

Allianz Ricerca | 28 novembre 2025

L'ora della bolla dell'IA, lo stimolo costoso del Giappone e le banche centrali emergenti si trovano a un bivio

In sintesi

Ludovic Subran
Direttore degli Investimenti e Capo
Economista
ludovic.subran@allianz.com

Lluís Dalmau Taules
Economista per Africa e Medio
Oriente
lluis.dalmau@allianz-trade.com

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

Thomas Hartl
Stratega Senior degli Investimenti
thomas.hartl@allianz.com

Michael Heilmann
Stratega Senior degli Investimenti
michael.heilmann@allianz.com

Patrick Hoffmann
Economista, ESG & IA
patrick.hoffmann@allianz.com

Françoise Huang
Economista Senior per l'Asia Pacifico
francoise.huang@allianz-trade.com

Patrick Krizan
Stratega Senior degli Investimenti
patrick.krizan@allianz.com

Yao Lu
Stratega degli investimenti
yao.lu@allianz.com

Luca Moneta
Economista Senior per i Mercati
Emergenti
luca.moneta@allianz-trade.com

Giovanni Scarpato
Economista per l'Europa Centrale e
Orientale
giovanni.scarpato@allianz.com

Garance Tallon
Economista
garance.tallon@allianz-trade.com

Katharina Utermöhl
Capo della Ricerca Tematica e
Politica
katharina.uterhoehl@allianz.com

Davide Corna
Assistente di ricerca
davide.corna@allianz.com

È già l'ora della bolla dell'IA? La frenesia dei mercati finanziari sull'IA mostra i classici segni di una bolla degli asset: consenso diffuso, valutazioni e rendimenti non comprovati a volte distaccati dagli utili. Sebbene l'economia non possa cronometrare una bolla che scoppia, l'"Orologio di Minsky" suggerisce che siamo in una fase di ciclo tardivo. Il nostro AI Bubble Risk Monitor, che analizza 30+ indicatori su segnali di mercato, aspettative sugli utili, rischi finanziari e rischi fondamentali, suggerisce pressioni di bolla in aumento ma ancora gestibili. I segnali di mercato sono misti, anche se si riducono l'ampiezza del mercato azionario e gli spread di credito tecnologici compressi, riflettendo una forte espansione finanziata dal debito da parte degli hyperscaler. Ma le aspettative entusiaste mostrano il surriscaldamento più forte, con persistenti aumenti degli utili e una dispersione delle previsioni elevate. I rischi finanziari aumentano man mano che l'emissione di debito aziendale aumenta per finanziare il capex su larga scala dell'IA, mentre indicatori fondamentali indicano cicli di prodotto GPU più brevi e vincoli energetici più irregolari come indicatori chiave da monitorare. In definitiva, sebbene l'adozione a lungo termine dell'IA dovrebbe durare più che le correzioni di mercato, il vero rischio è che i mercati possano aver anticipato decenni di crescita da un giorno all'altro, lasciando le valutazioni vulnerabili se l'adozione si rivelasse più lenta del previsto.

Giappone: calo del debito pubblico ma inflazione di base ancora alta. Il bilancio supplementare per l'anno fiscale 2025, per il quale il Gabinetto ha finalizzato oggi il piano di finanziamento, ammonta a 21,3 trilioni di JPY (3,3% del PIL), con un forte aumento della spesa diretta. Questo dovrebbe peggiorare il deficit fiscale ma non impedirà al calo del debito pubblico/PIL. Rivediamo al rialzo le nostre previsioni di crescita del PIL a +1,4% nel 2026 (+1 punto di vista) e +1% nel 2027 (+0,2 punti di vista) – meno ambiziose del governo – per tenere conto delle incertezze e del potenziale inasprimento delle condizioni finanziarie. L'inflazione generale probabilmente scenderà sotto l'obiettivo del 2% della BoJ entro l'inizio del 2026, ma l'inflazione di base dovrebbe rimanere alta. Di conseguenza, manteniamo le nostre previsioni per il prossimo aumento della BoJ a gennaio, con il tasso politico che chiude il 2026 all'1,0% e il 2027 all'1,5%. Non riteniamo che la reazione immediata del mercato sia stata un "momento Truss", ma piuttosto una rivalutazione del mix di politiche giapponesi (espansione fiscale e inasprimento monetario). Del rendimento JGB a 10 anni, l'1,3% è ora spiegato dal termine premio, di cui lo 0,7% è correlato ai rischi fiscali e lo 0,6% ai rischi di inflazione. Vediamo il rischio che i mercati inizino a mettere alla prova l'impegno della BoJ verso un inasprimento monetario, costringendo potenzialmente a interventi più aggressivi come operazioni valutarie (con un probabile trigger vicino a 165 USD/JPY), una spostata aggressiva e aggressiva o la ripresa degli acquisti di obbligazioni per limitare i rendimenti. In definitiva, il paradigma di lunga data dello JPY come valuta di finanziamento stabile e a basso rendimento si sta erodendo e il ruolo del mercato JGB come fornitore di liquidità globale diminuirà, rendendo i mercati finanziari globali più fragili.

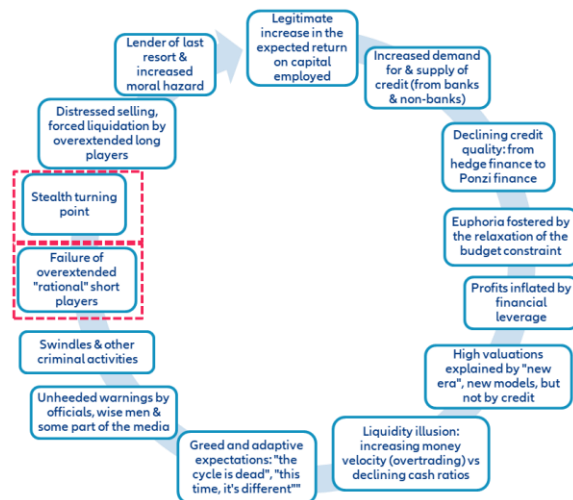
Banche centrali: approccio prudente a causa dell'incertezza. Il ciclo globale di allentamento dei mercati emergenti iniziato a metà 2023 sta iniziando a rallentare: dopo tagli generali dei tassi dall'inizio del 2024 a metà 2025, solo quattro banche centrali hanno effettuato tagli a novembre, mentre 11 sono rimaste in sospenso da sei mesi o più. I venti favorevoli esterni dovuti

a una svalutazione del 10% del dollaro quest'anno e all'allentamento della Fed hanno permesso a un terzo delle banche centrali delle emergenze emergenti di allentarsi più del previsto – principalmente nel Sud e Sud-est asiatico, così come in Messico – mentre quasi la metà ha allentato le politiche monetarie meno del previsto – soprattutto in Europa centrale e orientale e America Latina, e il resto ha mantenuto le promesse previste. Per la maggior parte delle banche dell'Europa del Comune e dell'America Latina, fattori interni (inflazione rigida, vincoli fiscali e incertezza politica) spiegano la posizione prudente: l'Ungheria ha mantenuto i tassi per 14 mesi nonostante tagli di 650 punti base, e il Brasile ha cambiato rotta con aumenti di 450 punti base. Con le differenze di tasso che si riducono e si profila un potenziale rimbalzo del dollaro, i rendimenti del debito delle EM sono sempre più guidati dal carry, richiedendo un posizionamento selettivo e tattico. Il rischio di fortissime inversioni sta aumentando per le valute, in particolare BRL, MXN e ZAR, mentre le valutazioni sono allungate e i rischi geopolitici incombono.

È già l'ora della bolla dell'IA?

La frenesia dei mercati finanziari sull'intelligenza artificiale porta i classici segni di una bolla di asset, con segnali che si accumulano che siamo entrati in una fase avanzata del ciclo azionario, equivalente a nove sul conteggio di Minsky. I criteri chiave per una bolla di asset IA sono attualmente tutti presenti: 1) gli investitori stanno cercando una nuova classe di asset senza una valutazione consolidata, con il mercato che sembra premiare qualsiasi cosa marchiata con "IA" a multipli sbalorditivi; 2) esiste un ampio consenso sul suo potenziale e 3) i rendimenti degli investimenti sono diventati disconnessi dagli utili, già valutando una serie di risultati futuri ottimisti (ad esempio, Palantir scambia a prezzi equivalenti a 229x gli utili del 2025 e ancora 81x gli utili previsti per il 2028). Tuttavia, sebbene l'economia possa identificare bolle, non offre un modo deterministico per prevedere quando scoppieranno. In questo contesto, il classico quadro Fisher–Minsky–Kindleberger (vedi Figura 1) fornisce una lente utile per valutare la nostra posizione nel ciclo della bolla dell'IA. In effetti, i segnali si stanno accumulando che siamo entrati in una fase avanzata del ciclo azionario. Gli avvertimenti dei funzionari – dal FMI alle principali banche centrali – insieme ai commenti di investitori esperti e ai frequenti paragoni mediatici all'era dot-com sono stati in gran parte ignorati. Resoconti aneddotici di fondi di vendita allo scoperto che cedono e restituiscono capitali rafforzano ulteriormente la sensazione che siano circa le 9 del minuto del Minsky. Inoltre, ci sono primi segnali di un "punto di svolta stealth", con i mercati che nelle ultime settimane sono gradualmente passati a una modalità di ritiro al rischio. Ad esempio, il Cboe Volatility Index (VIX), il "misuratore della paura" di Wall Street, la scorsa settimana ha raggiunto il livello più alto da aprile, quando gli annunci dei dazi negli Stati Uniti hanno scatenato una forte svendita di crediti. Le azioni tecnologiche – in particolare quelle con valutazioni elevate guidate dall'IA – sono state sottoposte a forti pressioni, anche grazie all'incertezza crescente sulla politica monetaria statunitense. Quindi, la correzione dei mercati finanziari è quindi imminente? Non proprio. È importante notare che, sebbene l'orologio di Minsky possa aiutare a identificare una fase di bolla, non può prevedere il tempismo del prossimo spostamento: dopo all le bolle non sono processi lineari. La transizione dalle 8 alle 9 potrebbe essersi verificata nel giro di poche settimane, ma altre fasi possono persistere per molti mesi – o addirittura anni.

Figura 1: Il modello Fisher-Minsky-Kindleberger



Fonti: Adattato da *Manias, Panics and Crashes* di Charles Kindleberger, una storia delle crisi finanziarie, 1978.

Il nostro AI Bubble Risk Monitor segnala l'aumento delle pressioni sulle bolle, soprattutto sotto "aspettative esuberanti". Per monitorare i rischi della bolla di IA e tenere traccia dei possibili catalizzatori, esaminiamo più di 30 indicatori nelle seguenti quattro dimensioni: 1) segnali di mercato (che indicano un sentimento e un posizionamento più ampi del mercato), 2) aspettative esuberanti (per monitorare lo sprint degli utili e di conseguenza il rischio di una battuta d'arresto), 3) rischi finanziari (credito e liquidità) e 4) rischi fondamentali (per monitorare le dinamiche di domanda e offerta di IA per determinare se la tecnologia possa alla fine offrire). I nostri risultati suggeriscono che, sebbene i rischi complessivi siano in aumento, soprattutto per quanto riguarda le "aspettative esuberanti", alcuni segnali di allarme lampeggiano.

Figura 2: Monitor del rischio delle bolle di IA

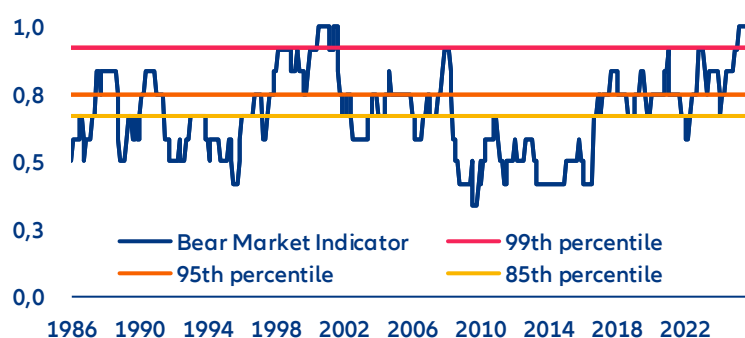
Dimension	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Last value
Market Signals	0	0	0	0
Exuberant Expectations	1	1	1	2
Financial Risks	0	1	1	1
Fundamentals Risks	1	1	1	1

Legend: Normal (Green), Elevated (Yellow), Overheated (Orange), Bubble-like (Red)

Fonte: Allianz Research. Nota: Oltre agli indicatori generali di mercato, dove applicabile monitoriamo anche i sottosegmenti dell'IA tramite i pani azionari. Il monitor assegna punteggi a ogni segnale – 0 = normale, 1 = elevato, 2 = surriscaldato e 3 = simile a una bolla – per aiutare ad aggregare e confrontare diversi sviluppi all'interno e tra le dimensioni. Le soglie per i punteggi sono derivate statisticamente quando sono disponibili serie di dati a lungo termine, ma anche tramite giudizio di esperti.

Per quanto riguarda i segnali di mercato, gli sviluppi complessivi rimangono in generale contenuti, ma la riduzione dell'ampiezza azionaria e il restringimento del credito tecnologico investment grade devono essere monitorati. Il momentum complessivo del prezzo è semplicemente forte e non eccessivo dopo la correzione azionaria di aprile. Tuttavia, due sviluppi riguardanti i prezzi di mercato si ritagliano come avvertimenti significativi. Innanzitutto, i guadagni azionari sono sempre più concentrati: meno della metà degli elettori dell'S&P 500 ha ottenuto un rendimento positivo a 12 mesi. Un'ampia ampiezza di mercato così ristretta ricorda le dinamiche viste durante la bolla Dot-Com. In secondo luogo, gli spread di credito investment grade per le aziende tecnologiche stanno convergendo verso livelli di mercato ampio, riducendo il loro tradizionale status di rifugio sicuro. Ciò riflette un aumento dell'emissione di debito da parte dei grandi hyperscaler – le cui dinamiche sviluppi di data center non sono più completamente finanziate dal flusso di cassa interno – mantenendo allo stesso tempo le distribuzioni agli azionisti e i riacquisti che gli investitori si aspettano.

Figura 3: Indicatore del mercato orso



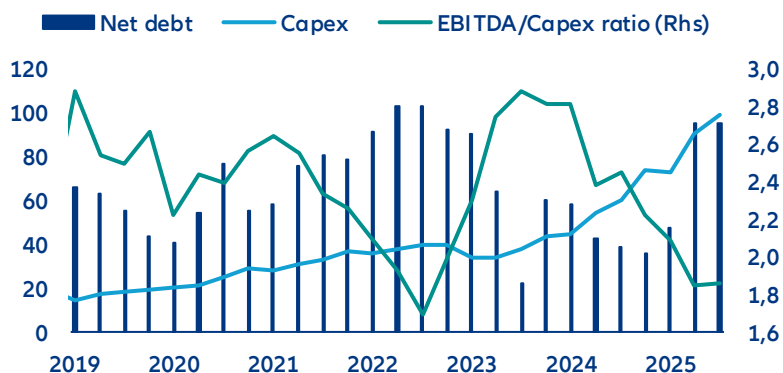
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Allo stesso tempo, le crescenti aspettative sugli utili dell'IA stanno creando il rischio di delusioni. In questa dimensione, due indicatori sono già in territorio simile a una bolla. Innanzitutto, il Bear Market Indicator (Figura 3) – che monitora 12 segnali su momentum di prezzo, valutazione, sentiment, credito e tassi di interesse – lampeggia

in rosso¹ dall'inizio dell'anno e non mostra segni di attenuamento. La media dei segnali definisce l'Indicatore del Mercato Orso, che vede tutti gli indicatori attivati a partire da oggi. Inoltre, le revisioni degli utili per i titoli legati all'IA rimangono eccezionalmente solide, con almeno il 50% di revisioni nette positive su tre mesi nei panigli di IA che monitoriamo (hyperscaler, data center, semiconduttori, software e energia), rispetto al solo 12% dell'S&P 500 e una media a lungo termine vicina a zero. Questo si traduce in una revisione al rialzo delle aspettative globali sugli utili tecnologici per il 2026 di circa il 12% da inizio anno, mentre le aspettative generali sugli utili di mercato sono rimaste sostanzialmente stabili. Questo livello di ottimismo fissa un livello alto per i futuri risultati degli utili e aumenta il rischio di delusioni, che potrebbero in futuro pesare sul sentimento degli investitori. A questo si aggiunge che una diffusione sempre più ampia delle previsioni degli analisti per il settore tecnologico sta emergendo come segnale di allarme precoce e recentemente è passata a un punteggio "elevato".

Per quanto riguarda i rischi finanziari, crescono le preoccupazioni man mano che gli hyperscaler si affidano sempre più al debito per finanziare il ciclo di capex dell'IA. La corsa ad alta intensità di capitale per costruire una capacità di calcolo sempre maggiore lascia poco spazio a contenimenti, con le aziende che presumono che solo le piattaforme più grandi possano conquistare i futuri guadagni dell'IA. Il capex massiccio è giustificato dalla speranza di una domanda esponenziale e di alti rendimenti finali, e le principali aziende tecnologiche statunitensi mostrano ancora rapporti net-income su capex superiori a 1. Ma data la portata della spesa per l'IA e le aspettative elevate, i benchmark passati potrebbero non essere più reggiti. Questo aumento degli investimenti ha portato a un netto aumento del debito netto, spingendo anche i giganti ricchi di liquidità nei mercati del debito e aumentando la pressione per ottenere rendimenti solidi. Di conseguenza, le aziende tecnologiche sono tra i maggiori emittenti di debito aziendale statunitense nel 2025. Man mano che le narrazioni dell'IA si diffondono nei mercati del credito, crescono le preoccupazioni per le conseguenze se le aspettative si svuotano. Un maggiore leva finanziaria è costoso nell'attuale contesto di tassi elevati, con inflazione e dazi che aumentano la pressione. La natura circolare degli investimenti nell'IA aumenta anche il rischio di danni a cascata se un attore importante vacilla. Gli investitori non hanno ancora completamente messo in discussione la sostenibilità degli accordi di finanziamento "a occhio per colpo", ma questo potrebbe rapidamente diventare una preoccupazione se la crescita dei profitti dovesse indebolirsi o se le curve dei tassi di adozione rallentassero.

Figura 4: fondamentali degli hyperscaler legati all'IA negli Stati Uniti (debito e capex, in miliardi di USD)



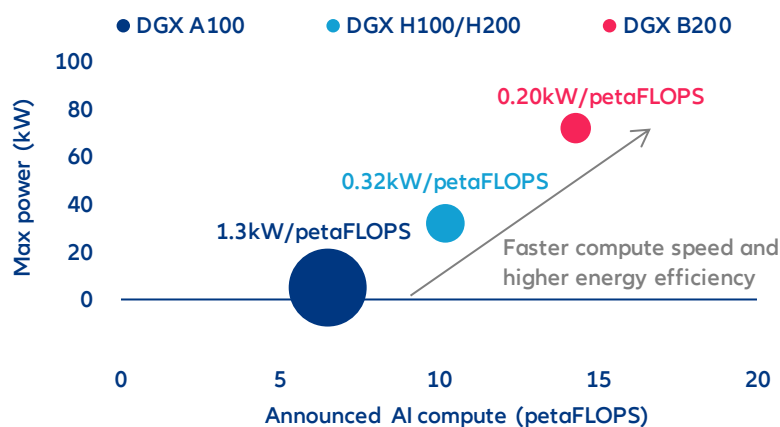
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

In termini di rischi fondamentali, la dinamica del ciclo prodotto GPU e i colli di bottiglia nell'approvvigionamento energetico devono essere monitorati. Assegniamo un punteggio "elevato" alle tendenze del ciclo prodotto GPU man mano che ogni nuova generazione porta grandi miglioramenti di prestazioni ed efficienza, aumentando il rischio di obsolescenza hardware. Le prestazioni di calcolo annunciate da NVIDIA sono salite circa 14 volte dall'A100 al B200, mentre il consumo energetico è solo raddoppiato (Figura 5), migliorando l'efficienza energetica da circa 1,3 kW/PFLOP a 0,20 kW/PFLOP. Allo stesso tempo, i cicli di aggiornamento dei prodotti si stanno

¹ I singoli segnali sono binari, cioè 1 o 0, e verifichiamo se sono stati attivati negli ultimi dodici mesi.

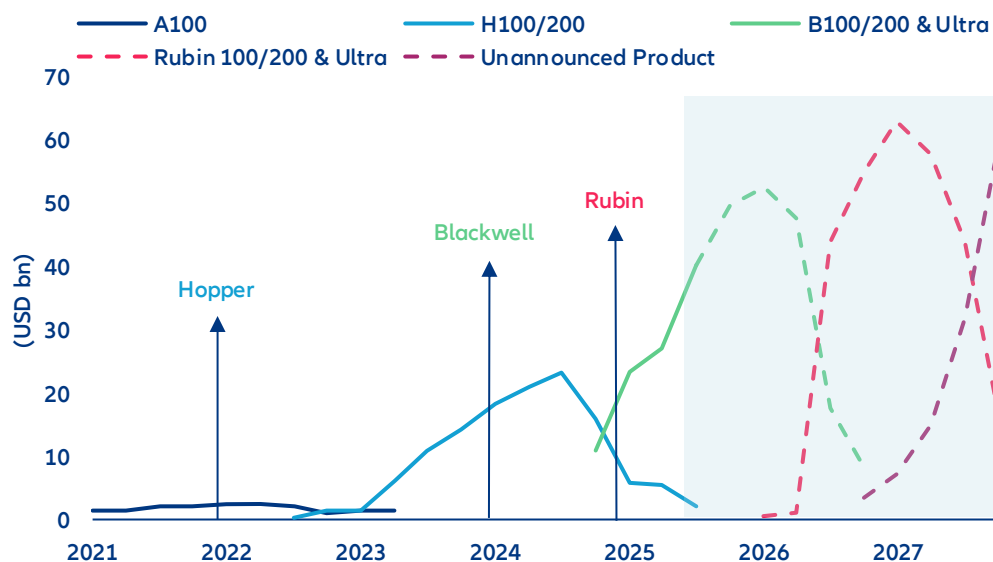
accorciando: NVIDIA è passata da una cadenza architettonica biennale a rilasci annuali, e i dati sul sales mix mostrano che i cicli di vita commerciali si comprimono da circa 15 trimestri per l'A100 a stimati 8–9 trimestri per Blackwell e Rubin (Figura 6). Anche le finestre di picco delle vendite si sono restringite, passando da 11 trimestri a stime 5–6. Questo rapido rilascio sta già mettendo pressione sulle GPU legacy. Da quando le spedizioni Blackwell sono iniziate alla fine del 2024, i prezzi di noleggio per i modelli più vecchi sono diminuiti drasticamente – A100 in calo di oltre il 30% e H100 di oltre il 20% – mentre i clienti si spostano verso chip più efficienti. Sebbene le GPU più vecchie rimangano operative per anni, la loro competitività economica si erode rapidamente, aumentando il valore residuo e i rischi di recupero del capex per operatori e investitori di data center.

Figura 5: Ogni nuova generazione di GPU porta prestazioni e efficienza energetica notevolmente migliorate



Fonti: NVIDIA, Allianz Research

Figura 6: L'accelerazione dei cicli di aggiornamento sta guidando un rapido dominio delle vendite delle nuove generazioni di GPU e accorciando il ciclo prodotto per ciascuna



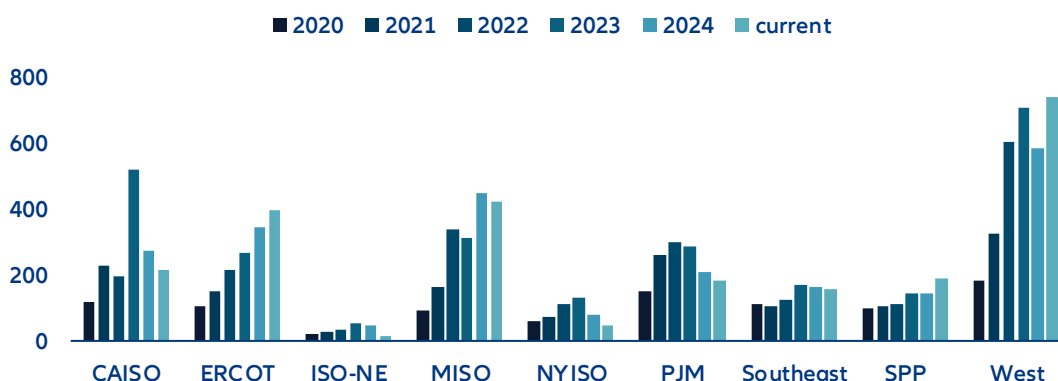
Nota: le frecce indicano le date di annuncio dei modelli; Le linee tratteggiate in un'area con ombreggiatura blu rappresentano le stime delle vendite future

Fonti: Morgan Stanley, Allianz Research

Un altro aspetto da osservare nella dimensione dei fondamentali è l'emergere di colli di bottiglia nel mercato energetico. La domanda di elettricità guidata dall'IA sta assorbendo gran parte della nuova offerta, causando un punteggio di "surriscaldamento", mentre le code di interconnessione in crescita richiedono un rating "elevato". La domanda di energia per i data center negli Stati Uniti dovrebbe aumentare del +19,5% nel 2026 (circa 52 GWh) e, sebbene le aggiunte previste potrebbero aggiungere circa 130 GWh, il margine è esiguo e ulteriori pressioni da

parte dei veicoli elettrici e dell'elettrificazione potrebbero far salire i prezzi. Il problema più grande è che molte nuove fonti di alimentazione non riescono a connettersi alla rete abbastanza velocemente. Nonostante un aumento del +40% nel numero di progetti elaborati nell'ultimo decennio, le code di interconnessione continuano ad espandersi, aumentando la probabilità di ritardi per i nuovi data center (Figura 7). Le condizioni sono particolarmente strette in Texas, dove le code gonfie di ERCOT rappresentano un collo di bottiglia a breve termine per lo sviluppo dell'IA.

Figura 7: Code di interconnessione nei mercati elettrici statunitensi (in GW)



Fonte: LBNL, [interconnection.fyi](https://www.lbnl.gov/interconnection.fyi)

Precisazione importante: chiamare una bolla di asset di IA non significa scartare la tecnologia stessa. Sebbene l'AI Bubble Risk Monitor sottolinei i crescenti rischi che la bolla degli asset possa esplodere, ci aspettiamo che la sua adozione a lungo termine superi le attuali correzioni di mercato. Dopotutto, l'IA sta già avendo un impatto profondo su settori come la sanità, la finanza e la produttività. Il vero rischio è che i mercati possano aver anticipato decenni di crescita da un giorno all'altro, lasciando le valutazioni vulnerabili se l'adozione si rivelasse più lenta del previsto. In parole semplici: l'IA può cambiare il mondo, ma i mercati non sempre si muovono in linea retta.

Giappone: Uno stimolo costoso potrebbe mettere alla prova la Banca del Giappone

Il bilancio supplementare per l'anno fiscale 2025, per il quale il Gabinetto ha finalizzato oggi il piano di finanziamento, ammonta a 21,3 trilioni di JPY (3,3% del PIL), con un forte aumento della spesa diretta. Pur peggiorando il deficit fiscale, il pacchetto difficilmente impedirà un calo del rapporto debito pubblico/PIL nei prossimi anni. Il bilancio supplementare include JPY17,7 trilioni (2,8%) di spesa diretta, cioè JPY4 trilioni (0,6%) in più rispetto all'anno scorso. Rimane molta incertezza sui dettagli del pacchetto, ma come al solito sono stati proposti tre pilastri delle misure. Il primo pilastro, che affronta l'aumento del costo della vita, rappresenta più della metà del pacchetto (vedi Figura 8). Le misure includono sussidi diretti alle famiglie (ad esempio per elettricità e gas, mantenimento dei figli, buoni alimentari), aumenti salariali per gli operatori sanitari e ulteriori tagli alle tasse sulla benzina e sul reddito. Il secondo pilastro si concentra sugli investimenti a lungo termine per rafforzare la sicurezza economica in settori come la costruzione navale, i minerali critici, i semiconduttori e l'IA, e la sicurezza della catena di approvvigionamento (in particolare per ridurre la dipendenza dalle importazioni nell'industria alimentare). Il terzo pilastro si concentra sulla difesa e anticipa la scadenza per la spesa del 2% del PIL dall'anno fiscale 2027 all'anno fiscale 2025. Si prevede che il bilancio supplementare peggiori il deficit fiscale di circa l'1 punto percentuale del PIL negli anni fiscali 2025 e 2026, che stimiamo possa aumentare fino a +3 punti percentuali al rapporto debito/PIL del Giappone entro il 2027. Questo implicherebbe un calo più lento del rapporto, anche se sarebbe comunque gestibile dal punto di vista debito-sostenibilità.

Figura 8: Bilancio supplementare del Giappone per il 2025

	JPY trn	% of GDP
Pillar I - Measures to address high prices and enhance living environment	11.7	1.8%
Electricity and Gas bills assistance	0.5	0.1%
Child-rearing support	0.4	0.1%
Priority Support Local Allocation Grant expansion	2.0	0.3%
Household support program	0.6	0.1%
Food program	0.4	0.1%
Healthcare support	1.4	0.2%
SMEs wage growth support measures	1	0.2%
Tax cuts	2.7	0.4%
Gasoline tax rate abolition	1.5	0.2%
Increase of the income tax annual income threshold	1.2	0.2%
Pillar II - Crisis management and growth investments	7.2	1.1%
Pillar III - Measures to strengthen defense capabilities and diplomatic effectiveness	1.7	0.3%
Defense budget	1.1	0.2%
Reserve Fund	0.7	0.1%
Total	21.3	3.3%

Fonti: Japan Cabinet Office, Allianz Research

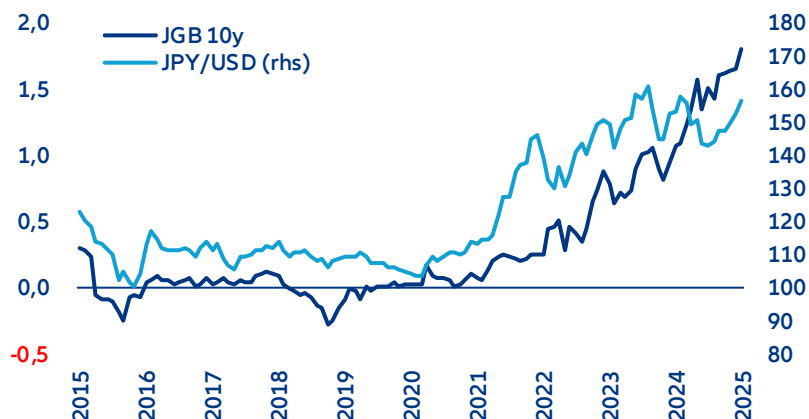
Si prevede che le misure aumenteranno la crescita del PIL nel 2026 di +0,7 punti percentuali e ridurranno l'inflazione generale di -0,4 punti percentuali in media – anche se l'inflazione di base dovrebbe rimanere elevata.

Il governo prevede che il bilancio supplementare aumenti il PIL di 24 trilioni di JPY entro l'anno fiscale 2027, implicando un incremento di +1,4 punti percentuali alla crescita media del PIL all'anno, anche se questo sembra ambizioso. Tenendo conto delle incertezze standard dei moltiplicatori fiscali riguardo al momento preciso dell'attuazione di alcune misure e del potenziale inasprimento delle condizioni finanziarie, stiamo rivedendo al rialzo le nostre previsioni di crescita del PIL in modo più moderato, portandolo a +1,4% nel 2025 (+0,1 pp), +1,4% nel 2026 (+1 pp) e +1% nel 2027 (+0,2 pp). Il governo prevede che l'eliminazione della tassa sulla benzina ridurrà l'inflazione di -0,3 punti percentuali in media nel 2026, mentre i sussidi su elettricità e gas dovrebbero ridurla ulteriormente di -0,4 punti percentuali intorno al primo trimestre del 2026. Questo dovrebbe spingere l'inflazione generale al di sotto dell'obiettivo del 2% della Banca del Giappone entro l'inizio del 2026, mentre l'inflazione di base (escludendo alimenti freschi ed energia) dovrebbe rimanere elevata.

Con l'inflazione sottostante ancora elevata e probabilmente aggravata dal bilancio supplementare, manteniamo le nostre aspettative per il BoJ, con il prossimo aumento a gennaio e il tasso di politica monetaria che chiuderà il 2026 all'1,00% e il 2027 all'1,50%. Ci aspettiamo che il sollievo del bilancio supplementare sull'inflazione generale sarà di breve durata, poiché le misure di stimolo stimoleranno la domanda delle famiglie. Inoltre, *RENGO*, la Confederazione Sindacale Giapponese, ha avviato le trattative salariali annuali (*shunto*, che si concluderanno in primavera) chiedendo un aumento di almeno il +5% per il 2026, la stessa richiesta iniziale dell'anno scorso, quando alla fine avevano ottenuto il +5,52%. La BoJ ha dichiarato la scorsa settimana di stare monitorando attentamente le trattative salariali e discutere possibili aumenti dei tassi d'interesse durante i prossimi incontri. In questo contesto, manteniamo le nostre prospettive sui tassi di politica: il prossimo aumento dovrebbe avvenire alla riunione del BoJ di gennaio 2026 (allo 0,75%), seguita da ulteriori aumenti a luglio 2026 (all'1,00%), gennaio 2027 (1,25%) e luglio 2027 (1,50%). Nel frattempo, un JPY debole sta creando ulteriori pressioni inflazionistiche attraverso l'aumento dei prezzi di alimenti ed energie importate, spingendo il ministro delle finanze a confermare venerdì scorso che si potrebbe considerare un intervento valutario se necessario.

Reazione del mercato: non un "momento Truss". Dopo l'annuncio del bilancio, i rendimenti delle obbligazioni di Stato giapponesi a 10 anni (JGB) sono saliti a un picco in 17 anni, superando l'1,8%, mentre lo yen si è svalutato al livello più basso rispetto al dollaro USA negli ultimi 10 mesi, raggiungendo 158 JPY/USD (Figura 9). Piuttosto che indicare una perdita di fiducia del mercato simile a un "momento Truss" giapponese, vediamo questa reazione del mercato come una rivalutazione del mix politico giapponese che combina l'espansione fiscale con un continuo inasprimento monetario.

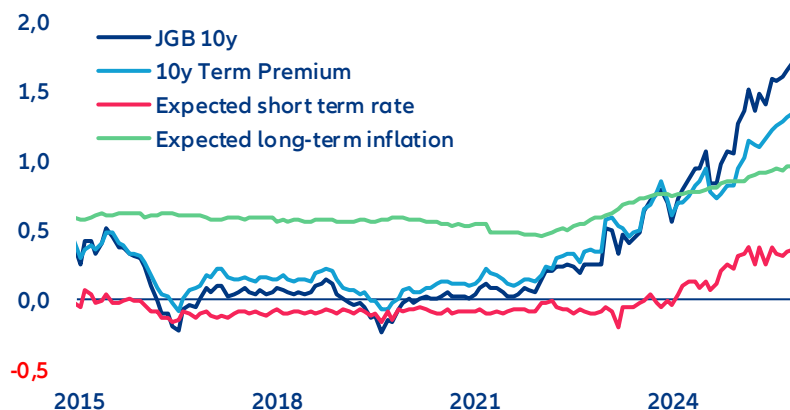
Figura 9: I mercati stanno riprezzando il mix delle politiche fiscali e monetarie del Giappone



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

A questo proposito, le dinamiche in Giappone rispecchiano in parte la situazione degli Stati Uniti, dove i rischi associati a uno stimolo nominale alla crescita (credibilità fiscale) e all'indipendenza della banca centrale stanno guidando i mercati obbligazionari e valutari. Per ora, i mercati JGB non hanno considerato un effetto duraturo sulla crescita nominale derivante dal pacchetto di stimolo. Le aspettative di inflazione a lungo termine rimangono ancorate, il premio per il rischio d'inflazione è stabile e le aspettative di tasso a breve termine restano piatte. Il recente aumento dei rendimenti a lungo termine è quindi dovuto esclusivamente al premio a termine reale, riflettendo in particolare i cambiamenti nelle dinamiche di domanda e offerta delle obbligazioni sovrane (cioè il rischio fiscale) (Figura 10). Il piano di finanziamento del Gabinetto per il bilancio supplementare dell'anno fiscale 2025 prevede l'emissione di obbligazioni di stato per un valore di 11,7 trilioni di yen, che porterebbero l'emissione totale nell'anno fiscale 2025 a 40,3 trilioni di yen (rispetto ai 42,1 trilioni di yen dell'anno fiscale 2024). Del rendimento nominale totale dell'1,8% per il JGB a 10 anni, l'1,3% è ora spiegato dal premio a termine, di cui lo 0,7% è legato ai rischi fiscali e lo 0,6% ai rischi di inflazione. Questo è molto diverso dalla situazione dell'inizio del 2024, quando i rischi di inflazione spiegavano quasi tutto il premio a termine.

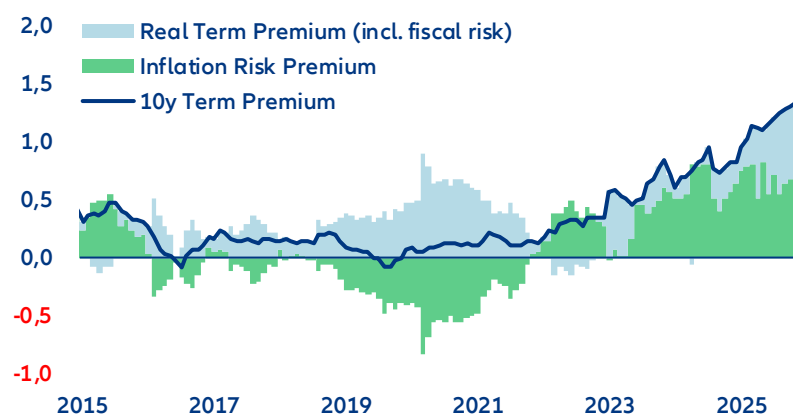
Figura 10: I rendimenti del JGB a 10 anni sono principalmente determinati dal premio a termine*



*basato su Abrahams et al. (2015)

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 11: I rischi fiscali sono stati valutati nel premio a termine JGB a 10 anni*



*basato su Abrahams et al. (2015)

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La strategia della BoJ è stata messa alla prova dai mercati. Manteniamo la nostra opinione che la BoJ abbia almeno tollerato finora l'aumento dei rendimenti a lungo termine del JGB, contando sul rimpatrio di capitale come supporto nascosto per lo JPY. Tuttavia, questa strategia non ha ancora dato i suoi frutti principalmente perché i rendimenti reali in Giappone restano troppo bassi rispetto ad altre economie del G10. Nel breve termine, gli attesi aumenti dei tassi di politica monetaria della BoJ probabilmente porteranno un minimo sotto lo JPY e limiteranno ulteriori rotting obbligazionari. Ma con gli investitori nazionali ancora in gran parte ai margini, gli investitori stranieri stanno attualmente fissando prezzi marginali all'estremità lunga della curva JGB, spesso con liquidità scarsa. Vediamo il rischio che inizino a testare la posizione passiva della BoJ e il suo impegno verso il percorso dei tassi di riferimento e/o un inasprimento quantitativo, potenzialmente costringendo interventi più aggressivi come le operazioni valutarie (con un probabile trigger vicino a 165 USD/JPY), una spostata aggressiva e la ripresa degli acquisti di obbligazioni per capire i rendimenti. Vediamo persino la possibilità che la BoJ finisca per riappiattare la curva JGB sollevando l'estremità corta con un percorso di tasso più aggressivo, mentre attenua la parte lunga terminando il QT.

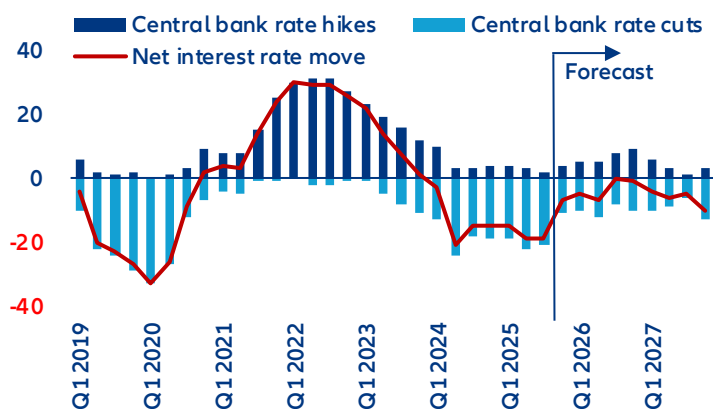
I mercati finanziari globali rischiano di diventare più fragili. La reazione del mercato al nuovo pacchetto di stimolo fiscale è un altro segnale che il paradigma di lunga data dello JPY come valuta di finanziamento stabile e a basso rendimento si sta erodendo e che il ruolo del mercato JGB (il secondo più grande mercato delle obbligazioni sovrane dopo gli Stati Uniti) come fornitore globale di liquidità, leva finanziaria e soppressione della volatilità diminuirà. Questo rende i mercati finanziari globali più fragili e soggetti a shock finanziari, poiché l'era del carry trade facile sta per finire.

Banche centrali delle emergenze: intrappolate tra un dollaro morbido e vincoli duri (interni)

Il ciclo di allentamento dei mercati emergenti globali (EM) iniziato a metà 2023 è entrato in una fase matura e sempre più differenziata. Dopo una vasta ondata di tagli dei tassi che si è estesa dall'inizio del 2024 fino alla metà del 2025, lo slancio si è rallentato notevolmente nel quarto trimestre del 2025: solo quattro banche centrali hanno effettuato tagli a novembre, mentre 11 sono ora in sospenso da sei mesi o più. Dei 27 principali banche centrali emergenziali che monitoriamo, 25 tecnicamente sono ancora in cicli di taglio, ma si è emersa una chiara divisione tra quelle che sono ancora attivamente in attenuazione – come Messico, Polonia, Sudafrica, Filippine ed Egitto – e quelle che hanno in gran parte anticipato gli adeguamenti o esaurito lo spazio politico a causa dell'inflazione persistente e delle restrizioni interne. L'Ungheria, ad esempio, ha mantenuto i tassi invariati per 14 mesi nonostante tagli cumulativi di 650 punti base, riflettendo preoccupazioni fiscali e fragilità valutaria. I fattori interni stanno ora prendendo la precedenza, con inflazione persistente e squilibri fiscali che limitano lo spazio per ulteriori mosse anche mentre la Fed continua ad allentarsi. Il Brasile, nel frattempo, ha intrapreso una traiettoria divergente invertendo i tagli precedenti, con aumenti di 450 punti base dal settembre 2024, principalmente a causa di

preoccupazioni fiscali e inflazione interna. Gli eventi interni hanno anche costretto la banca centrale turca a riprendere una politica monetaria aggressiva dopo gli eventi di marzo, e il ritmo dell'allentamento si è rallentato successivamente, con un obiettivo di inflazione di fine anno del 32% – una revisione di circa 8 punti percentuali rispetto all'obiettivo iniziale. Guardando al futuro, il ritmo complessivo dell'allentamento delle emergenze emergenziali dovrebbe moderarsi ulteriormente nel 2026, man mano che più paesi raggiungeranno o si avvicineranno ai loro tassi terminali (Figura 12).

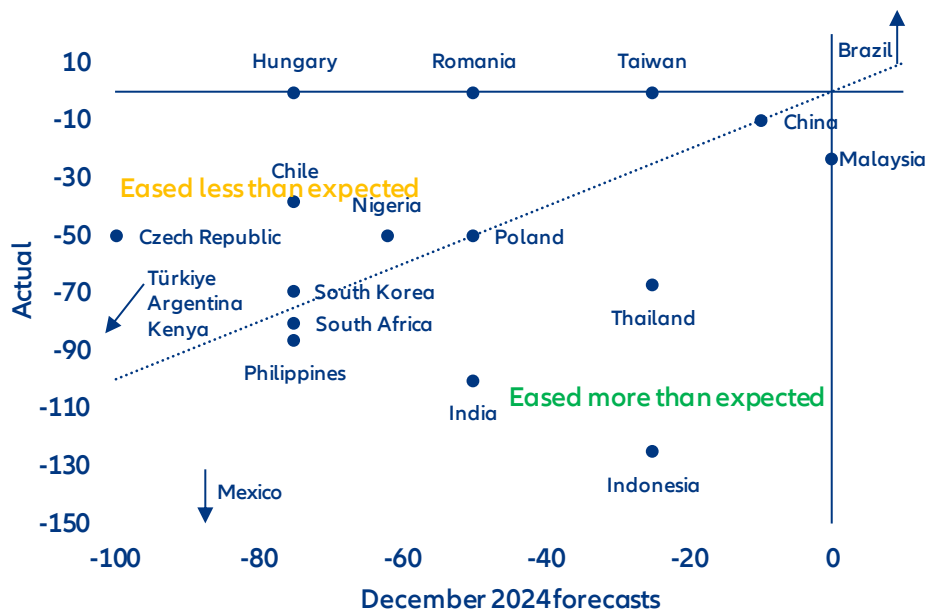
Figura 12: Numero netto di paesi che aumentano o riducono i tassi di politica monetaria in 40 EM



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

In un anno con un dollaro relativamente debole e grandi cambiamenti nelle aspettative riguardo alla politica della Fed, alcune banche centrali emergenti hanno avuto più margine per anticipare e allentare le loro politiche monetarie. Tra la fine del 2024 e la fine del terzo trimestre 2025, l'indice del dollaro statunitense è diminuito di quasi il -10% (con la maggior parte di questo calo avvenuta entro la fine di aprile 2025). Tuttavia, osservando la variazione cumulativa dei tassi di politica monetaria tra la fine del 2024 e la fine del terzo trimestre 2025 e le nostre previsioni di dicembre 2024, troviamo che quasi la metà delle principali banche centrali emergenti che monitoriamo ha effettivamente allentato le politiche monetarie meno del previsto – principalmente in Europa centrale e orientale e America Latina. Solo un terzo si è allentato più del previsto – principalmente nel Sud e Sud-est asiatico, oltre che in Messico – e il resto ha mantenuto le promesse previste.

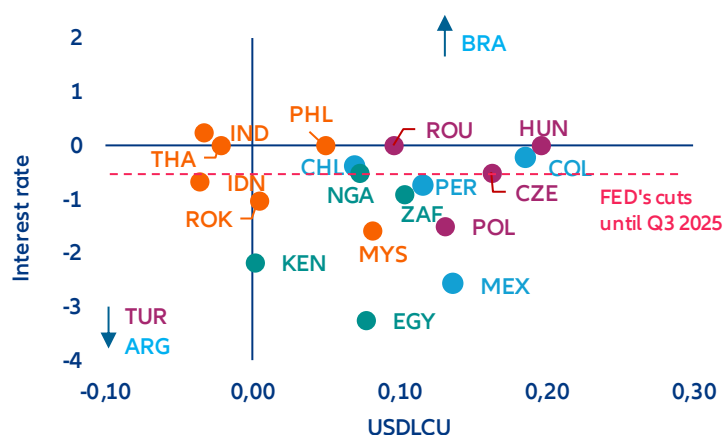
Figura 13: Variazione cumulativa dei tassi di politica monetaria tra il quarto trimestre 2024 e il terzo trimestre 2025, le nostre previsioni per dicembre 2024 rispetto ai cambiamenti effettivi (bps)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Alcune banche centrali dell'Asia emergente e del Messico si sono allentate più del previsto a causa di una combinazione di fattori esterni, tra cui una politica commerciale statunitense più aggressiva verso la regione, una sincronizzazione più stretta con il ciclo della Fed e le dinamiche del dollaro. Le nazioni dell'ASEAN, insieme all'India, sono state tra le più colpite dai dazi statunitensi, con aliquote inizialmente annunciate superiori al 30%, poi ridotte tra il 19% e il 25% per Indonesia, Malesia e Vietnam. Thailandia e India devono ancora raggiungere un accordo con la Casa Bianca. La politica commerciale aggressiva degli Stati Uniti ha pesato sulle prospettive di crescita della regione, fornendo un ulteriore motivo per le banche centrali di allentare le politiche monetarie mentre i rischi di inflazione venivano attenuati. La regione rimane correlata alle mosse della Fed, data una sensibilità storicamente più elevata: come mostrato nella Figura 14, quasi tutti i paesi asiatici sono rimasti vicini ai -50 punti base della Fed nei primi tre trimestri del 2025. Le prospettive economiche più moderate e la guerra commerciale più aggressiva hanno causato la svalutazione di molte valute nell'Asia emergente rispetto al dollaro, attirando un flusso di valuta forte più basso – un fenomeno che potrebbe continuare in paesi in cui i deficit del conto corrente stanno peggiorando, come Filippine e Indonesia. Pur continuando a muoversi in sincronia con la Fed, il Messico si è anche allentato più del previsto (-250 punti base), data una minore attività economica e pressioni sui prezzi limitate. Guardando al futuro, il potenziale rilancio del dollaro potrebbe contribuire al ciclo di allentamento della scadenza di alcune banche centrali. Nelle ultime settimane, l'apprezzamento del dollaro ha segnalato un possibile ritorno a un dollaro più forte, erodendo i benefici per le posizioni esterne e fiscali dei mercati emergenti, aumentando sia i costi di servizio del debito sia quelli delle importazioni. Questo rischio è particolarmente amplificato per i paesi con grandi esigenze di finanziamento esterno – come Etiopia, Egitto e Argentina – e per i paesi fortemente esposti al debito emesso in USD, come la Colombia.

Figura 14: Finestra 2025 di allentamento del ciclo e apprezzamento della valuta locale nelle EM



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

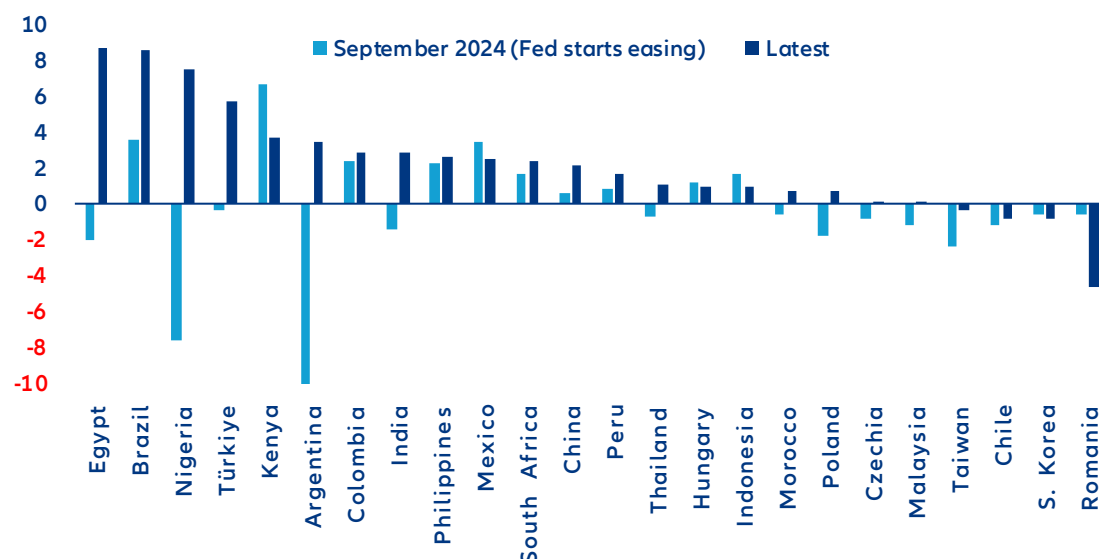
Nel frattempo, i motori interni hanno costretto le banche centrali, in particolare nell'Europa centrale e orientale e in America Latina (Brasile e Colombia), a diventare più aggressive del previsto. Le pressioni sull'inflazione locale, in particolare quelle di base e dei servizi legata a una forte crescita salariale, mercati del lavoro ristretti e inflazione importata, sono rimaste elevate anche mentre la disinflazione globale continuava. L'esempio più evidente per la CEE è la Romania, dove un imprevisto picco di inflazione vicino alla doppia cifra è stato causato da un inasprimento fiscale e da cambiamenti nelle politiche energetiche, mantenendo l'inflazione sottostante stagnante nonostante pressioni esterne più deboli. In America Latina, le banche centrali hanno mantenuto un atteggiamento cauto mentre la volatilità dei prezzi alimentari, la domanda interna resiliente e le incertezze fiscali (inclusa incertezza pre-elettorale, rischi di spesa o preoccupazioni sul debito) hanno mantenuto i rischi di inflazione sbilanciati verso l'alto. Guardando al futuro, un significativo allentamento delle politiche dipende da una chiara decelerazione dei prezzi e dei salari di base insieme a una disciplina fiscale credibile, mentre un rinnovato scivolamento fiscale, la svalutazione dei tassi di cambio, gli shock alimentari dell'offerta e una domanda interna più forte del previsto restano i principali fattori scatenanti che potrebbero prolungare o addirittura intensificare la posizione aggressiva in paesi come Brasile e Colombia.

L'attuale ciclo di allentamento ha avuto un effetto costruttivo sui mercati del debito. Le obbligazioni locali hanno offerto forti rendimenti mentre i rendimenti sono rientrati dai massimi pluriennali, e gli spread della valuta forte si sono compressi ai minimi storici. Fattori tecnici – rinnovati flussi e miglioramento della liquidità – hanno amplificato la performance. Tuttavia, ora le valutazioni sembrano dilatate, lasciando poco spazio per ulteriori restringimenti dello spread. La crescita si è stabilizzata, sostenuta da costi di indebitamento più bassi e da una domanda interna resiliente, ma i rischi geopolitici e il calo fiscale restano venti contrari. Con il termine del ciclo di allentamento delle EM in corso, i primi venti favorevoli per il debito EM iniziano a svanire. A questo punto, la performance diventa più guidata dal carry piuttosto che dal prezzo, e gli investitori spostano l'attenzione sul valore relativo e sulla selezione del credito. Inoltre, il profilo rischio-ricompensa si deteriora: mentre tassi più bassi supportano crescita e liquidità, possono anche favorire la compiacenza fiscale e aumentare la vulnerabilità agli shock esterni. In breve, le dinamiche del ciclo finale richiedono un approccio più tattico, con enfasi sull'esposizione selettiva e sulla gestione attiva del rischio.

All'inizio di un ciclo di allentamento, le EMFX tendono a beneficiare di un miglioramento del sentiment di rischio e degli afflussi di capitale, specialmente quando le condizioni di liquidità globale sono favorevoli e il dollaro USA si indebolisce. Ma questi vantaggi diminuiscono con il maturare del ciclo. Alti rendimenti reali rispetto ai mercati sviluppati attirano carry trade, rafforzando la forza della valuta. Lo spread medio tra i mercati emergenti e il tasso di interesse reale statunitense (cioè al netto dell'inflazione) è attualmente di 2 punti percentuali, il che aiuta ad attrarre flussi di capitale, accumulare riserve e mantenere margini di manovra in caso di volatilità valutaria. Quando la Fed ha iniziato il suo ciclo di allentamento, il differenziale era vicino a zero (vedi Figura 15). Tuttavia, con il maturare del ciclo di alleggerimento dei vantaggi, questi vantaggi diminuiscono. I differenziali di tasso si restringono, riducendo l'appel per il carry, e il posizionamento diventa affollato, aumentando la vulnerabilità a

profitti e picchi di volatilità. Inoltre, se l'allentamento coincide con un deterioramento fiscale o incertezza politica, il FX può sottoperformare nonostante tassi più bassi. Nel ciclo attuale, mentre BRL, MXN e ZAR restano favoriti per il carry, il rischio di forte inversione sta aumentando poiché le valutazioni sono allungate e i fattori di rischio globali (geopolitici) incombono.

Figura 15: Differenziale reale dei tassi di interesse rispetto agli Stati Uniti (pps)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nel complesso, una correzione importante nei mercati globali (che si estenda oltre l'IA e il settore tecnologico) porterebbe a un ulteriore allentamento monetario. Una potenziale correzione di mercato colpirebbe in particolare i centri di produzione di chip ed elettronica, come Taiwan, Malesia o Vietnam, che potrebbero vedere una diminuzione della domanda, così come i paesi del Medio Oriente che si trovano a monte nella catena di approvvigionamento, come Israele, un importante polo di ricerca e sviluppo dell'IA. Anche i paesi del Golfo sarebbero esposti, dato il grande investimento di denaro nell'industria. Il colpo della domanda di materie prime legate all'IA si è fatto sentire soprattutto in Cile, Indonesia o Repubblica Democratica del Congo, principali esportatori di litio, nichel e cobalto. Tutti questi fattori farebbero tornare molte banche centrali emergenti a una politica di allentamento. Oltre all'IA, una grande correzione globale potrebbe avere implicazioni che riducano i livelli di liquidità globali, contribuendo ulteriormente al ciclo di allentamento.

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 valutari 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.