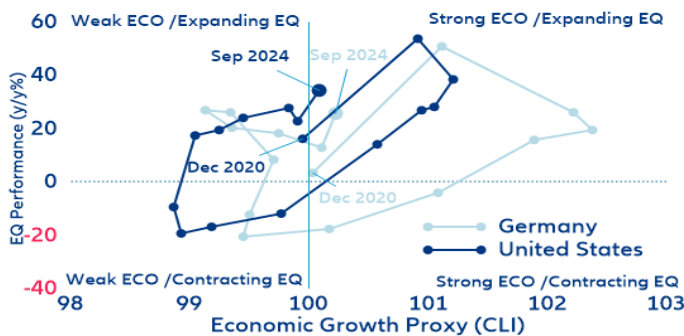
Figura 11: Azioni USA vs EUR



Fonti: LSEG Datastream, OCSE, Allianz Research

Guardando al futuro, il 2025 e il 2026 vedranno i temi chiave plasmare i mercati azionari Negli Stati Uniti, le azioni dovrebbero sostenere la crescita, ma a un livello molto più basso, con l'S&P 500 che dovrebbe raggiungere 6.500 entro la fine del 2025, trainato da un costante aumento degli utili e da una robusta attività di riacquisto e 7.000 entro la fine del 2026. Tuttavia, i vincoli di valutazione e le potenziali pressioni inflazionistiche potrebbero frenare i rendimenti in futuro, ed è fondamentale ricordare che tre anni consecutivi di rendimenti superiori al +20% sono un evento estremamente raro, soprattutto in una fase di ciclo medio-fine (Figura 12). Scendendo di dimensioni, si può sostenere che le mid e small cap statunitensi beneficerebbero di un robusto slancio interno, di tasse più basse e di investimenti di capitale al di fuori del settore tecnologico, con un potenziale rialzo derivante dalle iniziative di reshoring e infrastrutture. Tuttavia, gli elevati costi di finanziamento e le condizioni di liquidità più rigide possono limitare la performance degli operatori più deboli. Passando dall'altra parte dell'Atlantico, è probabile che le azioni europee registrino una performance, anche se a un livello inferiore rispetto alle controparti statunitensi, poiché la ripresa economica si rivela più impegnativa rispetto agli Stati Uniti. In questo scenario, ci aspettiamo che i settori difensivi sovraperformino. Tenendo conto di tutto ciò, e date le valutazioni abbastanza convenienti, ci aspettiamo che la ripresa degli utili europei spinga l'Eurostoxx verso la soglia dei 540 nel 2025 e dei 570 nel 2026, registrando un rendimento totale medio del +8% all'anno.

Figura 12: Orologio della performance economico-azionaria

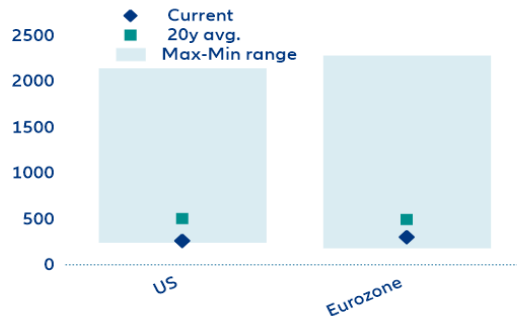


Fonti: LSEG Datastream, OCSE, Allianz Research

Mercati del credito in primo piano: resilienza in un contesto di valutazioni tese Nel 2024, i mercati del credito societario hanno mostrato resilienza nonostante i significativi vincoli di valutazione, con spread investment grade (IG) e high yield (HY) ai minimi storici, riflettendo fondamentali solidi e un'elevata domanda degli investitori. I mercati del credito statunitensi sono stati sostenuti da una robusta crescita economica, dall'allentamento delle condizioni finanziarie e dal calo delle insolvenze, mentre il credito europeo ha beneficiato di afflussi record e di un'offerta netta contenuta. Tuttavia, le valutazioni tese continuano a far destare preoccupazioni sulla performance futura, in particolare perché la crescita globale

deve affrontare venti contrari dovuti alle tensioni geopolitiche, alle potenziali escalation tariffarie e alle politiche monetarie strutturalmente più restrittive nel lungo periodo (Figura 13).

Figura 13: Spread del credito high yield a 25 anni, pb

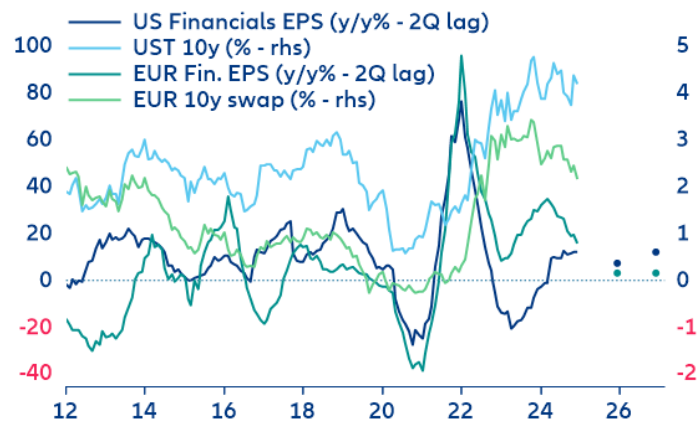


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Guardando al 2025 e al 2026, il panorama del credito dovrebbe essere modellato da fattori macroeconomici e tecnici Negli Stati Uniti, gli spread IG dovrebbero raggiungere gli 80 pb e gli spread HY a 300 pb entro la fine del 2025 e rimanere stabili nel 2026, trainati dall'aumento delle emissioni, dalla resilienza dei fondamentali, dalla forte domanda e dall'interessante rendimento corretto per il rischio. Il credito europeo, pur iniziando il 2025 a valutazioni più convenienti rispetto agli Stati Uniti, continuerà ad affrontare vulnerabilità strutturali legate all'incertezza geopolitica e ai rischi tariffari, ma potrebbe beneficiare dell'allentamento delle politiche della BCE e della potenziale espansione fiscale. Alla luce di ciò, prevediamo che l'IG dell'EUR si stabilizzerà intorno ai 100 pb per i prossimi due anni e che lo spread HY atterrerà intorno alla soglia dei 330.

Il mercato del credito dovrebbe continuare a mostrare resilienza, grazie all'elevata concentrazione di settori finanziari e difensivi, che probabilmente fungeranno da cuscinetto contro l'incertezza economica e dei mercati Il settore finanziario, in particolare, beneficerà di tassi d'interesse più elevati che sostengono i margini d'interesse netti, nonché di fondamentali solidi e solide posizioni patrimoniali che migliorano la qualità del credito. Questa adattabilità alle mutevoli condizioni macroeconomiche aggiunge ulteriore stabilità, mantenendo la fiducia degli investitori e gli spread creditizi relativamente stabili. Tuttavia, le valutazioni costose lasciano poco spazio per un'ulteriore compressione degli spread, aumentando la probabilità di un ampliamento degli spread. Ciò attribuisce maggiore importanza ai fondamentali resilienti per contrastare queste pressioni (Figura 14).

Figura 14: Aspettative di crescita del settore finanziario



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Le sfide cicliche per gli asset dei mercati emergenti persisteranno nel 2025 Nell'ultimo trimestre, gli asset dei mercati emergenti hanno registrato una drastica inversione di tendenza, passando da una traiettoria di ripresa favorevole, sostenuta dall'inizio del ciclo di allentamento della Fed, a una rinnovata pressione dopo la rielezione di Trump. Prevediamo che il "Trump trade", caratterizzato dalle aspettative di un USD più forte e di un contesto di tassi statunitensi più alti più a lungo, si estenderà fino al 2025. In questo contesto, gli asset dei mercati emergenti sono emersi chiaramente come "perdenti", alle prese con una triplice sfida: deprezzamento della valuta, vincoli all'allentamento della politica monetaria e potenziali perturbazioni commerciali. Le economie dei mercati emergenti hanno registrato un forte calo dei flussi di portafoglio a ottobre e prevediamo una pressione persistente nel 2025, poiché l'attrattiva relativa degli asset emergenti più rischiosi ha continuato a essere indebolita dagli asset statunitensi ad alto rendimento e dal sentimento di avversione al rischio in un contesto di crescenti incertezze. In un contesto di contrazione dei differenziali dei tassi e di potenziali dazi più elevati, si prevede che le valute dei mercati emergenti dovranno affrontare persistenti pressioni di deprezzamento, che hanno trascinato al ribasso i rendimenti totali delle azioni dei mercati emergenti del -30% e reso leggermente negativi i rendimenti del debito in valuta locale per gli investitori in USD quest'anno.

Ciononostante, ci aspettiamo una performance resiliente, dato il miglioramento dei fondamentali delle economie emergenti Nonostante le sfide significative durante l'ultimo ciclo di rialzi, gli asset dei mercati emergenti hanno registrato una performance robusta rispetto agli asset dei mercati sviluppati. La mossa senza precedenti delle banche centrali dell'America Latina e dell'Europa centro-orientale in questa fase del ciclo di allentamento ha evidenziato un netto miglioramento dei quadri politici dei mercati emergenti, un cambiamento strutturale che prevediamo persisterà. Inoltre, prevediamo un miglioramento della qualità del credito nelle regioni dei mercati emergenti in termini di saldi delle partite correnti e fiscali. L'evoluzione della composizione degli indici dei mercati emergenti, in particolare la crescente quota di emittenti di qualità superiore del Medio Oriente, sta anche migliorando la qualità creditizia complessiva degli indici di debito in valuta forte, un fattore determinante per la contrazione degli spread in valuta forte nonostante il difficile contesto macroeconomico. Inoltre, con solo poche economie che ancora combattono un'inflazione persistente, la maggior parte delle economie emergenti si trova ora in cicli di allentamento e l'attenzione si sta spostando verso la crescita, poiché l'inflazione rimane sostanzialmente in linea con gli obiettivi delle banche centrali, creando un contesto favorevole alla crescita economica.

Prestare attenzione ai rischi idiosincratici nelle principali economie emergenti e alle acute tensioni di mercato In Cina, un fattore chiave per la performance dell'azionario dei mercati emergenti e del debito in valuta locale, l'attuazione e l'efficacia dei programmi di stimolo del paese saranno fondamentali. Sebbene si possa sperare che queste misure possano risollevare i mercati azionari, il potenziale di rialzo rimane limitato a causa della debolezza dei fondamentali che richiede tempo per riprendersi. I persistenti venti contrari, in particolare la potenziale escalation delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti, pongono ulteriori rischi e potrebbero influenzare in modo significativo altre economie emergenti con stretti legami commerciali con la Cina. Anche le sfide fiscali del Brasile, che hanno un impatto notevole sulla regione dell'America Latina e sulla performance del debito in valuta locale, e le continue tensioni politiche in Medio Oriente, rimangono aree critiche di preoccupazione. Queste dinamiche potrebbero esacerbare l'instabilità regionale e pesare sul sentiment degli investitori. Inoltre, ci aspettiamo una coda più grassa in un contesto di crescenti incertezze politiche, in cui le acute tensioni di mercato potrebbero innescare bruschi deflussi di fondi e correzioni significative dei prezzi degli asset dei mercati emergenti. In questo contesto, rimaniamo cautamente ottimisti sugli asset dei mercati emergenti. Prevediamo rendimenti totali per le azioni dei mercati emergenti a +7% nel 2025 e +8% nel 2026, che gli spread del debito dei mercati emergenti in valuta forte si allarghino a 220 pb nel 2025 prima di restringersi a 205 pb nel 2026 e che i rendimenti in valuta locale continuino la loro traiettoria discendente al 6% nel 2025 e al 5,8% nel 2026.

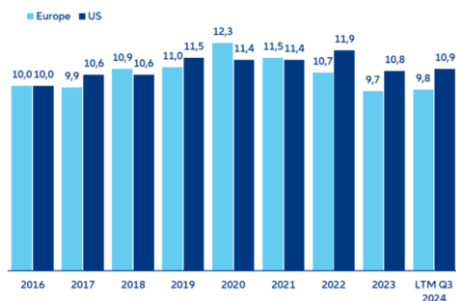
I mercati immobiliari globali sono sostanzialmente sulla buona strada per un'ulteriore ripresa, anche se il contesto di tassi più alti più a lungo negli Stati Uniti potrebbe rallentare questo processo Con la maggior parte delle principali economie che entrano in un ciclo di allentamento monetario, si prevede che i tassi ipotecari diminuiranno ulteriormente, stabilizzando la domanda di mutui per la casa. Nel mercato degli immobili commerciali, le tendenze mostrano un indebolimento degli standard di credito e una domanda costante di prestiti sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona. Il mercato degli occupanti rimane

relativamente robusto, con una crescita degli affitti sostenuta da un'offerta limitata nei settori chiave, anche se persistono sfide negli spazi per uffici a causa dei cambiamenti nelle dinamiche del luogo di lavoro. I volumi delle transazioni si stanno stabilizzando ma rimangono a livelli contenuti, in parte a causa del persistente divario tra le aspettative degli acquirenti e dei venditori. Tuttavia, con il calo dei tassi ipotecari, è probabile che le valutazioni migliorino, riducendo gradualmente questo divario e facilitando un maggior numero di transazioni. Inoltre, il miglioramento del sentiment e della disponibilità di capitale potrebbe sostenere l'attività sia nel settore residenziale che in quello commerciale.

Sbloccare il valore: gli asset privati rimangono un'opportunità resiliente Alla fine del 2024 i mercati del credito privato hanno dimostrato resilienza e continua espansione, anche di fronte alle sfide economiche precedenti. Il direct lending è rimasto un punto fondamentale, con un forte interesse da parte degli investitori, anche se tendenze come l'aumento dell'uso dei prestiti con pagamento in natura (PIK) hanno rivelato sia la flessibilità del mercato che le potenziali pressioni sui flussi di cassa per gli istituti di credito. Se queste tendenze persistono, il credito privato potrebbe rimanere una fonte di finanziamento affidabile, soprattutto perché le insolvenze rimangono basse e le partnership con i mercati dei prestiti tradizionali si rafforzano. Tuttavia, i rendimenti più stretti e le performance variabili dei fondi suggeriscono che la selettività degli asset e dei gestori rimarrà un fattore chiave per i rendimenti.

Entro la fine del 2024, i mercati del private equity hanno mostrato i primi segnali di ripresa, sostenuti dall'allentamento dei tassi d'interesse e dalla robusta attività economica, in particolare negli Stati Uniti Sebbene i tassi più bassi abbiano offerto sollievo allo spazio di buyout riducendo i costi di finanziamento, i loro benefici devono ancora materializzarsi poiché i multipli di ingresso rimangono leggermente elevati rispetto ai livelli pre-pandemia. Nel mercato secondario, la riduzione degli sconti e la maggiore attenzione alle strategie guidate dai GP, come i fondi di continuazione, evidenziano il crescente interesse degli investitori per la creazione di valore a lungo termine. Tuttavia, le incertezze geopolitiche e un approccio cauto alle uscite hanno continuato a pesare sull'attività (grafico 15).

Figura 15: Valutazione di ingresso nell'acquisizione di private equity, rapporto prezzo/utili



Fonti: Partners Group, Pitchbook

Guardando al 2025 e al 2026, il private equity potrebbe registrare un rinnovato slancio se i tassi d'interesse più bassi e i fondamentali economici sosterranno le opportunità di deal-making ed exit. La graduale ripresa dei mercati delle IPO e un contesto di M&A potenzialmente favorevole sotto l'amministrazione Trump potrebbero stimolare ulteriormente l'attività. Permangono tuttavia sfide strutturali come gli elevati livelli di valutazione e le incertezze politiche. Il successo dipenderà probabilmente dall'adozione dell'innovazione tecnologica, dalla concentrazione sui miglioramenti operativi e dalla gestione selettiva delle opportunità specifiche del settore.