

Allianz Research | 30 Settembre 2024

Prospettive economiche 2024-26: una sfida di equilibrio

- **Crescita globale costante (non stellare) a +2,8% fino al 2026, in linea con la media di lungo periodo.** L'economia statunitense sta rallentando, ma rimarrà il principale sostegno all'economia globale nel 2024. In Europa si sta gradualmente rafforzando lo slancio, anche se la Germania rimarrà un'eccezione, con l'economia che uscirà dalla recessione solo alla fine del 2024. In Cina la domanda interna continua a rallentare, poiché l'allentamento delle politiche può compensare solo in parte i venti contrari causati dal perdurare della crisi immobiliare. **Il rischio di recessione negli Stati Uniti sta aumentando, ma l'economia è ancora nell'ambito di un atterraggio morbido.** La solidità delle finanze delle famiglie e delle imprese, la tendenza all'aumento degli investimenti nel settore manifatturiero e nel settore tecnologico sostengono questa tesi. Tuttavia, il prossimo anno i consumi statunitensi dovrebbero rallentare ulteriormente, in linea con il rallentamento della crescita degli utili. In Europa, gli indicatori anticipatori mostrano ancora rischi di recessione, ma stanno migliorando rispetto ai livelli minimi.
- **- È tempo di austerità (di nuovo).** Il risanamento dei conti pubblici sarà il grande elefante nella stanza, poiché rappresenterà un freno alla crescita del PIL di circa -0,3 punti percentuali in media fino al 2027 sia negli Stati Uniti che in Europa. Gli aumenti delle tasse, soprattutto sulle imprese, sono più probabili dei tagli alla spesa. Inoltre, l'inasprimento quantitativo (QT) trasferirà agli investitori in Europa oltre 3pp di debito/PIL all'anno.
- **- L'inflazione dovrebbe raggiungere l'obiettivo del 2% nel primo semestre del 2025, consentendo un forte ciclo di allentamento.** L'inflazione ha sorpreso al ribasso durante l'estate e ci aspettiamo che l'inflazione appiccicosa dei servizi si atteni lentamente, spinta dalla decelerazione dei salari, mentre l'energia e i beni continueranno a trascinare l'inflazione verso il basso. I prezzi del petrolio dovrebbero rimanere al di sotto degli 80 USD/bbl nel 2025-26 in assenza di una ripresa più forte della domanda e di uno shock dell'offerta. Il graduale allentamento delle banche centrali dovrebbe continuare fino al raggiungimento dei tassi terminali l'anno prossimo, con la Fed al 3,5%, la BCE al 2,25% e la BoE al 3,0%. Le banche centrali dei mercati emergenti procederanno con cautela nei loro cicli di allentamento, poiché gli afflussi di portafoglio dovrebbero riprendere grazie a differenziali di tasso più favorevoli.
- **La crescita dei salari reali rilancia il potere d'acquisto dei consumatori, ma l'eccesso di risparmio continua ad accumularsi nei Paesi dell'Eurozona in un contesto di fiducia insufficiente.** La spesa dei consumatori ha privilegiato i servizi rispetto ai beni, ma le vendite di servizi in volume hanno iniziato a rallentare a causa dell'inflazione elevata. È probabile che alcuni beni durevoli vengano sostituiti nei prossimi trimestri, soprattutto in Europa, in linea con il ciclo di sostituzione. La crescita dei salari nominali dovrebbe normalizzarsi entro il 2025, in linea con il raffreddamento dei mercati del lavoro, una volta che alcune aziende (soprattutto nei settori alimentare, auto, materiali e macchinari e attrezzature) avranno ridotto l'accumulo di manodopera.
- **Il riassortimento è iniziato e probabilmente sarà un elemento di spinta per la ripresa del commercio globale.** Il primo semestre ha confermato l'uscita da 1,5 anni di recessione commerciale e ci aspettiamo che la ripresa sia più sostenuta in futuro, insieme alla ripresa dei consumi. Nel complesso, prevediamo che il commercio globale aumenterà di circa il +3% nel 2025-26 in termini di volume, ma rimarrà al di sotto della media di lungo periodo.
- **- Le imprese si stanno riprendendo scavando nelle scorte.** Nel secondo trimestre, la crescita dei ricavi e degli utili è stata alimentata dal destoccaggio delle imprese. Il divario tra Europa e Stati Uniti persiste; nonostante un leggero miglioramento delle finanze delle imprese nel 2° trimestre, gli investimenti fissi dell'Eurozona sono scesi al 7% al di sotto dei livelli pre-pandemici e molto al di sotto di altri paesi come gli Stati Uniti e il Regno Unito. Le grandi insolvenze hanno continuato ad accelerare, soprattutto nel settore del commercio al dettaglio,

delle costruzioni e dei servizi. Nel complesso, prevediamo che le insolvenze delle imprese aumenteranno del 10% nel 2024 e dell'1% nel 2025.

- **- I mercati dei capitali restano sotto l'incantesimo delle banche centrali.** I mercati stanno valutando un forte ciclo di riduzione dei tassi per la maggior parte delle banche centrali occidentali, trascinando al ribasso i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Ciò fornisce una certa spinta agli investimenti più rischiosi e gli spread dei titoli di Stato dell'Europa meridionale si sono ulteriormente ridotti. Considerando che la Fed e la BCE vedono un allentamento leggermente inferiore rispetto ai prezzi di mercato, non ci aspettiamo che i rendimenti a lungo termine scendano sotto i livelli attuali nel breve termine.
- **- Attività rischiose in balia dell'incertezza politica.** Dopo una stagione degli utili del secondo trimestre relativamente debole, che ha parzialmente sgonfiato alcuni squilibri di mercato (ad esempio il boom dell'AI), gli operatori di mercato hanno rapidamente ridotto le aspettative sulle capacità di crescita delle imprese. Ciononostante, una discreta crescita degli utili e dei ricavi a una cifra, associata al calo dei tassi di finanziamento, dovrebbe contribuire a mantenere un discreto profilo di rendimento a una cifra nei prossimi tre anni. Tuttavia, l'incertezza (geopolitica) ancora elevata terrà gli investitori svegli e si prevedono periodi di maggiore volatilità.

- Le tensioni geopolitiche rappresentano un rischio al ribasso per il nostro scenario. Il rischio maggiore è rappresentato da una potenziale impennata del protezionismo statunitense in caso di vittoria di Donald Trump alle elezioni americane, oltre all'elevata incertezza politica nei principali Paesi europei (Francia, Germania, Belgio, Paesi Bassi), ai conflitti in corso in Russia-Ucraina e in Medio Oriente e alle tensioni nel Mar Cinese Meridionale e con Taiwan. Nel complesso, il nostro scenario negativo si traduce in un calo della crescita globale di -1,5 punti percentuali e in un aumento dell'inflazione di +1 punto percentuale, che dovrebbe mantenere i tassi d'interesse più alti più a lungo. **Crescita globale costante (non stellare) in arrivo**

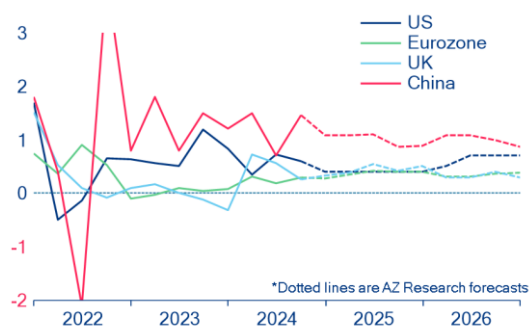
Prevediamo una crescita globale del +2,8% fino al 2026, in linea con la media di lungo periodo. L'economia statunitense sta rallentando, ma rimarrà il principale sostegno all'economia globale nel 2024. Prevediamo che la crescita degli Stati Uniti raggiunga il +1,7% nel 2025, seguito da un rimbalzo al +2,2% nel 2026, in linea con il suo potenziale, grazie a una ripresa della domanda interna con il miglioramento delle condizioni monetarie e finanziarie. In Europa si sta gradualmente rafforzando lo slancio e prevediamo un aumento della crescita a +1,4% nel 2025-26, leggermente al di sopra del potenziale. Tuttavia, la Germania rimarrà in recessione per il secondo anno consecutivo e si prevede che la crescita raggiunga il suo punto più basso alla fine del 2024, grazie alla ripresa del commercio globale e all'allentamento delle condizioni monetarie e finanziarie, che finalmente stimoleranno la domanda interna. L'economia cinese rimane in rallentamento a causa di una crisi immobiliare che pesa sulla fiducia del settore privato. I responsabili politici avvertono l'urgenza di intensificare il sostegno e l'ulteriore allentamento monetario, insieme all'accelerazione della spesa fiscale nei prossimi trimestri, dovrebbe portare la crescita del PIL cinese vicino all'obiettivo ufficiale di "circa +5%" nel 2024, e dovrebbe rimanere al di sopra del +4% nel 2025-26.

Il rischio di recessione negli Stati Uniti sta aumentando, ma l'economia è ancora nell'ambito di un atterraggio morbido, grazie alla solidità delle finanze delle famiglie, alla tendenza all'aumento degli investimenti nel settore manifatturiero e al settore tecnologico. Tuttavia, il prossimo anno i consumi statunitensi dovrebbero rallentare ulteriormente, in linea con il rallentamento della crescita dei salari. Le famiglie sono state pronte a utilizzare i loro risparmi nell'ultimo anno, spingendo il rapporto di risparmio a livelli bassi come quelli visti negli anni 2000. Tuttavia, non si prevede un ulteriore calo, in presenza di una politica fiscale meno favorevole. In Europa, lo slancio economico sta migliorando, soprattutto grazie al commercio netto e ai consumi pubblici, ma gli indicatori anticipatori riflettono la persistente debolezza della domanda interna.

Tabella 1 - Previsioni di crescita del PIL reale, %

Growth (yearly %)	2022	2023	2024f	2025f	2026f
Global	3.1	2.7	2.8	2.8	2.8
USA	1.9	2.5	2.6	1.7	2.2
Latin America	3.9	1.9	1.9	2.7	2.6
Brazil	3.1	2.9	2.3	2.4	2.0
UK	4.4	0.1	1.2	1.8	1.3
Eurozone	3.5	0.5	0.8	1.4	1.4
Germany	1.7	-0.1	-0.1	0.7	1.1
France	2.6	1.1	1.1	1.4	1.2
Italy	4.2	1.0	0.8	1.2	0.9
Spain	5.8	2.5	2.7	2.0	2.0
Central and Eastern Europe	1.1	1.1	2.4	3.3	3.3
Poland	5.9	0.1	3.0	3.8	3.6
Russia	-1.3	3.7	3.9	2.2	1.6
Türkiye	5.5	4.5	4.0	4.1	4.0
Asia-Pacific	3.2	4.3	4.2	4.0	3.8
China	3.0	5.3	5.0	4.3	4.0
Japan	1.2	1.8	0.0	1.2	1.0
India	6.5	7.8	7.0	6.4	6.4
Middle East	6.1	1.3	1.9	3.4	3.5
Saudi Arabia	7.5	-0.8	1.4	4.3	4.1
Africa	3.9	3.0	3.3	3.6	3.6
South Africa	1.9	0.7	1.2	1.7	2.0

Fonti: nazionali, Allianz Research Figura 1 - Tassi di crescita trimestrale del PIL reale, q/q %



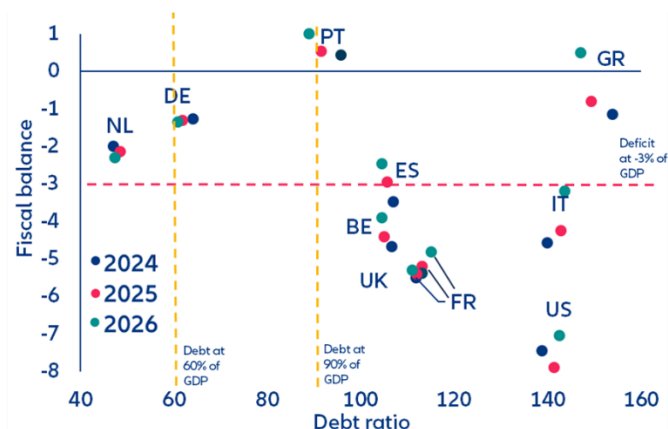
Fonti: nazionali, Allianz Research

Politica fiscale: è tempo di austerità (di nuovo). In Europa, le regole fiscali riformate saranno presto messe alla prova dai politici e dai mercati finanziari. Nel complesso, le prospettive restano di un moderato consolidamento fiscale nel 2025-2026, ma le principali economie dell'Eurozona, come Francia, Italia e Belgio, dovranno impegnarsi maggiormente per ridurre i loro rapporti deficit/PIL e debito/PIL. Infatti, queste economie (su sette Paesi dell'UE) sono tornate sotto i riflettori per aver violato la regola dell'ancoraggio al 3% del deficit fiscale e devono presentare

alla Commissione europea i loro piani di aggiustamento specifici per Paese. Ciò richiederebbe un consolidamento fiscale di circa lo 0,5% del PIL all'anno per un periodo di sette anni, il che significa un impatto negativo di -0,3pp sulla crescita del PIL ogni anno. I governi daranno probabilmente la priorità all'aumento delle entrate. Ad esempio, la Francia potrebbe farlo aumentando le tasse sulle imprese, mentre in Italia ciò potrebbe essere ottenuto accelerando il piano di privatizzazione previsto (1% del PIL in tre anni).

Inoltre, mancano poco più di due anni perché i Paesi dell'UE ricevano e spendano ciò che resta dei 750 miliardi di euro in prestiti e sovvenzioni offerti dai fondi UE di nuova generazione. Finora è stato erogato solo un terzo di questa somma, parallelamente al raggiungimento di tappe e obiettivi, e ancora meno è stato investito. Il recupero della spesa sarà fondamentale per alleggerire in qualche modo la pressione fiscale e rilanciare gli investimenti pubblici, che secondo le stime, insieme agli sforzi privati, dovrebbero ammontare a 800 miliardi di euro all'anno per migliorare la competitività europea, secondo il rapporto Draghi pubblicato di recente.

Figura 2: Saldi di bilancio e rapporti di indebitamento, %



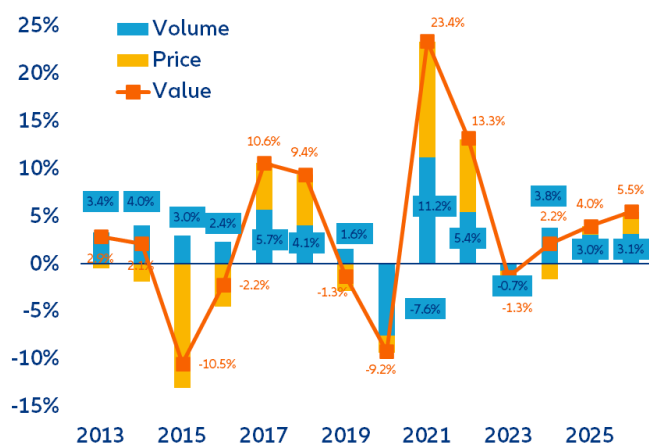
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. Nota: le linee tratteggiate rappresentano le soglie di debito e deficit stabilite dalla riforma delle regole fiscali dell'UE e non si applicano a Regno Unito e Stati Uniti.

Negli Stati Uniti, il deficit pubblico delle amministrazioni pubbliche (GG) dovrebbe essere inferiore nel 2024 rispetto al 2023 (-7,5% del PIL contro -7,9%). I governi statali e locali (S&L) sono in gran parte responsabili della riduzione, grazie alle loro forti regole fiscali che mirano al pareggio di bilancio. Prevediamo che nel 2025 l'orientamento fiscale della GG rimarrà restrittivo (nella misura dello 0,5% del PIL), guidato ancora una volta dalle amministrazioni statali e locali. A livello federale, nel nostro scenario di continuità politica non sono previsti cambiamenti legislativi di rilievo, mentre sono alte le probabilità di un governo diviso. Il deficit pubblico generale dovrebbe tornare a salire (a -7,9% del PIL) a causa del rallentamento dell'economia che pesa sulle entrate fiscali. Nel 2026, prevediamo un'estensione solo parziale dei tagli fiscali di Trump per il 2017. In questo scenario, la politica fiscale dovrebbe diventare molto restrittiva, fino all'1% del PIL a livello federale.

La ripresa del commercio globale è in corso e la ricostituzione delle scorte sosterrà ulteriormente le prospettive.

Prevediamo che il commercio globale crescerà del +3,8% in termini di volume nel 2024, seguito dal +3,0% nel 2025 e dal +3,1% nel 2026. Dopo un anno e mezzo di recessione, il commercio globale di beni ha registrato una ripresa del +0,9% a/a nella prima metà del 2024. La dinamica degli ultimi mesi è particolarmente positiva, grazie alla ripresa dei consumi delle famiglie nelle economie avanzate e al fatto che i dettaglianti cercano di rifornirsi in vista delle festività natalizie e delle potenziali incertezze sulle rotte commerciali globali. In prospettiva, prevediamo una ripresa sostenuta, trainata dalla ricostituzione delle scorte da parte delle imprese e delle famiglie che rinnovano gli acquisti di beni durevoli e riducono la spesa per i servizi. Tuttavia, la redditività degli esportatori rimane sotto pressione a causa dell'impennata dei noli marittimi globali. All'inizio di settembre, le tariffe di trasporto hanno registrato un'impennata del 79% su base tendenziale e del 184% su base annua, attestandosi a circa il 46% del picco del 2021. I prezzi dei noli dovrebbero diminuire dopo le festività occidentali, con la conclusione delle attività di pre-caricamento e l'entrata in vigore dei dazi statunitensi sulla Cina. Tuttavia, i noli marittimi globali rimarranno elevati finché persisterà il conflitto di Gaza e finché la situazione del Mar Rosso non si stabilizzerà.

Figura 3 - Commercio mondiale di beni e servizi, crescita annuale



Fonti: CPB, Allianz Research

I rischi per il nostro scenario rimangono inclinati al ribasso. Le prossime elezioni statunitensi potrebbero innescare un'ondata di protezionismo in caso di vittoria di Donald Trump, mentre l'incertezza politica incombe nei principali Paesi europei a causa dell'attuale frammentazione politica e dell'ascesa dei partiti estremisti (Francia, Germania, Belgio, Paesi Bassi). I conflitti in corso (Russia-Ucraina, Medio Oriente, Mar Cinese Meridionale, Taiwan) aggravano ulteriormente questi rischi. Le principali minacce economiche alle nostre prospettive includono: (i) la crisi immobiliare della Cina, che potrebbe potenzialmente trascinare la crescita al di sotto del +4% deprimendo ulteriormente la domanda interna e (ii) una lenta ripresa della domanda nell'Eurozona, aggravata dall'aumento dei tassi di risparmio. Inoltre, il calo della produttività in presenza di livelli di forza lavoro stabili segnala potenziali licenziamenti se la domanda dei consumatori vacilla. Nel complesso, il nostro scenario negativo - caratterizzato da uno slittamento dei conti pubblici e dall'escalation delle tensioni geopolitiche - potrebbe ridurre la crescita globale di 1,5 punti percentuali e aumentare l'inflazione di 1 punto percentuale, mantenendo i tassi di interesse elevati per un periodo prolungato. **L'inflazione dovrebbe raggiungere l'obiettivo del 2% nel primo semestre del 2025, consentendo un forte ciclo di allentamento in prospettiva**

Di recente l'inflazione ha sorpreso al ribasso soprattutto negli Stati Uniti e nell'Eurozona, soprattutto a causa del calo dei costi energetici e di un'inflazione dei beni ancora contenuta. Tuttavia, l'inflazione di fondo rimane elevata in molte regioni, con le ultime letture vicine o superiori al 3% a causa delle persistenti pressioni sui prezzi del settore dei servizi. Una nota positiva è che sono emersi i primi segnali di allentamento dei prezzi dei servizi, con gli indicatori prospettici, come gli indici dei responsabili degli acquisti per i prezzi alla produzione, che sono tornati o addirittura scesi al di sotto dei livelli pre-Covid in molti Paesi. Poiché si prevede che la crescita dei salari rallenti con l'attenuarsi delle pressioni sul mercato del lavoro globale, la decelerazione delle pressioni sui prezzi dei servizi potrebbe continuare. Prevediamo che gli obiettivi di inflazione saranno raggiunti entro il 2025, anche se permangono potenziali ostacoli. La volatilità dei prezzi del petrolio, ad esempio, persiste; dopo essere scesi brevemente al di sotto dei 70 USD/bbl a settembre, si prevede che i prezzi salgano nuovamente al di sopra degli 80 USD/bbl entro la fine dell'anno, prima di moderarsi nel 2025-26. Inoltre, i prezzi dell'elettricità in Europa, che stanno rallentando con l'attenuarsi delle pressioni sul mercato del lavoro, hanno recentemente registrato una ripresa, con rischi a breve termine per l'inflazione complessiva. Nel frattempo, la Cina rimane un'eccezione, ancora alle prese con tassi d'inflazione inferiori all'1%, sebbene siano evidenti i segnali di un graduale aumento. Nel complesso, si prevede che i tassi di inflazione a livello globale si normalizzeranno ulteriormente verso gli obiettivi delle banche centrali nel 2025.

Il mercato del lavoro si è notevolmente allentato negli Stati Uniti, contribuendo a far scendere la crescita dei salari. In Europa, i mercati del lavoro rimangono rigidi e le famiglie continuano a spingere per aumenti salariali elevati. Ma i dati recenti indicano un ammorbidimento. Il mercato del lavoro statunitense si è quasi completamente normalizzato dalle distorsioni indotte dalla pandemia. Il tasso di abbandono del lavoro privato è addirittura sceso al di sotto del livello del 2019 (pre-pandemia). Sebbene l'aumento del tasso di disoccupazione sia dovuto più a una forte offerta di lavoro che a una domanda troppo debole - e non ci sono prove di licenziamenti su larga scala - un mercato del lavoro più allentato significa che la crescita dei salari dovrebbe continuare a rallentare. Prevediamo che il tasso di disoccupazione salga al 4,8% entro il primo trimestre del 2025 e che la crescita dei salari (misurata dall'indice del costo del lavoro) si raffreddi dal +3,8% del 2024 al +3,3% del 2025. In Europa, i mercati del lavoro non si sono allentati come negli Stati Uniti, in parte a causa della minore flessibilità del mercato e in parte a causa della

forte carenza di manodopera (ad esempio in Germania e nel Regno Unito). In questo contesto, la crescita dei salari si è raffreddata meno rapidamente rispetto agli Stati Uniti, anche se ci sono delle specificità tra i vari Paesi. La Spagna e l'Italia, ad esempio, stanno assistendo a un rallentamento meno rapido rispetto a Francia e Regno Unito. Tuttavia, il leggero aumento della disoccupazione che ci aspettiamo e l'inflazione molto più bassa dovrebbero continuare a spingere la crescita dei salari verso il basso. Dovrebbe normalizzarsi entro la metà del 2025 nella maggior parte dei Paesi.

Tabella 2: Previsioni di inflazione, annuale, %

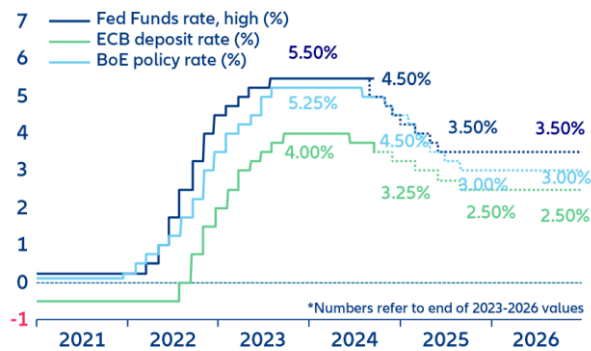
Inflation (yearly %)	2022	2023	2024f	2025f	2026f
Global	8.2	6.2	5.4	3.7	3.2
USA	8.0	4.1	2.9	2.2	2.2
Latin America	14.0	14.4	16.7	9.8	6.1
Brazil	9.3	4.6	4.1	3.0	3.5
UK	9.1	7.3	2.6	2.2	2.1
Eurozone	8.4	5.4	2.4	2.0	2.0
Germany	6.9	5.9	2.4	2.1	1.9
France	5.2	4.9	2.2	1.7	1.8
Italy	8.2	5.6	1.2	2.0	2.0
Spain	8.4	3.5	3.0	2.2	1.9
Central and Eastern Europe	9.1	11.0	3.9	3.8	3.4
Poland	14.4	11.4	3.6	3.8	3.6
Russia	13.8	5.9	6.9	4.8	4.0
Türkiye	72.3	53.9	58.0	24.2	17.3
Asia-Pacific	3.9	3.0	2.0	2.2	2.3
China	2.0	0.2	0.4	1.3	1.8
Japan	2.5	3.3	2.6	1.8	1.6
India	6.7	5.7	4.5	4.6	4.5
Middle East	13.9	10.7	12.5	5.1	4.8
Saudi Arabia	2.5	2.3	2.5	2.0	2.0
Africa	14.2	18.2	18.3	11.1	5.7
South Africa	6.9	5.9	4.2	3.8	3.2

Fonti: nazionali, Allianz Research

La Fed ha dato il via al suo ciclo di allentamento con un taglio dei tassi di interesse di 50 pb. Tuttavia, ci aspettiamo una serie di tagli di 25 punti percentuali in ogni riunione successiva, fino a giugno 2025, in un'economia che resiste. L'indebolimento del mercato del lavoro, il calo dell'inflazione e il timore di essere "dietro la curva" (cioè troppo restrittivi per troppo tempo) hanno spinto la Fed a optare per un taglio dei tassi di 50 pb durante la riunione di settembre. Si tratta di un taglio assicurativo contro il rischio di indebolimento dell'economia. Tuttavia, la Fed ha riconosciuto la forza dell'economia e questo taglio di 50 punti percentuali è un modo per mantenerla in crescita. Inoltre, il mercato del lavoro non è così debole come sembra a prima vista. In questo contesto, la realtà di un'economia resistente, anche se in fase di raffreddamento, si riaffermerà agli occhi dei responsabili politici del FOMC. La Fed dovrà bilanciare con attenzione il rischio di un riscaldamento dell'economia e di un eccessivo allentamento delle condizioni finanziarie. Per questo motivo ci aspettiamo un approccio più equilibrato nelle prossime riunioni del FOMC, con tagli dei tassi di interesse di 25 punti percentuali in ciascuna di esse fino a giugno 2025, in modo da portare il tasso dei Fed funds (fascia superiore) al 3,5% entro tale data¹.

¹ Questo è vicino alla nostra stima del tasso di interesse neutrale, che probabilmente è molto più alto rispetto agli anni 2010 a causa di i) una maggiore volatilità dell'inflazione, ii) deficit pubblici più ampi e iii) bilanci solidi del settore privato..

Figura 4: Tassi di riferimento della politica monetaria, %



Fonti: nazionali, Allianz Research

La BCE ha iniziato il suo ciclo di allentamento prima ma in modo più graduale rispetto alla Fed, con due tagli di 25 pb a giugno e settembre. È probabile che continui un approccio di allentamento graduale. Con il tasso di inflazione sceso al 2,2% annuo in agosto, l'allentamento dell'orientamento fortemente restrittivo è ben giustificato. Tuttavia, con un tasso di disoccupazione ai minimi storici, una crescita salariale ancora forte e un'inflazione di fondo stabile, la BCE non ha fretta e probabilmente continuerà a seguire un approccio attento e dipendente dai dati. Prevediamo quindi che i responsabili politici di Francoforte seguiranno un ciclo di tagli graduale, raggiungendo un tasso terminale del 2,25% nel settembre 2025. Nel frattempo, l'inasprimento quantitativo ha subito un'accelerazione, come già annunciato dalla BCE nel dicembre dello scorso anno, passando da una media mensile di 28 miliardi di euro a circa 35 miliardi di euro da luglio. A partire da gennaio 2025, il deflusso medio mensile aumenterà nuovamente a circa 40 miliardi di euro al mese. Questa dinamica contrasta con quella della Fed, che a giugno ha limitato il deflusso mensile di titoli di Stato da 60 a 25 miliardi di dollari.

Si prevede che la Banca d'Inghilterra (BoE) si muoverà di pari passo con la Fed, operando cauti tagli dei tassi di 25 pb in ogni riunione a partire da novembre. Con un'economia che mostra un solido slancio, un'inflazione destinata a risalire nei prossimi mesi e un allentamento delle condizioni finanziarie (ad esempio nel mercato immobiliare), la BoE non ha fretta di allentare la politica. Un allentamento costante da parte della Fed e della BCE e un calo dell'inflazione previsto per la primavera del 2025 dovrebbero dare alla BoE abbastanza fiducia da ridurre i tassi di 25 pb in ogni riunione fino ad agosto 2025, il che porterebbe il tasso bancario al 3%.

L'economia statunitense entra in un atterraggio morbido

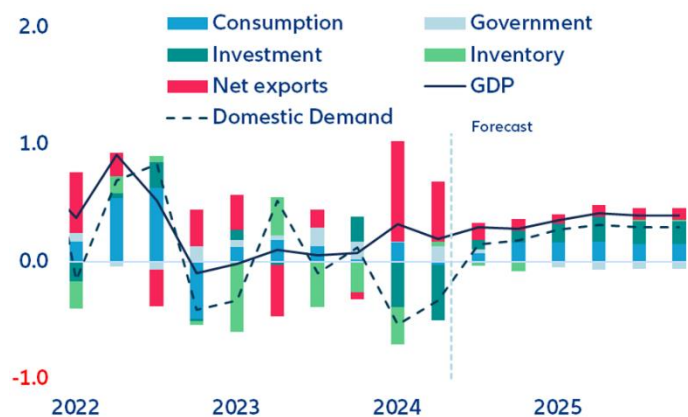
L'economia statunitense si prepara a un rallentamento gestito verso il 2025. I dati in arrivo fino alla fine del terzo trimestre 2024 mostrano che l'economia statunitense continua a crescere a un ritmo sostenuto. Prevediamo che la crescita sequenziale inizierà ad attenuarsi a partire dal 4° trimestre 2024 e verso il 2025. Diversi influssi che hanno sostenuto l'economia nel 2023 e nel 2024 stanno infatti svanendo rapidamente. I flussi di immigrazione sono stati ridotti al confine sud-occidentale, riducendo la spinta all'offerta di lavoro. Nel frattempo, le intenzioni di assunzione delle imprese sono deboli e segnalano una creazione di posti di lavoro privati molto tiepida entro la fine del 2024-inizio 2025. Anche le famiglie hanno esaurito la maggior parte dei loro risparmi "in eccesso" a causa della pandemia. La ricchezza liquida reale delle famiglie per l'80% delle stesse è scesa al di sotto del trend pre-pandemia nel 2024, mentre le morosità delle carte di credito continuano ad aumentare rapidamente. Infine, una politica fiscale più restrittiva dovrebbe iniziare a pesare sulla domanda. Tuttavia, ci aspettiamo che il rallentamento economico sia gestibile, data la solidità dei bilanci delle imprese e delle famiglie, la solida dinamica dell'offerta e il miglioramento delle condizioni di credito. L'allentamento della Fed dovrebbe limitare i rischi al ribasso per l'economia, ad esempio nel caso in cui l'indebolimento del mercato del lavoro dovesse ripercuotersi negativamente sulla fiducia e deprimere la spesa. Complessivamente, vediamo un raffreddamento della crescita statunitense, che passerebbe dal +2,6% di quest'anno al +1,7% del 2025. Nel 2026, la crescita degli Stati Uniti dovrebbe salire al +2,2% grazie alla riduzione dei tassi di interesse della Fed che si ripercuoterà sull'economia reale. Il rialzo della crescita nel 2026 sarebbe limitato da un orientamento fiscale molto più restrittivo, a causa della scadenza di alcuni

tagli alle imposte sulle persone fisiche. Tuttavia, l'esito delle elezioni crea notevoli incertezze nelle nostre previsioni. Se Trump dovesse ottenere un secondo mandato e aumentare le tariffe commerciali dal 2,5% al 4,5% - cosa che sembra più probabile rispetto alla sua promessa elettorale del 10% - ciò ridurrebbe la crescita degli Stati Uniti di -0,5pp nel 2025 rispetto allo scenario di base. Inoltre, l'inflazione aumenterebbe di +1,6 punti percentuali al 3,5%, mettendo in pausa il ciclo di allentamento della Fed, con i tassi che si fermerebbero al 4,5% nel 2025².

Lo slancio economico sta migliorando in Europa, ma la Germania resta il malato

La crescita dell'Eurozona è destinata a rafforzarsi, grazie al rimbalzo degli investimenti e dei consumi. L'Eurozona è uscita dalla fase di stagnazione del 2023, registrando una crescita positiva nei primi due trimestri di quest'anno, pari a +0,3% e +0,2% q/q. Tuttavia, questa crescita è stata ampiamente alimentata dalle esportazioni nette, mentre la domanda interna, in particolare gli investimenti, si è contratta. In prospettiva, ci aspettiamo che l'attività economica acceleri e superi leggermente la crescita potenziale, sostenuta da una ripresa dei consumi e degli investimenti grazie all'aumento dei salari reali e all'allentamento della politica monetaria che riduce i costi del credito. Inoltre, la ripresa del commercio globale potrebbe fornire un ulteriore sostegno, mentre la spesa pubblica dovrebbe agire da freno a causa della stretta fiscale. Tuttavia, dato che solo il 35% dei fondi del FNG è stato erogato e ancora meno è stato effettivamente speso, l'accelerazione della spesa potrebbe fornire un ulteriore impulso all'attività nei prossimi trimestri.

Figura 5: Contributi alla crescita dell'Eurozona, %



Fonti: Eurostat, Allianz Research

La Germania sta attraversando un periodo difficile, caratterizzato da problemi sia ciclici che sempre più strutturali. Le aziende si trovano ad affrontare un calo di competitività, non solo sui mercati internazionali, ma sempre più anche a livello nazionale. I tagli di bilancio previsti per il 2025, insieme alle incertezze per gli anni a venire, in particolare per quanto riguarda il finanziamento della trasformazione verde, aggiungono ulteriori tensioni. Il rispetto rigoroso della politica di freno al debito rappresenta un'ulteriore sfida, poiché il basso debito pubblico e i pagamenti degli interessi possono ostacolare gli investimenti e potenzialmente prolungare i rischi di recessione. Con l'ulteriore aumento dell'incertezza economica e politica in Germania, in particolare con le elezioni all'orizzonte, il rilancio dell'economia richiederà più delle attuali strategie del governo. Prevediamo un secondo anno di recessione con un -0,1% nel 2024, seguito da una crescita modesta di appena +0,7% nel 2025 e +1,1% nel 2026, sostenuta dai minori costi di finanziamento derivanti dal calo dei tassi di interesse.

In Francia, l'economia si è dimostrata solida nonostante l'aumento dell'incertezza politica dopo lo scioglimento dell'Assemblea Nazionale a luglio. L'incertezza politica è diminuita e le condizioni finanziarie non si sono inasprite. Nel frattempo, la politica fiscale è meno rigida di quanto sarebbe stata in assenza dello scioglimento. Prevediamo un aumento della crescita del PIL da +1,1% nel 2024 a +1,4% nel 2025, grazie all'allentamento delle condizioni di

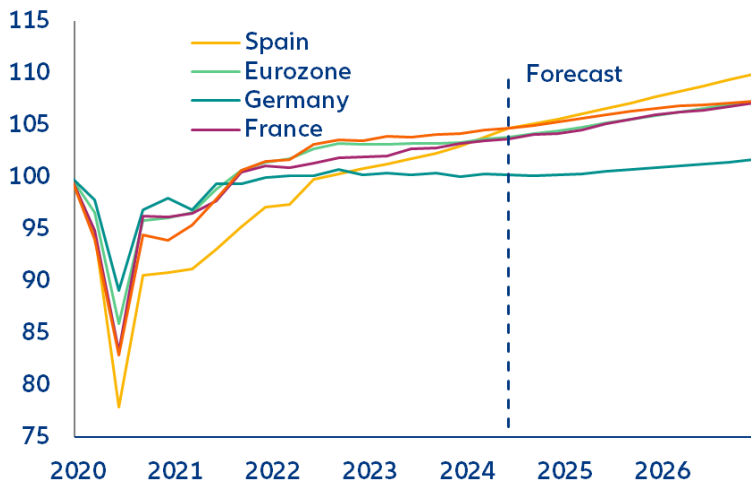
² Si veda il nostro report: [Trumponomics: the sequel \(allianz.com\)](https://www.allianz.com/trumponomics)

credito indotto dalla BCE. La politica fiscale diventerà più restrittiva, ma non particolarmente, poiché sarà difficile far passare in Parlamento misure significative di consolidamento fiscale.

In Italia, un ritmo di crescita costante e moderato (+0,2% q/q nel 2° trimestre) significa che vediamo l'economia espandersi di +0,8% nel 2024, prima di accelerare a +1,2% nel 2025. Questo dovrebbe essere trainato dagli effetti positivi dell'allentamento della politica monetaria e da una spinta agli investimenti da parte dell'NGEU, che compenserà la normalizzazione dell'edilizia incentivata dal regime di credito fiscale Superbonus nel 2021-2023. Nonostante il tasso di inflazione italiano sia uno dei più bassi dell'Eurozona, i consumi privati non sono ancora ripartiti e il tasso di risparmio ha superato i livelli pre-pandemici. Inoltre, le sfide fiscali continueranno a pesare sulle prospettive, poiché le nuove regole dell'UE richiederanno sforzi significativi di consolidamento.

La Spagna rimarrà il paese più performante dell'Eurozona. Dopo aver registrato un forte tasso di crescita trimestrale del +0,8% nel secondo trimestre, ci aspettiamo che il PIL cresca del +2,7% quest'anno. Tuttavia, i fattori sottostanti alla crescita rimangono volatili; i consumi e gli investimenti hanno quasi recuperato i livelli di fine 2019, mentre l'attività è già del 4,7% al di sopra dei livelli pre-pandemia, grazie al forte contributo positivo del commercio netto. Il reddito disponibile si sta riprendendo, ma allo stesso tempo i risparmi stanno aumentando, fornendo solo poche speranze di una rapida ripresa della spesa privata. D'altra parte, l'attività turistica ha vissuto una stagione record, sostenendo la bilancia commerciale della Spagna.

Figura 6 - PIL reale dell'Eurozona, indice 100=2019 Q4



Fonti: nazionali, Allianz Research

Lo slancio di crescita del Regno Unito dovrebbe continuare ad essere solido verso il 2025. Il Regno Unito ha registrato solidi tassi di crescita trimestrale nel primo semestre del 2024, sostenuti dai primi segnali di ripresa degli investimenti residenziali e dalla forte spesa pubblica. Prevediamo che la ripresa del mercato immobiliare prosegua nel 2025. Le approvazioni di mutui sono quasi tornate ai livelli pre-pandemici e i prezzi reali delle case stanno accelerando. Il calo dell'inflazione, la crescita salariale ancora elevata e la tenuta del mercato del lavoro dovrebbero sostenere sempre più la spesa delle famiglie. Prevediamo che l'orientamento fiscale sarà leggermente espansivo nel 2025, con aumenti delle tasse che finanzieranno in parte l'aumento della spesa pubblica per le infrastrutture, ad esempio, che ha un forte impatto sul PIL. Tuttavia, gli aumenti delle tasse annunciati nel prossimo bilancio potrebbero pesare sulla fiducia dei consumatori. Nel frattempo, le esportazioni dovrebbero riprendersi nel 2025, grazie al rafforzamento della crescita nell'Eurozona.

Crescita dei mercati emergenti superiore alla media pre-pandemia

Cina: un maggiore allentamento delle politiche non farà che attutire il rallentamento economico. Mentre l'economia cinese ha iniziato il 2024 con un trimestre incoraggiante, i dati successivi sono stati per lo più deludenti. Le esportazioni sono state uno dei pochi punti di forza dell'anno, in quanto i produttori beneficiano della ripresa

della domanda globale e rimangono competitivi riducendo i prezzi all'esportazione. Gli indici di fiducia delle imprese dipingono quindi un quadro eterogeneo, con le aziende manifatturiere più esposte alla domanda esterna che hanno ottenuto risultati migliori. A livello nazionale, continua la crisi del settore immobiliare, con l'attività di costruzione ancora in forte calo, le scorte che non si esauriscono abbastanza velocemente e la maggior parte degli indicatori dei prezzi delle abitazioni in leggero calo. In questo contesto, la fiducia delle famiglie rimane ben al di sotto dei livelli pre-crisi e la spesa per i consumi privati arranca. Le misure di politica monetaria e fiscale adottate finora quest'anno non sono state sufficienti a invertire le tendenze al ribasso. Le autorità stanno probabilmente percependo l'urgenza di intensificare l'allentamento delle politiche al fine di ripristinare la fiducia del settore privato e, in ultima analisi, garantire una ripresa sostenibile della domanda interna. Sul fronte monetario, il 24 settembre la PBOC ha varato un pacchetto di misure accomodanti più ampio del previsto e probabilmente taglierà i tassi di riferimento altre due volte nel 2025, aumentando al contempo la disponibilità di liquidità per le banche. Le condizioni di finanziamento più facili e meno costose non sono sufficienti da sole a invertire la tendenza al ribasso del credito al settore privato, ma offrono condizioni favorevoli all'aumento della spesa fiscale. Su questo fronte, prevediamo un'accelerazione delle emissioni di titoli di Stato nei prossimi trimestri. Nel complesso, ci aspettiamo che la crescita del PIL cinese nel 2024 si avvicini all'obiettivo ufficiale di "circa +5%", con rischi chiaramente al ribasso. Successivamente, prevediamo un rallentamento al +4,3% nel 2025 e al +4,0% nel 2026. Nel lungo periodo, stimiamo che la crescita potenziale della Cina sarà in media del +3,9% nel periodo 2025-2040, rispetto al +7,0% del periodo 2011-2020.

Le condizioni sono migliorate per le economie di mercato emergenti, ma rimangono delle divergenze.

Prevediamo una crescita del PIL delle economie di mercato emergenti (esclusa la Cina) complessivamente superiore alla media pre-pandemia, pari al +3,6% nel 2024 e al +3,9% sia nel 2025 che nel 2026. In particolare, l'Asia meridionale e sudorientale dovrebbe registrare una performance superiore, sostenuta da esportazioni robuste e da un allentamento delle condizioni interne. L'Africa e il Medio Oriente dovrebbero registrare tassi di crescita più elevati nei prossimi anni, l'Europa emergente è in graduale ripresa, mentre l'America Latina offre un quadro più eterogeneo. La divergenza nelle politiche monetarie è evidente anche qui, con il Brasile che dovrebbe aumentare il tasso di riferimento, discostandosi dal trend globale di allentamento monetario. Il ritmo dei tagli dei tassi di policy dovrebbe aumentare in Asia emergente, mentre è rallentato in Europa emergente, dove l'inflazione dovrebbe rimanere al di sopra degli obiettivi delle banche centrali. A fronte di condizioni complessivamente favorevoli alla crescita, le vulnerabilità idiosincratice e i rischi geopolitici potrebbero offuscare le prospettive di alcune economie di mercato emergenti: la guerra in corso in Ucraina e in Medio Oriente, le tensioni sociali in Argentina, le potenziali crisi della bilancia dei pagamenti in Romania e in Turchia e le tensioni intorno allo stretto di Taiwan e al Mar Cinese Meridionale..

Tabella 3: Fattori e sfide principali per le economie di mercato emergenti

<p>Asia emergente, esclusa la Cina</p>	<ul style="list-style-type: none"> • - Prevediamo che la regione Asia-Pacifico crescerà del +4,2% nel 2024 (dopo il +4,3% del 2023), seguita dal +4,0% nel 2025 e dal +3,8% nel 2026. L'Asia meridionale e sudorientale continuerà a registrare performance migliori, con l'India che crescerà del +6,4% e l'ASEAN del +4,5% nel 2025-2026. I fattori di sostegno sono rappresentati dalle esportazioni robuste e dall'allentamento delle condizioni interne. • - L'inflazione è tornata al livello degli obiettivi delle banche centrali o al di sotto di essi nella maggior parte della regione, grazie al passato inasprimento della politica monetaria e al calo dei prezzi dei generi alimentari. Prevediamo un'inflazione complessiva per l'Asia emergente (esclusa la Cina) del 4,1% nel 2024 (dopo il 5,5% del 2023), del 3,6% nel 2025 e del 3,2% nel 2026. • - Il calo dell'inflazione e il cambio di rotta della Fed consentono un allentamento monetario in Asia emergente. Le Filippine hanno dato il via ai tagli dei tassi ad agosto ed è probabile che altri paesi seguano l'esempio prima della fine del 2024. Prevediamo tagli di 50-150 pb nelle principali economie dell'Asia emergente (Cina esclusa) entro la fine del 2025.
--	---

	<ul style="list-style-type: none"> - I principali rischi geopolitici nella regione riguardano lo Stretto di Taiwan e il Mar Cinese Meridionale. Le economie devono inoltre affermarsi nel contesto della rivalità tra Stati Uniti e Cina.
Europa Emergente	<ul style="list-style-type: none"> - La crescita regionale è prevista al +3,3% nel 2024 e al +3% circa nel 2025 e nel 2026. Mentre la crescita in Russia è destinata a rallentare, l'attività economica si sta gradualmente riprendendo nei PECO, grazie soprattutto alla domanda interna e agli stimoli fiscali. - Si prevede che l'inflazione rimanga al di sopra degli obiettivi delle banche centrali nella maggior parte delle economie fino alla fine del 2025, grazie agli stimoli fiscali e alla forte crescita dei salari. In Turchia, tuttavia, l'inflazione rimarrà a due cifre fino al 2026. Ciò manterrà la media regionale intorno al 16% nel 2024, al 9% nel 2025 e al 6% nel 2026. - Il ritmo dell'allentamento monetario è rallentato e i tassi di riferimento dovrebbero rimanere al di sopra dei livelli pre-pandemia. Si prevede che la politica fiscale rimanga allentata, mettendo a rischio le finanze pubbliche nel medio termine. - I rischi principali includono la guerra in corso in Ucraina, le potenziali crisi della bilancia dei pagamenti in Romania e in Turchia e la continua debolezza economica in Europa occidentale.
America Latina	<ul style="list-style-type: none"> • Dopo un'espansione del +1,9% nel 2023, ci aspettiamo una moderata crescita regionale del +2% quest'anno, superando la media del decennio del +1%. Cile e Perù saranno in testa, trainati dal settore minerario e dai servizi, insieme a Costa Rica e Repubblica Dominicana. Messico e Brasile registreranno una crescita pari alle medie OCSE grazie alla tenuta del mercato del lavoro, agli investimenti in infrastrutture e alla spesa delle famiglie. L'Argentina dovrà affrontare una crescita negativa a causa delle misure fiscali, anche se la sua credibilità a lungo termine migliorerà. Nel 2025, la spesa fiscale in Cile aumenterà e la crescita del Messico potrebbe rallentare, a seconda dell'esito delle elezioni statunitensi. • - Le politiche monetarie di sostegno, i prezzi delle materie prime e la fiducia degli investitori hanno stabilizzato l'inflazione e i tassi di cambio. Si prevede che la banca centrale brasiliana adotterà un approccio diverso per estendere i suoi guadagni in termini di tasso di cambio, attirare gli investimenti esteri e rispondere alle preoccupazioni sulla sua indipendenza. Messico, Colombia e Cile continueranno probabilmente i loro cicli di allentamento fino al 2025. La regione beneficia dell'isolamento geopolitico e della riconfigurazione della catena di approvvigionamento, anche se persistono rischi come il nazionalismo delle risorse e le tensioni sociali. I rischi sociali sono in calo, ma in Argentina potrebbero continuare le proteste, per lo più limitate alle grandi città e al settore pubblico.
Africa e Medio Oriente	<ul style="list-style-type: none"> • Sia l'Africa che il Medio Oriente dovrebbero registrare un aumento della crescita rispetto al 2023. L'Africa dovrebbe crescere del +3,3% nel 2024 e del +3,6% nel 2025. Con prezzi del petrolio relativamente più bassi, il Medio Oriente dovrebbe crescere del +1,9% nel 2024 e del +3,4% nel 2025. • - L'inflazione sta diminuendo in tutti i paesi, anche se a tassi diversi. I Paesi del Consiglio di Cooperazione del Golfo (CCG) dovrebbero stabilizzarsi al +2,1% nel 2024 e al +2% nel 2025. Tuttavia, l'inflazione rimane elevata nei Paesi mediorientali non appartenenti al CCG, con una media del 13,7% nel 2024 e del 13,4% nel 2025. In Africa, l'inflazione è prevista al 19% nel 2024, per poi scendere all'11% nel 2025. • - Le banche centrali della regione si stanno allineando alle principali economie globali in termini di allentamento monetario. Le economie del Golfo hanno rapidamente seguito l'esempio della Fed, riducendo i tassi. Anche alcune

	<p>economie africane e non appartenenti al CCG hanno iniziato ad allentare i tassi, anche se molte rimangono caute.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Il conflitto in corso in Medio Oriente rappresenta una minaccia significativa per la stabilità regionale. Con il protrarsi del conflitto, i Paesi limitrofi registrano un rallentamento dell'economia e il rischio di un'ulteriore escalation rimane una preoccupazione..
--	---

Le aziende dei settori ciclici torneranno in auge nel 2025

Gli utili societari hanno mostrato segni di ripresa, con una crescita dei ricavi globali del +3,5% annuo nel 2° trimestre. Tuttavia, il divario tra Europa e Stati Uniti persiste: le aziende europee hanno registrato un leggero calo dei ricavi, pari a -0,7% annuo, mentre quelle statunitensi e dell'Asia-Pacifico hanno registrato una crescita del +4,5% annuo. Ciononostante, un notevole 58% delle società globali ha superato le aspettative di fatturato, con il 59% delle società europee che ha battuto le previsioni, suggerendo che lo slancio si sta rafforzando. L'andamento della redditività evidenzia ulteriormente questa ripresa, dato che gli utili globali sono aumentati del +14,7% rispetto all'anno precedente. Le aziende statunitensi sono tornate in testa alla classifica, con una crescita degli utili del +10% su base annua, e il 69% ha superato le aspettative del mercato. Le aziende europee hanno registrato un calo del -2,5%, ma la maggior parte di esse è riuscita comunque a superare le aspettative. Questa ripresa è guidata in parte da settori come quello tecnologico, che sta superando altri settori in difficoltà a causa delle sfide geopolitiche e della catena di approvvigionamento. Le prospettive degli utili rimangono cautamente ottimistiche, sostenute dalla tenuta dell'economia e dal continuo allentamento della politica monetaria in tutto il mondo.

Anche la riduzione strategica delle scorte è un fattore significativo che contribuisce alla ripresa delle imprese.

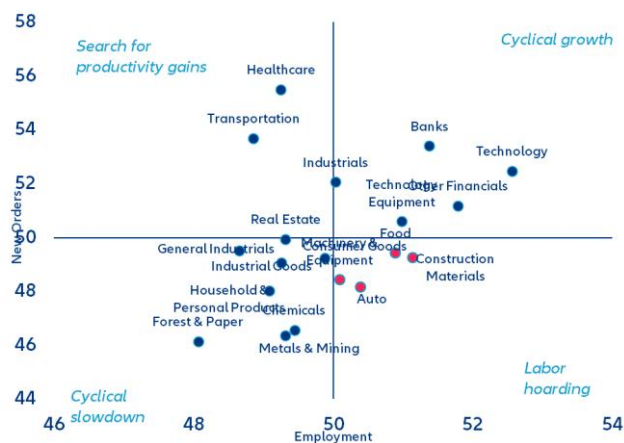
Ciò ha permesso alle aziende di generare ricavi, registrare profitti migliori in un contesto di costi dei fattori produttivi ancora elevati e migliorare il fabbisogno di capitale circolante (WCR). In effetti, nel secondo trimestre del 2024, il WCR globale ha registrato un leggero calo rispetto al trimestre precedente, soprattutto grazie alla diminuzione delle scorte, mentre i cambiamenti nei comportamenti di pagamento sono stati relativamente modesti. Tuttavia, mentre alcuni settori come i computer e le telecomunicazioni, le apparecchiature per la casa e i prodotti chimici hanno registrato riduzioni trimestrali sostanziali del WCR, altri come l'edilizia, l'energia e il turismo hanno registrato alcuni aumenti. Inoltre, il destoccaggio ha svolto un ruolo cruciale nello stabilizzare il ciclo di cassa in settori come l'agroalimentare, l'automotive, i prodotti chimici e l'elettronica, mentre gli elevati livelli di scorte nell'energia, nell'edilizia e nei prodotti farmaceutici stanno ancora aggiungendo pressione al rialzo sul WCR.

Nonostante il contesto economico ancora debole, due fattori continueranno ad aumentare le spese in conto capitale: decarbonizzazione e GenAI.

Le pressioni inflazionistiche, i tassi di interesse più elevati per un periodo più lungo e le incertezze geopolitiche hanno reso le aziende caute nei confronti di ingenti esborsi di capitale, concentrandosi invece sulla conservazione della liquidità e sull'efficienza operativa. Tuttavia, guardando al futuro, ci sono alcuni settori che non smetteranno di investire poiché sono in una corsa contro il tempo per decarbonizzare le loro attività e quelle dei loro clienti. È il caso dei mezzi di trasporto, dei trasporti, delle automobili, dei metalli, delle miniere e dell'energia. A questo proposito, ci aspettiamo che le aziende europee assumano un ruolo guida poiché devono far fronte a normative ambientali più severe. Parallelamente, la rapida e crescente adozione dell'intelligenza artificiale generativa (GenAI) ha anche innescato investimenti di capitale in settori come la tecnologia e i semiconduttori, che hanno registrato i maggiori incrementi a/a delle spese di capitale finora nel 2024 (+38%), contro una media di tutti i settori del +8%. In quest'area, prevediamo che le aziende in Asia e negli Stati Uniti – in particolare i giganti tecnologici e farmaceutici – investiranno massicciamente in ricerca e sviluppo, data center, cloud compounding e intelligenza artificiale, mentre a questo proposito, prevediamo che le aziende europee stanzieranno relativamente meno liquidità. Nel complesso, riteniamo che i tagli dei tassi svolgeranno un ruolo nell'incentivare il finanziamento delle spese in conto capitale. Tuttavia, dal punto di vista geografico, le prospettive per gli investimenti nel prossimo anno dovrebbero essere contrastanti. Mentre ci aspettiamo che le aziende nella maggior parte delle economie avanzate diano priorità al miglioramento dell'efficienza e alla digitalizzazione, le aziende nei mercati emergenti probabilmente si concentreranno sullo sviluppo di capacità per soddisfare la

crescente domanda. **Le imprese restano attente alla leva finanziaria e caute riguardo ai potenziali guadagni di produttività.** In un contesto di cauta allocazione della liquidità, le aziende stanno riducendo l'indebitamento e stanno compiendo sforzi per stabilizzare i livelli di debito per migliorare la propria salute finanziaria. Questa riduzione dell'indebitamento si riflette in un approccio più disciplinato alla gestione del bilancio poiché le aziende mirano a mitigare i rischi associati agli alti tassi di interesse e all'accresciuta incertezza economica e politica. Di conseguenza, i prestiti in essere delle società non finanziarie sono cresciuti di un magro +0,9% a/a nel Regno Unito, sono diminuiti del -1% negli Stati Uniti e sono rimasti quasi stabili nell'Eurozona (-0,1% a/a). Inoltre, le aziende continuano a trattenere la propria forza lavoro nonostante gli sforzi per aumentare la produttività, anche in settori che affrontano sfide in termini di redditività come quello automobilistico (vedere Figura 7). In effetti, nonostante molte aziende stiano attraversando un processo di ristrutturazione e cerchino una maggiore integrazione della tecnologia e in particolare dell'intelligenza artificiale, questo accumulo di manodopera riflette una scelta strategica per trattenere i talenti in previsione della crescita futura, ma forse anche alcune riserve riguardo agli effettivi vantaggi in termini di produttività delle tecnologie di automazione.

Figura 7 – Nuovi ordini rispetto all'occupazione (indice PMI manifatturiero), superiore a 50 = espansione; sotto 50 = contrazione



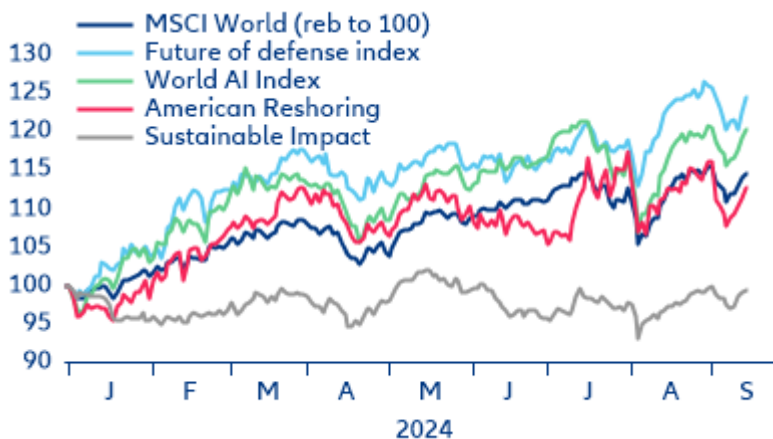
Fonti: S&P Markit, Allianz Research. **In questo contesto ancora difficile, le insolvenze aziendali non hanno ancora raggiunto il picco e il Nord America è in testa alla crescita.** Canada, Paesi Bassi, Russia e Singapore sono in testa alla crescita nelle rispettive regioni. Le eccezioni riguardano soprattutto i mercati emergenti, come Ungheria, Sud Africa, Cile e India. Negli Stati Uniti, il secondo trimestre del 2024 ha visto un aumento dei fallimenti del +38% su base annua, prolungando la tendenza iniziata a metà del 2022. Fonti alternative confermano questa tendenza al rialzo per il terzo trimestre, con il numero di insolvenze di grandi imprese che rimane al di sopra dei livelli pre-pandemia. Anche l'Europa occidentale sta registrando un aumento prolungato delle insolvenze, con Paesi Bassi, Svezia, Austria, Irlanda e Germania che hanno registrato gli aumenti maggiori da inizio anno. Danimarca e Regno Unito, tuttavia, stanno assistendo ad un trend di indebolimento. In Asia, escluse Cina e India, paesi come Singapore, Corea del Sud e Nuova Zelanda stanno assistendo a un forte slancio al rialzo delle insolvenze. Nel complesso, la maggior parte delle economie avanzate sta superando i livelli di insolvenza delle imprese pre-pandemia, in particolare in Europa occidentale e Nord America. In tale contesto, si prevede un notevole o forte aumento delle insolvenze in un paese su due per il 2024, con due paesi su tre che si prevede chiuderanno l'anno con insolvenze

cumulative superiori ai livelli pre-pandemia. Si prevede che il Nord America guiderà la crescita (circa +30%), seguito dall'Europa occidentale (+13%) e dall'Asia (+3% esclusa la Cina). A livello globale, si prevede che le insolvenze accelereranno almeno del +10%. Guardando al futuro, nel 2025 si prevede un moderato aumento globale, trainato principalmente dal Nord America e dalla Cina. Altre regioni dovrebbero vedere un rallentamento delle insolvenze man mano che l'attività economica e le condizioni di finanziamento migliorano. Tuttavia, questa inversione di tendenza sarà limitata e, in sostanza, sarà dovuta principalmente alla forte ripresa del periodo 2021-2024 e al ritorno a livelli elevati di insolvenza.

Prospettive dei mercati dei capitali: prepararsi per il ciclo medio-tardivo

Il terzo trimestre del 2024 ha introdotto cambiamenti strutturali significativi che determineranno le dinamiche future del mercato. Nel corso di questo trimestre, i mercati azionari e obbligazionari globali sono stati sostenuti dalla crescente anticipazione di tagli accelerati dei tassi ufficiali, con gli operatori di mercato che hanno abbracciato la narrativa dell'"atterraggio morbido". Questa tendenza è iniziata durante l'estate con la Banca d'Inghilterra e la BCE, e si è amplificata a settembre, quando la Federal Reserve statunitense ha attuato un sostanziale taglio di 50 punti base. Nonostante questo previsto allentamento della politica monetaria, i mercati prevedono ancora che i tassi terminali rimarranno relativamente elevati da un punto di vista storico, segnalando la fine del contesto di curva dei rendimenti estremamente bassa dell'ultimo decennio. Anche quando emerge una chiara direzione politica, gli investitori continueranno a reagire rapidamente a ogni pubblicazione di dati economici, scontando un'ampia gamma di possibili risultati e mantenendo elevata la volatilità del mercato, soprattutto perché sembrano pronti a ridurre rapidamente le perdite. Guardando al futuro, gli investitori dovranno adattarsi a questa persistente incertezza del mercato nel breve termine. Tuttavia, poiché i tagli politici continuano e si conferma la prospettiva di un atterraggio morbido, è probabile che il contesto di mercato favorevole persista per la maggior parte dei mercati, in particolare per gli asset più rischiosi. Ciononostante, la diversificazione rimarrà fondamentale poiché si prevede che le tendenze globali che hanno spinto i mercati al rialzo negli ultimi anni si raffredderanno. In questo contesto sarebbe troppo temporaneo andare all-in, soprattutto durante un contesto di ciclo intermedio e avanzato (Figura X).

Figura 8: Tendenze del mercato azionario globale (ribasato a 100)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Tabella 4: Previsioni del

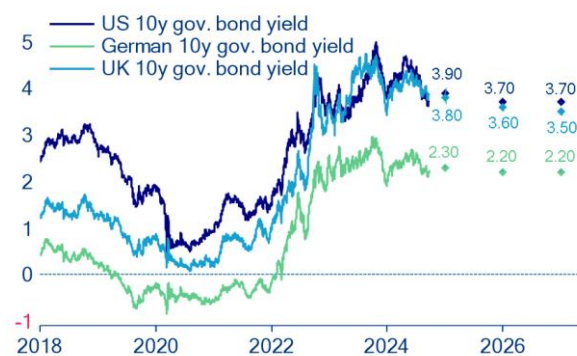
EMU	Last*	Unit	2023	2024f	2025f	2026f
Government Debt						
ECB deposit rate	3.50	%	4.00	3.25	2.25	2.25
10y yield (Bunds)	2.19	%	2.03	2.30	2.20	2.20
10y EUR swap rate	2.45	%	2.48	2.60	2.50	2.50
20y EUR swap rate	2.50	%	2.51	2.70	2.70	2.70
Italy 10y sovereign spread	136	bps	168	130	120	100
France 10y sovereign spread	74	bps	53	70	50	40
Spain 10y sovereign spread	80	bps	97	70	60	50
Corporate Debt						
Investment grade credit spreads	113	bps	135	120	110	100
High-yield creditspreads	344	bps	395	360	350	340
Equity						
Eurostoxx (total return p.a.)	11 ytd	%	19	10	8	7
US						
Government Debt						
Fed Funds rate (high)	5.00	%	5.50	4.50	3.50	3.50
10y yield (Treasuries)	3.72	%	3.87	3.90	3.70	3.70
Corporate Debt						
Investment grade credit spreads	93	bps	104	100	100	90
High-yield creditspreads	310	bps	334	330	320	310
Equity						
S&P 500 (total return p.a.)	21 ytd	%	26	13	8	9

mercato dei capitali	Last*	Unit	2023	2024f	2025f	2026f
UK						
Government Debt						
BoE rate	5.00	%	5.25	4.50	3.00	3.00
10y yield sovereign (Gilt)	3.89	%	3.54	3.80	3.60	3.50
Corporate Debt						
Investment grade credit spreads	116	bps	134	120	120	110
High-yield credit spreads	425	bps	515	440	410	410
Equity						
FTSE 100 (total return p.a.)	11 ytd	%	8	7	8	7
Emerging Markets						
Government Debt						
Hard currency spread (vs USD)	200	bps	215	220	220	210
Local currency yield	6.10	%	6.19	6.3	5.9	5.8
Equity						
MSCI EM (total return p.a. in USD)	10 ytd	%	10	6	7	8
Others						
EUR USD	1.11	\$ per €	1.10	1.10	1.10	1.11

Sources: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research
Notes: Year end figures
* As of 19.Sep 2024

I tassi di interesse a lungo termine sono fortemente influenzati dai tassi terminali attesi dalle banche centrali, che sono diminuiti durante l'estate in un contesto di progressi nella disinflazione. A differenza dei mercati dei cambi, che sono guidati dalle aspettative sui tassi di politica monetaria a breve termine, i tassi a 10 anni si muovono in parallelo con le aspettative del mercato sui tassi terminali. Per la Fed, questi sono scesi da oltre il 4% all'inizio di quest'anno a meno del 3% attuale, mentre per la BCE, i tassi terminali sono scesi da oltre il 2,5% a circa il 2%. Di pari passo, i rendimenti statunitensi a 10 anni sono passati dal 4,5% di luglio a meno del 3,7% di recente. Poiché le aspettative del mercato per i tassi ufficiali terminali sono ora leggermente inferiori alle nostre previsioni del 3,5% per la Fed e del 2,25% per la BCE, prevediamo un lieve aggiustamento al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato verso la fine dell'anno. Al di là di questa correzione, prevediamo rendimenti a 10 anni sostanzialmente stabili nel 2025 e nel 2026 (Figura 9). Due forze continuano a controbilanciarsi a vicenda: i tassi ufficiali più bassi e la normalizzazione delle aspettative di inflazione dovrebbero spingere i rendimenti verso il basso, mentre l'ampia "emissione netta-netta" di titoli di Stato potrebbe esercitare pressioni al rialzo sui rendimenti.³

Figura 9: Previsioni sui rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Con il calo dei tassi ufficiali, le curve dei rendimenti continueranno a inasprirsi, ma la curva tedesca si adeguerà solo gradualmente in questo ciclo per diverse ragioni. Innanzitutto, questo ciclo di allentamento avviene nel contesto di un atterraggio morbido e non di un atterraggio duro come i cicli precedenti. Di conseguenza, si prevede

³ L'emissione netta si riferisce all'effetto combinato dell'emissione obbligazionaria netta – emissione lorda dopo i rimborsi, che deriva direttamente dai deficit fiscali – amplificata dalla stretta quantitativa (QT). Attraverso la QT, le banche centrali rilasciano ulteriori obbligazioni sul mercato, aumentando ulteriormente la fornitura.

che il tasso terminale della BCE si stabilizzerà su livelli neutrali (intorno al 2%) anziché in modalità di pieno allentamento (intorno allo 0%), il che dovrebbe limitare il calo troppo basso del segmento breve della curva tedesca (tassi a 2 anni). In secondo luogo, il freno al debito tedesco, un fattore nuovo rispetto ai cicli precedenti, limita significativamente l'emissione di debito tedesco e la crescita economica. Questi fattori mantengono soppresso il segmento lungo della curva tedesca (10 anni). Pertanto, è improbabile che la curva dei rendimenti tedesca si irripidisca tanto quanto nei periodi precedenti, a condizione che continui lo scenario di atterraggio morbido.

Gli spread sui titoli di Stato europei dovrebbero ridursi gradualmente, ad eccezione della Francia dove prevediamo che gli spread si manterranno intorno ai livelli attuali. Sebbene la formazione di un nuovo governo in Francia sia una notizia positiva, la prossima sfida consiste nel concordare un nuovo bilancio fiscale e nel soddisfare le richieste dell'UE di ridurre il deficit eccessivo. Le agenzie di rating monitoreranno da vicino l'esito. Di conseguenza, non prevediamo che lo spread di rendimento franco-tedesco diminuisca significativamente entro la fine dell'anno, avvicinandosi ai livelli spagnoli nonostante una differenza di rating di due livelli. Tuttavia, nel corso dei prossimi due anni, prevediamo miglioramenti nel panorama politico e fiscale francese, che potrebbero ridurre gradualmente gli spread. Altrove in Europa, gli spread dovrebbero trarre vantaggio da minori rischi di frammentazione, dall'allentamento delle condizioni monetarie e dal calo dell'attrattiva degli investimenti della Germania a causa della debole crescita e di problemi strutturali.

Si prevede che l'euro rimanga sostanzialmente stabile rispetto al dollaro, oscillando intorno al livello di 1,10. La prospettiva di una Fed più accomodante rispetto alla BCE ha dato un sostegno all'euro durante i mesi estivi, nonostante gli elevati rischi geopolitici, che di solito servono da spinta al dollaro. Guardando al futuro, ci aspettiamo che l'EURUSD rimanga sostanzialmente stabile poiché vediamo che il differenziale del tasso di interesse reale a breve termine rimane nelle nostre prospettive. Anche se il dollaro USA sembra sopravvalutato a livello globale, ciò è dovuto principalmente alla debolezza insolita delle valute asiatiche, in particolare allo yen giapponese e allo yuan cinese. Al contrario, l'euro ha una valutazione equa dal punto di vista del tasso di cambio effettivo reale. Mentre la Fed continua il suo ciclo di allentamento, il restringimento dei differenziali dei tassi di interesse reali dovrebbe sostenere altre valute, in particolare lo Yen. Tuttavia, qualsiasi rialzo dei tassi da parte della Banca del Giappone sarà probabilmente prudente a causa della significativa volatilità sperimentata dopo l'ultimo rialzo di luglio.⁴

Mercati azionari: entrata nella fase di ciclo medio-tardivo. Nel terzo trimestre del 2024, i mercati azionari hanno trovato un supporto costante man mano che i tagli globali dei tassi di interesse hanno avuto effetto in tutto il mondo. Ciò ha segnato un cambiamento strutturale nelle dinamiche di mercato, guidato principalmente da dati economici contrastanti e dal cambiamento delle aspettative sui tassi di interesse per la prima metà dell'anno. Nel terzo trimestre, le prospettive più chiare sulla disinflazione e sulle prospettive di crescita hanno favorito un contesto più favorevole per le azioni. Durante questo periodo i titoli europei e giapponesi si sono distinti per le loro valutazioni interessanti e le revisioni positive degli utili. Le azioni statunitensi, d'altro canto, hanno mostrato una crescita degli utili robusta ma in rallentamento nei settori chiave, tipica di una fase economica del ciclo medio-tardivo (Figura 10).

Figura 10: S&P 500 IT e peso IT nel S&P 500

⁴ Il 31 luglio 2024 la BOJ ha alzato il tasso di riferimento dallo 0-0,1% a uno 0,25% superiore alle attese, causando un'elevata volatilità sui mercati dei capitali.

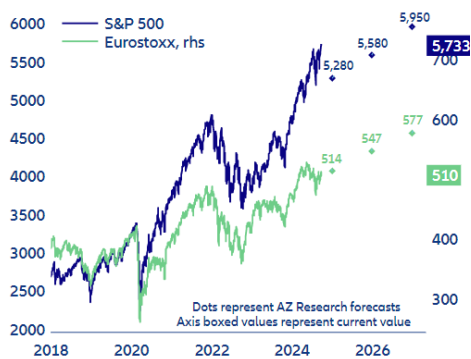


Fonti: IBES, LSEG Datastream, Allianz Research

Nonostante i fondamentali positivi e un contesto politico favorevole, il percorso di stabilizzazione azionaria ha subito una battuta d'arresto ad agosto a causa dei timori di una potenziale recessione negli Stati Uniti. Queste preoccupazioni hanno portato a forti correzioni nei mercati globali, soprattutto nei settori prociclici. Tuttavia, si è trattato di un evento di breve durata poiché sono cresciute le aspettative di tagli più rapidi della politica statunitense, confermati dal taglio dei tassi di 50 punti base a settembre. Ciò ha ravvivato la propensione al rischio e spinto gli indici ai massimi storici, anche se ha allungato le valutazioni e sollevato dubbi sulla sostenibilità del rally. Nonostante la ripresa, gli eventi di agosto e le dinamiche di mercato in corso evidenziano i temi chiave che determineranno il terzo trimestre e oltre.

Le tendenze dei mercati globali, come l'intelligenza artificiale, la difesa e il reshoring americano, stanno iniziando a rallentare, segnalando un periodo di consolidamento per questi settori. Storicamente, poche aziende o settori mantengono una crescita costante a due cifre, come evidenziato dal previsto rallentamento degli utili del settore tecnologico nei prossimi due anni. In questo contesto, è fondamentale per gli investitori diversificare tra aree geografiche e settori, con rendimenti annuali attesi nei mercati sviluppati che probabilmente rimarranno entro l'intervallo del 7-10%. Inoltre, il rischio di concentrazione del mercato è aumentato, con aziende come "Magnificent 7" negli Stati Uniti e "Granolas" in Europa che generano la maggior parte dei rendimenti. Ciò lascia i mercati vulnerabili a sottoperformance se settori o aziende chiave si trovano ad affrontare notizie negative. Gli investitori passivi sono particolarmente esposti, poiché sovrappesano passivamente questi asset sopravvalutati. D'altro canto, i rendimenti più bassi hanno storicamente portato a revisioni al rialzo delle valutazioni di queste società. Infine, il rallentamento della crescita economica, l'incertezza politica e le politiche fiscali poco chiare creano un ambiente difficile per gli asset rischiosi. Questo "trilemma a tre vie" potrebbe smorzare la propensione al rischio, con la previsione di una maggiore volatilità del mercato, soprattutto con le imminenti elezioni statunitensi. Un approccio orientato ai fondamentali e un'ampia diversificazione saranno fondamentali per superare questa turbolenza (Figura 11).

Figura 11: Previsioni del mercato azionario (in valuta locale)

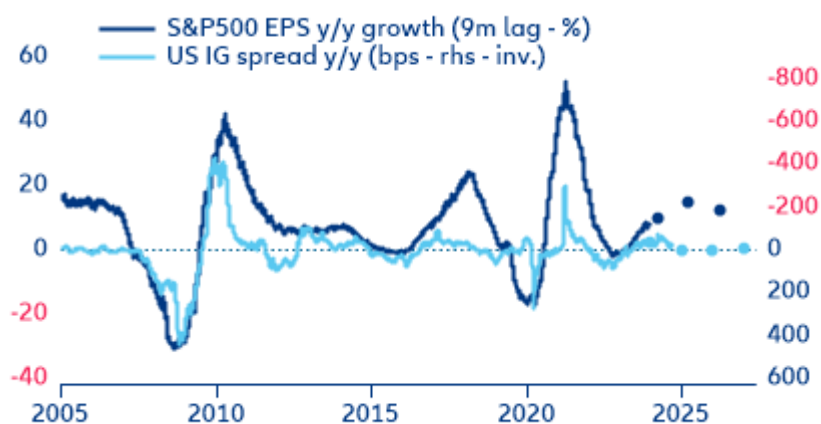


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

I mercati del credito societario rimangono l'alternativa. I mercati del credito societario hanno continuato a beneficiare del calo dell'inflazione e dei tagli dei tassi in corso nel terzo trimestre del 2024. A differenza del primo semestre del 2024, quando l'aumento dei tassi e i dati economici incerti hanno tenuto con il fiato sospeso gli investitori a reddito fisso, il terzo trimestre sembra aver presentato migliori opportunità. Sia le obbligazioni societarie investment grade che, in misura minore, quelle high yield hanno continuato a risultare attraenti per gli investitori, traducendosi in spread più bassi grazie alla migliore visibilità della crescita e a un contesto di tassi di interesse più favorevole. A questo proposito, l'afflusso di capitali nei fondi del mercato monetario durante i primi mesi, quando la Fed aveva alzato i tassi, si è continuamente spostato verso questi asset a reddito fisso, allineandosi con le prospettive economiche stabilizzanti.

Il continuo afflusso di capitali nel credito societario ha mantenuto stabili gli spread societari, indebolendo il tradizionale legame tra i mercati azionari e gli spread societari. Di conseguenza, il forte calo dei mercati azionari agli inizi di agosto non ha avuto un impatto significativo sui mercati del credito societario. Inoltre, le continue revisioni al rialzo dei rating creditizi – soprattutto in Europa – hanno migliorato la composizione dei rating degli indici creditizi di riferimento, il che supporta le aspettative di rating leggermente più alti e spread generalmente più bassi nel medio periodo (Figura X). Nonostante questo slancio positivo e le previsioni sugli utili che suggeriscono un potenziale per un'ulteriore compressione degli spread, la necessità di rifinanziamento a costi più elevati e il peggioramento degli indici di servizio del debito manterranno probabilmente gli spread aziendali entro limiti entro il 2025 e il 2026. Ci aspettiamo che gli spread vengano scambiati in un intervallo di 100/130 pb per l'investment grade (IG) USA ed EUR e 330/360 pb per l'high yield (HY). Tuttavia, sebbene le prospettive generali rimangano stabili, un'analisi degli spread societari indica che la volatilità dei mercati azionari potrebbe determinare un ampliamento occasionale degli spread nel prossimo futuro e soprattutto in vista delle elezioni statunitensi.

Figura 12: Spread IG statunitensi e utili S&P 500

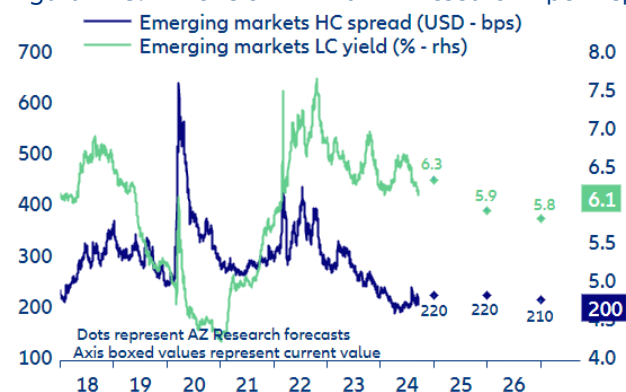


Un paniere di fattori misti, tra cui dati sul mercato del lavoro statunitense più deboli del previsto e la crescente certezza sui tagli dei tassi della Fed, ha contribuito ad aumentare la volatilità del debito sovrano dei mercati emergenti dall'inizio di agosto. Lo spread sulle valute forti dei mercati emergenti si è inizialmente ampliato a causa dei timori di recessione negli Stati Uniti, per poi restringersi quando la Fed ha adottato un atteggiamento più accomodante. Sebbene il calo dei rendimenti e l'indebolimento del dollaro statunitense abbiano spinto al rialzo i rendimenti totali del debito dei mercati emergenti in valuta locale, la performance da inizio anno è ancora indietro rispetto a quella di altre classi di asset. Con il ciclo di allentamento statunitense avviato da un forte taglio di 50 punti base, che lascia più spazio alle banche centrali dei mercati emergenti per seguire l'esempio, prevediamo un aumento degli afflussi di capitale nei mercati emergenti poiché i tassi emergenti beneficiano di un rimbalzo della propensione al rischio. Tuttavia, la ripresa dell'inflazione in alcune economie emergenti, insieme alle incertezze politiche esterne e interne – come i risultati delle elezioni statunitensi e la riforma giudiziaria del Messico – probabilmente eserciteranno pressioni al rialzo sugli spread e aumenteranno l'attuale volatilità del mercato.

Dopo un'estate volatile, lo spread sulle valute forti dei mercati emergenti è tornato ai livelli di fine luglio, ma rimaniamo cauti riguardo a un ulteriore restringimento degli spread. I rischi fiscali e politici in America Latina (LATAM), che quest'anno hanno contribuito in modo determinante all'ampliamento dello spread della valuta forte, rimangono aree da tenere d'occhio. Sebbene l'allentamento della Fed offra un vantaggio per il calo dei rendimenti, manteniamo un atteggiamento cauto riguardo a un ulteriore restringimento degli spread, dato che gli spread sono già compressi rispetto alla media a lungo termine. Ci aspettiamo che lo spread sulle valute forti si allarghi moderatamente fino a raggiungere i 220 punti base entro la fine dell'anno.

La situazione è cambiata per il debito dei mercati emergenti in valuta locale, con i rendimenti in calo e le valute emergenti che si rafforzano rispetto al dollaro statunitense. Il rendimento totale è stato gravato dai rendimenti valutari negativi nel corso dell'ultimo anno, ma prevediamo un ulteriore apprezzamento delle valute emergenti poiché i tassi di cambio reali nella maggior parte dei paesi emergenti rimangono sottovalutati e il ciclo di allentamento statunitense è in corso. Le economie asiatiche emergenti, che hanno il peso maggiore nell'indice della valuta locale, sono per lo più in linea o al di sotto dei loro obiettivi di inflazione, posizionandosi per futuri tagli dei tassi. Inoltre, la riduzione dei costi del servizio del debito, determinata dall'indebolimento del dollaro statunitense, migliorerà le condizioni di credito per le economie emergenti. Ci aspettiamo che i rendimenti aumentino moderatamente fino al 6,3% prima di scendere ulteriormente nel 2025 e nel 2026 (Figura 13).

Figura 13: Previsioni Allianz Research per spread e rendimenti sovrani dei mercati emergenti



Fonti: Bloomberg, Allianz Research. Note: indici JP Morgan. HC = valuta forte. LC = valuta locale. Sov = sovrano.

Da inizio anno le azioni dei mercati emergenti hanno conseguito un rendimento totale decente, pur sottoperformando ancora le azioni dei mercati sviluppati. Guardando al futuro, l'inizio del ciclo di allentamento negli Stati Uniti fornirà alcuni fattori ciclici favorevoli alle azioni dei mercati emergenti: in primo luogo, i tassi ufficiali

più bassi negli Stati Uniti aumenteranno la propensione degli investitori per asset più rischiosi come le azioni dei mercati emergenti. In secondo luogo, l'ulteriore indebolimento del dollaro statunitense rispetto alle valute dei mercati emergenti dovrebbe dare un ulteriore impulso ai rendimenti totali per gli investitori esteri. In terzo luogo, con le economie emergenti che seguono l'esempio dei tagli dei tassi, anche se a un ritmo relativamente più lento, dovremmo vedere un miglioramento delle valutazioni azionarie che sono già interessanti rispetto alle azioni dei mercati sviluppati a livello aggregato.

Nonostante queste dinamiche favorevoli, manteniamo una posizione neutrale sulle azioni dei mercati emergenti a causa dei persistenti venti sfavorevoli a livello regionale, in particolare in alcuni dei principali componenti dell'indice.

La Cina, il componente più importante dell'indice azionario dei mercati emergenti, continua ad affrontare sfide significative, dopo aver registrato trimestri di risultati sugli utili deludenti. L'economia del paese resta gravata dalla crisi immobiliare, dalla domanda interna contenuta e dalla debole fiducia dei consumatori. Sebbene le esportazioni siano state il fattore di sostegno negli ultimi trimestri mentre il governo continua a concentrarsi sulla promozione della produzione avanzata, in particolare veicoli elettrici, batterie e pannelli solari, i rischi geopolitici e i problemi di sovraccapacità continuano a pesare sulle prospettive di crescita e di utili. Mentre la PBoC ha presentato un pacchetto di stimoli più ampio del previsto a seguito del recente taglio della Fed e della continua recessione economica interna, e si prevede che il sostegno fiscale aumenterà nel breve termine, la continua repressione del governo su settori chiave, tra cui tecnologia e finanza, nell'ambito dell'agenda della "prosperità comune", continua a rappresentare un rischio per gli investitori e a contrastare lo sforzo di ripresa. Rimaniamo cauti sulle prospettive anche se la valutazione è scesa a un livello favorevole. India e Taiwan hanno continuato a sovraperformare le loro controparti emergenti, rappresentando ciascuna quasi un quinto dell'indice. Tuttavia, è interessante notare che i rendimenti sono stati guidati principalmente dalle valutazioni anziché dagli utili. I rapporti prezzo/utili corretti per il ciclo (CAPE) per entrambi i paesi sono saliti a livelli (quasi) elevati da un decennio. In particolare, il rapporto CAPE dell'India ha raggiunto 42 alla fine di agosto, rispetto a 36 negli Stati Uniti (Figura 14). Quest'anno il Paese ha registrato afflussi di capitali esteri molto più bassi poiché gli investitori sono sempre più preoccupati per la sostenibilità delle valutazioni elevate, soprattutto in un contesto di crescita degli utili ritardata. Ci aspettiamo una correzione moderata delle azioni dei mercati emergenti entro la fine dell'anno, che pone le basi per un rendimento totale del 6% nel 2024.



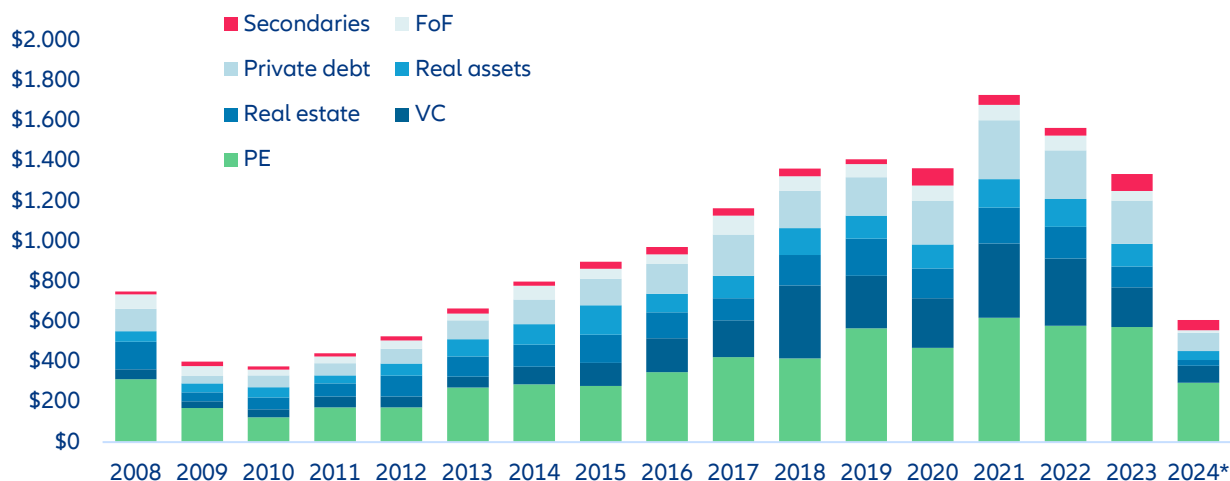
Figura 14: Rapporti PE corretti per il ciclo per indici azionari selezionati dei mercati emergenti

Fonti: Barclays, Allianz Research. Note: i mercati azionari delle regioni selezionate sono rappresentati da indici specifici per regione pubblicati da MSCI; Cina (24,4%), India (19,9%), Taiwan (18,8%), Corea del Sud (11,7%) e Brasile (4,5%) sono le prime cinque economie ponderate nell'indice MSCI EM al 30 agosto.

Asset privati: promettenti opportunità future. La raccolta fondi globale di private equity ha avuto un buon inizio nel 2024, con quasi 300 miliardi di dollari raccolti nella prima metà dell'anno. I fondi di buyout hanno dominato, assicurandosi l'85% del nuovo capitale, mentre i fondi di crescita sono rimasti indietro, rispecchiando le tendenze nei mercati negoziati. Tuttavia, nonostante questo aumento dei finanziamenti, i tempi di chiusura operativa si stanno allungando a tutti i livelli. Proprio come per le azioni quotate, si teme che lo slancio della raccolta fondi possa rallentare nel breve termine. Mentre un potenziale cambiamento nella politica monetaria potrebbe aumentare il capitale disponibile nella seconda metà, una cauta propensione al rischio potrebbe persistere a causa del rallentamento della crescita economica e del raffreddamento del boom dell'intelligenza artificiale.

Nel debito privato, la raccolta fondi del secondo trimestre ha registrato una ripresa, portando il totale a 91 miliardi di dollari nella prima metà dell'anno, suggerendo che il totale del 2024 potrebbe eguagliare la cifra di 215 miliardi di dollari dello scorso anno. Sebbene i tagli dei tassi potrebbero potenzialmente ridurre l'attrattiva del debito privato (che in genere offre tassi variabili e potrebbe comportare minori entrate), le aspettative di tassi di interesse a lungo termine più elevati dovrebbero sostenere l'attrattiva del debito privato come strategia di reddito alternativa (Figura 15).

Figura 15: Raccolta fondi di beni privati



Fonti: Pitchbook, Allianz Research (*as of June 2024)

Nel complesso, il calo dei tassi di interesse e il rallentamento economico potrebbero creare un ambiente favorevole per gli asset picker esperti, con opportunità che potrebbero emergere a sconti interessanti, in particolare nel private equity. In questo panorama, la selettività sarà cruciale e si prevede che i portafogli di attività illiquide ben diversificati continueranno a sovraperformare le loro controparti liquide nei prossimi anni.

Tassi di interesse ancora elevati hanno mantenuto il settore immobiliare in uno stato ancora travagliato nel 2024, ma stiamo vedendo segnali positivi con l'inizio di cicli di allentamento nelle principali economie. Il raffreddamento dell'inflazione e l'aumento dei salari reali stanno rafforzando il potere d'acquisto dei consumatori, consentendo allo stesso tempo alle banche centrali di procedere con l'allentamento monetario, riducendo i costi di finanziamento. Il tasso dei mutui a 10 anni nell'Eurozona ha continuato a scendere rispetto al recente picco del novembre dello scorso anno. Questa tendenza al ribasso, combinata con un netto allentamento dei criteri di credito segnalato dalle banche, ha creato un contesto finanziario più favorevole, portando a una graduale ripresa della domanda di mutui immobiliari. Ci aspettiamo che lo slancio persista, sostenuto dalla crescente fiducia dei consumatori e dai continui cali dei tassi.

D'altro canto, l'offerta rimarrà limitata nel breve periodo, esercitando pressioni al rialzo sui prezzi delle case. La produzione edilizia in Europa rimane contenuta, con una nuova offerta limitata prevista nel breve termine, in particolare in paesi come Germania e Paesi Bassi, dove l'edilizia abitativa, in particolare l'edilizia sociale, rimane una sfida strutturale. Il numero di appartamenti completati è ben al di sotto degli obiettivi governativi e si prevede che diminuirà ulteriormente a causa della persistente mancanza di ordini e del calo dei permessi di costruzione. Nonostante queste difficoltà, ci sono segnali incoraggianti per costruttori e sviluppatori: i costi di costruzione si sono raffreddati e gli indicatori di fiducia nel settore delle costruzioni si sono stabilizzati. Ci aspettiamo che l'offerta rimanga limitata nel breve periodo, ma prevediamo che verrà gradualmente recuperata man mano che i prezzi raggiungeranno il minimo e i costi continueranno a stabilizzarsi.

Ci aspettiamo una ripresa moderata in tutta Europa, con divergenze regionali in termini di ritmo e portata. In Francia, prevediamo l'ultima ripresa, con i prezzi delle case che dovrebbero toccare il fondo solo entro la fine del

2024, con un conseguente calo del -4,5% per l'anno. Ciò sarà seguito da una modesta crescita dei prezzi pari a circa +1% e +2% rispettivamente nel 2025 e nel 2026. Nell'Europa meridionale, mercati come Italia e Spagna, che hanno mostrato maggiore resilienza, dovrebbero faticare a mantenere lo slancio, con aumenti dei prezzi nominali di circa +1% nel 2025 e +1,5% nel 2026. Al contrario, per Germania e Paesi Bassi, avendo già subito aggiustamenti significativi, si prevede una svolta più rapida, con prezzi in crescita di oltre il +2% annuo nel 2025 e nel 2026. Si prevede che il Regno Unito sarà il mercato in più rapida crescita nei prossimi anni, con prezzi nominali in crescita superiore al +2,5% nello stesso periodo, riflettendo una ripresa più robusta.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità di cui sotto.

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 potrebbero differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

o implicite in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, 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 dei sinistri assicurati, compresi quelli derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità,

(v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi 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 possono essere più probabili o più pronunciati a seguito di attività terroristiche e delle 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, tranne che per le informazioni che devono essere divulgate per legge.

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