

Allianz Research | 11 Dicembre 2025

Il bilancio della Francia è al di sotto dei risparmi, gli strumenti climatici dell'Europa per testare l'accessibilità economica e la competitività e le banche centrali nella prossima settimana

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

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

Patrick Krizan
Senior Investment Strategist
patrick.krizan@allianz.com

Françoise Huang
Senior Economist for Asia Pacific
francoise.huang@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Head of Macro and Capital Market Research
bjoern.griesbach@allianz.com

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

Patrick Hofmann
Economist, ESG & AI
patrick.hoffman@allianz.com

Giovanni Scarpato
Economist for Central & Eastern Europe
giovanni.scarpato@allianz.com

Tom Duriez
Research Assistant
tom.duriez@allianz-trade.com

Alois Lombaert
Research assistant
alois.lombaert@allianz-trade.com

In sintesi

La legge di bilancio francese: (ancora) alla disperata ricerca di risparmi. L'approvazione del disegno di legge sulla previdenza sociale (PLFSS) questa settimana ha superato un ostacolo fondamentale per l'adozione di un bilancio da parte del governo francese. Ma la riduzione dell'incertezza politica ha un costo: una riduzione insufficiente della spesa pubblica. Votare il bilancio dello Stato (PLF) prima della fine dell'anno sarà difficile e una legge speciale potrebbe essere utilizzata per colmare il deficit di finanziamento fino all'approvazione del PLF all'inizio del 2026. Se i parlamentari si accordassero su 8 miliardi di euro di risparmi (invece dei 22 miliardi di euro necessari per raggiungere l'obiettivo di deficit del -4,7% del PIL), il deficit francese sarebbe del -5,1% del PIL nel 2026. Sul lato positivo, si prevede che la crescita del PIL accelererà all'1,1% nel 2026 dallo 0,8% di quest'anno. Gli investitori hanno segnalato una netta preferenza per un bilancio ridotto e la continuità di governo, ma questa tregua tecnica è fragile e l'incertezza politica può riemergere in qualsiasi momento. Gli spread OAT dovrebbero attestarsi in un range ragionevole, compreso tra 65 e 80 punti base, nei prossimi mesi. Le elezioni presidenziali del 2027 potrebbero spingere temporaneamente gli spread OAT fuori da questo range, con l'aumento del rischio politico. Al di sotto dei 100 punti base per lo spread OAT-Bund a 10 anni, non ci si dovrebbe aspettare alcun contagio.

Politica climatica: scudo industriale dell'Europa o freno alla competitività? L'Europa sta entrando in una significativa transizione nella politica climatica con l'introduzione del CBAM (2026) e dell'ETS2 (2028), che estende il prezzo del carbonio dell'UE a settori come l'edilizia e i trasporti. Pur limitando la fuga di carbonio, il CBAM agirà di fatto come uno shock sulle ragioni di scambio, colpendo i paesi con catene di approvvigionamento ad alta intensità di metalli, in particolare Italia (8,1 miliardi di dollari di imposte), Germania (6,7 miliardi di dollari) e Polonia (4,4 miliardi di dollari). Ungheria, Croazia e Romania si trovano ad affrontare i dazi equivalenti più elevati. In uno scenario di piena trasmissione, il CBAM potrebbe aggiungere +0,1 punti percentuali all'inflazione dell'Eurozona, mentre l'ETS2 potrebbe aggiungere +0,5 punti percentuali, mentre l'UE27 subirebbe in media +0,9 punti percentuali cumulativi. La Germania subirà +0,7 punti percentuali di aumento dei prezzi, mentre Polonia (+2,3 punti percentuali), Slovacchia (+2,1 punti percentuali) e Repubblica Ceca (+1,7 punti percentuali) sono le più colpite. La crescita del PIL dell'Eurozona potrebbe diminuire di quasi -0,2 punti percentuali all'anno. Sebbene queste politiche siano essenziali per raggiungere gli obiettivi climatici, l'Europa avrà bisogno di un efficace riciclo delle entrate e di reinvestimenti strategici per mitigare gli impatti negativi sulla competitività e rafforzare la crescita sostenibile.

BoE, BCE, BoJ: tagliare, mantenere, aumentare. La prossima settimana, la BoE taglierà probabilmente i tassi al 3,75%, la BCE manterrà i tassi al 2,0% e la BoJ aumenterà ulteriormente i tassi allo 0,75%. Si prevede che la BoE continuerà a mantenere un atteggiamento accomodante nonostante un'inflazione persistentemente superiore al target. I segnali di raffreddamento dell'economia e di allentamento delle pressioni inflazionistiche sosterrebbero altri due tagli, portando il tasso di riferimento al 3,25% entro settembre 2026. A differenza dei mercati, che hanno scontato un rialzo della BCE entro il 2027 a seguito di dichiarazioni aggressive, riteniamo piuttosto che i rischi siano orientati verso un

atteggiamento accomodante, mentre l'Europa si trova a fronteggiare ostacoli strutturali, tra cui la geopolitica, le pressioni demografiche e la perdita di competitività rispetto a Stati Uniti e Cina. Infine, è probabile che la BoJ continui il suo ciclo di rialzi dei tassi in linea con i livelli prescritti dalla regola di Taylor, con un'inflazione ancora superiore al target nei prossimi trimestri. Continuiamo a prevedere un tasso terminale all'1,5% entro la fine del 2027. Tuttavia, tutte e tre le banche centrali hanno una cosa in comune: il rapido QT continuerà e metterà pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari.

Il disegno di legge di bilancio della Francia: (ancora) disperatamente alla ricerca di risparmi

In un voto molto serrato, l'Assemblea Nazionale francese approvò il bilancio della sicurezza sociale, alleviando l'incertezza politica. Ma mancano ancora misure strutturali di risparmio per ridurre la crescita della spesa. Il 9 novembre, l'Assemblea Nazionale approvò il disegno di legge sul bilancio della sicurezza sociale (*Projet de Loi de Financement de la Sécurité Sociale, PLFSS*) con un margine ristretto (247 voti favorevoli contro 234 contrari). La coalizione di governo centrista sostenne il disegno di legge ma dovette fare i conti con le astensioni dal partito di centrodestra Horizons. Di fronte all'opposizione da entrambi gli estremi dell'Assemblea, il disegno di legge fu infine approvato grazie al sostegno del Partito Socialista, che appoggiò il testo dopo aver ottenuto diverse concessioni. Il bilancio della previdenza sociale formalizza la sospensione della riforma pensionistica e allevia i tagli pianificati alla spesa sociale, in particolare respingendo il congelamento proposto dei benefici sociali e delle pensioni pensionistiche (Tabella 1). Inoltre, l'obiettivo di crescita per la spesa sanitaria è stato rivisto al rialzo fino al +3% su base annua, invece del +1,6% della versione iniziale. Questi risparmi ridotti sono compensati solo in parte da alcuni aumenti fiscali mirati, focalizzati in particolare sulle plusvalenze (CSG) e sulle compagnie private di assicurazione sanitaria¹. Rispetto alla bozza iniziale del governo, la versione finale non include tasse aziendali aggiuntive (come contributi maggiori dei datori di lavoro su buoni pasto e voucher vacanza (1,0 miliardi di EUR), piani per raddoppiare i co-pagamenti medici e contributi sanitari a tariffa fissa (2,3 miliardi di euro), il blocco proposto delle fasce di imposta sociale (CSG) per determinati redditi, inclusi pensioni, sussidi per invalidità e disoccupazione (0,3 miliardi di euro) e l'esenzione dei contributi sociali dei dipendenti per apprendisti (1,2 miliardi di euro). Inoltre, il governo dovrà pagare un sussidio di 4,5 miliardi di euro per colmare le lacune. Di conseguenza, si prevede che il deficit della sicurezza sociale raggiungerà ora i 19,6 miliardi di euro nel 2026, rispetto ai 25 miliardi di euro del 2025 e i 17,5 miliardi iniziali previsti. Senza il sussidio governativo di 4,5 miliardi di euro, il deficit della sicurezza sociale rimarrebbe invariato, evidenziando l'assenza di risparmi. Il disegno di legge è ora in fase di revisione dal Senato e si prevede che venga finalmente approvato dall'Assemblea Nazionale il 16 dicembre.

Tabella 1: Disegno di legge sul bilancio della sicurezza sociale (PLFSS): compensazioni aggiuntive di spesa e entrate (in miliardi di euro)

Spese aggiuntive incorporate negli emendamenti	
Abbandono del piano per raddoppiare i copagamenti medici e i contributi a tariffa fissa	2.3
Esclusione del blocco proposto sui benefici sociali e sulle pensioni pensionistiche	3.6
Rifiuto di tasse aziendali aggiuntive (cioè contributi maggiori del datore di lavoro su buoni pasto e buoni vacanze)	1.0
Rifiuto del congelamento proposto delle fasce di imposta sociale (CSG) per determinati redditi	0.3
Esenzione dai contributi sociali dei dipendenti per apprendisti	1.2
Costo totale	8.4
Compensazioni aggiuntive dei ricavi	
Trasferimento dal bilancio statale	4.5
Aumento mirabile dell'imposta sociale CSG su determinate plusvalenze	1.5
Entrate totali	6.0

Fonte: governo francese, Allianz Research

Il prossimo passo è approvare il disegno di legge di bilancio, che sarà una sfida entro la fine dell'anno. Alla fine, pensiamo che entro l'inizio del 2026 si troverà un compromesso con una versione annacquata. Il Primo Ministro ha escluso il ricorso all'articolo 49.3, che gli consentirebbe di far passare il progetto di legge di bilancio (*Projet de Loi de Finances, PLF*) senza richiedere un voto formale dei deputati. Se il processo legislativo non dovesse

¹ Sovrapprezzo sui piani di mutua assicurazione e aumento del CSG sul reddito da capitale (escluso assicurazione sulla vita, piani di risparmio casa, reddito da proprietà).

concludersi entro il 23 dicembre, il governo dovrebbe emanare il bilancio 2026 tramite una Legge Speciale, che consente allo Stato francese di continuare a operare senza un bilancio. Tuttavia, dati i numerosi svantaggi impliciti, dubitiamo che i deputati si sentiranno a loro agio a usarla per più di qualche mese. Innanzitutto, ci sono rischi di scivolamenti fiscali a causa delle incertezze relative al governo locale e alla spesa per la sicurezza sociale. Questo potrebbe rilanciare le tensioni nei mercati finanziari, minacciando di bloccare la crescita. Inoltre, una Legge Speciale potrebbe comportare costi politici significativi per i partiti politici. Ad esempio, diversi banchi per servizi pubblici potrebbero avere difficoltà a operare in modo efficiente, colpiti da una carenza di fondi pubblici. Gli aumenti previsti della spesa militare verrebbero congelati, minando la credibilità della Francia riguardo al suo impegno verso la NATO e gli alleati europei nel contesto della guerra tra Russia e Ucraina. In questo contesto, è probabile che i partiti politici alla fine scendano a compromessi su un PLF attenuato, se non nei prossimi giorni, allora a gennaio o febbraio, con la Legge Speciale che garantirà finanziamenti ponte a breve termine per lo stato. Alcune misure possono essere adottate per raggiungere un compromesso, oppure il governo può anche optare per approvare il bilancio tramite ordinanze, con il sostegno implicito della maggioranza dei deputati.

Il governo difficilmente troverà più di 8 miliardi di euro di risparmi (6 miliardi di euro in tagli alla spesa, 2 miliardi di euro in misurazioni di entrate), il che significa che il deficit generale francese si ridurrà solo al -5,1% del PIL nel 2026. Le principali modifiche probabilmente includeranno il rifiuto (potenzialmente parziale) del congelamento proposto delle fasce fiscali sul reddito (rinunciando a risparmi di 1,9 miliardi di euro), il mantenimento della detrazione fiscale del 10% sulle pensioni (1,0 miliardi di euro), le esenzioni fiscali per malattie a lungo termine (0,4 miliardi di euro), una riduzione meno ambiziosa delle scappatoie fiscali (con un costo potenziale di 1,0 miliardi di euro), una riduzione dell'ambito della proposta di tassa sulle proprietà (0,9 miliardi di euro), nonché misure proposte dal Senato per alleggerire il carico finanziario sulle autorità locali, aggiungendo 2,6 miliardi di euro di spese aggiuntive. Le nuove entrate previste includono una riforma della tassa sul patrimonio immobiliare (0,5 miliardi di euro), un aumento delle tasse sui giganti tecnologici e sulla pubblicità sui social media (potenzialmente generativa di 1,0 miliardi di euro) e una tassa sui piccoli lotti importati (0,5 miliardi di euro). In questa fase del processo legislativo, la componente di spesa del disegno di legge di bilancio è oggetto di emendamento del Senato, con probabile enfasi su riduzioni ambiziose della spesa statale. La scala finale delle riduzioni della spesa che si otterranno nell'Assemblea Nazionale rimane incerta, e questo determinerà l'esito complessivo del deficit del disegno di legge. Dei 22 miliardi di euro di risparmi necessari per raggiungere l'obiettivo di deficit del -4,7% del PIL, stimiamo che i deputati abbiano trovato solo 2 miliardi di euro per ora (nelle misure di aumento delle entrate, Tabella 2).. Pensiamo che i deputati troveranno infine solo 8 miliardi dieuro in totale (6 miliardi dieuro in tagli alla spesa, 2 miliardi di euro in entrate), il che significa che il deficit scenderà solo leggermente a circa -5,1% PIL, da -5.3% nel 2025.

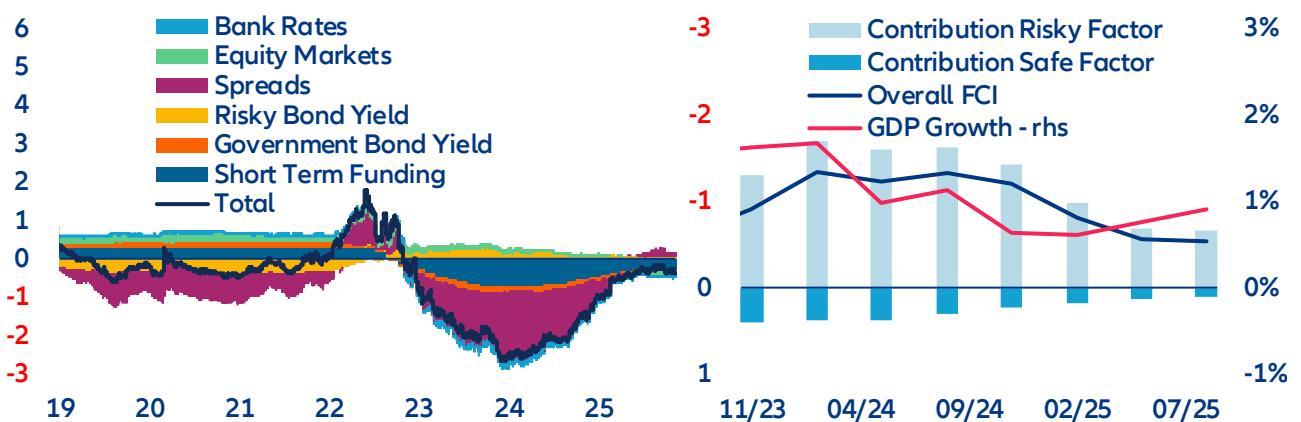
Tabella 2: Misure di disegno di legge sul bilancio del governo centrale (PLF) (miliardi di euro)

Spese aggiuntive incorporate negli emendamenti	
Rifiuto del blocco proposto delle fasce fiscali sul reddito dei singoli	1.9
Conservazione della detrazione fiscale del 10% sulle pensioni	1.0
Esenzioni fiscali per malattie a lungo termine	0.4
Riduzione meno ambiziosa delle scappatoie fiscali	1.0
Riduzione dell'ambito della proposta di tassa sulle proprietà	0.9
Alleggerimento del carico finanziario sulle autorità locali	2.6
Costo totale	7.8
Compensazioni aggiuntive dei ricavi	
Riforma della tassa sul patrimonio immobiliare	0.5
Aumento delle tasse sui giganti tecnologici e pubblicità sui social media	1.0
Tassa sui piccoli lotti importati	0.5
Altre misure che riducono la spesa statale	?
Entrate totali	Almeno 2.0

Fonti: governo francese, Allianz Research

Cosa significa questo per la crescita? Le condizioni finanziarie francesi rimangono accomodanti e favorevoli alla crescita, ma il loro contributo è diminuito dallo scioglimento dell'Assemblea Nazionale del 2024. Utilizziamo gli indici delle condizioni finanziarie (FCI) elaborati dalla BRI per valutare l'impulso alla crescita delle condizioni finanziarie complessive. Le condizioni finanziarie "rischiose" francesi sono state molto accomodanti nel 2023 e nel primo semestre del 2024 (Figura 3, a sinistra), grazie al restringimento degli spread (titoli di Stato e obbligazioni societarie). Tuttavia, dallo scioglimento dell'Assemblea Nazionale nel giugno 2024, le condizioni finanziarie rischiose sono diventate sempre meno accomodanti a causa dell'ampliamento degli spread. Di conseguenza, l'impulso positivo delle condizioni finanziarie sulla crescita si è attenuato (Figura 3, a destra). Ciononostante, le condizioni finanziarie complessive continuano a sostenere la crescita francese, aiutate da condizioni "sicure" accomodanti.

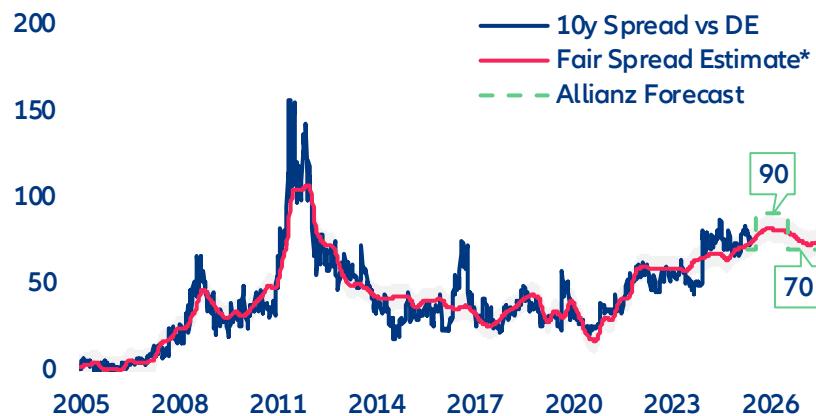
Figura 3: Condizioni finanziarie rischiose (sinistra); crescita del PIL e impulso alle condizioni finanziarie (destra)



Fonte: LSEG Workspace, BIS, Allianz Research

I mercati stanno valutando la stabilità procedurale, non quella politica. Il recente ritorno dello spread sui titoli OAT francesi a 10 anni a un intervallo di 70-75 punti base rispetto ai Bund tedeschi indica che i mercati si aspettavano una risoluzione procedurale del processo di bilancio, segnalando una netta preferenza per un bilancio parziale rispetto a nessun bilancio. Tuttavia, questa tregua tecnica è fragile e l'incertezza politica può riemergere in qualsiasi momento, poiché il principale fattore alla base dei recenti picchi degli spread OAT può riemergere in qualsiasi momento. Il nostro modello fondamentale che combina fattori fiscali, economici (partite correnti, tasso di cambio effettivo reale, PIL, ricchezza privata) e tecnici (pressione sui flussi azionari, flottante, sostituzione dei Bund) suggerisce che gli spread OAT dovrebbero oscillare in un intervallo ragionevole di 65-80 punti base nei prossimi mesi. Tuttavia, con le elezioni presidenziali all'inizio del 2027, prevediamo che il rischio politico inizierà a essere rivalutato alla fine del 2026, spingendo gli spread OAT temporaneamente fuori da questo intervallo. La valutazione del rischio politico nello spread OAT a 10 anni è avvenuta di recente con incrementi di 5 punti base. A questo proposito, prevediamo un aumento di due o tre livelli nella scala del rischio politico, che porterebbe lo spread a 10 anni a circa 90 punti base entro la fine del 2026 (Figura 4).

Figura 4: Spread OAT a 10 anni della Francia rispetto alla Germania, in punti base

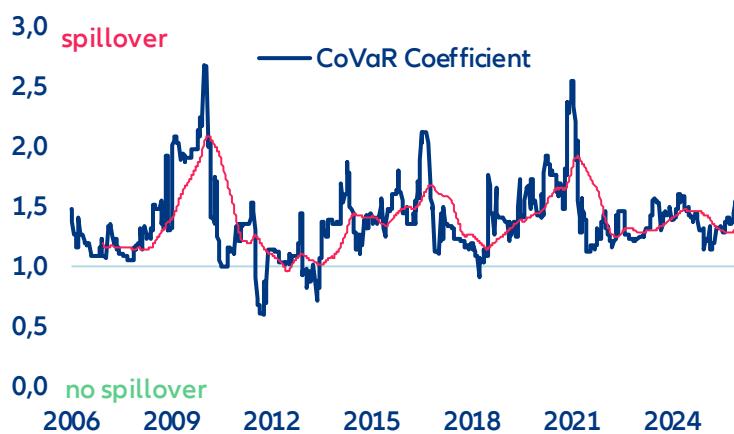


*basato su fondamentali fiscali, competitività, patrimonio privato, fattori tecnici e avversione al rischio

Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Gli spillover dalla Francia agli altri titoli di Stato europei (EGB) dovrebbero rimanere limitati finché lo spread OAT a 10 anni si manterrà entro un intervallo di 100 punti base. Finora la Francia può essere considerata un'eccezione nel mercato dei titoli di Stato europei (EGB), poiché i suoi titoli vanno contro la tendenza prevalente di convergenza degli spread EGB. Osserviamo l'emergere di rischi di spillover solo se gli spread OAT si muovono in un territorio di rischio estremo del 10% sopra i 150 punti base. La Figura 5 mostra il potere di spillover tra OAT francesi e BTP italiani misurato dal Valore a Rischio Condizionato (CoVaR), ovvero i livelli estremi di BTP condizionati al fatto che gli OAT siano in difficoltà (al loro livello di VaR del 90% in questo caso). In tali scenari estremi, il coefficiente di spillover (CoVaR) è stimato al di sotto dei livelli osservati in precedenti episodi ad alto rischio (GFC, Eurocrisi o Covid-19) (Figura 5). Il contagio è reale quando ci avviciniamo a livelli estremi di OAT, ma è diventato meno pronunciato rispetto al passato. Ci aspettiamo anche che tali periodi siano di breve durata, poiché il rischio idiosincratico di OAT che si trasforma in un rischio sistematico per l'intera Eurozona innescherebbe molto probabilmente un intervento della BCE nell'ambito del suo Programma di Protezione della Trasmissione.

Figura 5: Rischio di contagio da OAT francese (10 anni) a BTP italiano (10 anni)



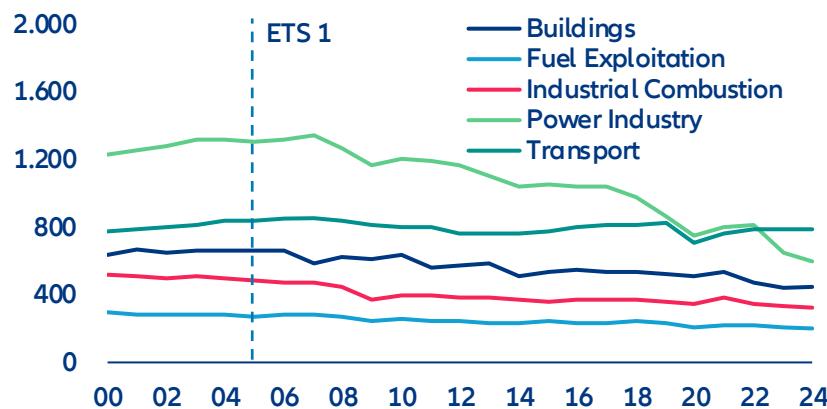
Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research. Nota: il CoVaR è il VaR di un asset, subordinato al fatto che gli altri asset siano al loro livello di VaR. La differenza tra il VaR usuale e il CoVaR riflette il rischio di contagio da altri asset in periodi di stress. (coefficiente CoVaR). Note: Adrian, T. e Brunnermeier, M., "CoVaR", Federal Reserve Bank of New York Staff Report, settembre 2008

Politica climatica: scudo industriale dell'Europa o freno alla competitività?

Il sistema di scambio di quote di emissione (ETS) dell'UE, istituito nel 2005, rimane il pilastro della politica climatica europea. Fissando un prezzo per il carbonio, l'ETS internalizza il costo ambientale delle emissioni di gas serra, creando forti incentivi finanziari per gli emettitori a ridurre l'inquinamento, adottare tecnologie a basse

emissioni di carbonio e passare a fonti energetiche più pulite. La sua efficacia è particolarmente evidente nel settore energetico, dove le emissioni di CO₂ sono diminuite di oltre il 54% dall'inizio dell'ETS1, trainate dalla combinazione di un solido segnale del prezzo del carbonio e dalla crescente competitività delle energie rinnovabili, che ha accelerato l'eliminazione graduale della generazione a carbone. Al contrario, i settori inizialmente non coperti dall'ETS1, come i trasporti e l'edilizia, nonché le industrie ad alta intensità energetica che hanno ricevuto quote gratuite, hanno registrato solo miglioramenti marginali, riflettendo i limiti della copertura e del sostegno transitorio (Figura 6). Il prossimo ETS2 estenderà la fissazione del prezzo del carbonio ad altri settori, tra cui l'edilizia, i carburanti per il trasporto su strada e gli impianti industriali precedentemente non coperti, estendendo il segnale del prezzo del carbonio in modo più ampio all'intera economia e rafforzando la capacità dell'UE di guidare la riduzione delle emissioni.

Figura 6: Evoluzione delle emissioni del settore UE27 dall'introduzione dell'ETS1, in MtCO₂e



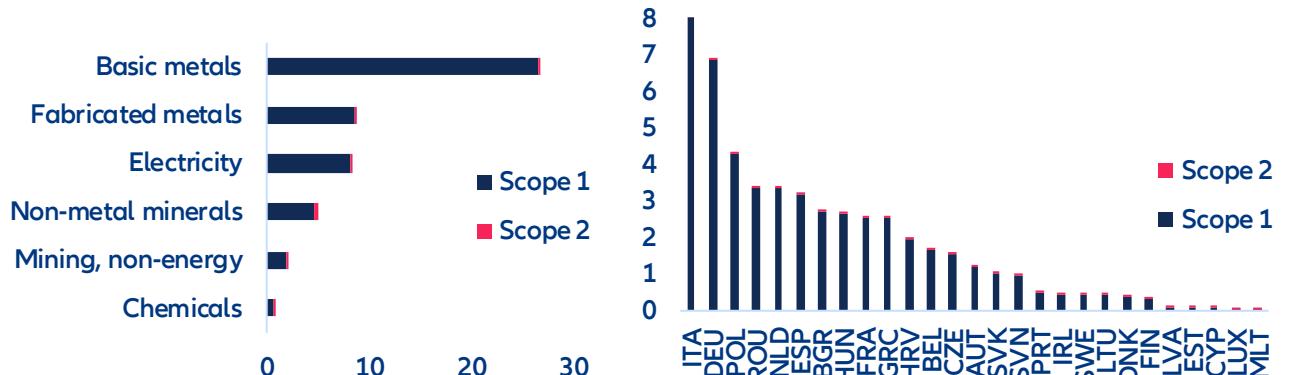
Fonte: JRC EDGAR, Allianz Research

Il Meccanismo di Adeguamento delle Frontiere al Carbonio (CBAM) dell'UE, che entrerà in vigore a gennaio 2026, è progettato come complemento all'EU ETS, garantendo che l'ambizione climatica dell'Europa non venga compromessa dalla fuga di carbonio. Richiedendo agli importatori di beni ad alta intensità di carbonio, come acciaio, cemento, alluminio, fertilizzanti, elettricità e idrogeno, di acquistare certificati CBAM che riflettano le emissioni di CO₂ incorporate nei loro prodotti, allinea i costi di carbonio dei beni importati a quelli affrontati dai produttori UE nell'ambito dell'ETS. Questo mira a creare condizioni di gioco equo, a proteggere la competitività delle industrie nazionali e a estendere l'influenza dell'UE sulla decarbonizzazione globale offrendo ai produttori stranieri un forte incentivo ad adottare prezzi del carbonio e tecnologie più pulite. Per ridurre gli oneri amministrativi e finanziari, le recenti revisioni del CBAM esentano i piccoli importatori al di sotto di una soglia de minimis, garantendo che il 90% degli importatori in numero non sia direttamente colpito pur coprendo la stragrande maggioranza delle emissioni. Il CBAM è strettamente legato alla graduale eliminazione delle quote ETS gratuite tra il 2026 e il 2034, garantendo che i beni nazionali e importati affrontino costi di carbonio comparabili e dando alle industrie il tempo di adattarsi. Oltre l'Europa, il CBAM ha già influenzato la politica climatica globale incoraggiando paesi come India e Cina a rafforzare la tariffazione interna del carbonio, mentre il Regno Unito pianifica un proprio meccanismo di aggiustamento delle frontiere, sottolineando il suo potenziale come modello di commercio allineato al clima e incoraggiando una produzione più pulita orientata all'export a livello globale.

Ma il CBAM agisce anche come uno shock per i termini di scambio. Il suo impatto sulla competitività industriale dell'UE, attraverso l'aumento dei prezzi del carbonio e la rimozione delle quote gratuite, sul valore aggiunto delle industrie protette da CBAM, si fa sentire negativamente in tutte le più ampie catene di approvvigionamento europee. I flussi commerciali più coperti sono le emissioni di Scope 1 provenienti dal settore dei metalli di base (Figura 7, a sinistra). Aumentando il prezzo degli intermediari importati, aumentano i costi degli input per le industrie a valle come l'automotive e le macchine. Questo comporta impatti diseguali tra settori e stati dell'UE. La Germania, ad esempio, importa quasi 400 miliardi di USD all'anno in prodotti coperti da CBAM, principalmente in industrie non metalliche, elettricità e metalli di base. La tassa CBAM su queste importazioni è di 6,7 miliardi di USD (Figura 7, a destra). L'Italia importa 232 miliardi di USD all'anno ed è soggetta alla più alta tassa CBAM tra i paesi UE (8,1 miliardi di USD). La Polonia segue con circa 100 miliardi di USD in importazioni coperte dal CBAM e una tassa di 4,4 miliardi di USD. Ciò dimostra chiaramente che l'impatto dipende fortemente dalla struttura delle

emissioni delle importazioni dirette di un paese rispetto alla produzione intermedia. Con un prezzo del carbonio di 80 euro per tonnellata di CO₂ e nessun cambiamento nelle catene di approvvigionamento, l'Europa potrebbe perdere fino a -14 miliardi di USD in importazioni da paesi non appartenenti all'UE.

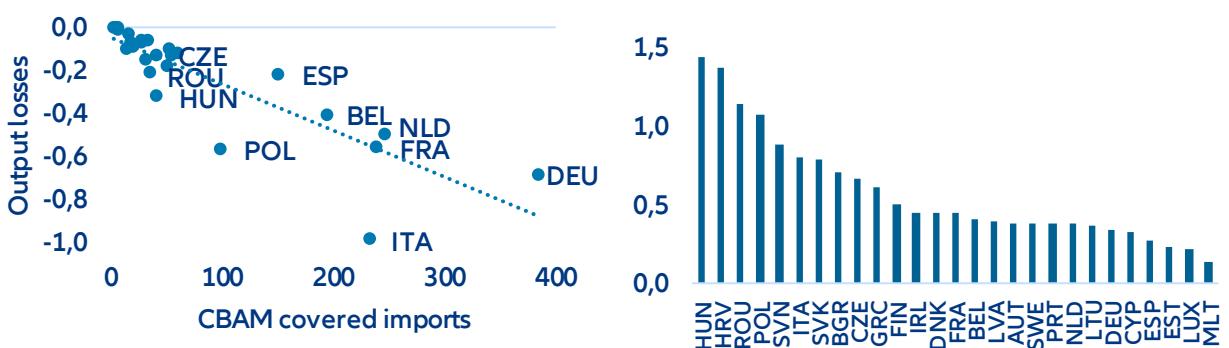
Figura 7: Tassa CBAM per settore (a sinistra) e per paese importatore dell'UE (a destra), in USDbn



Fonti: UNComtrade, OCDE ICIO, OECD IOT, Banca Mondiale, Allianz Research. Nota: La tassa CBAM viene calcolata come la differenza tra il prezzo del carbonio UE e quello del carbonio nel paese esportatore moltiplicata per le emissioni coperte dall'Ambito 1, oltre ai costi derivanti dalle emissioni dello Ambito 2.

I paesi UE con catene di approvvigionamento ricche di metalli sono sotto maggiore pressione, mentre quelli dell'Europa orientale subiscono il peso maggiore a causa della loro struttura industriale. L'uso di prodotti coperti da CBAM nelle strutture di produzione intermedie e le perdite nelle importazioni coperte da CBAM dovute al dazio de facto CBAM comportano una perdita massima stimata di produzione di -6,45 miliardi di USD per l'UE27. Senza alcuna redistribuzione o adattamento della catena di approvvigionamento, l'Italia perderebbe -1,0 miliardi di USD, la Germania -0,7 miliardi di USD e Polonia e Francia -0,6 miliardi di USD ciascuna (Figura 8, a sinistra). Trattare il CBAM come una tassa sul carbonio de facto significa che l'UE rischia in media un aumento tariffario di +0,6 punti percentuali. Gli equivalenti tariffari più alti dal CBAM (Figura 8, a destra), aggiunti all'attuale struttura tariffaria UE, sono attesi in Ungheria (+1,4 pp), Croazia (+1,3 pp) e Romania (+1,1 pp). Sebbene il CBAM potrebbe incoraggiare la spostazione della spesa verso beni prodotti nell'UE, data la relativamente minore intensità delle emissioni europee, questo beneficio è limitato dai prezzi energetici interni più alti, da un ambito settoriale ristretto e dalla capacità disponibile limitata. La rimozione delle quote gratuite, unita all'aumento del prezzo dei permessi ETS dell'UE, aumenterà ulteriormente i costi per i produttori dell'UE e porterà a una piccola riduzione del valore aggiunto delle industrie CBAM, poiché parte della produzione viene spostata in paesi non UE, potenzialmente annullando qualsiasi vantaggio competitivo ottenuto tramite metodi di produzione più puliti. Per evitare di perdere quote di mercato, gli esportatori potrebbero assorbire parte della tassa CBAM. Questo attenuerebbe la deviazione commerciale ma limiterebbe anche gli incentivi alla decarbonizzazione nei paesi che non sono già allineati alla politica climatica dell'UE.

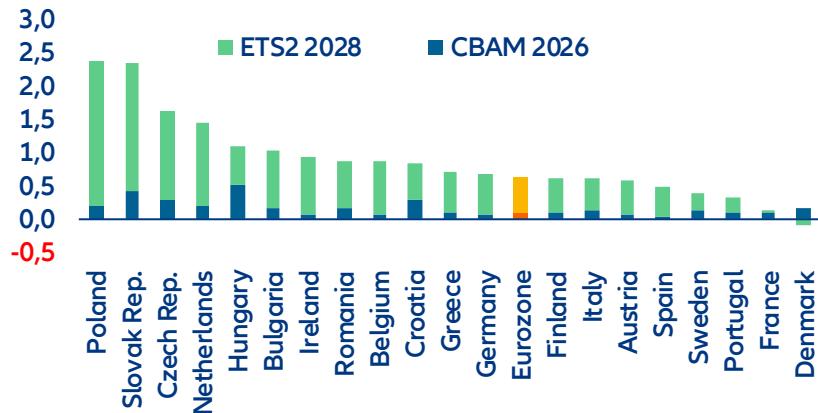
Figura 8: Importazioni e perdite di produzione coperte da CBAM, in equivalenti di USDbn (a sinistra) e dazi CBAM in pp (destra)



Fonti: UNComtrade, OCDE ICIO, OECD IOT, BEA SUT, Allianz Research

In particolare, l'Europa centrale e orientale dovrebbe affrontare un significativo aumento dell'inflazione. Modelliamogli effetti macroeconomici dei meccanismi ETS2 e CBAM per valutarne l'impatto sull'inflazione e sulla crescita nei paesi UE. Le simulazioni catturano l'introduzione del CBAM a gennaio 2026, modellato come shock dei termini di scambio sulle importazioni ad alta intensità di carbonio, e ETS2 a gennaio 2028, rappresentato da un presunto shock di prezzo di CO₂ di 59/t di euro applicato alla quota di emissioni coperta dal sistema di scambio delle emissioni. Inizialmente, i fornitori di energia pagheranno quote di carbonio basate sulle emissioni di CO₂, ma ci si aspetta che trasferiscano questi costi ai consumatori sotto forma di prezzi più alti per benzina, diesel, gas e carbone. Sebbene i prezzi dei carburanti probabilmente aumenteranno rapidamente, i prezzi dell'energia domestica aumenteranno più gradualmente grazie ai contratti a lungo termine e ai prezzi regolamentari. Insieme, i due effetti possono superare i +2 punti percentuali di inflazione aggiuntiva in paesi come Polonia e Slovacchia, mentre per l'intera zona euro l'impatto cumulativo sarebbe intorno a +0,6 punti percentuali (Figura 9). L'entità complessiva dell'aumento dipende dal peso delle componenti energetiche nel paniere dell'IPC, dai prezzi iniziali dell'energia e dalla dinamica dei tassi di cambio. Ma riflette anche il maggiore passaggio dei costi energetici e di importazione nelle economie con sistemi energetici meno diversificati. Al contrario, alcune economie altamente efficienti dal punto di vista energetico e meno intensiva in termini di carbonio, come la Danimarca, sperimenterebbero persino un lieve effetto disinflazionista sotto ETS2, poiché il passaggio verso elettricità e riscaldamento a basse emissioni di carbonio ridurrebbe l'esposizione alle pressioni sui prezzi dei combustibili fossili. Gli effetti secondari dovuti all'aumento dei costi di trasporto e alle aspettative di inflazione potrebbero amplificare gli impatti. D'altra parte, cambiamenti a livello UE a ETS2, la resistenza nazionale all'attuazione e potenziali sussidi governativi potrebbero tutti ridurre le pressioni inflazioniste. Decisioni nazionali divergenti, come la possibile mancata attuazione nella Repubblica Ceca, pongono ulteriori incertezze. Nel complesso, sebbene ETS2 possa aumentare l'inflazione nel 2028, le reazioni politiche e le misure di mitigazione potrebbero attenuare significativamente l'impatto finale e le conseguenti implicazioni sulla politica monetaria.

Figura 9: Passaggio completo all'impatto sull'inflazione per policy, in pp

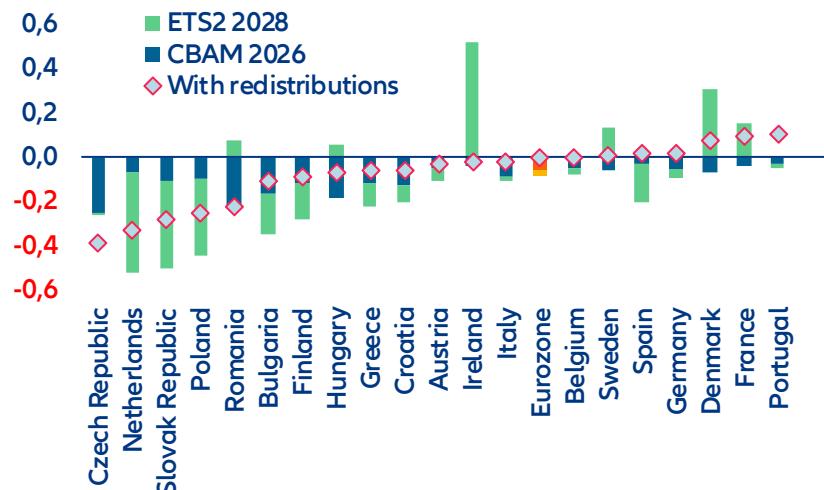


Fonti: Oxford Economics Model, Allianz Research. Nota: modelliamo l'impatto dell'entrata in vigore del CBAM a gennaio 2026 come uno shock dei termini di scambio sulle importazioni ad alta intensità di carbonio, e l'ETS2 a gennaio 2028 come un presunto shock di prezzo di CO₂ di 59/t di EUR applicato alla quota di emissioni coperta dal sistema di scambio delle emissioni.

L'impatto sul PIL sarebbe meno grave. Guardando esclusivamente agli shock dovuti all'aumento dei dazi e ai prezzi del carbonio, l'effetto sulla crescita rimane contenuto, con i cali più forti di circa -0,4 punti percentuali nelle economie più esposte e un impatto medio di -0,1 punti percentuali per l'Eurozona nel suo complesso (Figura 10). Paesi come Francia, Svezia, Danimarca, Lussemburgo e Irlanda vedrebbero un beneficio netto positivo da ETS2 perché sono già efficienti dal punto di vista energetico, elettrificati e con basso utilizzo di combustibili fossili. Di conseguenza, i loro costi aumenterebbero meno, risparmierebbero sulle importazioni di energia, rimarrebbero competitivi, utilizzerebbero efficacemente le entrate ETS2 e avrebbero strutture economiche che soffriranno poco dai prezzi più alti della CO₂. Allo stesso tempo, i loro settori dell'innovazione e delle green tech trarrebbero beneficio dall'aumento della domanda. Ciò indica che una decarbonizzazione precoce riduce i costi di adattamento futuri e aumenta il PIL nel lungo termine. Gli effetti sul PIL migliorano complessivamente una volta che si tengono conto del riciclo delle entrate e della redistribuzione parziale. Per ETS2, assumiamo che il 20% dei ricavi venga redistribuito direttamente alle famiglie e l'80% reinvestito dai governi, supportando i consumi (più vantaggiosi) e gli investimenti

pubblici (meno vantaggiosi), analogamente per il CBAM, riflettendo meccanismi compensatori e supporto transitorio. Sotto queste ipotesi, il freno negativo sulla crescita dell'Eurozona scompare in gran parte, diventando complessivamente neutro e persino leggermente positivo in alcuni paesi, dove l'impulso agli investimenti supera lo shock iniziale dei costi. Questo sottolinea come la progettazione di meccanismi di redistribuzione possa ammorbidente significativamente la transizione, trasformando i costi di aggiustamento a breve termine in guadagni a lungo termine in termini di resilienza e investimenti verdi.

Figura 10: Impatto del PIL con e senza redistribuzione delle tasse, in pp

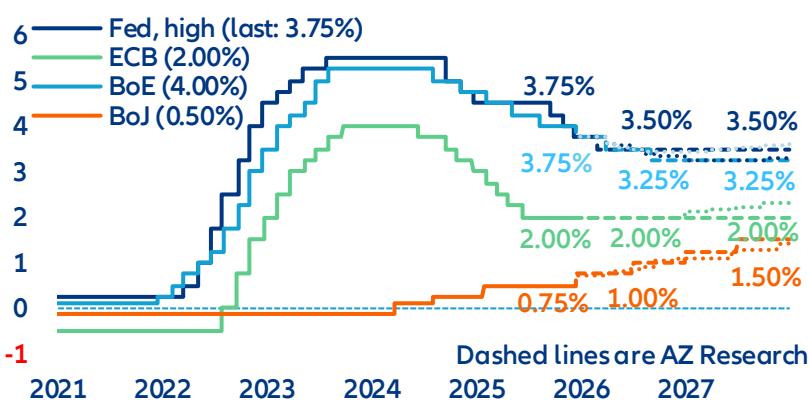


Fonti: Oxford Economics Model, Allianz Research. Nota: La redistribuzione dei ricavi raccolti si assume al 20% direttamente alle famiglie che contribuiscono al consumo privato, mentre il resto dei ricavi raccolti viene investito dal governo.

BoE, ECB, BoJ: Taglio, mantenimento, aumento

La prossima settimana la BCE, la BoE e la BoJ porteranno avanti l'interospetto delle possibili mosse politiche. Dopo la riunione della Fed di questa settimana, che ha portato a un taglio dei tassi molto atteso, altre tre grandi banche centrali si riuniranno la prossima settimana, ma ognuna probabilmente si muoverà in una direzione diversa: la Banca d'Inghilterra (BoE) ridurrà i tassi al 3,75%, la Banca Centrale Europea (BCE) rimarrà in attesa al 2,0% e la Banca del Giappone (BoJ) è pronta a rialzarlo nuovamente, portando i tassi allo 0,75% (Figura 11).

Figura 11: Tassi di politica monetaria delle banche centrali, %

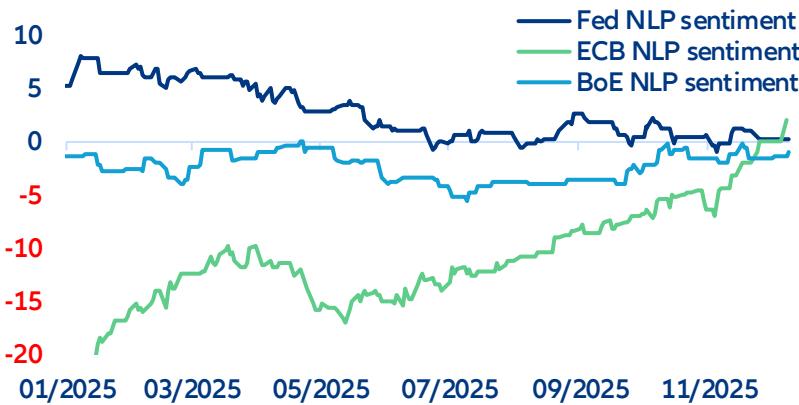


Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Contrariamente alle recenti dichiarazioni della BCE e ai prezzi di mercato, non vediamo aumenti dei tassi come il passo successivo più probabile. Si prevede che la BCE mantenga invariato il suo tasso di deposito al 2,0% quando il Consiglio di Governo si riunirà il 18 ottobre. Dato l'ultimo aumento dell'inflazione al 2,2% a novembre (inflazione di base: 2,4%) e la crescita del PIL di +0,3% t/q nel terzo trimestre (annualizzato: +1,1%) – vicino al potenziale di

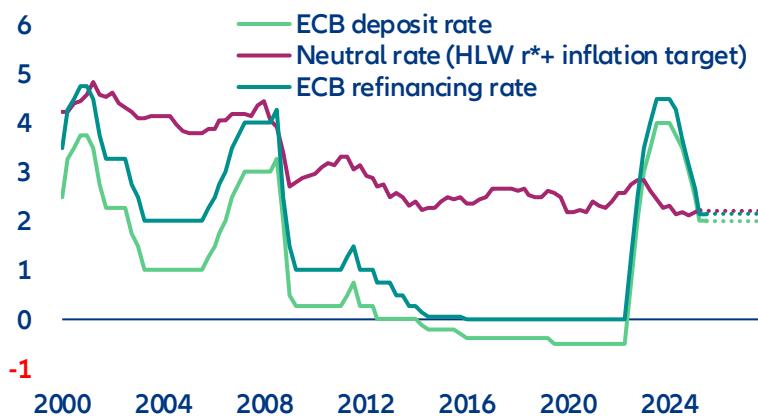
crescita – il consiglio è in una buona posizione per mantenere i tassi attuali ai livelli neutrali. Tuttavia, i recenti discorsi della BCE sono diventati più aggressivi (Figura 12). La membro del consiglio Isabel Schnabel ha persino dichiarato di essere "a suo agio" con il fatto che i mercati stificino un aumento come prossima mossa. Su questo punto siamo fortemente in disaccordo. Anche nel breve termine, i rischi sono inclinati al ribasso, con una semplice regola di Taylor che mostra ancora la necessità di un leggero allentamento dato il divario di produzione moderatamente negativo. Il nostro indicatore anticipato proprietario indica una crescita contenuta, poiché le misure standardizzate della domanda di credito, del sentimento economico, della fiducia dei consumatori e dei PMI manifatturieri rimangono in territorio negativo. Nel medio periodo, ci sono forti dubbi sul fatto che il pacchetto di stimolo economico tedesco possa davvero garantire una crescita sostanziale, dato il rischio strutturale di difficoltà dovuto alla burocrazia alla demografia. E la rivoluzione dell'IA avrà piuttosto un impatto negativo sull'inflazione che uno positivo in Europa. Gli effetti sul lato dell'offerta (maggiore produttività del lavoro che porta a una minore domanda di lavoro) probabilmente supereranno gli effetti sul lato della domanda (domanda di investimento per i data center), poiché l'Europa al momento è un "consumatore di IA" e non un "contributore all'IA", con i giganti tecnologici globali presenti altrove. Ultimo ma non meno importante, e come abbiamo ripetutamente sottolineato prima, nonostante il tasso attuale di politica monetaria del 2% si situi vicino al tasso nominale neutrale stimato, storicamente il tasso di politica era per lo più inferiore a tale tasso (Figura 12). Considerando tutti i venti contrari strutturali, dalla geopolitica alla demografia fino al calo della competitività verso Cina e Stati Uniti, sembra più probabile che l'Europa abbia bisogno di sostegno della politica monetaria piuttosto che di restrittive.

Figura 12: Indice Bloomberg Natural Language Processing (NLP) del linguaggio delle banche centrali, indice



Fonti: Bloomberg, Allianz Research. Nota: i valori superiori a zero indicano un sentimento più aggressivo; i valori inferiori a zero indicano un sentimento più accomodante..

Figura 13: Tassi di riferimento della BCE rispetto al tasso neutrale Holsten-Laubach-Williams, %



Fonti: LSEG Datastream, FED New York, Allianz Research

Nel frattempo, il taglio dei tassi di 25 punti base della BoE la prossima settimana dovrebbe essere seguito da altri due nella primavera (probabilmente aprile) e nell'estate (settembre) del prossimo anno. La BoE ha mantenuto una tendenza dovish fino al 2025, nonostante il PIL sia cresciuto a un ritmo discreto (+1,4% previsto, dopo il +1,1% nel 2024) e l'inflazione ostinatamente al di sopra dell'obiettivo del 2% della Banca, a +3,6% in ottobre (core al +3,4%). Il mese scorso, i nove membri votanti del Comitato per la Politica Monetaria (MPC) erano più divisi del previsto sulla decisione di mantenere i tassi al 4% (cinque a favore) rispetto a un taglio (quattro a favore), con il governatore Bailey come voto decisivo. Questo indica un persistente pregiudizio pacifista, e il voto del governatore Bailey nel prossimo MPC sarà cruciale. Pensiamo che questa volta sia più propenso a votare per un taglio di 25 punti base, intitolando il saldo del MPC. Sebbene inflazione e crescita salariale rimangano elevate, i dati nel MPC potrebbero indicare indicatori positivi e lungimiranti che segnalano l'allentamento delle pressioni: nel settore dei servizi, le indagini aziendali indicano un raffreddamento sostanziale dell'inflazione nei servizi – la parte più problematica dell'inflazione – fino al 2026 (Figura 14, a sinistra). Il forte aumento del National Living Wage e l'incremento dei contributi dei datori di lavoro alla National Insurance (NI) in aprile hanno aumentato notevolmente i costi del lavoro delle imprese, probabilmente supportando inizialmente le pressioni su salari e inflazione, poiché le aziende hanno trasferito i costi più alti sui loro prezzi di vendita. Tuttavia, hanno anche contribuito a un notevole raffreddamento del mercato del lavoro, poiché le aziende hanno trattenuto le assunzioni, con il rapporto di posti vacanti ben al di sotto della media storica recente (Figura 14, a destra). Un mercato del lavoro instabile sembra pesare sempre più sui prezzi. In questo contesto, sviluppi positivi sull'inflazione e un'economia in raffreddamento dovrebbero spingere la BoE a continuare a tagliare i tassi fino al 2026, con cautela in un contesto di inflazione persistentemente superiore all'obiettivo. Ci aspettiamo un taglio di 25 punti base nel MPC di aprile, seguito da un altro a settembre, portando il tasso bancario al 3,25%.

Figura 14: Inflazione dei servizi nel Regno Unito, rapporto posti di lavoro vacanti e crescita salariale (a destra)



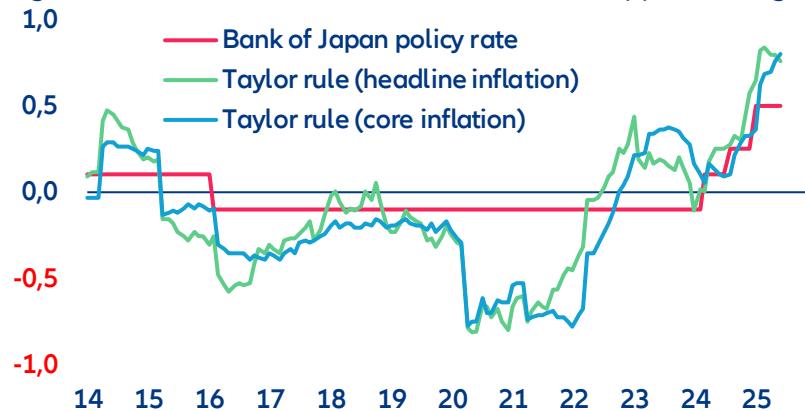
Fonte: LSGE Datastream, Capital Economics, Allianz Research

È probabile che la BoJ aumenti il tasso di riferimento dallo 0,5% allo 0,75%, e continueremo a vedere il tasso terminale all'1,5% entro la fine del 2027. La BoJ ha iniziato il suo ciclo di aumento dei tassi nel marzo 2024, ponendo fine a quasi un decennio di politica negativa dei tassi. Nel ciclo attuale, la banca centrale ha effettuato tre aumenti dei tassi (+20 punti base a marzo 2024, +15 punti base ad agosto 2024 e +25 punti base a gennaio 2025), e le condizioni economiche suggeriscono che è probabile un ulteriore rinasprimento monetario. Nei loro ultimi dati (ottobre 2025), sia l'inflazione principale che quella di base erano circa del 3%, sopra l'obiettivo della BoJ. Sebbene il bilancio supplementare annunciato dal governo a fine novembre dovrebbe ridurre temporaneamente l'inflazione generale², l'inflazione di base rimarrà probabilmente sopra il 2% nei prossimi trimestri. Le prossime negoziazioni salariali annuali (*shunto*, che si concluderanno in primavera) potrebbero potenzialmente portare a un terzo anno di crescita salariale superiore al 5%, e il bilancio supplementare stimolerà anche la domanda interna. Le nostre previsioni riviste prevedono un'inflazione generale dell'1,9% nel 2026 e del 2,4% nel 2027 (dopo il 3,2% nel 2025), e una crescita del PIL del +1,4% nel 2026 e +1% nel 2027 (dopo il +1,4% nel 2025). Mentre ci aspettavamo che il BoJ presentasse il prossimo aumento dei tassi nella riunione di politica monetaria di gennaio (dopo aver raccolto

² Consulta il nostro rapporto [Cosa Osservare 28 novembre 2025](#).

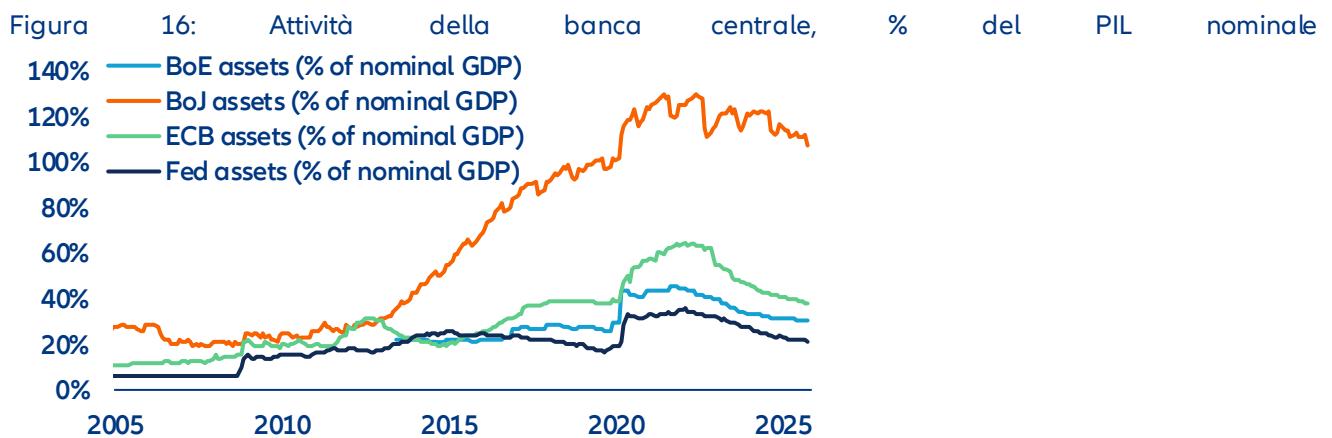
informazioni sufficienti sullo *shunto*), gli ultimi discorsi del governatore Ueda (il 1° e 9 dicembre), che evidenziano pressioni inflazionistiche e incertezze economiche in calo, suggeriscono che potrebbe essere pronta ad agire durante la riunione di dicembre. Queste comunicazioni possono essere viste come sforzi della BoJ per evitare una sorpresa e per adeguare le aspettative di mercato, che ora prevedono un aumento dei tassi alla riunione della prossima settimana, che porterebbe il tasso di riferimento allo 0,75%, allineandolo ai livelli prescritti dalla regola di Taylor (vedi Figura 15). Oltre al breve termine, continueremo a vedere altri tre aumenti dei tassi entro la fine del 2027, portando il tasso di politica monetaria all'1,5%.

Figura 15: Tasso di riferimento della Banca del Giappone vs. regola di Taylor (%)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: In una regola di Taylor, il tasso di politica dipende da i) il tasso di interesse naturale, ii) il gap di produzione (margini nell'economia) e iii) l'inflazione rispetto all'obiettivo. Il tasso di interesse naturale deriva dalla valutazione di mercato; il gap di produzione è la stima della Banca del Giappone.

Tutte e tre le banche centrali hanno una cosa in comune: un rapido inasprimento quantitativo. Contrariamente alla Fed, il restringimento quantitativo (QT) continuerà per la BCE, la BoE e la BoJ – finché i mercati saranno in grado di assorbire l'offerta aggiuntiva in modo ordinato. La Figura 16 mostra che tutte le banche centrali hanno ancora bilanci significativamente più grandi rispetto alla dimensione dell'economia rispetto alla Fed e rispetto all'area pre-quantitative easing – soprattutto con la BoJ. Ciò significa che gli investitori obbligazionari dovranno assorbire grandi quantità di obbligazioni di Stato in un contesto di deficit fiscali già elevati. Infatti, al ritmo attuale, l'offerta equivalente di obbligazioni pari al 3,2% (BCE), 2,4% (BoE) e 6,4% (BoJ) solo dal QT continuerà a esercitare pressione al rialzo sui tassi in queste regioni. Tuttavia, qualsiasi segno di un "momento Truss", cioè una vendita di titoli di Stato con segni di disfunzione del mercato, cambierebbe immediatamente il corso di qualsiasi banca centrale.



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (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.