

Allianz Research | 31 Ottobre 2025

# L'Europa non sarà completamente elettrica prima del 2040, gli accordi circolari nell'intelligenza artificiale e la crescita dell'Eurozona fanno un passo avanti

**Ludovic Subran**  
Chief Investment Officer e Chief  
Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

**Maxime Darmet**  
Senior Economist per Stati Uniti-  
Regno Unito-Francia  
[maxime.darmet@allianz-trade.com](mailto:maxime.darmet@allianz-trade.com)

**Guillaume Dejean**  
Consulente Senior di Settore  
[guillaume.dejean@allianz-trade.com](mailto:guillaume.dejean@allianz-trade.com)

**Bjoern Griesbach**  
Responsabile Macro e Ricerche sul  
Mercato dei Capitali  
[bjoern.griesbach@allianz.com](mailto:bjoern.griesbach@allianz.com)

**Jasmin Gröschl**  
Senior Economist per l'Europa  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

**Ano Kuhanathan**  
Responsabile della ricerca aziendale  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)

**Maddalena Martini**  
Senior Economist per l'Europa  
meridionale e il Benelux  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

## In sintesi

**L'Europa non sarà completamente elettrica prima del 2040.** Il piano dell'Europa di vietare le vendite di veicoli con motore a combustione interna entro il 2035 si trova nello scontro tra gli interessi industriali nazionali e le ambizioni ecologiche regionali. Ma le preoccupazioni a breve termine rischiano di trascurare il quadro generale: è probabile che l'UE manchi l'obiettivo di diventare completamente elettrica entro il 2035, il che a sua volta minaccia l'obiettivo di diventare carbon neutral entro il 2050. Sebbene le vendite di veicoli elettrici siano il raro punto positivo nel mercato automobilistico europeo quest'anno (+24% da inizio anno rispetto a +1% complessivo; quota di mercato +3 punti percentuali al 16%), il ritmo di adozione è ancora troppo lento poiché i consumatori preferiscono i modelli ibridi e l'infrastruttura EV non è all'altezza. Entro la fine del 2025, si prevede che l'UE disporrà di circa 1,1 milioni di stazioni di ricarica, meno di un terzo dell'obiettivo della Commissione europea per il 2030 di 3,5 milioni, con un ritmo di installazione che rallenterà al tasso più basso dal 2019. Il rinvio del divieto dell'ICE potrebbe inviare un segnale sbagliato, peggiorando la già fragile fiducia del mercato nell'industria automobilistica europea e ampliando il divario tecnologico con i rivali globali che beneficiano di strategie più chiare e di un sostegno finanziario più forte.

**I rischi delle operazioni circolari nell'IA.** Un'ondata di operazioni interconnesse (65 miliardi di dollari in azioni e oltre 800 miliardi di dollari in accordi di acquisto) sta rimodellando il settore dell'intelligenza artificiale. Le aziende produttrici di chip stanno acquisendo partecipazioni in aziende di intelligenza artificiale in cambio di ingenti ordini di hardware, mentre i giganti del cloud si assicurano contratti di calcolo esclusivi iniettando capitale. Questa struttura circolare ha contribuito a gonfiare le valutazioni e ad approfondire l'intreccio settoriale, anche se le aziende di intelligenza artificiale spendono molto più di quanto guadagnano. Gli investitori si aspettano una crescita annua dei ricavi e dei margini di profitto del +20% e, sebbene la domanda e la crescita dei ricavi siano reali, le valutazioni azionarie dei produttori di chip e dei fornitori di cloud statunitensi potrebbero scendere del 25-35% se gli obiettivi di profitto non vengono raggiunti. A differenza del modello keiretsu giapponese, che è stato progettato per proteggere le catene di approvvigionamento, il ciclo di intelligenza artificiale è costruito per garantire i ricavi, spesso senza vendite sottostanti agli utenti finali. Queste partnership assomigliano piuttosto al finanziamento di fornitori su larga scala: bloccare i ricavi in anticipo, ma fare affidamento sulla domanda futura per giustificare l'impennata dei flussi di capitale. Mentre i principali operatori tecnologici statunitensi prevedono oltre 200 miliardi di dollari di free cash flow post-capex quest'anno, l'esposizione del settore a un singolo fattore non fa che alzare l'asticella per l'intelligenza artificiale. In futuro, gli investitori dovrebbero concentrarsi sulla monetizzazione e sui tassi di implementazione prima di confondere i finanziamenti a circuito chiuso con la crescita organica.

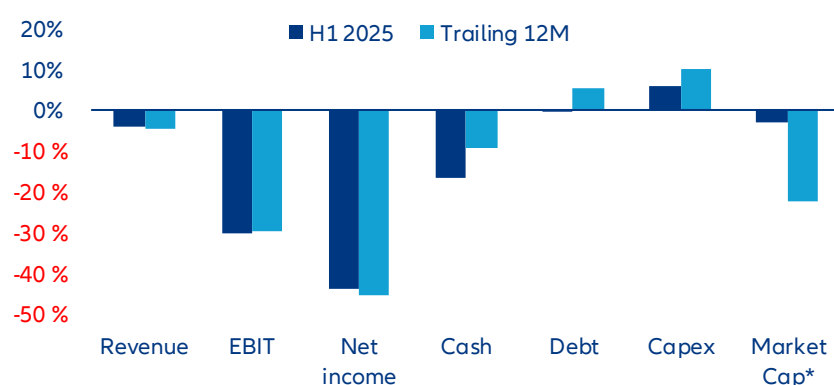
**L'Eurozona fa un passo avanti, ma la Germania sonnecchia di nuovo.** La crescita dell'Eurozona ha sorpreso al rialzo nel 3° trimestre, raggiungendo il +0,2% t/t (+1,3% a/a), sostenuta dalla domanda interna e nonostante le deboli esportazioni nette. Il sostegno è arrivato dal rimbalzo economico della Francia (+0,5% t/t), che ha sfidato l'incertezza politica, e dalla continua forza dell'America iberica (Spagna 0,6% t/t). La Germania (0,0%) è rimasta il

principale freno al potenziale economico dell'Europa, con il suo output gap (-1,7% contro +0,6% in media per le altre economie delle Big-3) tornato ai livelli dei primi anni 2000, quando è stata etichettata come il "malato d'Europa". Come allora, la divergenza è netta poiché la maggior parte dei peer sta attualmente operando intorno o al di sopra del potenziale. Tuttavia, si prevede una graduale ripresa indotta dal bilancio, con un picco del disavanzo del 3,9% entro il 2027, mentre i venti contrari strutturali continuano a limitare lo slancio. Nel complesso, questo trimestre aggiunge un certo rischio al rialzo alle nostre attuali previsioni di crescita dell'Eurozona di +1,2%, +0,9% e +1,4% per il periodo 2025-2027. Con l'inflazione complessiva vicina all'obiettivo di ottobre (2,1% a/a), la BCE ha mantenuto i tassi stabili al 2,0% come previsto e ha ribadito la sua tranquillità nel mantenere i tassi di riferimento a livelli neutrali.

## L'Europa non sarà completamente elettrica prima del 2040

**Il piano dell'Europa di vietare le vendite di veicoli con motore a combustione interna (ICE) entro il 2035 si trova nello scontro tra gli interessi industriali nazionali e le ambizioni ecologiche regionali.** La Germania e l'Italia stanno premendo per un rinvio della scadenza del 2035 e un quadro più flessibile per gli obiettivi di emissione di carbonio, sostenendo che l'industria automobilistica ha bisogno di sollievo poiché i margini di profitto sono compressi dall'aumento dei costi di produzione e dal calo della domanda. Tuttavia, Francia e Spagna si oppongono fermamente a qualsiasi revisione, temendo che invierebbe un segnale scoraggiante agli investitori e minerebbe la credibilità della tabella di marcia europea per la neutralità carbonica. La spaccatura riflette il diverso peso del settore automobilistico nelle economie nazionali: rappresenta oltre il 5% del PIL e 800.000 posti di lavoro in Germania, e circa il 6% in Italia, rispetto a meno del 3% in Francia e Spagna. Dal punto di vista strategico, il dibattito riflette anche le posizioni contrastanti tra i produttori di apparecchiature originali (OEM): i produttori tedeschi e italiani, fortemente dipendenti dalle esportazioni, si trovano di fronte a prospettive più difficili per i veicoli elettrici (EV) all'estero. Gli Stati Uniti hanno interrotto gli incentivi all'acquisto di veicoli elettrici a settembre, mentre sia in Cina che in Europa i marchi europei stanno lottando per competere con i modelli cinesi di veicoli elettrici che offrono sia un design di qualità che una tecnologia avanzata a un prezzo molto competitivo. Di fronte alla contrazione della redditività e delle riserve di liquidità, gli OEM tedeschi rimangono riluttanti a impegnarsi completamente in un futuro completamente elettrico, poiché il ritorno non sembra abbastanza attraente da compensare il recente aumento dei costi dovuto alle nuove tariffe statunitensi e alla sovraccapacità industriale in Europa.

Figura 1: Variazione dei fondamentali finanziari degli OEM tedeschi negli ultimi 12 mesi

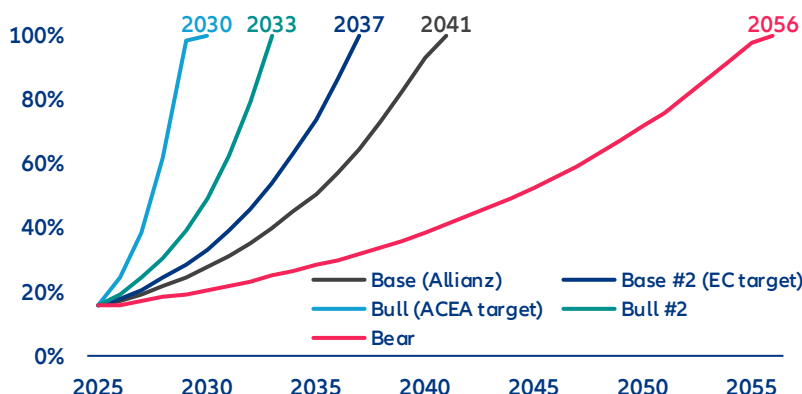


\*Variazione da inizio anno e degli ultimi 12 mesi a fine ottobre 2025. Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Le preoccupazioni a breve termine rischiano di trascurare il quadro generale: è probabile che l'UE manchi il suo obiettivo di diventare completamente elettrica entro il 2035, il che a sua volta minaccia l'obiettivo di diventare neutrale dal punto di vista delle emissioni di carbonio entro il 2050.** Il ritmo delle immatricolazioni di veicoli elettrici e dell'installazione di stazioni di ricarica pubbliche (comprese le stazioni di ricarica rapida e ultraveloce) nell'ultimo decennio suggerisce che l'UE realizzerà il passaggio solo entro il 2041. In uno scenario più ottimistico, potrebbe essere raggiunto nel 2037 se l'UE riuscisse a creare l'obiettivo di 3,5 milioni di stazioni di ricarica pubbliche entro il 2030. Il raggiungimento dell'obiettivo per il 2035 richiederebbe un impulso fiscale molto più forte per lo sviluppo delle infrastrutture per i veicoli elettrici, una migliore pipeline di offerta e una moderata ripresa della domanda al

dettaglio di nuove auto (2-3%), che sembra improbabile in un momento in cui le principali economie stringono la cinghia e le case automobilistiche europee combattono difficoltà finanziarie.

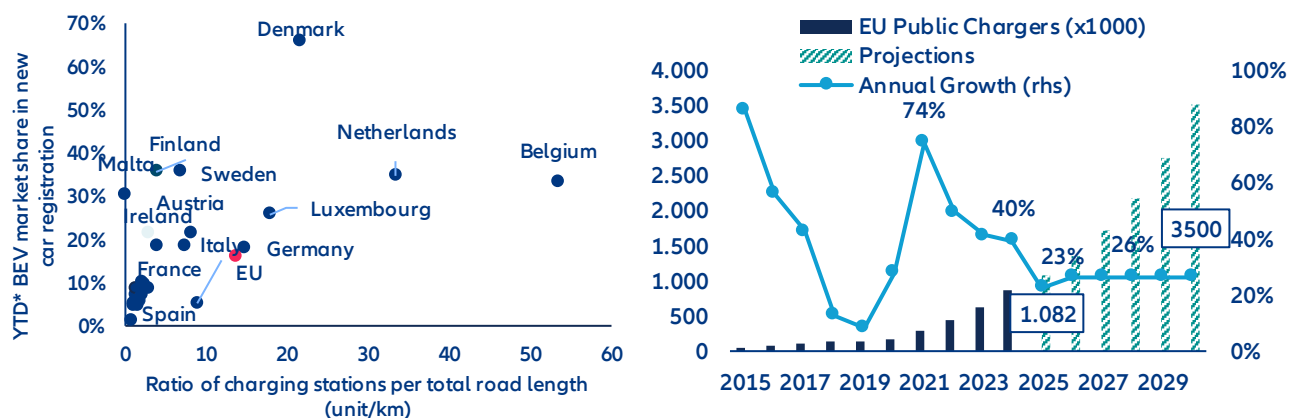
Figura 2: Scenari per il passaggio completo dell'UE ai veicoli elettrici (immatricolazioni di autovetture nuove = 100% BEV)



Proiezioni delle stazioni di ricarica necessarie entro il 2030 per allinearsi agli obiettivi di riduzione delle emissioni di carbonio: 3,5 milioni per la Commissione Europea e 8,8 milioni per l'Associazione Europea dei Costruttori di Automobili (ACEA). Fonte: Allianz Research

**La coerenza nello sviluppo delle infrastrutture è fondamentale per aumentare l'elettrificazione.** EV e PHEV (+24% e +32%) sono le categorie di propulsori più performanti quest'anno, nonostante un mercato automobilistico europeo tiepido (+1% da inizio anno a settembre) che sembra aver raggiunto un nuovo plateau sotto gli 11 milioni, ovvero circa il 30% al di sotto del livello pre-Covid. Ma nonostante la notevole progressione della penetrazione dei veicoli elettrici anno dopo anno, che ha reso la categoria BEV la terza scelta per gli acquirenti davanti al propulsore diesel (+3 punti da inizio anno al 16%), il ritmo è troppo lento per raggiungere l'obiettivo del 2035. La penetrazione dei BEV sta anche risentendo della concorrenza dei veicoli ibridi, che stanno assorbendo circa la metà della perdita di mercato dei modelli con propulsione a combustione totale (~10 punti da inizio anno). Dall'anno scorso, gli ibridi sono la categoria più popolare a livello europeo. Senza investimenti in infrastrutture dedicate ai veicoli elettrici ben scalate ed efficienti, in particolare stazioni di ricarica, parcheggi e servizi di manutenzione e di rete affiliati, per sostenere la crescita e l'adozione dei veicoli elettrici nella regione, è probabile che la loro quota di vendite sia limitata. Esiste una forte correlazione tra il livello di infrastrutture pubbliche dedicate ai veicoli elettrici e la quota di mercato dei BEV nelle nuove immatricolazioni, come si è visto nella regione nordica, dove la penetrazione dei veicoli elettrici è la più avanzata. Entro la fine di quest'anno, si prevede che l'UE avrà circa 1,1 milioni di stazioni di ricarica, meno di un terzo dell'obiettivo della Commissione europea per il 2030 di 3,5 milioni. E l'attuale ritmo di installazione è rallentato bruscamente, raggiungendo solo il 23% nel 2025, il tasso più debole dal 2019. Questo rallentamento, combinato con la distribuzione disomogenea delle infrastrutture – il 56% dei punti di ricarica è concentrato in Francia, Germania e Paesi Bassi, mentre oltre l'80% dei paesi dell'UE scende al di sotto della media regionale di 13,3 stazioni per chilometro di strada – ostacola una più ampia penetrazione dei veicoli elettrici. Per raggiungere gli obiettivi del 2030, l'installazione deve accelerare fino a raggiungere una crescita media annua del 26% nei prossimi cinque anni. Sebbene questo obiettivo rimanga al di sotto della media del 47% degli ultimi cinque anni, il suo raggiungimento richiederà un'azione coordinata tra gli Stati membri per affrontare le disparità nazionali e creare una rete di ricarica europea equilibrata, efficiente e accessibile in grado di sostenere la transizione del continente verso la mobilità sostenibile.

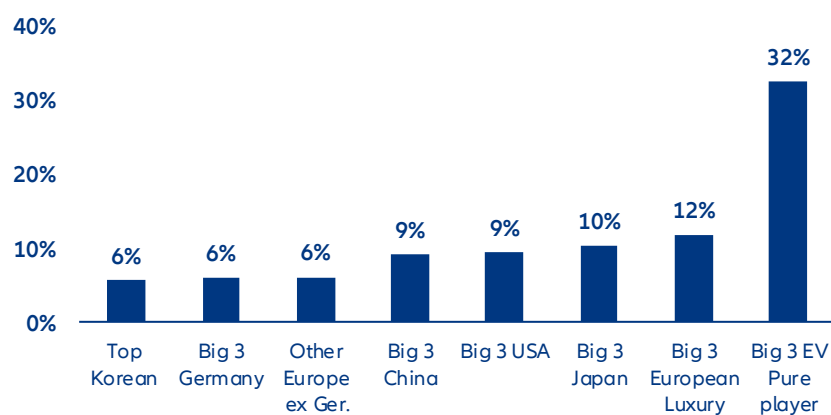
Figura 3: Densità di infrastrutture EV rispetto alla quota di mercato / Evoluzione e proiezioni delle stazioni di ricarica pubbliche entro il 2030



Fonti: Commissione Europea (Osservatorio Europeo sui Combustibili Alternativi), Allianz Research

**Il ritardo tecnologico dell'Europa potrebbe aumentare se si allontanassero dalle sue ambizioni ecologiche.** Il differenziale di prezzo tra i modelli ICE ed EV continua a influenzare le decisioni di acquisto, ma non è più un criterio "no-go" poiché il divario è diminuito sostanzialmente al di sotto del 20% in Europa e negli Stati Uniti, rispetto a oltre il 50% nel 2018, aiutato dal forte calo dei costi delle batterie, guidato da prezzi delle materie prime più deboli e aumenti di produttività. ma anche incentivi pubblici e una politica dei prezzi aggressiva da parte dei marchi cinesi. Tuttavia, questo non ha stimolato la domanda di veicoli elettrici. Le case automobilistiche stanno lottando per trovare la formula giusta per ridurre l'esposizione ai ricavi nel segmento ICE molto redditizio. Anni di investimenti insufficienti rispetto ai concorrenti internazionali, in particolare americani e giapponesi, hanno creato un crescente divario tecnologico, lasciando l'Europa fortemente dipendente dalla Cina per le forniture di batterie e i componenti chiave dei veicoli elettrici. Questa dipendenza limita la capacità della regione di scalare la produzione e innovare in modo competitivo. Allo stesso tempo, i produttori incontrano difficoltà nell'allinearsi alle aspettative dei clienti: i veicoli che combinano una lunga autonomia di guida, prezzi accessibili e affidabilità comprovata rimangono rari poiché la maggior parte dei modelli raramente riesce in tutti e tre. In questo contesto, un potenziale allentamento del quadro europeo in materia di emissioni di carbonio rischia di inviare un segnale sbagliato e potrebbe essere controproducente per l'intero settore nel lungo periodo, scoraggiando gli investitori, aumentando i dubbi sulla traiettoria del settore e ampliando il divario con i rivali globali che beneficiano di strategie più chiare e di un sostegno finanziario più forte.

Figura 4: Rapporto Capex dei principali OEM nell'ultimo decennio, per area geografica e ripartizione delle categorie automobilistiche

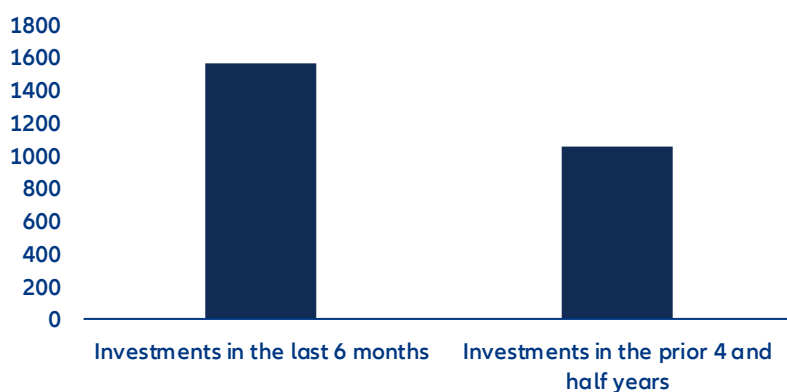


Sulla base dei dati annuali al FY2024. Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

## I rischi delle operazioni circolari nell'IA

**Il settore dell'intelligenza artificiale è spinto da una rete di accordi circolari, con almeno 65 miliardi di dollari in accordi azionari e altri 800 miliardi di dollari in accordi di vendita, che collegano produttori di chip, startup di intelligenza artificiale e fornitori di cloud.** Una versione semplificata della catena di approvvigionamento per l'intelligenza artificiale inizia con i produttori di chip, che progettano e producono chip di fascia alta e li vendono ai fornitori di servizi cloud. Questi fornitori gestiscono grandi data center che consentono alle aziende di intelligenza artificiale di addestrare ed eseguire i loro modelli. Le aziende di intelligenza artificiale pagano i canoni di noleggio ai fornitori di cloud per utilizzare la potenza di calcolo e i fornitori di cloud pagano i produttori di chip per l'hardware di cui hanno bisogno per offrire la potenza di calcolo. Ma negli ultimi mesi, le società di chip hanno acquisito partecipazioni azionarie in aziende di intelligenza artificiale, spingendo i giganti del cloud ad assumere o aumentare anche le partecipazioni azionarie in aziende di intelligenza artificiale in cambio di partnership esclusive. Questo intreccio reciproco di investimenti e vendite ha creato un ecosistema strettamente intrecciato che ricircola il capitale tra gli stessi attori. Inoltre, gli investimenti delle imprese nelle start-up di IA sono aumentati in modo massiccio negli ultimi sei mesi (cfr. figura 5). Nel complesso, stimiamo che la catena del valore dell'IA abbia investito oltre 65 miliardi di dollari al suo interno in operazioni azionarie e accordi di vendita di partecipazioni per un valore di 800 miliardi di dollari. Di conseguenza, sta emergendo un ciclo economico semichiuso: i ricavi fluiscono dalle grandi aziende tecnologiche attraverso contratti di alto valore con start-up di intelligenza artificiale, che, a loro volta, reinvestono nell'infrastruttura informatica dello stesso ecosistema. Questa dinamica circolare rafforza le narrazioni di crescita a breve termine, mascherando al contempo i rischi a lungo termine di un'economia dell'IA surriscaldata e guidata dall'hype.

Grafico 5 - Investimenti in imprese e imprese di venture capital in start-up di IA (numero di investimenti)



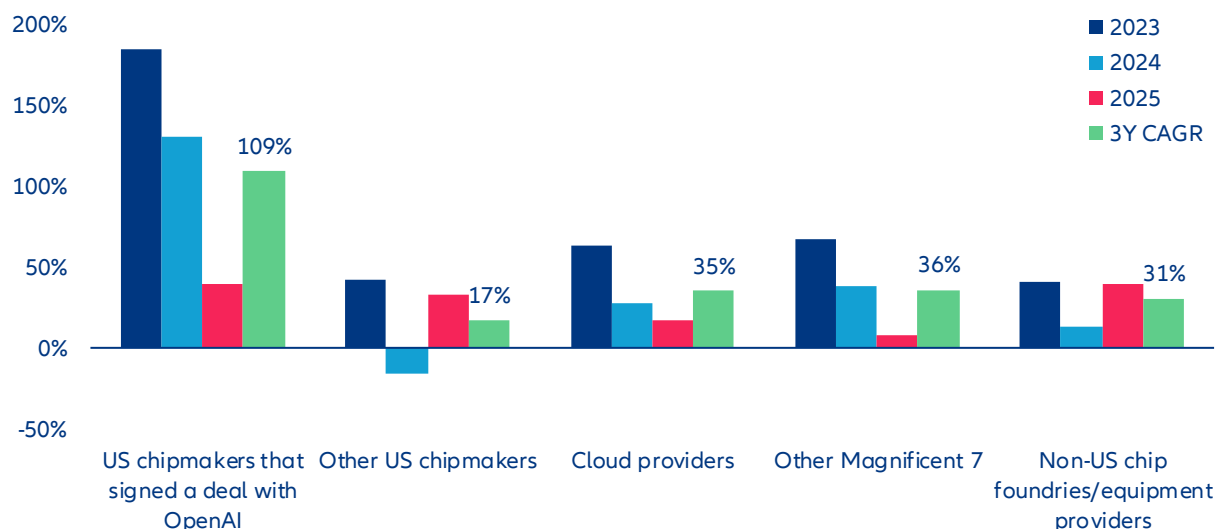
Fonti: PitchBook, Allianz Research

**I mercati si aspettano un aumento dei ricavi e dei margini di circa il +20% dall'ecosistema dell'intelligenza artificiale a seguito di questi accordi.** Negli ultimi trimestri, un importante produttore di chip statunitense e un fornitore leader di cloud hanno registrato sostanziali guadagni in termini di ricavi e profitti, grazie all'accelerazione dell'adozione delle tecnologie di intelligenza artificiale. I loro ecosistemi integrati di intelligenza artificiale, che comprendono semiconduttori avanzati, infrastrutture cloud e servizi di modelli linguistici di grandi dimensioni (LLM), hanno attirato un notevole entusiasmo da parte degli investitori, gonfiando le capitalizzazioni di mercato in tutto il settore. In questa fase, le aziende statunitensi di semiconduttori, che di recente hanno fatto notizia firmando pesanti contratti con gli sviluppatori di LLM, hanno beneficiato maggiormente di questo clamore. La loro capitalizzazione di mercato è più che raddoppiata ogni anno dal 2023, contro il 30-35% in media annua per i fornitori di cloud e i principali produttori di chip e apparecchiature non statunitensi. L'inflazione delle valutazioni riflette le elevate aspettative del mercato per una "spinta dell'intelligenza artificiale" che potrebbe aumentare sia i ricavi che i margini. In effetti, le prospettive delle aziende tecnologiche per il periodo 2025-2027 suggeriscono una notevole differenza del 20% sia nella crescita media annua dei ricavi che nei margini di profitto tra le aziende che hanno recentemente firmato accordi multimiliardari con fornitori di LLM e quelle che non lo hanno fatto. Sembra che i giganti della tecnologia stiano sfruttando questo slancio in modo strategico, capitalizzando

sull'autocompiacimento degli investitori e sulla diffusa convinzione che i futuri guadagni trasformativi sostengano investimenti aggressivi in iniziative non redditizie. Tuttavia, l'equilibrio di questo ecosistema in forte espansione è fragile in quanto le elevate aspettative significano che tutte le aziende tecnologiche esposte all'IA devono generare forti ricavi e generare un elevato flusso di cassa per giustificare massicci investimenti di capitale. In caso contrario, i prezzi di mercato potrebbero correggere rapidamente, come già visto durante la stagione degli utili del Q3 in corso, con alcuni titoli che hanno subito una correzione di oltre il 30%.

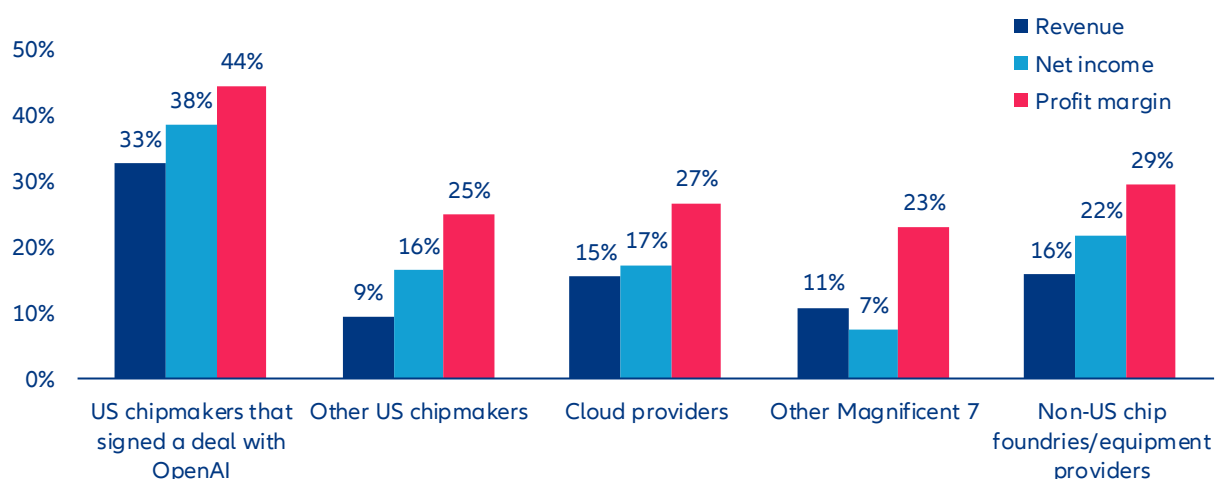
Attualmente, le aspettative di crescita degli utili si attestano a circa il 60% per i produttori di chip e al 35% per i fornitori di cloud e stimiamo che le valutazioni azionarie potrebbero scendere dal 25 al 40% se questi obiettivi di crescita degli utili fossero inferiori del 20%.<sup>1</sup> I fornitori di cloud computing sembrano essere i più a rischio di un effetto contraccolpo, poiché le attuali aspettative di fatturato si basano sull'uso prospettico dell'elaborazione da parte dell'LLM e del lato aziendale, mentre i ricavi inversamente dei produttori di chip derivano dal backlog fisico basato su una pipeline di capacità del data center molto attiva. L'attuale consenso del mercato per i principali fornitori di cloud stima un flusso di cassa libero annuo di oltre 150 miliardi di dollari per il periodo 2025-2027, con il CAGR più alto (+50%) tra tutti gli altri segmenti della nostra analisi.

**Figura 6: Evoluzione della capitalizzazione di mercato delle imprese tecnologiche con un'elevata esposizione allo sviluppo dell'IA negli ultimi tre anni (USD)**



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

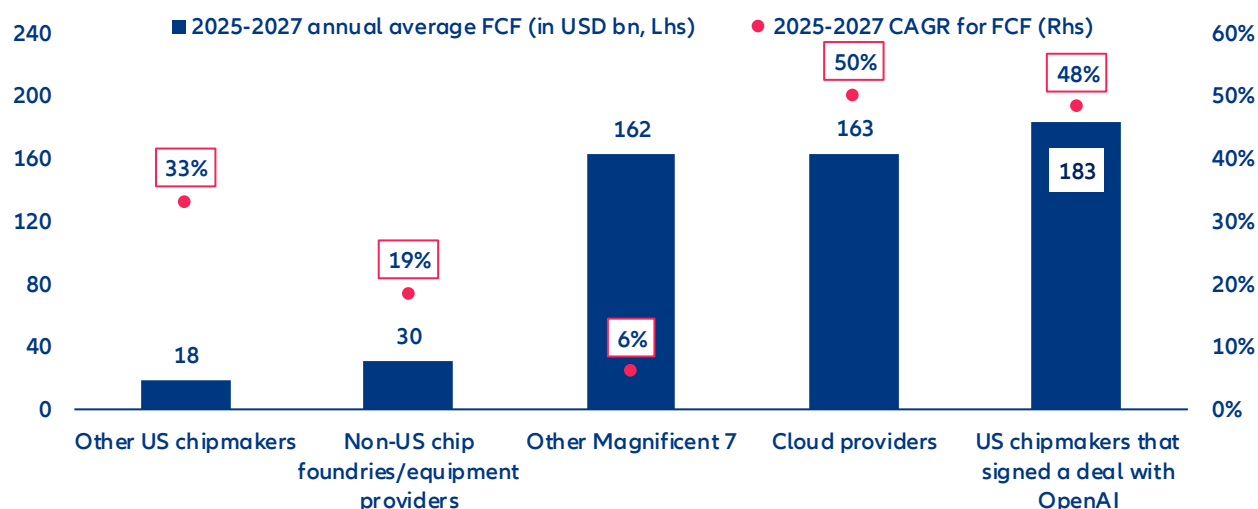
**Figura 7: Prospettive 2025-2027 per le aziende tecnologiche con un'elevata esposizione allo sviluppo dell'IA (sulla base di una metrica media etichettata in USD per segmento)**



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

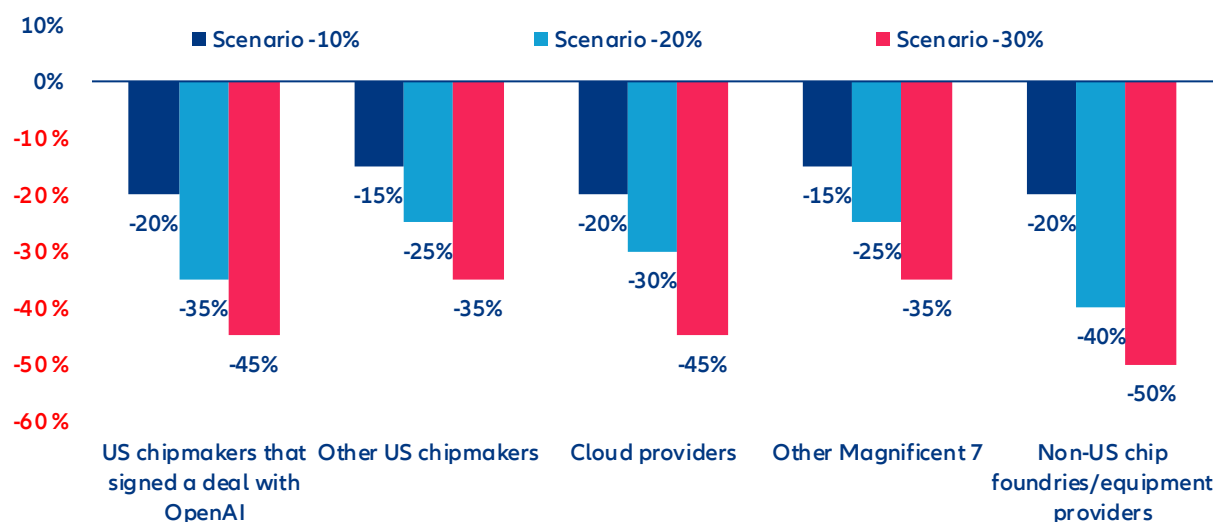
<sup>1</sup> Stimiamo i tassi di crescita e le potenziali correzioni dei prezzi sulla base di un modello di crescita di Gordon, tenendo conto dei flussi di cassa liberi delle società tecnologiche e del loro relativo costo del capitale

Figura 8: Free cash flow medio annuo 2025-2027 per le imprese tecnologiche con un'elevata esposizione allo sviluppo dell'IA (in miliardi di USD)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 9: Proiezioni di correzione dei prezzi basate sullo scenario di deterioramento degli utili<sup>1</sup>

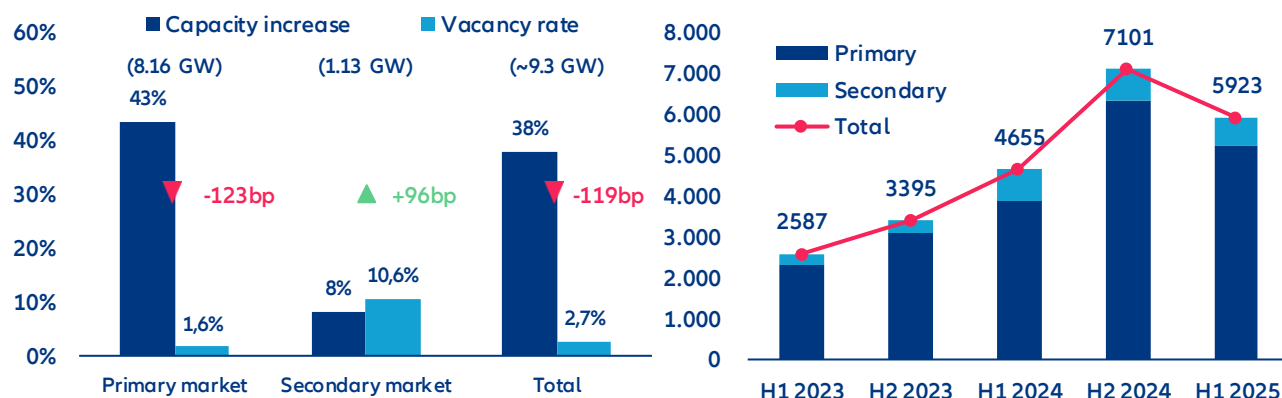


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**La domanda è reale e sostiene l'inflazione in corso degli investimenti infrastrutturali.** Notiamo anche indicatori positivi dal segmento dei data center, che rappresenta la quota maggiore dei ricavi per i produttori di chip. Nonostante i timori di una potenziale situazione di eccesso di offerta, in cui gli investimenti nell'IA produrrebbero rendimenti bassi o nulli a causa di una domanda più debole del previsto, vediamo dati favorevoli. Infatti, negli ultimi 12-24 mesi, il mercato dei data center negli Stati Uniti è entrato in una delle sue fasi di espansione più dinamiche fino ad oggi, trainato dall'accelerazione dell'integrazione dell'intelligenza artificiale in tutti i livelli dell'economia. Di conseguenza, la capacità operativa è cresciuta di oltre il 40% nel primo semestre del 2025, segnando un ritmo record di consegne insieme a un gasdotto considerevole, con circa 6 GW di capacità in costruzione. Questo gasdotto dovrebbe aumentare la capacità a 15 GW (+65%) nei prossimi due o tre anni.

Mentre la corsa all'aumento della capacità di calcolo potrebbe sembrare eccessiva, il tasso di posti vacanti ai minimi storici (meno del 2% nei mercati primari che rappresentano quasi il 90% della capacità totale attuale negli Stati Uniti) suggerisce una domanda repressa di capacità di calcolo e servizi cloud con l'accelerazione dell'adozione da parte delle aziende e l'inizio della penetrazione dei servizi potenziati dall'intelligenza artificiale nel mercato consumer. Tuttavia, tutti questi prodotti e servizi non sono pagati dai clienti finali delle aziende di intelligenza artificiale. La maggior parte delle aziende di intelligenza artificiale spende molto di più in chip e calcolo di quanto guadagna in termini di ricavi dalle vendite, il che solleva interrogativi sulla sostenibilità di queste tendenze positive.

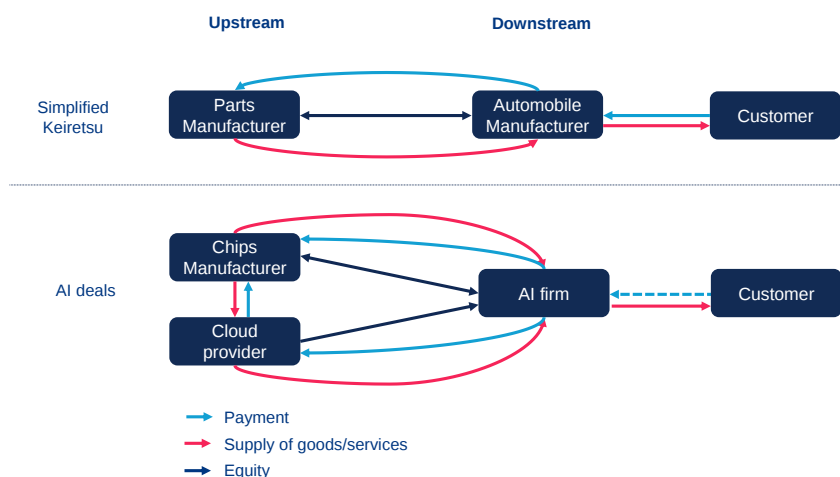
Figura 10: Inventario dei data center statunitensi, capacità in costruzione e tasso di posti vacanti nel primo semestre del 2025



Fonti: CBRE (aggiornamento H1 2025 Nord America), Allianz Research

**Le operazioni circolari basate sull'intelligenza artificiale non sono Keiretsu 2.0; sono (rischiose) operazioni di vendor finance.** La raffica di accordi nel settore dell'intelligenza artificiale ha suscitato paragoni con le reti giapponesi Keiretsu, dove produttori e fornitori hanno cementato le relazioni attraverso partecipazioni reciproche per garantire forniture stabili. Ad esempio, una casa automobilistica e un fornitore di componenti possiedono quote l'uno dell'altro, mentre uno acquista i ricambi auto prodotti dall'altro. Questo modello "familiare" ha dato la priorità a pipeline di produzione affidabili rispetto ai profitti a breve termine ed è in ultima analisi finanziato da un cliente che acquista effettivamente l'auto. Tuttavia, questi sono stati costruiti per garantire le catene di approvvigionamento in un'epoca di scarsità di capitale. Al contrario, i giganti dell'intelligenza artificiale di oggi sono inondati di liquidità. È interessante notare che anche la maggior parte delle case automobilistiche di tutto il mondo, dal Giappone agli Stati Uniti, ha sviluppato uno strumento per sostenere le proprie vendite: l'integrazione del finanziamento dei fornitori. Attraverso il finanziamento dei fornitori, prestavano denaro ai loro clienti in modo che potessero acquistare un'auto. Le alleanze odierne per l'intelligenza artificiale assomigliano più alla finanza dei fornitori, ma capovolgono il copione: le aziende a monte investono in partner a valle principalmente per bloccare le vendite, mentre le aziende a valle assicurano un'offerta costante. Tuttavia, gli acquisti dalle aziende di intelligenza artificiale sono per lo più finanziati da azioni e debito, non dalle loro vendite, poiché i ricavi devono ancora esplodere. Il successo a lungo termine di queste operazioni si basa interamente sulla capacità delle aziende di intelligenza artificiale di generare ricavi effettivi dai clienti e dalle vendite in futuro.

Figura 11: Illustrazione dei flussi finanziari e di prodotti/servizi



Fonte: Allianz Research

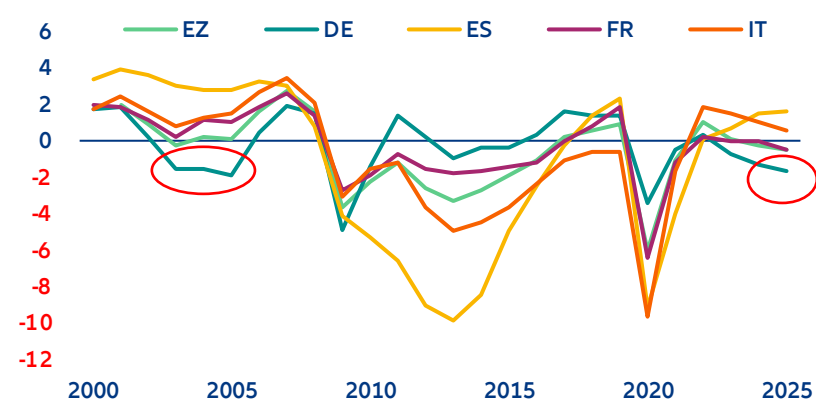
**Per ora, la vulnerabilità sistemica rimane limitata, ma la cautela è giustificata.** La crescita degli accordi circolari sta sollevando preoccupazioni sul rischio sistemico, poiché le principali aziende di intelligenza artificiale ora non solo si affidano l'una all'altra operativamente, ma sono anche finanziariamente investite nelle reciproche fortune. Con molti produttori di chip che già traggono la maggior parte delle loro entrate dai data center AI, sono effettivamente già fortemente investiti nella scommessa dell'IA e, ora finanziando i propri clienti, potrebbe sembrare che stiano raddoppiando. Questi intrecci significano che le correlazioni sono estremamente elevate: il successo o il fallimento in un angolo dell'ecosistema si trasmette rapidamente agli altri. Sebbene gli investimenti siano distribuiti tra più partner, probabilmente diversificando il rischio specifico dell'azienda, stanno legando il settore tecnologico più strettamente al destino dell'IA nel suo complesso. Se l'adozione o i ricavi dell'IA deludono, il ciclo di feedback che un tempo alimentava la crescita potrebbe trasformarsi rapidamente in un circolo vizioso di tagli, svalutazioni e crollo della fiducia. Per gli investitori, la chiave è concentrarsi sui fondamentali e sui segnali di allarme precoce, tenendo presente che investire in un fornitore di servizi cloud comporta anche un'esposizione alle società di intelligenza artificiale. Fortunatamente, i principali operatori tecnologici sono finanziariamente solidi: le prime quattro aziende tecnologiche statunitensi prevedono insieme oltre 200 miliardi di dollari di free cash flow post-capex nel 2025 e gli attuali leader dell'IA scambiano a multipli degli utili più moderati rispetto alla schiuma della bolla tecnologica di fine anni '90. Ma il tempo dirà se lo sviluppo della capacità produrrà una monetizzazione reale, che sarà visibile nei tassi di adozione delle imprese, nei ricavi dei servizi di intelligenza artificiale e nell'utilizzo di nuovo hardware.

## L'Eurozona fa un passo avanti, ma la Germania sonnecchia di nuovo

**La crescita dell'Eurozona è aumentata nel 3° trimestre, ma l'output gap rimane negativo, trascinato al ribasso dalla Germania.** Il PIL dell'Eurozona è aumentato del +0,2% t/t (+1,3% a/a), in leggero aumento rispetto al +0,1% del 2° trimestre e di 0,2 punti percentuali al di sopra delle nostre previsioni. L'economia ha sfidato i venti contrari globali e i probabili contributi negativi alle esportazioni nette, ma è sembrata ricevere un sostegno dalla domanda interna maggiore di quanto inizialmente previsto (Figura 12). A livello geografico, la sorpresa al rialzo è arrivata da un forte rimbalzo in Francia (+0,5%) e dalla continua resilienza della penisola iberica (Spagna +0,6%, Portogallo +0,8%). Al contrario, la Germania e l'Italia sono rimaste stagnanti (entrambe dello 0,0%). La Germania, in particolare, rimane il principale freno al potenziale economico dell'Eurozona, con il suo output gap tornato nel territorio dei primi anni 2000 (Figura 10) nonostante abbia già la crescita potenziale stimata più bassa tra le principali economie dell'Eurozona (Tabella 1). Anche il quadro più ampio fa riflettere: l'economia tedesca è rimasta piatta per cinque anni dopo lo shock del Covid-19. Tuttavia, guardando al futuro, il quadro dovrebbe capovolgersi: ci aspettiamo che la crescita dell'Eurozona acceleri ulteriormente in modo sequenziale, sostenuta da un rimbalzo in Germania con l'entrata in vigore del tanto atteso stimolo fiscale (Figura 11). La sorpresa positiva di questo

trimestre pone anche alcuni rischi al rialzo per le nostre previsioni di crescita annuali dell'1,2%, 0,9% e 1,4% per gli anni 2025-2027 (0,8%, 1,2%, 1,3% esclusa l'Irlanda).<sup>2</sup>

Grafico 12 - Divario tra prodotto effettivo e potenziale, % del PIL



Fonti: LSEG Datastream, AMECO, Allianz Research  
Note: I cerchi rossi evidenziano il periodo del "malato d'Europa" della Germania nei primi anni 2000 e i livelli attuali.

Tabella 1 : Crescita media storica, crescita potenziale e divario tra prodotto effettivo e potenziale

|    | GDP hist. avg. growth |                   | Current Output | Current Potential | Latest y/y growth |
|----|-----------------------|-------------------|----------------|-------------------|-------------------|
|    | CAGR (2000-Today)     | CAGR (2019-Today) | Gap            | Growth            |                   |
| EZ | 1.2%                  | 1.0%              | -0.5%          | 1.1%              | 1.3%              |
| DE | 1.0%                  | 0.0%              | -1.7%          | 0.3%              | 0.3%              |
| FR | 1.2%                  | 0.9%              | -0.5%          | 1.1%              | 0.9%              |
| IT | 0.4%                  | 1.1%              | 0.6%           | 1.0%              | 0.4%              |
| ES | 1.7%                  | 1.6%              | 1.7%           | 2.4%              | 2.8%              |
| US | 2.1%                  | 2.2%              | 1.7%           | 2.3%              | 2.1%              |

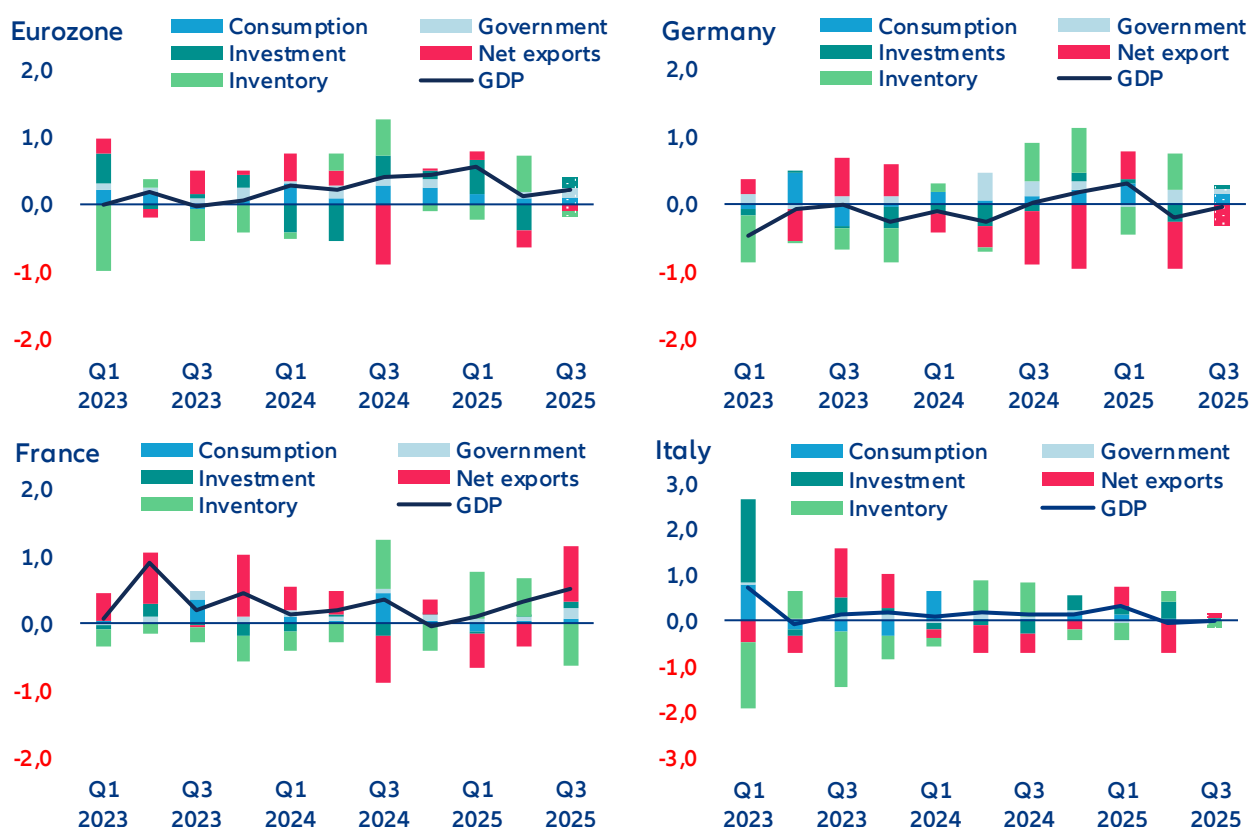
Fonti: LSEG Datastream, AMECO (Eurozona), CBO (Stati Uniti), Allianz Research

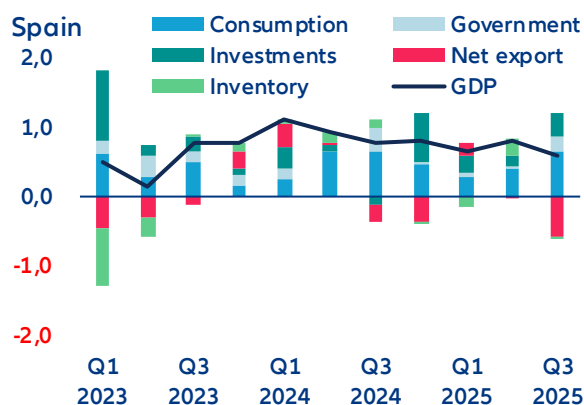
**Il PIL tedesco ha ristagnato nel terzo trimestre del 2025 (0,0% t/t), ma sul lato positivo ha accelerato rispetto alla crescita negativa del trimestre precedente (-0,2% t/t).** Gli investimenti in attrezzature sono aumentati grazie all'introduzione di un tasso di ammortamento del 30% in tre anni a giugno, nonché agli incentivi fiscali sulla ricerca e sviluppo. Tuttavia, come previsto, le esportazioni sono diminuite rispetto al trimestre precedente a causa dell'indebolimento della domanda dalla Cina e della riduzione delle spedizioni verso gli Stati Uniti, che sono ai minimi da quattro anni, nonché della stagnazione della domanda dall'Eurozona. L'attuale clima di fiducia delle imprese rimane negativo, con il calo della produzione industriale e la debolezza degli ordini che riflettono persistenti problemi strutturali. Anche la frammentazione globale e le tensioni commerciali stanno mettendo sotto pressione l'economia. Dopo i dati contrastanti di settembre, i sondaggi di ottobre suggeriscono un modesto rimbalzo, guidato interamente da aspettative più forti, e da un potenziale ritorno alla crescita nel 4° trimestre. Si prevede che la dinamica si rafforzerà nel 2026 con l'entrata in vigore delle misure fiscali. Questi sviluppi rappresentano un lieve rischio al rialzo per le nostre previsioni di crescita. Ora prevediamo che la crescita aumenterà a +0,2% nel 2025 (+0,1 punti percentuali rispetto alle nostre previsioni per il 3° trimestre), seguita da +1,0% nel 2026 e +1,4% nel 2027. Un fondo infrastrutturale da 500 miliardi di euro, incentivi fiscali per gli investimenti

<sup>2</sup> I numeri di crescita altamente volatili dell'Irlanda, dovuti in particolare all'ottimizzazione fiscale, nel 4° trimestre 2024 e nel 1° trimestre 2025, hanno distorto l'intero quadro della crescita economica dell'Eurozona. Quindi, guardando all'Eurozona esclusa l'Irlanda si ottiene un quadro più chiaro. Vedi [cosa guardare | 02 maggio 2025 | Allianz](#)

privati e la ricerca e lo sviluppo hanno lo scopo di stimolare la crescita. Ciononostante, il calo demografico, le inefficienze lavorative e le pressioni pensionistiche pesano sulle prospettive a medio-lungo termine. L'"autunno delle riforme" del governo sta subendo ritardi a causa della lentezza dei progressi nella riduzione della burocrazia e nell'avvio delle riforme strutturali (vedi [Cosa guardare l'16 ottobre 2025 | Allianz](#)). Per garantire una crescita sostenibile, Berlino deve snellire la burocrazia, portare avanti le riforme strutturali e investire nelle transizioni digitali per aumentare la produttività e la resilienza. Tuttavia, la pressione fiscale aumenterà a causa delle tensioni geopolitiche, dell'invecchiamento della popolazione e dell'aumento del fabbisogno di investimenti. Nonostante l'annuncio del significativo stimolo fiscale, riteniamo che la spesa aumenterà solo gradualmente a causa dei limiti di capacità e delle procedure di approvazione. Ciò porterà a un disavanzo di bilancio previsto più ampio, pari a -3,1 % del PIL nel 2025, -3,5 % nel 2026 e -3,9 % nel 2027 (grafico 12). In particolare per il 2026, le nostre proiezioni divergono dalle proiezioni ufficiali del governo tedesco contenute nel documento programmatico di bilancio di ottobre, che si è rivelato una sorpresa al rialzo del 4,75%, rispetto al piano strutturale di bilancio (FSP) di luglio a +3,8% e alle previsioni della Bundesbank a +3,6%. Il documento programmatico di bilancio ipotizza probabilmente una previsione obsoleta del PIL della primavera, che prevedeva una crescita nominale di appena il +3% nel 2026 invece dell'attuale +3,9%, il che si tradurrebbe in un aumento delle entrate previste per il 2026. Una correzione di tale situazione ridurrebbe il disavanzo netto pubblico attualmente delineato di -1 punto percentuale. Le nostre stime fiscali sono generalmente un po' più basse, in quanto rimaniamo scettici sulla capacità della Germania di spendere tanto e con la stessa rapidità prevista dal governo.

Figura 13: Contributi al PIL, (i contributi EZ, DE, IT per il 3° trimestre sono stime di Allianz Research), %

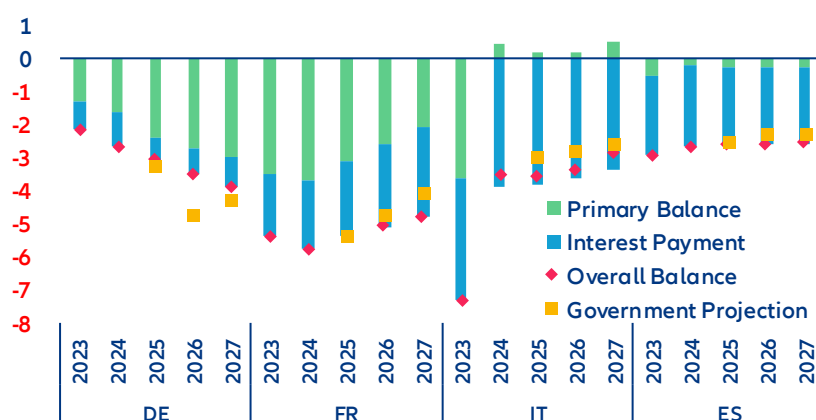




Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Il PIL francese ha sorpreso fortemente al rialzo nel 3° trimestre, aumentando di un dinamico +0,5%, dopo una performance già buona nel 2° trimestre (+0,3%). Tuttavia, è probabile che lo slancio della crescita si affievolisca nel 4° trimestre.** Gli investimenti delle imprese non finanziarie sono stati i punti positivi, con una crescita molto dinamica (+0,9%). Gli investimenti in manufatti sono rimbalzati dopo diversi trimestri consecutivi di calo, trainati dalla spesa in beni strumentali e in attrezzature di trasporto. Ciò potrebbe essere collegato all'aumento della spesa per la difesa in Europa e altrove. Anche gli investimenti nei servizi sono stati dinamici. Anche l'allentamento della volatilità politica nel 2° e 3° trimestre potrebbe aver sostenuto gli investimenti delle imprese. Il contributo dell'interscambio netto è stato positivo nel trimestre, grazie alla forte accelerazione delle esportazioni (+2,2% dopo +0,3%), facendo eco alla dinamica positiva generalizzata del settore industriale sia in termini di spesa per investimenti che di produzione. L'attenuazione delle interruzioni della catena di approvvigionamento nel settore aeronautico ha sostenuto anche la produzione industriale e le esportazioni. I punti deboli sono stati i consumi (+0,1%), che sono cresciuti a malapena negli ultimi quattro trimestri, e gli investimenti residenziali, la cui ripresa è stata interrotta. Entrambi evidenziano che le famiglie in calo sono il principale freno all'economia francese. Guardando al futuro, riteniamo che la dinamica di crescita si affievolirà nel 4° trimestre (a +0,1/0,2%). I nuovi ordini industriali e di esportazione hanno subito un leggero ridebolimento nelle indagini congiunturali. Nel frattempo, il ciclo delle costruzioni non mostra segni di ripresa, con i PMI di settembre in calo nella maggior parte delle categorie e la domanda di mutui da parte delle famiglie in indebolimento secondo l'ECB Bank Lending Survey.

Figura 14 - Saldo di bilancio, % del PIL



Fonti: governi nazionali, Banco de España, LSEG Datastream, Allianz Research

Nota: le previsioni 2025-2027 di Allianz Research sono escluse le caselle gialle.

**Il PIL italiano è rimasto stagnante nel 3° trimestre, contro le nostre aspettative e quelle di consenso di un leggero aumento trimestrale dello 0,1%.** La ripartizione dettagliata non è ancora disponibile, ma i dati preliminari indicano un contributo positivo della domanda netta esterna, mentre la domanda interna (comprese le scorte) ha fornito un contributo negativo. Il dato consolida la nostra previsione di un PIL del +0,5% per quest'anno, prima di una

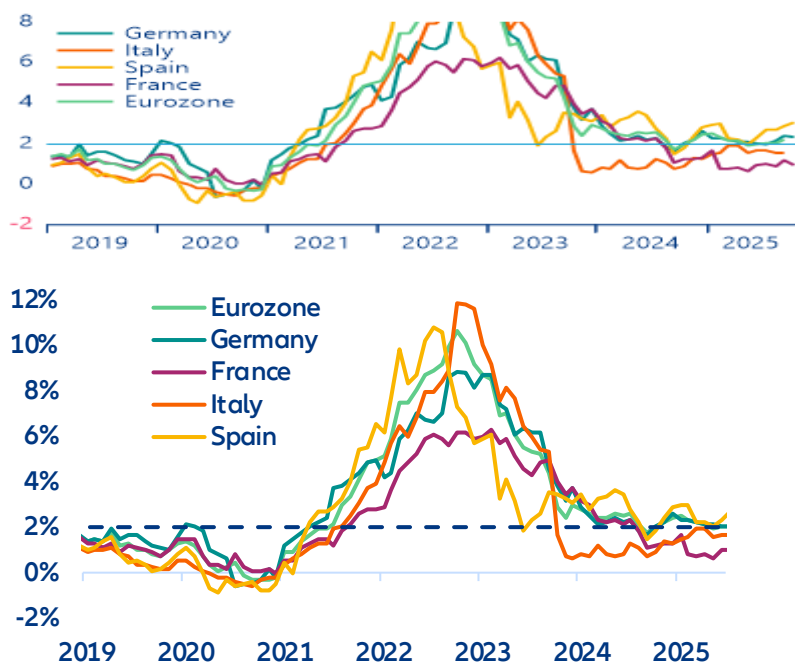
moderata accelerazione a +0,7% e +0,9% rispettivamente nel 2026 e nel 2027. I dati commerciali separati hanno mostrato che a settembresia le esportazioni che le importazioni verso i paesi terzi sono tornate a crescere. Nei primi nove mesi del 2025 le esportazioni extra UE hanno mostrato un andamento positivo (+2,6% a/a, +3,0% escludendo l'energia), mentre le importazioni sono cresciute in modo molto più marcato (+9,0%). Di conseguenza, l'avanzo commerciale con i paesi terzi è stato pari a 35,1 miliardi di euro, con un calo di 10 miliardi di euro rispetto allo stesso periodo del 2024. La recente performance fiscale dell'Italia è stata notevole, con maggiori entrate che hanno contribuito a ridurre il deficit fiscale verso l'obiettivo del 3%. Le risorse di Next Generation EU sostengono le prospettive, in quanto sostengono l'economia e riducono la necessità di spesa finanziata in deficit. Dato che l'Italia rimane uno dei principali beneficiari del programma, ha mostrato un buon tasso di assorbimento rispetto alla media UE (superiore al 70% contro il 55%). Ciononostante, il tasso di spesa effettivo si attesta solo intorno al 45%, il che implica che devono ancora essere impiegate risorse equivalenti a circa il 5,6% del PIL. Questa discrepanza suggerisce che, nello scenario migliore in cui l'Italia riceverà l'intera dotazione di 194 miliardi di euro entro la fine del 2026, è probabile che l'impatto positivo sulla crescita si estenda oltre il 2026. Tuttavia, come abbiamo sottolineato di recente<sup>3</sup>, sul fronte fiscale persistono sfide nel 2027, soprattutto perché le sovvenzioni stanno ora contabilizzando le entrate in conto capitale (alleviando le pressioni sul deficit) e le prossime promesse elettorali potrebbero potenzialmente far deragliare la recente disciplina fiscale.

**L'economia spagnola ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto, anche se lo slancio è rallentato.** La stima preliminare per il PIL del 3° trimestre mostra una crescita del +0,6% t/t, in linea con le aspettative di consenso e leggermente superiore alle nostre previsioni. La domanda interna è rimasta il principale motore di crescita, contribuendo per 1,2 punti percentuali alla crescita trimestrale del PIL. I consumi delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche sono aumentati rispettivamente del +1,2% e del +1,1% t/t, mentre gli investimenti sono aumentati del +1,7%. Al contrario, la domanda esterna ha sottratto 0,6 punti percentuali, poiché le esportazioni di beni e servizi sono diminuite del -0,6% t/t (1,9 punti percentuali in meno rispetto al 2° trimestre), mentre le importazioni sono aumentate del +1,1%. In combinazione con le recenti revisioni al rialzo della crescita del PIL spagnolo per il 2024 (da +3,2% a +3,5%), questi dati introducono rischi al rialzo per la nostra previsione del PIL per il 2025 del +2,6%. La forte domanda interna sta compensando alcune delle opportunità mancate dalla Spagna. In particolare, il Paese non è riuscito ad approvare un nuovo bilancio fiscale per tre anni consecutivi a causa della minoranza politica del governo, rinnovando di fatto il bilancio del 2023. Ciò limita la flessibilità di bilancio e impedisce l'attuazione di nuove misure di bilancio mirate. Inoltre, l'impatto dei fondi Next Generation EU potrebbe essere più significativo se l'assorbimento dovesse accelerare. Finora, la Spagna ha ricevuto solo il 55% circa dei fondi, con poco più di un anno rimanente nella tempistica del programma. Un assorbimento lento rischia di ridurre l'effetto stimolo; nello scenario migliore, risorse equivalenti al 4,6% del PIL potrebbero ancora affluire nell'economia nei prossimi anni, fornendo un ulteriore sostegno alla crescita.

**Nel frattempo, l'inflazione dell'Eurozona si è avvicinata di nuovo all'obiettivo al 2,1% a/a a ottobre, con i servizi (3,4%) che sono rimasti il principale traino, mentre i prezzi dell'energia si sono sgonfiati (-2,5%).** L'inflazione core è rimasta al 2,4% a/a. Nel complesso, si tratta di un dato leggermente superiore alle aspettative del mercato e delle nostre aspettative. L'inflazione tedesca è scesa solo lievemente al 2,3% a/a a ottobre rispetto al 2,4% di settembre, con un'inflazione core al 2,8%. L'inflazione dei servizi è salita al 3,5%, mentre quella dei beni è rallentata all'1,2%. Nel frattempo, la componente energetica è rimasta disinflazionistica a -0,9%, mentre l'inflazione dei generi alimentari è scesa ulteriormente all'1,3%. L'inflazione francese è scesa a +1,0% a/a (-0,2 punti percentuali da settembre), spinta al ribasso dall'aggravarsi della deflazione energetica e da un significativo allentamento dell'inflazione alimentare. Inoltre, l'inflazione italiana è scesa al di sotto delle attese all'1,2% a/a dall'1,6% di settembre, a causa di una marcata decelerazione dei prezzi regolamentati dell'energia e dei generi alimentari, mentre le pressioni di fondo sono rimaste stabili all'obiettivo. D'altro canto, l'inflazione spagnola ha sorpreso al rialzo al 3,1% a/a dal 2,9% di settembre, mantenendo il tasso di inflazione più elevato tra le quattro maggiori economie dell'Eurozona, in linea con la continua sovraperformance economica.

Figura 15 - Inflazione complessiva, IPC a/a in %

<sup>3</sup> [Cosa guardare | 09 ottobre 2025 | Allianz](#)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

**Questa settimana la BCE ha lasciato invariato il tasso sui depositi al 2,0%, come ampiamente previsto (si veda [Cosa tenere d'occhio | 23 ottobre 2025 | Allianz](#)).** In questa dichiarazione, storicamente breve, la BCE ha ribadito il suo approccio dipendente dai dati, riunione per riunione, in un contesto di prospettive incerte. Ci aspettiamo che la BCE mantenga i tassi al 2,0% per il momento, ma i rischi sono chiaramente orientati al ribasso. L'output gap ancora negativo, l'euro forte, la debolezza dei prezzi dell'energia, gli elevati risparmi precauzionali e la disinflazione importata dalla Cina sono tutti indicatori di un lieve inasprimento delle pressioni sui prezzi.

**Tuttavia, nonostante la BCE abbia abbassato i tassi di riferimento di 200 punti base fino a giugno di quest'anno, la domanda di credito dell'Eurozona ha mostrato limitati segnali di ripresa.** I prestiti al settore privato sono cresciuti del +2,8% a/a a settembre, invariati rispetto ad agosto. La crescita dei prestiti alle imprese è leggermente diminuita da +3,0% a +2,9%, mentre l'indagine sul credito bancario della BCE ha segnalato una lieve ripresa della domanda di prestiti da parte delle imprese, anche se nel complesso è rimasta debole, con l'incertezza e il rinvio delle decisioni di investimento che hanno frenato l'attività. Allo stesso tempo, i criteri di credito per le imprese si sono leggermente inaspriti in quanto gli elevati rischi geopolitici e commerciali hanno indotto a un esame più attento dei mutuatari. Nel mercato immobiliare, gli standard creditizi sono rimasti sostanzialmente invariati nonostante le precedenti aspettative di allentamento, mentre la domanda di mutui per l'acquisto di immobili ha continuato ad aumentare, sostenuta da tassi più bassi e da prospettive di mercato in miglioramento, anche se ciò si è riflesso solo in parte nei volumi effettivi dei prestiti, con i prestiti alle famiglie che sono saliti a +2,6% da +2,5% a/a. Guardando al futuro, le banche dell'Eurozona si aspettano standard di credito societario sostanzialmente stabili e un leggero inasprimento delle condizioni dei mutui immobiliari nel 4° trimestre 2025.

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

### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

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

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

### **NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO**

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

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