

Allianz Research | 20 Novembre 2025

Le pensioni della Germania, il difficile equilibrio di bilancio del Regno Unito e il dilemma dei data center in Europa

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

Maxime Darmet
Senior Economist US-UK-France
maxime.darmet@allianz-trade.com

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

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

In sintesi

Le pensioni della Germania: costi alti, rischi politici elevati. Sebbene il pacchetto pensionistico del 2025 adempia agli impegni chiave della coalizione, la proposta di estendere il livello pensionistico del 48% (un lavoratore con redditi medi oltre 45 anni riceve una pensione pari al 48% del salario netto) oltre il 2031 ha suscitato tensioni politiche, poiché aumenterebbe i costi e ritarderebbe le riforme strutturali. Tuttavia, un crollo completo della coalizione che finirebbe con un governo di minoranza rimane improbabile. Mantenere il livello pensionistico aumenterebbe i contributi alla sicurezza sociale di +5,2 punti percentuali entro il 2031 e di ulteriori +6,6 punti percentuali fino al 2040. Per finanziare questo progetto, l'imposta sul reddito personale dovrebbe anche passare dal 16,7% attuale al 17,1% entro il 2032 e al 19,4% entro il 2040. Il carico combinato dei dipendenti porterebbe la Germania al massimo delle aliquote di contribuzione sociale dell'OCSE entro il 2028, vicino al 51,5% entro il 2040, riducendo i redditi reali disponibili del -5,2% entro il 2031 e di quasi -19% entro il 2040, limitando così i risparmi pensionistici privati o professionali. Nel frattempo, le imprese dovranno affrontare un aumento dei costi del lavoro non salariato di +11,5 punti percentuali entro il 2040, in un contesto di produttività stagnante. In termini fiscali, la spesa pensionistica potrebbe raggiungere il 14,2% del PIL entro il 2035, richiedendo importanti sussidi statali e quindi aumenti annuali delle entrate fiscali federali del +2,1%. Questo potrebbe soffocare gli investimenti e pesare sul potenziale di crescita a lungo termine. In definitiva, il pacchetto sarà probabilmente riaperto e adattato per garantire sostegno e consentire riforme all'interno della commissione pensioni del 2026.

Regno Unito: Il difficile equilibrio del bilancio. La Cancelliera Reeves è pronta a presentare il suo bilancio autunnale il 26 novembre, in un contesto di crescente fragilità politica, grandi squilibri fiscali e un attento controllo del mercato. Prevediamo circa 30 miliardi di sterline di un restringimento fiscale netto – principalmente tramite aumenti fiscali e per lo più anticipati nel 2026. È probabile che il Cancelliere cerchi di accontentare sia i deputati laburisti che i mercati finanziari presentando un mix di aumenti sia delle tasse "grandi" (16,7 miliardi di sterline) sulle grandi aziende e degli individui ad alto reddito sia di quelle "piccole" (8,4 miliardi di sterline), ovvero aumenti delle imposte sulla proprietà e sul reddito sul capitale. La reazione del mercato dovrebbe essere moderatamente negativa, con la volatilità che potrebbe aumentare nel breve termine. Ma se il governo cedesse alle pressioni politiche per aumentare ulteriormente il carico fiscale su imprese, capitale o ricchezza, la reazione del mercato potrebbe essere molto più negativa. Nonostante ulteriori misure di inasprimento fiscale in arrivo nel 2026, non ci aspettiamo che il deficit si riduca molto (-5,1% del PIL, rispetto al -5,4% del PIL nel 2025) a causa dell'indebolimento della crescita del PIL (+0,9% previsto dopo +1,4% quest'anno) e della forte spesa pubblica in conto capitale che annullerà parte dei risparmi dovuti agli aumenti fiscali. In definitiva, un rafforzamento della credibilità politica – sia monetaria che fiscale – è essenziale per migliorare significativamente la performance economica e di mercato del Regno Unito.

Il dilemma dei data center in Europa: un divario negli investimenti di 100 miliardi di euro.

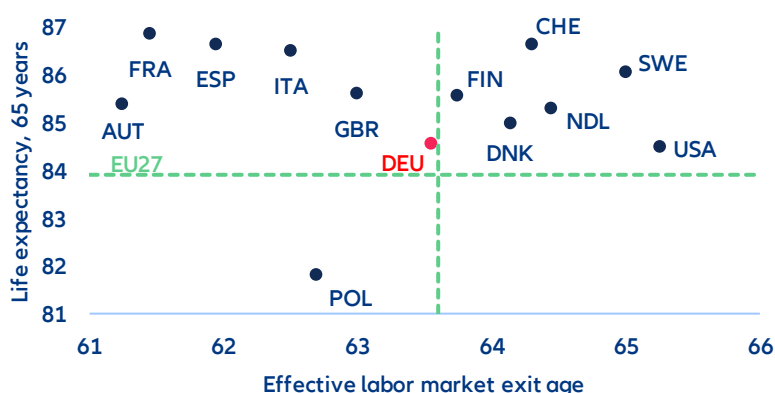
Come parte del suo omnibus digitale per semplificare le regole e rafforzare la competitività, la Commissione Europea ha proposto di concedere ai principali sviluppatori di IA maggiore margine di utilizzo di determinate categorie di dati personali per l'addestramento dei modelli, rimandando al contempo l'attuazione del fondamentale AI Act. Parallelamente, l'UE ha appena avviato una nuova indagine sui giganti statunitensi del cloud, in un contesto di

crescenti preoccupazioni sulla protezione dei dati dei consumatori europei – anche se dipende dagli hyperscaler statunitensi per colmare il divario tecnologico. Tuttavia, la capacità cloud europea rimane insufficiente per soddisfare la domanda esplosiva di infrastrutture informatiche e di intelligenza artificiale. Molto indietro rispetto agli Stati Uniti, che rappresentano circa due terzi della capacità attuale e prevista dei data center, l'Europa sta affrontando una crescente concorrenza da parte di operatori asiatici nella corsa all'IA, in particolare la Cina, la cui capacità operativa attuale (4,5GW) è ora equivalente alla capacità totale dei principali mercati europei, che faticano con alti costi di costruzione e vincoli normativi ed energetici. Oltre alla roadmap di 200 miliardi di euro annunciata lo scorso anno, sono necessari ulteriori 100 miliardi di euro per costruire nuova capacità e raggiungere l'obiettivo ufficiale di triplicare la capacità dei data center in Europa nei prossimi 5-7 anni.

La bomba a orologeria tedesca: alti costi, alte poste in gioco politiche

Il pacchetto pensionistico della coalizione per il 2025 sostiene i benefici più a lungo del previsto inizialmente, mettendo in secondo piano le riforme strutturali essenziali e creando rischi fiscali a lungo termine e dispute politiche. Il pacchetto pensionistico del 2025 prevede che il governo federale tedesco proceda con iniziative chiave derivanti dall'accordo di coalizione, come la stabilizzazione dei livelli pensionistici al 48% (un lavoratore con redditi medi superiori a 45 anni riceve una pensione pari al 48% del salario netto) fino al 2031 e l'espansione delle pensioni delle madri entro il 2027, il che metterà ulteriore pressione sul bilancio. Il governo sta inoltre incoraggiando il continuo lavoro dei pensionati e apportando miglioramenti costruttivi alle pensioni professionali. Tuttavia, l'estensione dei livelli pensionistici al 48% oltre il 2031 non faceva parte dell'accordo di coalizione, scatenando un significativo dibattito politico. Questa decisione potrebbe ritardare o impedire riforme strutturali significative anche dopo il 2029, in particolare per quanto riguarda la sostenibilità a lungo termine del sistema pensionistico. Con il numero di pensionati che dovrebbe aumentare di 2,1 milioni entro il 2035, mentre la popolazione in età lavorativa diminuirà di 2 milioni, portando il rapporto pensionati/contributori a oltre il 61% entro il 2036, la pressione sul sistema pensionistico tedesco aumenterà ulteriormente. Tuttavia, riforme cruciali, come l'adeguamento dell'età pensionabile in linea con l'aspettativa di vita o l'indicizzazione delle pensioni all'inflazione, sono attualmente fuori discussione. Rispetto ai paesi nordici, la Germania è in basso in termini di età effettiva per uscita del mercato del lavoro (Figura 1). La posta in gioco è alta e l'esito di questo dibattito potrebbe avere implicazioni di vasta portata non solo per il sistema pensionistico tedesco, ma anche per la sua salute fiscale a lungo termine, il potenziale di crescita economica e, in ultima analisi, per il suo orientamento politico. L'Unione Giunge, che detiene 18 seggi al Bundestag, ha minacciato non senza motivo di bloccare il pacchetto pensionistico a causa dell'estensione dei livelli pensionistici oltre il 2031, previsto per l'approvazione a dicembre. Come visto recentemente in Francia, questa mossa potrebbe avere conseguenze politiche in Germania.

Figura 1: Età effettiva di uscita del mercato del lavoro e aspettativa di vita, 65 anni in paesi selezionati

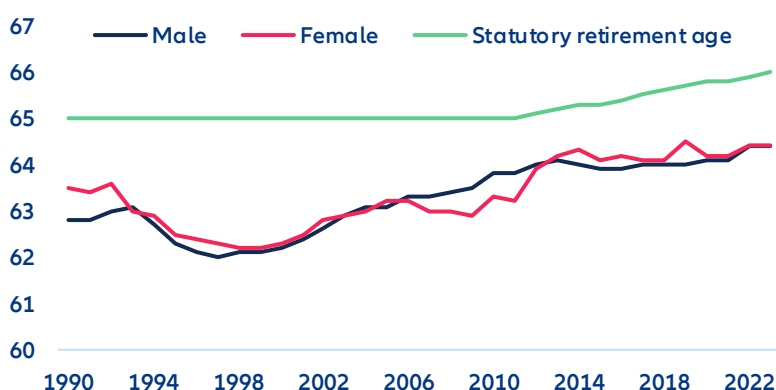


Fonti: OECD, Allianz Research. Note: EU27 è una media semplice guidata dalle economie della CEE con aspettativa di vita per lo più inferiore alla media (non mostrata).

I costi crescenti associati all'invecchiamento della popolazione devono essere finanziati tramite contributi e tasse maggiori da parte della popolazione in età lavorativa. Per mantenere il livello pensionistico al 48%, il governo dovrà sospendere il fattore di sostenibilità, che è progettato per garantire che le pensioni aumentino meno

bruscamente quando il rapporto pensionati rispetto ai contribuenti peggiora. Sebbene l'età pensionabile legale sia aumentata costantemente dai 65 ai 66 anni dal 2012, l'età pensionabile effettiva è rimasta stagnante nell'ultimo decennio (Figura 2). Questo significa che andare in pensione anticipata è ancora economicamente vantaggioso per molte persone. Questo aggrava ulteriormente il carico pensionistico aumentando il rapporto pensionati/contribuenti. Senza azione, il livello pensionistico inizierà a diminuire dopo il 2029, scendendo al 47% entro il 2031 e al 46,3% entro il 2040. Ciò significa che il deficit dovrebbe essere compensato tramite pensioni private o professionali, risparmi o lavorando più a lungo. Per evitare ciò, il governo dovrebbe aumentare il fattore di sostenibilità da 0,2 ad almeno 0,3 volte la spesa media mensile per l'assicurazione pensionistica. Poiché si prevede che le riserve del sistema pensionistico raggiungeranno il loro limite inferiore entro il 2028, ciò comporterebbe tassi di contribuzione più alti. Per mantenere il sistema attuale, i contributi pensionistici dovrebbero aumentare di +1,2 punti percentuali, passando dal 18,6% al 19,8% entro il 2028, seguiti da un ulteriore aumento al 20% entro il 2029. Questi tassi potrebbero continuare a aumentare, raggiungendo potenzialmente il 21,2% entro il 2037, dove si stabilizzerebbero fino al 2040. Attualmente, il governo deve intervenire con misure correttive solo se il tasso di contributo supera il 22%. Il tasso di contribuzione più alto in Germania fino ad oggi era del 20,3% alla fine degli anni '90, il che significa che il sistema pensionistico si sta avvicinando a livelli non visti da decenni.

Figura 2: Età effettiva per la pensione e età pensionabile statutaria, 1990-2023

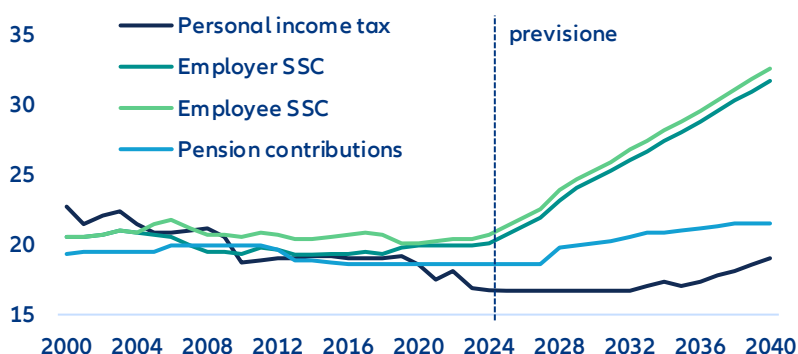


Fonti: Associazione Tedesca per l'Assicurazione Pensione, Allianz Research

Estendere la linea di attesa metterebbe pressione sia sui dipendenti che sui datori di lavoro, e il calo dei livelli di reddito reale ridurrebbe la possibilità di stipulare accordi privati. Per mantenere la linea di detenzione oltre il 2031, si prevede un aumento dei tassi di contribuzione sociale. Per i dipendenti senza figli con un salario medio, i contributi sociali dovrebbero aumentare di +5,2 punti percentuali, passando dal 20,7% del guadagno lordo nel 2024 al 25,9% nel 2031 e poi aumentando di ulteriori +6,6 punti percentuali fino al 32,5% nel 2040 (Figura 3). Il costo crescente delle pensioni sarà inoltre aggravato da tasse sul reddito più elevate, che saranno utilizzate per finanziare il peso fiscale sul bilancio pubblico (saranno necessari ulteriori 111 miliardi di euro di sussidi federali legati alla demografia tra il 2032 e il 2040). Il carico fiscale passerà quindi dal 16,7% nel 2024 al 17,1% nel 2032 e al 19,4% nel 2040. Entro il 2028, la Germania avrà le aliquote di contribuzione sociale personale più alte dell'OCSE, superando Belgio e Lituania in termini di imposta sul reddito personale e contributi alla sicurezza sociale dei dipendenti (Figura 4). Il carico combinato potrebbe raggiungere il 51,5% entro il 2040. I redditi reali disponibili potrebbero diminuire del -5,2% entro il 2031 e del -18,7% entro il 2040, lasciando meno spazio per risparmi pensionistici privati o professionali. Attualmente circa due terzi dei lavoratori investono il 4-5% del reddito annuo in piani pensionistici privati e il 60% dei dipendenti partecipa a piani pensionistici professionali, contribuendo per l'1-4% del loro stipendio lordo. Tuttavia, queste percentuali probabilmente diminuiranno con il carico più elevato. Ma c'è un altro fattore collaterale: un reddito disponibile più basso porterà anche a un consumo privato più debole, che peserà sulla crescita (potenziale a lungo termine intorno allo +0,3%) e aumenterà il rischio di recessione. Le imprese affronteranno una pressione crescente, poiché i costi del lavoro non salariato dovrebbero aumentare di +11,5 punti percentuali tra il 2024 e il 2040, mentre la produttività ristagnerà. La Germania attualmente si posiziona al 14° posto con i contributi alla sicurezza sociale dei datori di lavoro al 20,1%, ma potrebbe superare il Portogallo (11°) entro il

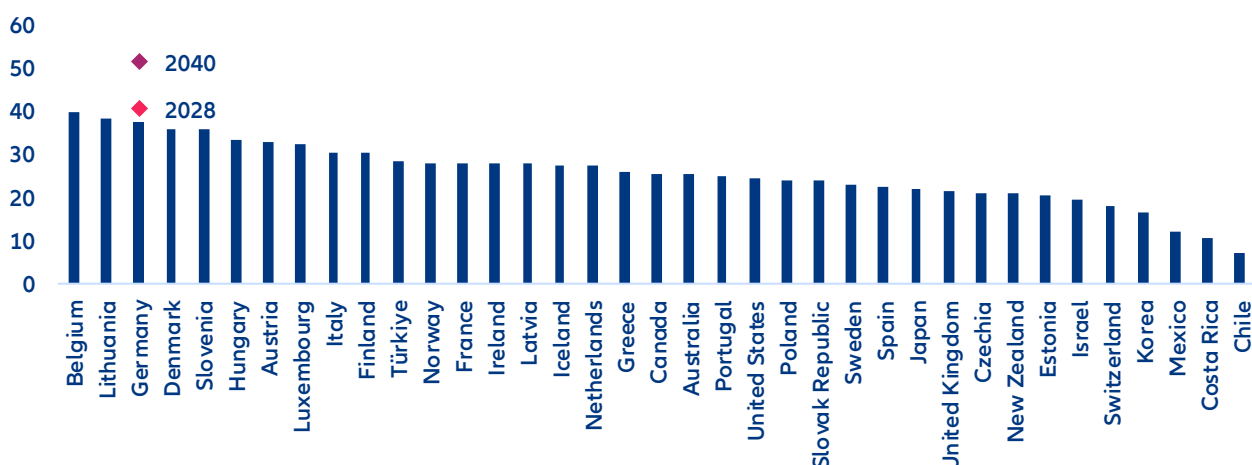
2028 e avere il quarto posto più alto entro il 2040 (32,5%), il che la collocherebbe dietro Francia (1°, 36,3%), Repubblica Ceca ed Estonia.

Figura 3: Simulazione di un aumento dei contributi pensionistici, dei contributi alla sicurezza sociale dei datori di lavoro e dei dipendenti e dell'imposta sul reddito personale dovuta al livello pensionistico del 48%



Fonti: OECD, Destatis, Deutsche Rentenversicherung Bund, Allianz Research. Nota: I contributi pensionistici fanno parte dei contributi alla sicurezza sociale dei dipendenti (SSC). Assumiamo che l'imposta sul reddito personale aumenti con la nostra previsione salariale fino al 2027 e con aumenti medi del salario successivo. Inoltre, assumiamo anche che l'onere di una stabilizzazione del livello pensionistico al 48% debba essere sostenuto dai contribuenti e quindi distribuire equamente i 111 nm di euro negli anni, assumendo un aumento fiscale basato sulle entrate fiscali sul reddito e IVA previsto per il 2025.

Figura 4: Imposta sul reddito personale e contributi alla sicurezza sociale dei dipendenti, come percentuale dei guadagni lordi



Fonti: OECD, Destatis, Allianz Research. Nota: Assumiamo che l'imposta sul reddito personale aumenti con la nostra previsione salariale fino al 2027 e con aumenti medi dei salari successivi. Inoltre, assumiamo anche che l'onere di una stabilizzazione del livello pensionistico al 48% debba essere sostenuto dai contribuenti e quindi distribuire equamente i 111 nm di euro negli anni, assumendo un aumento fiscale basato sulle entrate fiscali sul reddito e IVA previsto per il 2025. Tutti gli altri paesi rimangono uguali al livello del 2024, ceteris paribus.

Il progetto porterà a spese pensionistiche costantemente superiori fino al 14,2% del PIL entro il 2035, il che sarà incompatibile con lo stato attuale del bilancio federale. Le pensioni rappresentano il 9,1% del PIL nel 2025 e potrebbero salire al 10,4% entro il 2029 e al 14,2% entro il 2035 se il livello pensionistico del 48% verrà esteso oltre il 2031. Finanziare questo richiederà ulteriori sussidi statali, che potrebbero aumentare di circa un terzo tra il 2030 e il 2040 e saranno infine finanziati tramite tasse. Già dal 2026, un terzo di tutte le entrate fiscali sarà destinato al sistema pensionistico. Per mantenere il livello pensionistico del 48% oltre il 2031, si stima che saranno necessari ulteriori 111 miliardi di euro tra il 2032 e il 2040, il che richiederebbe un aumento delle entrate fiscali federali del +2,1% ogni anno. Senza adeguate riforme del mercato del lavoro, la spesa discrezionale nel bilancio federale potrebbe diminuire dal 22% nel 2026 a meno del 5% entro il 2035 a causa dell'invecchiamento demografico e

dell'aumento dei costi degli interessi. Man mano che più fondi federali vengono destinati al sistema pensionistico, ce ne saranno meno disponibili per investimenti in progetti futuri, mettendo ulteriore pressione sul bilancio federale e riducendo la potenziale crescita del PIL.

Sebbene il pacchetto pensionistico abbia il potenziale di causare tensioni politiche significative, un crollo della coalizione è improbabile. A suo seguito, un governo di minoranza sarebbe altamente improbabile, non ultimo perché il cambiamento di maggioranze nel Bundestag renderebbe quasi impossibile una legislazione stabile. Nessuno dei partiti potrebbe essere interessato a nuove elezioni, dato che i sondaggi attuali mostrano un ulteriore spostamento a destra (CDU/CSU 26% contro 28,5% a febbraio; SPD 14% contro 16,4%; Grüne 12% contro 11,6%; e AfD 26% contro 20,8%). Sebbene l'accordo di coalizione non includesse disposizioni per il mantenimento dei livelli pensionistici oltre il 2031, questa questione solleva preoccupazioni sull'equità generazionale e sui costi fiscali a lungo termine. Tuttavia, entrambi i partiti di governo sono sotto pressione elettorale per realizzare una qualche forma di riforma. Il pacchetto sarà quindi probabilmente riaperto o modificato per assicurarsi i voti, dato che la coalizione detiene solo la maggioranza di 12 seggi, inclusi i 18 membri della Junge Union, per far passare la legge a dicembre. Questo lascia anche spazio a riforme strutturali più sostanziali, che sono attese dalla commissione pensioni a metà 2026. La commissione ha il mandato di proporre un nuovo punto di riferimento per la sicurezza della vecchiaia su tutti e tre i pilastri: statuario, occupazionale e privato. Tuttavia, affinché il sistema pensionistico tedesco diventi veramente sostenibile, le riforme devono andare oltre le soluzioni distributive. Devono affrontare la carenza imminente di manodopera causata dall'invecchiamento della popolazione ricalibrando l'equilibrio tra livelli pensionistici, tassi di contributo ed età pensionabile; rimuovere le barriere di età nei contratti di lavoro, incentivare una vita lavorativa più lunga e ampliare le opzioni di riqualificazione per i lavoratori in lavori fisicamente impegnativi. Solo allora la Germania potrà garantire un quadro pensionistico sostenibile a lungo termine e raggiungere la stabilità economica e fiscale.

Regno Unito: Il difficile equilibrio del bilancio

Il bilancio autunnale 2025 del Cancelliere Reeves – che sarà presentato il 26 novembre – dovrebbe rappresentare circa 30 miliardi di sterline di stretta fiscale netta (principalmente tramite aumenti delle tasse), oltre al pacchetto fiscale da 41,5 miliardi di sterline introdotto lo scorso anno. Il Regno Unito affronta ingenti sfide fiscali, con un pesante deficit di bilancio del governo generale del -5,4% previsto per il 2025 e un debito pubblico al 100,5% del PIL. Per ridurre gli squilibri fiscali, il governo britannico è tenuto a rispettare le sue regole fiscali¹ e, inoltre, a mantenere il "margine" contro queste regole per preservare i margini fiscali in caso di peggioramento delle condizioni economiche o di mercato. In totale, stimiamo che il Cancelliere annuncerà circa 30 miliardi di sterline² di inasprimento fiscale, sbilanciati in modo schiacciante verso aumenti fiscali (30 miliardi di sterline) e tagli limitati alla spesa (3-5 miliardi di sterline). Circa l'80% di questi aumenti fiscali sarà probabilmente anticipato nel 2026, mentre i tagli alla spesa saranno posticipati al 2029/2030. Questo segue gli aumenti fiscali di 41,5 miliardi di sterline presentati nel bilancio autunnale dello scorso anno, che si sono concentrati principalmente su imprese, reddito da capitale e ricchezza. Le imprese hanno subito il peso maggiore, con un aumento dei contributi ai datori di lavoro alla previdenza sociale (oltre all'aumento del salario minimo nazionale) lo scorso aprile e aumenti delle aliquote fiscali sugli interessi portati e sulle plusvalenze. Il governo ha anche esteso la tassa sui profitti energetici che mira al petrolio del Mare del Nord (aliquota marginale del 79%). Inoltre, il bilancio autunnale 2024 ha posto fine all'esenzione fiscale sui redditi esteri delle persone non domiciliate e ha aumentato l'imposta di successione.

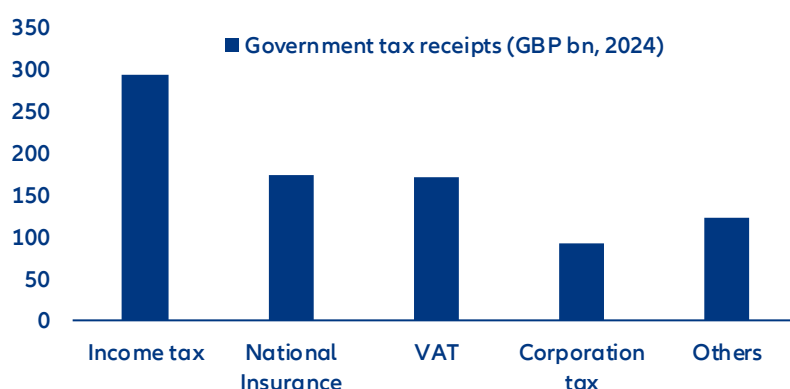
Il Cancelliere deve affrontare decisioni fiscali difficili poiché non può accontentare tutti allo stesso tempo. Le notizie secondo cui escluderebbe cambiamenti fiscali "grandi" (recentemente l'imposta sul reddito) aumentano il rischio di reazioni negative del mercato a causa della credibilità indebolita. La disconnessione all'interno del Partito Laburista per il restringimento fiscale sta crescendo, e il governo è sempre più sotto pressione per evitare tagli alla spesa. La scorsa primavera, la reazione dei deputati laburisti contro i tagli pianificati ai benefici sociali ha costretto il Cancelliere a tornare indietro. I deputati vogliono più spesa, nessun aumento delle imposte sul reddito

¹ Le due principali regole fiscali sono: i) bilanciare il "bilancio corrente" del governo centrale (cioè escludendo la spesa per investimenti) e ii) le passività finanziarie nette del settore pubblico (in % del PIL) devono essere ridotte. Entrambe le regole sono vincolanti entro il 2029/30.

² Stiamo che 20 miliardi di sterline saranno per rispettare le regole fiscali, e 10 miliardi di sterline per aumentare il margine fiscale, come già suggerito.

per la classe media e nessun aumento dell'IVA – sostanzialmente vicino a quanto promesso nel manifesto laburista durante le elezioni del 2024. Tuttavia, attenersi agli impegni del manifesto rende sempre più difficile raccogliere entrate sufficienti per colmare le lacune fiscali. Le "grandi" imposte (IVA, imposta sul reddito, NIC (inclusi i datori di lavoro) e imposta sulle società) costituiscono l'85% del totale delle entrate fiscali (Figura 5). Per i mercati, aumentare le tasse elevate è un modo molto più credibile per ridurre gli squilibri fiscali. Anzi, escludere grandi cambiamenti fiscali significa che il governo dovrà ricorrere a forti aumenti sulle tasse "piccole", che hanno una base imponibile più ristretta. Questi forti aumenti fiscali possono avere gravi effetti distorsivi (ad esempio ridurre l'incentivo a risparmiare e investire) e, in ultima analisi, portare a ricavi inferiori agli obiettivi del governo attraverso una riduzione della base imponibile. A questo proposito, le notizie secondo cui il Cancelliere Reeves avrebbe fatto inversione e escluso l'aumento delle imposte sul reddito nel prossimo bilancio autunnale sono preoccupanti, ancor più considerando che anche gli aumenti dell'IVA probabilmente non sono in discussione. Con il cancelliere improbabile che generi spese importanti, sarà più difficile colmare le lacune fiscali in modo credibile, portando potenzialmente a reazioni negative del mercato.

Figura 5: Entrate fiscali del governo del Regno Unito, miliardo di sterline (2024)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

In totale, ci aspettiamo un mix di piccole tasse (come le tasse sulla proprietà) e due grandi tasse (aliquote di reddito massime e sovrapprezzo sulle grandi aziende), che probabilmente porteranno a una reazione di mercato moderatamente negativa. Ci aspettiamo che il Cancelliere si affidi maggiormente all'aumento delle tasse elevate (16,7 miliardi di sterline) piuttosto che a quelle piccole (8,4 miliardi di sterline). Tuttavia, parte del grande aumento delle tasse dipenderà dall'estensione delle soglie di congelamento delle soglie dell'imposta sul reddito (7,5 miliardi di sterline), che dovrebbe avvenire solo dal 2029/2030. I mercati probabilmente metteranno in dubbio la credibilità di questa situazione. Tuttavia, ci aspettiamo che il Cancelliere ricorra ad aumenti delle aliquote fiscali sul reddito nel 2026, mirati alle persone con reddito più alto (le due soglie più alte). Questo avrebbe il vantaggio di aumentare le entrate nel breve termine, di essere percepito come credibile dai mercati finanziari e di rassicurare i deputati laburisti proteggendo la classe media. Ci aspetteremmo anche che il Cancelliere aumenti le imposte sulle società in un modo o nell'altro, potenzialmente prendendo di mira le aziende più grandi – una mossa che imiterebbe la sovratassa francese del 2024 sulle grandi aziende. Tuttavia, ci aspettiamo che la maggior parte (GBP20 miliardi, cioè l'80%) del prossimo carico fiscale ricada sulle famiglie, con particolare attenzione a chi guadagna più alto, a persone benestanti, proprietari di terreni, pensionati e proprietari di immobili costosi (Figura 6). Questo probabilmente porterà a una reazione di mercato moderatamente negativa (Figura 8): si può aspettare un'elevata volatilità nel breve termine, ma i rendimenti dei gilt finiranno per essere per lo più superiori rispetto a prima dell'annuncio del bilancio e la sterlina sarà leggermente più debole. Tuttavia, se il governo aumentasse ulteriormente il carico fiscale su imprese/capitale/ricchezza, la reazione del mercato potrebbe essere molto più negativa.

Figura 6: Misure previste da annunciare nel bilancio autunnale

Misure di inasprimento 2029/30 (mancanza di credibilità)	Misure di inasprimento 2026, basate su tasse "piccole" (indeboliscono la credibilità)	Allentamento delle misure nel 2029	Misure di inasprimento 2026, basate su tasse "grandi" (rafforzare la credibilità)
Congelamento delle soglie dell'imposta sul reddito per altri due anni (7,5 miliardi di sterline) Tagli alla spesa quotidiana (GBP5bn)	Aumenti/imposte sulla proprietà per i proprietari (NI sul reddito da affitto) (GBP2-6 miliardi) Taglio al sollievo pensionistico per sacrificio salariale (GBP2bn) CGT (GBP4bn) IHT (GBP1bn) Tassa sugli utili sul gioco d'azzardo (GBP2,4 miliardi)	Estendere il congelamento sul servizio di carburante (-GBP5bn)	Aumento dell'imposta sul reddito per le soglie più alte (GBP4,2 miliardi) Sovratassa sugli utili delle grandi aziende e altre imposte sulle imprese (GBP5bn)

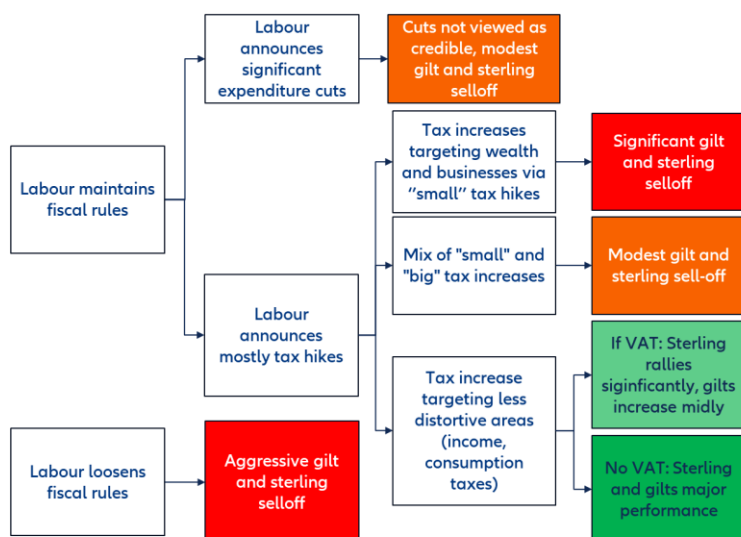
Fonti: HM Treasury Security, Capital Economics, Allianz Research

Figura 7: Possibili misure nel bilancio

Tax Options	Extra Revenue 2029/30 (£bn)	Political Considerations
Politically palatable:		
Council tax: Double rates on band G and H properties	4.2	Burden on those with the "broadest shoulders"
CGT: settle up charge leave UK/end forgiveness at death	4.0	Hits wealthy individuals
Tax on landlords: NI of 8% on rental income	2.2	Hits landlords
Reduce small business tax gap	2.0	Affects businesses
VAT: phased reduction in threshold (£90,000 to £30,000)	2.0	Hits small businesses
Broaden UK emissions trading scheme	2.0	Increase the price of long-haul flights. Consistent green objectives
Mansion tax: CGT 18-24% on primary residence > £1.5m	2.0	Hits wealthy not "working people"
Employer NI on partnerships	1.9	Hits wealthy not "working people"
Tax on banks: bank surcharge 3% to 8%	1.5	Hits banks not "working people"
Inheritance tax: remove relief on AIM shares	1.0	Hits wealthy not "working people"
Capital gains: Abolish business assets disposal relief	0.9	Disproportionate impact on smaller businesses
Sub-Total	24	
Some political Concession		
Stealth tax: Freeze personal tax thresholds from 2028/29	7.5	Break tax pledges in spirit, but avoids immediate economic damage
Raise income tax by 2p, cut employee NI by 2p	6.0	Break tax pledges, but burden on pensioners and landlords
Raise gambling duty	2.4	Does not only fall on those with the "broadest shoulders"
Scrapping tax exemptions on cars for disabled people	1.0	Hits disabled people
Income tax: Increase additional rate from 45% to 47%*	0.5	Break tax pledge, but hits highest earners only
Sub-Total	17	
Politically unpalatable:		
Income tax: Increase basic rate from 20% to 21%*	8.2	Break tax pledge, burden on "working people"
Income tax: Increase higher rate from 40% to 42%*	4.2	Break tax pledge, burden on "working people"
VAT: Charge 1% on all zero-rated products	4.2	Break tax pledge, exacerbates near-term inflation
Fuel duty: 10% increase in rates	1.9	Hits "working people" and exacerbates near-term inflation
Sub-Total	19	

Fonti: HM Treasury Security, Capital Economics, Allianz Research

Figura 8: Risultati nei mercati finanziari

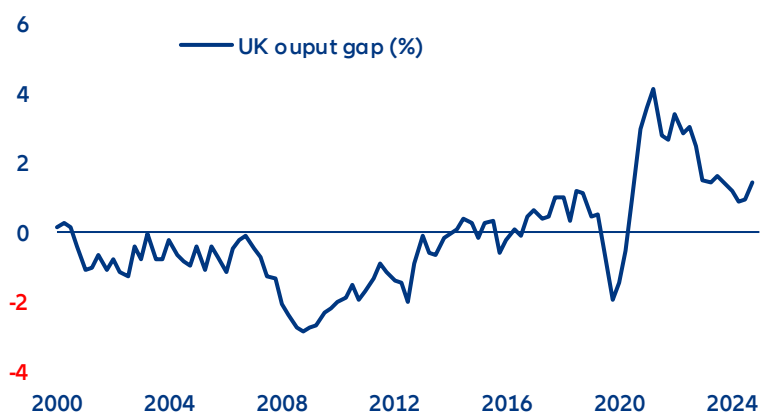


1

Fonti: Allianz Research

Ci aspettiamo che il deficit del governo generale si ridurrà solo leggermente nel 2026, poiché la crescita dovrebbe attenuarsi. La crescita nel 2025 è stata relativamente forte, intorno al +1,4%. Tuttavia, la ripresa della crescita rifletteva in parte impulsi temporanei e non sostenibili che difficilmente si ripeteranno nel 2026, un rapido calo dei tassi reali a breve termine che favorisce la creazione di credito, e un forte investimento nelle abitazioni in anticipo alle tasse previste dal bilancio sul settore immobiliare. Inoltre, stimiamo che il divario di produzione nel Regno Unito sia in gran parte positivo (Figura 9), a causa di stretti vincoli di capacità come le difficoltà per le imprese nel trovare manodopera qualificata adeguata. In generale, prevediamo che la crescita del PIL scenda allo +0,9% nel 2026, al di sotto delle previsioni di consenso. L'indebolimento della crescita dovrebbe pesare sul deficit fiscale. Inoltre, gli aumenti fiscali annunciati nel prossimo bilancio per il 2026 – vicini a 23 miliardi di sterline – saranno parzialmente compensati da una forte crescita del capitale pubblico, riducendo lo sforzo fiscale netto. In totale, prevediamo che il deficit si ridurrà al -5,1% PIL nel 2026, dopo il -5,4% nel 2025 (saldo primario: -2,2% PIL, dopo -2,5% PIL), mentre il rapporto debito lordo/PIL aumenterà dal 100,5% al 102%.

Figura 9: Divario di produzione nel Regno Unito (in % del PIL potenziale)



Fonti: LSGE Datastream, Allianz Research

Rafforzare la credibilità delle politiche – sia monetaria che fiscale – migliorerebbe significativamente la performance economica e di mercato del Regno Unito. La comunicazione poco chiara e spesso incoerente dei governi successivi sulle decisioni fiscali ha creato un'incertezza inutile per imprese e famiglie, pesando su investimenti e crescita. Il settore privato ha bisogno di stabilità e di linee guida chiare sulla politica fiscale per impegnarsi in investimenti a lungo termine che migliorano la produttività. Con maggiore chiarezza, il governo potrebbe fare meno affidamento su grandi spese pubbliche in capitale, poiché gran parte di questo onere potrebbe essere sostenuto da investitori privati. Come già detto, ristabilire l'equilibrio fiscale richiederà aumenti fiscali sostanziali, oltre a una riduzione di rimborsi e detrazioni che tendono a essere iniusti e ad aggiungere complessità poco utile al sistema fiscale. Tra i potenziali aumenti fiscali, l'IVA rimane la meno dannosa per l'attività economica e dovrebbe quindi essere prioritizzata. La spesa pubblica dovrebbe concentrarsi principalmente sulla costruzione di abitazioni, che aiuterebbe a moderare i prezzi delle case, allentare le pressioni sugli affitti e migliorare l'accessibilità economica per le famiglie. Inoltre, le regole fiscali attuali sono complesse e non abbastanza semplici perché il pubblico le comprenda, il che ne mina la credibilità. Un passaggio verso una semplice regola di spesa (limitando la crescita reale della spesa primaria del governo generale a una certa soglia) migliorerebbe la credibilità delle finanze pubbliche del Regno Unito, il che potrebbe portare a costi di indebitamento più bassi in futuro. Sul fronte monetario, la Banca d'Inghilterra ha adottato una posizione decisamente dovish, tagliando i tassi d'interesse anche mentre l'inflazione è aumentata e rimane ben al di sopra dell'obiettivo del 2%. La sua priorità centrale deve essere riportare l'inflazione all'obiettivo, anche se ciò significa danneggiare la crescita nel breve termine. Fare ciò non solo migliorerebbe l'ambiente imprenditoriale (un'inflazione più stabile e prevedibile), ma renderebbe anche gli aumenti dell'IVA più efficaci riducendo il rischio di effetti inflazionari del secondo turno.

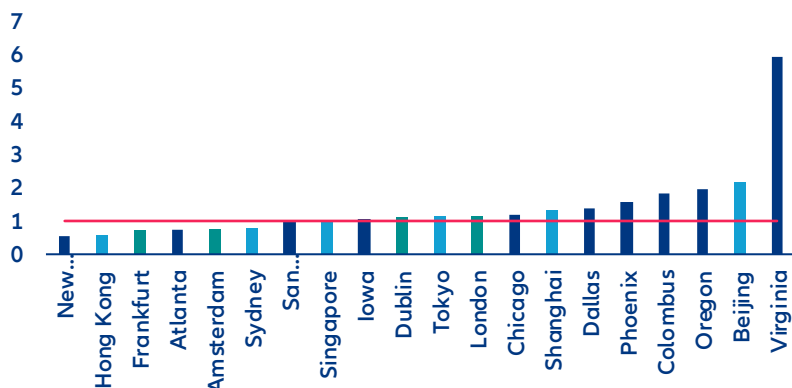
Il dilemma dei data center in Europa: un divario negli investimenti di 100 miliardi di euro

L'Europa è combattuta tra accelerare la tecnologia e proteggere i consumatori. L'UE si trova in una posizione sempre più ambivalente mentre presenta il suo omnibus digitale, un pacchetto completo volto a semplificare le regole e rafforzare la competitività delle PMI nazionali di fronte all'accelerazione della digitalizzazione e all'integrazione dell'IA nelle operazioni di routine. La proposta della Commissione concede specificamente maggiore margine ai principali sviluppatori di IA per utilizzare determinate categorie di dati personali per l'addestramento dei modelli, un cambiamento volto ad aiutare le aziende europee a tenere il passo con i rivali globali, posticipando di 16 mesi l'attuazione di diversi requisiti introdotti dall'AI Act. Parallelamente, l'UE continua anche a esaminare il dominio dei giganti statunitensi del cloud. In mezzo a frequenti interruzioni digitali, l'ultima indagine avviata questa settimana contro grandi fornitori statunitensi evidenzia crescenti preoccupazioni sulla loro capacità di proteggere i dati dei consumatori europei. Nell'ambito di questa indagine, i funzionari potrebbero inasprire gli obblighi obbligatori per i fornitori cloud stranieri che in passato godevano di una leggera applicazione del Digital Market Act (DMA), aumentando l'interoperabilità con le aziende software locali e la portabilità dei dati con i consumatori.

Anche mentre Bruxelles cerca di regolare la propria influenza in modo più stretto, l'Europa dipende dagli iperscalatori statunitensi per colmare il divario tecnologico. Il mercato cloud europeo è stato moltiplicato di otto dal 2017, ma la domanda in crescita è per lo più assorbita dagli hyperscaler statunitensi: i primi tre fornitori rappresentano il 70% della quota di mercato. Nel frattempo, la quota di mercato dei fornitori locali è stata dimezzata, poiché faticano a eguagliare il potere di distribuzione tecnologica e di investimento dei loro pari statunitensi. Questa dinamica approfondisce la dipendenza dell'Europa dalle imprese straniere e solleva preoccupazioni non solo sulla sovranità digitale ma anche sulla sicurezza, soprattutto poiché il controllo sui dati europei diventa un asset strategico per le aziende. Nonostante iniziative come GAIA-X o programmi nazionali di cloud sovrano, la capacità cloud europea rimane insufficiente per soddisfare la domanda esplosiva di infrastrutture di calcolo e IA. L'Europa ha migliaia di data center, ma pochi con la grande capacità energetica necessaria per soddisfare le esigenze esponenziali della tecnologia alimentata dall'IA, ad alta intensità energetica. L'Europa conta solo due aree con capacità di data center superiore a 1GW contro quattro in Asia (di cui due in Cina) e sette negli Stati Uniti. Nel frattempo, la posizione dell'Europa nella corsa globale all'IA è sempre più limitata dalla sua debolezza strutturale nella capacità operativa di calcolo, dove è molto indietro rispetto agli Stati Uniti (circa tre volte meno) e affronta anche una crescente concorrenza dalla regione Asia-Pacifico, dovuta in gran parte alla rapida espansione della Cina. La capacità all'interno dell'Europa stessa è distribuita in modo diseguale, con solo cinque paesi che rappresentano circa la metà del totale della regione, limitando i benefici di scala e integrazione.

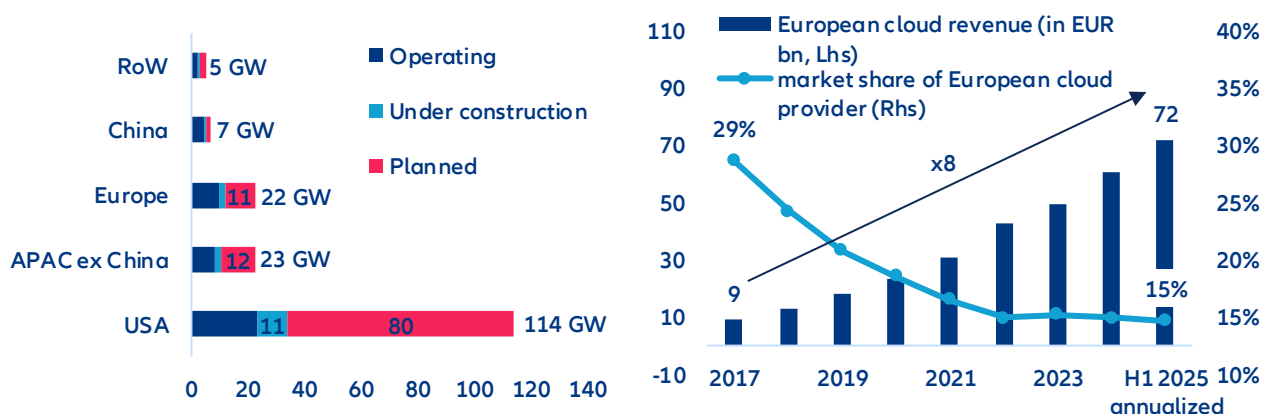
Sebbene l'attuale pipeline suggerisca circa 13 GW di capacità aggiuntiva nel medio termine, questa rimane quasi del 30% inferiore all'ambizione dell'UE di triplicare la capacità dei data center nei prossimi cinque-sette anni. Nonostante la roadmap di 200 miliardi di euro dell'UE per sviluppare nuove capacità e colmare il divario con i concorrenti nello sviluppo dell'IA, gli stati membri continuano a cercare investimenti esteri, come dimostrato dai 15 miliardi di euro di contratti firmati questo mese con grandi fornitori cloud statunitensi.

Figura 10: Top 20 aree più grandi in termini di capacità di data center riportata (in GW, al primo semestre 2025)



Fonti: Cushman & Wakefield (aggiornamento H1 2025), Datacentermap.com, Allianz Research

Figura 11: Ripartizione regionale della capacità energetica dei datacenter (attuale e pianificata) / ricavi del mercato cloud europeo e quota di mercato dei fornitori locali

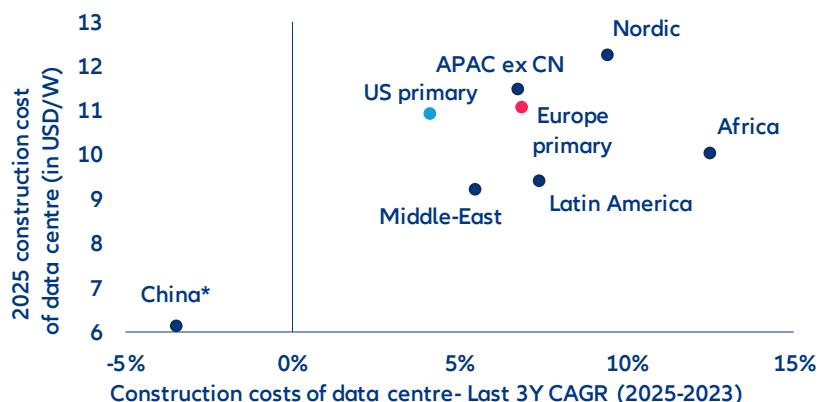


Fonti: Cushman & Wakefield (aggiornamento H1 2025), Datacentermap.com, Allianz Research

Le elevate spese di costruzione e i vincoli normativi ed energetici stanno rallentando la realizzazione dei progetti e l'aumento dei costi sta rallentando l'espansione dei data center in Europa. Le spese per le costruzioni sono tra le più alte a livello globale e sono aumentate molto più rapidamente rispetto alle regioni concorrenti – oltre il doppio rispetto a quello visto nei principali mercati statunitensi negli ultimi tre anni – trainate da costi più elevati di terreno, energia e manodopera. In secondo luogo, i colli di bottiglia amministrativi e le procedure di autorizzazione estese allungano i tempi di sviluppo: in molti casi, il tempo medio necessario per ottenere i permessi è di circa 18 mesi, ma in alcuni casi complessi questo arriva fino a 48 mesi, che è approssimativamente il periodo medio del processo di costruzione. In terzo luogo, l'Europa manca di quadri armonizzati per la tariffazione dell'elettricità, esponendo gli operatori ad alta volatilità e complicando la pianificazione a lungo termine. In quarto luogo, la forte concentrazione di cluster di data center ha creato congestione nella rete, rallentando nuovi sviluppi in hub come Amsterdam e Dublino, ma anche gonfiando la bolletta operativa. I costi legati alla congestione hanno superato i 4 miliardi di euro nel 2024. Pressioni simili stanno emergendo in Spagna e Finlandia, dove la domanda di data center può raggiungere o superare il 10% della capacità della rete durante i periodi di punta. Infine, l'ambizione dell'Europa di gestire un ecosistema di data center senza emissioni di carbonio – già alimentato dalle rinnovabili

per il 94% della sua fornitura – introduce ulteriori sfide di stabilità della rete. Questo è di gran lunga il problema principale evidenziato dagli sviluppatori di data center in Europa, poiché le difficoltà nel collegare nuovi data center alla rete esistente o nel garantire una fonte costante di energia durante i picchi di attività pesano sull'efficienza generale e ostacolano anche la pipeline di investimenti. Insieme, questi vincoli pesano fortemente sulla capacità del continente di scalare infrastrutture digitali al ritmo richiesto dall'accelerazione della domanda.

Figura 12: Costo di costruzione dei datacenter per suddivisione regionale / Principali cinque sfide per l'operatività dei datacenter in Europa nei prossimi tre anni

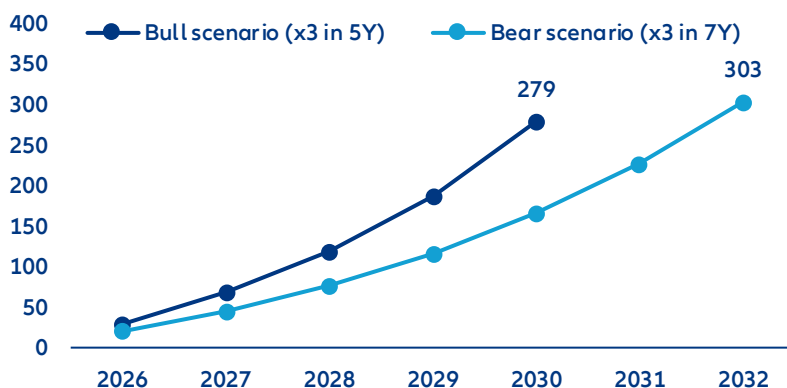


*Un dato per la Cina. Fonti: Turner & Townsend, Stato dei data center europei 2025 (rapporto EUDCA), Allianz Research

In questo contesto, l'Europa deve ridefinire le proprie priorità per raggiungere il suo ambizioso obiettivo.

L'Europa si trova di fronte a una scelta strategica difficile mentre cerca di conciliare i suoi ambiziosi obiettivi per lo sviluppo di IA e cloud con le realtà del suo attuale panorama di investimento. La roadmap dell'UE da 200 miliardi di euro sembra insufficiente per raggiungere l'obiettivo di triplicare la capacità dei data center entro il 2030; le nostre stime suggeriscono che sarebbero necessari 280–300 miliardi di euro solo per colmare il divario nella capacità infrastrutturale. Sarebbero necessari ulteriori investimenti per modernizzare la rete di rete e armonizzare i prezzi dell'elettricità in Europa, al fine di ottenere sia efficienza che operatività. Data questa carenza, il sostegno esterno sarà inevitabile – sia attraverso investimenti esteri diretti sia tramite contratti di servizi con fornitori non europei in grado di bilanciare le pressioni emergenti tra domanda e offerta emergenti. Tuttavia, il limitato bacino europeo di opzioni locali e un mercato del venture capital relativamente meno dinamico limitano la sua capacità di scalare mantenendo il pieno controllo sulle nuove infrastrutture digitali. Il recente annuncio di investimenti di 15 miliardi di euro da parte degli hyperscaler statunitensi per sviluppare data center in Germania e Portogallo conferma questo quadro. Una regolamentazione più severa sulle grandi aziende tecnologiche statunitensi aiuterebbe certamente a ridurre i rischi sistemici, ma potrebbe anche implicare alcuni effetti collaterali non consapevoli, come lo scoraggiamento degli investimenti esteri, che sarebbero cruciali per rafforzare la base informatica europea. Di conseguenza, i responsabili politici si trovano ad affrontare un equilibrio delicato: espandere rapidamente la capacità mantenendo il controllo strategico. Raggiungere entrambi gli obiettivi contemporaneamente sarà una sfida, e dovranno essere fatte alcune concessioni sulla sovranità in assenza di alternative interne, anche se ciò non dovrebbe avvenire a scapito della protezione dei consumatori.

Figura 13: Costo totale di costruzione necessario per triplicare la capacità dei data center in Europa nei prossimi cinque anni (scenario rialzista) a sette anni (scenario ribassista)



Fonte: Allianz Research

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutarie incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

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