

Allianz Research | 31 Ottobre 2024

La Fed rallenta dopo il maxi taglio e le elezioni, bilancio del Regno Unito è il momento di Reeves, la crescita divergente nell'Eurozona e la volatilità dei mercati prima e dopo le elezioni statunitensi

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist

jordi.basco_carrera@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist

maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Senior Economist & Strategist

bjoern.griesbach@allianz.com

Jasmin Groeschl
Senior Economist

jasmin.groeschl@allianz.com

Yao Lu
Investment Strategist

yao.lu@allianz.com

Maddalena Martini
Senior Economist

maddalena.martini@allianz.com

In sintesi

- **Fed: con calma dopo il jumbo cut... e le elezioni.** La Fed è intenzionata a continuare con cautela ad allentare la politica monetaria, con un taglio dei tassi di 25 punti base probabile alla prossima riunione del FOMC del 6-7 novembre dopo le elezioni statunitensi. I principali indicatori economici mostrano un'economia resiliente, mentre l'inflazione di fondo rimane appiccicosa negli affitti. I forti flussi migratori hanno ampliato la forza lavoro e impedito all'inflazione di riaccelerare nonostante le condizioni finanziarie generali allentate. Ma l'inversione di questi flussi al confine tra Stati Uniti e Messico a seguito dell'ordine esecutivo di Biden a giugno potrebbe riaccendere le pressioni inflazionistiche di almeno +0,2 punti percentuali nel 2025 se le condizioni finanziarie rimarranno allentate come lo sono attualmente. Ciò significa che la Fed procederà gradualmente con tagli dei tassi il prossimo anno (25 punti base ad ogni riunione da novembre 2024 a giugno 2025), portando il tasso sui Fed Funds a un intervallo del 3,25-3,5%.

1. **Bilancio del Regno Unito: il momento Reeves.** Come previsto, il bilancio autunnale del governo laburista si basa su nuovi aumenti delle tasse fino a 40 miliardi di sterline per finanziare ulteriori investimenti pubblici e servizi pubblici come il NHS nei prossimi cinque anni, anche se saranno introdotti gradualmente. In totale, stimiamo un impulso fiscale del -0,4% del PIL nel 2025 e sostanzialmente neutro nel 2026. Con il rapporto investimenti/PIL destinato a raggiungere il livello più alto dal 1992 nel 2026, il bilancio è complessivamente positivo per le prospettive di crescita a lungo termine del Regno Unito dal 2026 in poi, grazie al forte effetto di crescita degli investimenti.

- **PIL dell'Eurozona: Spagna e Francia sulla corsia preferenziale, mentre Germania e Italia sono bloccate sulla corsia lenta.** L'economia dell'Eurozona è cresciuta del +0,4% t/t nel 3° trimestre 2024, superando leggermente le aspettative. La Francia (+0,4%) e la Spagna (+0,8%) hanno sovraperformato, trainate dai forti consumi privati, mentre la Germania (+0,2%) è rimasta debole e l'Italia ha ristagnato, con la domanda interna che non è riuscita a guadagnare slancio in entrambi i paesi. Per l'Eurozona, ci aspettiamo che la crescita rimanga leggermente al di sopra del potenziale, trainata dai consumi e dagli investimenti. Nel frattempo, l'inflazione a ottobre è salita al 2,0% a/a dall'1,7% del mese scorso (il core è rimasto fermo al 2,7%), il che conferma la nostra visione di un taglio ordinario di 25 pb per la BCE a dicembre, contrariamente alle recenti voci che prevedono un potenziale taglio di 50 pb in futuro. Tuttavia, le imminenti elezioni statunitensi potrebbero anche modificare le nostre previsioni per l'Eurozona.

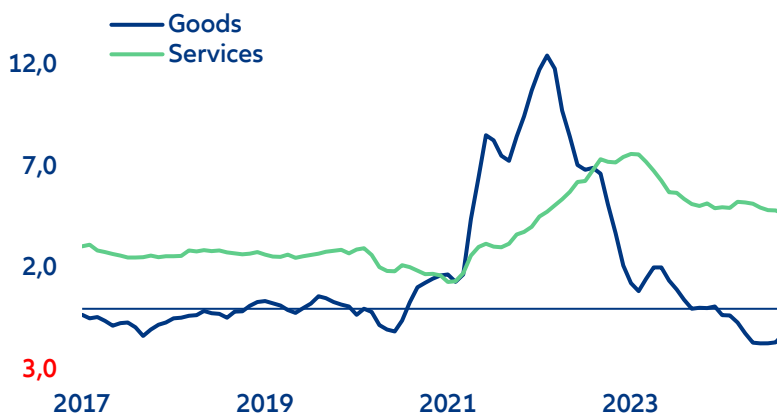
- **Elezioni statunitensi: preparatevi alla volatilità dei mercati prima e dopo il 5 novembre.** Con i sondaggi che propendono di nuovo per una vittoria di Trump alle elezioni statunitensi della prossima settimana, i mercati si stanno adeguando di conseguenza. La curva dei

rendimenti degli Stati Uniti si è spostata verso l'alto in previsione di politiche inflazionistiche come dazi e tagli fiscali. Allo stesso tempo, i titoli petroliferi e del gas sono in aumento, mentre le energie rinnovabili faticano e Bitcoin si sta avvicinando al suo massimo storico. Ciononostante, con le elezioni che continuano a essere oggetto di lancio di monete, i mercati delle opzioni mostrano una maggiore attività di copertura da parte degli investitori che si preparano alla volatilità. Ci aspettiamo anche oscillazioni in entrambe le direzioni: i rendimenti e le azioni potrebbero scendere con una vittoria di Harris o salire ulteriormente con una vittoria di Trump.

Fed: con calma dopo il jumbo cut... e le elezioni

Dopo un taglio a sorpresa di 50 pb a settembre, è probabile che la Fed statunitense vada con calma con un taglio di 25 pb alla prossima riunione, poiché l'inflazione core rimane ostinata, in particolare nei servizi e negli affitti. Sebbene i rischi al ribasso per il mercato del lavoro e l'economia statunitense siano apparsi contenuti, l'inflazione rimane persistente. Da settembre, gli indicatori economici si sono generalmente allineati con la nostra visione di resilienza economica: il PIL è cresciuto di un solido +2,8% annualizzato nel 3° trimestre, mentre l'indice economico settimanale (Lewis-Mertens-Stock) segnala il proseguimento della dinamica del PIL a ottobre. Anche il tasso di disoccupazione è sceso al 4,1% a settembre dal 4,3% di luglio, indicando un mercato del lavoro resiliente. Nel frattempo, l'inflazione complessiva è diminuita, aiutata dal calo dei costi energetici, avvicinandosi all'obiettivo del 2% della Fed, con l'indice delle spese per consumi personali (PCE) in aumento del 2,2% a/a a settembre e l'indice dei prezzi al consumo (CPI) al 2,4%. Tuttavia, l'inflazione core rimane ostinata, in particolare nelle componenti dei servizi e degli affitti (Figura 1), con l'IPC core stabile al 3,3% a/a da giugno. Data questa vischiosità dell'inflazione, ci aspettiamo ancora che la Fed attui un taglio dei tassi più contenuto di 25 punti base nella prossima riunione del 6-07 novembre, seguito da tagli di 25 punti base a ogni riunione fino a giugno 2025, portando il tasso sui Fed Funds a un intervallo del 3,25-3,5%.¹ Due ragioni principali supportano questo approccio graduale: (1) alcune componenti dell'inflazione rimangono elevate mentre l'economia continua a crescere, sollevando preoccupazioni di potenziale surriscaldamento e (2) la possibilità di una vittoria elettorale di Trump potrebbe rendere la Fed cauta nell'abbassare rapidamente i tassi poiché l'inflazione potrebbe richiedere una rapida inversione della politica.

Figura 1: Inflazione CPI USA (% su base annua)



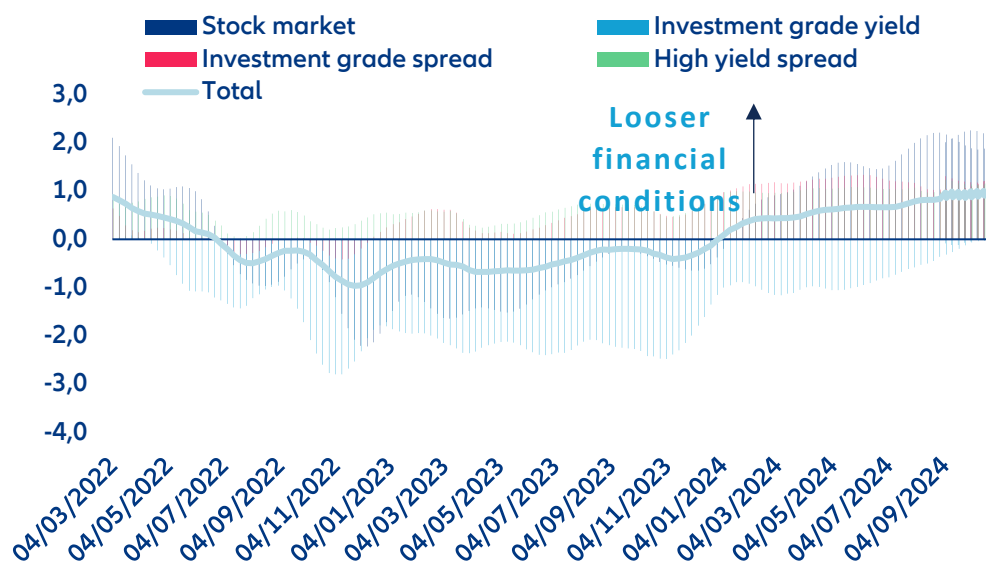
Fonti: Area di lavoro LSEG, Allianz Research

Finora le condizioni finanziarie accomodanti non hanno riaperto le pressioni inflazionistiche, ma l'affievolirsi dei fattori che stimolano l'offerta, come l'elevata immigrazione, significa che la Fed probabilmente manterrà i tassi alti in questo ciclo. Nonostante i tassi d'interesse della Fed ancora elevati, il nostro indice settimanale delle condizioni finanziarie (FCI) – che misura l'impulso di crescita del PIL del mercato azionario, i rendimenti investment grade, gli spread investment grade e gli spread high yield – ha continuato a diminuire nelle ultime due settimane (Figura 2). Dopo il taglio jumbo della Fed del 18 settembre, il nostro FCI è diminuito grazie a un restringimento degli spread, anche se da metà ottobre i tassi di interesse (compresi i rendimenti societari inclusi nel nostro FCI) sono

¹ [Allianz / Global Economic Outlook 2024-2026: il grande gioco di equilibri](#)

umentati, spingendo nella direzione opposta. In generale, un FCI più allentato ha sostenuto la crescita del PIL nel 2024. Tuttavia, a differenza della BCE, che sta affrontando un calo dell'inflazione e una bassa crescita del PIL nei paesi dell'Eurozona, la Fed ha goduto di una combinazione "divina" di forte crescita del PIL e allentamento dell'inflazione, in parte il risultato del lato dell'offerta dell'economia che ha ricevuto una spinta dai forti afflussi di immigrazione. Questi hanno sostenuto la crescita della forza lavoro, che non si riflette ancora pienamente nelle statistiche ufficiali. Stimiamo che la forza lavoro statunitense sia cresciuta di 2,6 milioni negli ultimi 12 mesi, rispetto a 1 milione riportata nell'indagine sulle famiglie². Tuttavia, dall'approvazione dell'ordine esecutivo da parte del presidente Biden a giugno, gli afflussi di immigrazione al confine tra Stati Uniti e Messico sono diminuiti nonostante un recente rimbalzo (si veda la Figura 3).

Figura 2: Indice settimanale delle condizioni finanziarie di Allianz Research

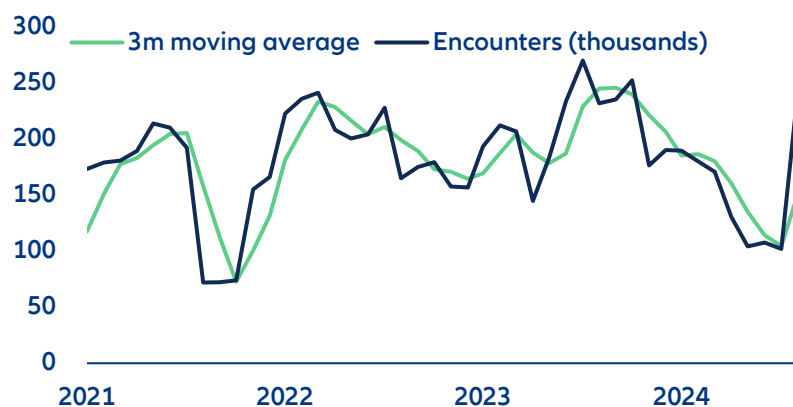


Fonti: Area di lavoro LSEG, Allianz Research

Se le condizioni finanziarie rimarranno accomodanti come oggi, il calo dell'immigrazione farebbe aumentare l'inflazione di 0,2 punti percentuali nel 2025. Se la Fed allenta la politica monetaria troppo rapidamente, le condizioni finanziarie potrebbero allentarsi ulteriormente. In questo contesto, il continuo calo dei flussi migratori a seguito dell'ordine esecutivo di Biden che inasprisce i controlli alle frontiere – che a nostro avviso potrebbe ridurre i flussi migratori totali negli Stati Uniti di 0,9 milioni nel 2025 rispetto al 2024 – significherebbe un aumento dei posti di lavoro vacanti ma anche, in una certa misura, una riduzione della domanda. Stimiamo che il rapporto disoccupazione/posti vacanti (UR) diminuirebbe di 0,06 punti percentuali. In un contesto di effetto ancora non lineare tra il rapporto UR e l'inflazione di fondo, ciò potrebbe far salire l'inflazione di fondo di 0,2 punti percentuali nel 2025. Di fronte a un calo dell'immigrazione, riteniamo che la Fed procederà con cautela con i tagli dei tassi nel 2025 e si fermerà al 3,25-3,5%.

² La forza lavoro nell'indagine sulle famiglie è sottostimata perché gli immigrati non autorizzati non si autodichiarano. Essi si riflettono meglio nell'indagine sui salari.

Figura 3: Flussi di immigrazione al confine tra Stati Uniti e Messico (migliaia, mensili)



Fonti: US Customs and Border Protection, Allianz Research

Bilancio del Regno Unito: il momento Reeves

Come previsto, il bilancio autunnale del governo laburista si baserà su nuovi aumenti delle tasse per finanziare ulteriori investimenti pubblici e servizi pubblici come il NHS. Il Cancelliere dello Scacchiere Rachel Reeves prevede di aumentare le tasse fino a 40 miliardi di sterline, anche se gradualmente. L'anno prossimo (anno fiscale 2024-25) aumenteranno di soli 1,6 miliardi di dollari egiziani, ma saranno notevolmente aumentati dal 2026 in poi (Tabella 1). La maggiore fonte di entrate per il Tesoro sarà l'aumento dei contributi alla National Insurance (NI), una tassa che non faceva parte del manifesto laburista durante le elezioni, ma che è stata lanciata nelle ultime settimane. Tuttavia, le piccole imprese saranno risparmiate dai contributi aggiuntivi e beneficeranno anche dell'aumento dell'indennità di occupazione, che consente ai datori di lavoro idonei di ridurre la loro responsabilità NI. Le rette delle scuole private aumenteranno a partire da gennaio 2025 con l'introduzione di un addebito IVA del 20%.³ Lo status di "non-dom" sarà rimosso ma non aumenterà le entrate prima del 2026-27, grazie a un temporaneo sgravio per il rimpatrio. L'imposta sulle plusvalenze (CGT) salirà al 18% dal 10% per i contribuenti con aliquota inferiore e al 24% dal 20% per i contribuenti con aliquota più alta. La CGT sulla vendita di case residenziali rimarrà stabile tra il 18% e il 24%. Gli sgravi per la dismissione degli asset delle imprese saliranno dal 10% al 14% nell'aprile 2025, prima di salire ulteriormente al 18% a partire dal 2026.

Allo stesso tempo, i finanziamenti per i servizi pubblici (compreso il servizio sanitario nazionale) saranno notevolmente aumentati, così come gli investimenti di capitale (infrastrutture, ingegneria civile, edilizia). I nuovi investimenti saranno catalizzati anche attraverso il National Wealth Fund, il fondo sovrano di nuova creazione del Regno Unito. Il Cancelliere dello Scacchiere ha anche concesso alcuni sgravi fiscali per le imprese, anche se relativamente piccoli. Per affrontare le preoccupazioni relative alla prolungata crisi del costo della vita, il governo ha deciso di rimuovere l'aumento delle accise sul carburante previsto per il prossimo anno e di mantenere un taglio temporaneo di 5 pence al litro per un altro anno.

³ Tradizionalmente, le scuole private hanno diritto a agevolazioni fiscali, come lo sgravio della tariffa aziendale di beneficenza, il che significa che non devono addebitare l'IVA sulle tasse scolastiche o di imbarco.

Tabella 1: Principali misure politiche del bilancio d'autunno del Regno Unito

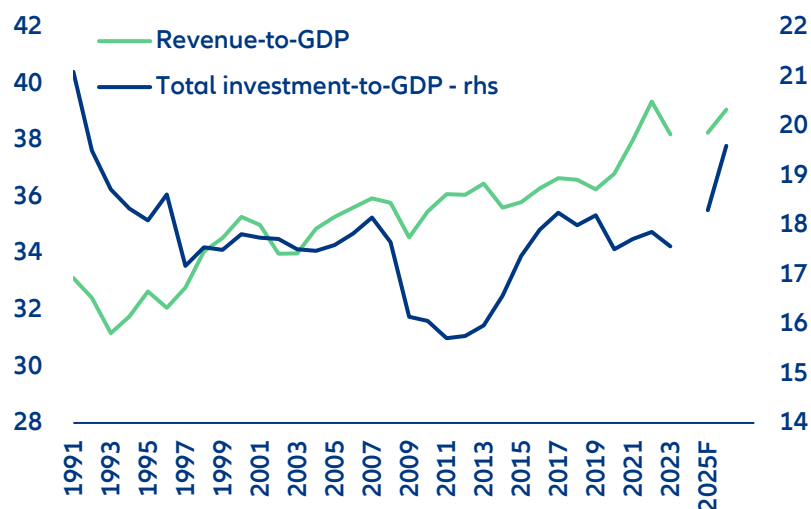
GBP bn	2024-25	2025-26	2029-30
SPENDING			
Public services (incl NHS)	26.5	44.3	55.1
Capital investment	-1.7	15.3	23.1
Business tax reliefs	0.0	1.9	0.2
Fuel duty freeze	0.0	3.0	0.9
Spending cuts	1.1	-1.0	-5.2
TOTAL, net	25.9	63.5	74.1
TAXES			
Increased tax compliance & collection	0.3	1.3	6.5
VAT private schools fees	0.5	1.5	1.7
Abolition of non-dom status	0.0	0	5.9*
Employer NI contributions	0.0	23.7	25.7
CGT	0.0	1.4	2.5
IHT	0.0	0.0	2.4
Winter fuel payments	1.4	1.5	1.6
Tax cuts	-0.6	-5.4	0.7
TOTAL, net	1.6	24.0	41.1

* Year 2027/28

Fonti: US Customs and Border Protection, Allianz Research

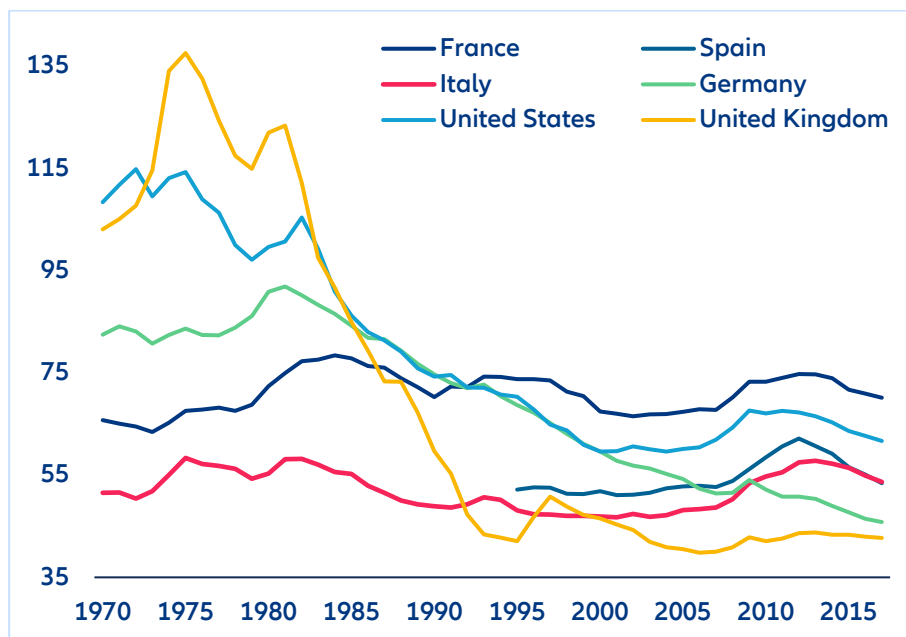
In totale, stimiamo un impulso fiscale del -0,4% del PIL nel 2025 e sostanzialmente neutro nel 2026. Il rapporto investimenti/PIL raggiungerà il livello più alto dal 1992 nel 2026. L'orientamento fiscale rimarrà restrittivo l'anno prossimo nonostante un aumento previsto della spesa di 26 miliardi di GBP, poiché la spesa totale aumenterà un po' meno del tasso potenziale dell'economia, con tagli alla spesa corrente. Tuttavia, nel 2026, il lato della spesa della politica fiscale sarà espansivo, anche se ciò sarà ampiamente compensato da forti aumenti delle tasse. Pertanto, ci aspettiamo che il rapporto investimenti/PIL aumenti al 18,3% nel 2025 e al 19,6% nel 2026, un netto passo avanti rispetto agli ultimi anni (Figura 4). D'altra parte, prevediamo che il rapporto entrate/PIL aumenterà al 39,1% entro il 2026.

Figura 4: Investimenti totali e rapporto entrate/PIL (%)



Nel complesso, riteniamo che il bilancio sia un fattore positivo per le prospettive di crescita a lungo termine del Regno Unito: nel 2025, stimiamo un freno alla crescita della politica fiscale di -0,5 punti percentuali, seguito da un aumento di +0,4 punti percentuali nel 2026. L'OBR – l'organo di vigilanza fiscale del Regno Unito – ha rivisto al rialzo le sue previsioni sul PIL a +1,1% per il 2024 e +2% per il 2025. Quest'ultimo è ora nella fascia alta delle aspettative di consenso e vicino alla nostra previsione rialzista di +1,8%. L'aumento dei contributi all'Irlanda del Nord sarà negativo per l'economia in quanto aumenterà il costo del lavoro per i datori di lavoro e ridurrà gli stipendi vivi per i dipendenti, riducendo a sua volta gli incentivi al lavoro. C'erano forti argomenti per aumentare invece l'aliquota IVA standard – una tassa non distorsiva che può raccogliere molto denaro pubblico (con una parte dei proventi ridistribuita alle famiglie più povere) – ma il governo lo aveva sempre escluso. Ciononostante, il Regno Unito non ha un grande cuneo fiscale rispetto a molti paesi dell'OCSE (31,3% contro la media OCSE del 34,8%), quindi l'effetto distorsivo dell'aumento dell'Irlanda del Nord non dovrebbe essere sopravvalutato. Dal lato della spesa, il forte aumento previsto degli investimenti di capitale è chiaramente positivo per l'economia del Regno Unito, che ha uno stock di capitale molto basso (rispetto alle dimensioni dell'economia) e obsoleto (Figura 5). Il beneficio di un aumento degli investimenti è probabilmente grande per l'economia, sia per la domanda a breve termine che per l'offerta a lungo termine: l'OBR stima che un aumento dell'1% del PIL negli investimenti pubblici aumenterebbe immediatamente il PIL dell'1,9%. Inoltre, i nuovi finanziamenti per i servizi pubblici, in particolare per il servizio sanitario nazionale, saranno molto vantaggiosi, migliorando le condizioni generali di salute e riducendo l'arretrato di persone in lista d'attesa per il servizio sanitario nazionale (al di fuori della forza lavoro), a condizione che il denaro sia ben speso. Un avvertimento è la cronica carenza di operatori sanitari nel Regno Unito. Nel complesso, stimiamo che l'impatto della politica di bilancio sul PIL sarà negativo di -0,5 punti percentuali nel 2025, ma positivo a partire dal 2026, grazie all'elevato impatto sulla crescita dell'aumento degli investimenti pubblici.

Figura 5: Capitale sociale (% del PIL)



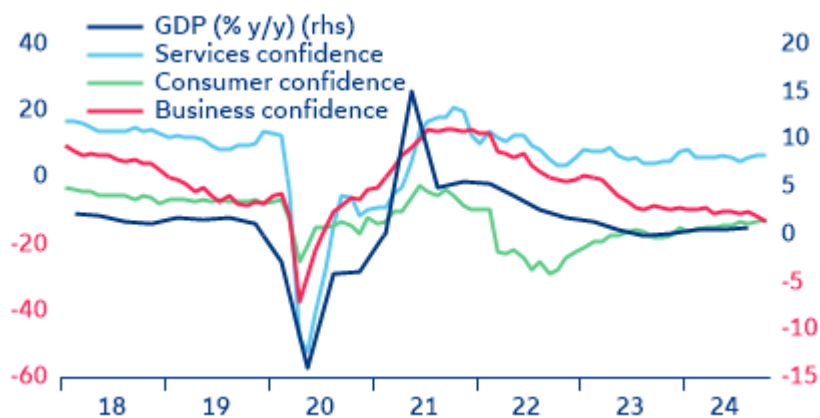
Fonti: FMI, Allianz Research

PIL dell'Eurozona: Spagna e Francia sulla corsia preferenziale mentre Germania e Italia sono bloccate sulla corsia lenta

L'economia dell'Eurozona è cresciuta di un robusto +0,4% t/t (0,9% a/a) nel 3° trimestre 2024, accelerando dal +0,2% t/t del 2° trimestre e quindi superando leggermente le aspettative di consenso (+0,2%) ma più vicino alle nostre previsioni (+0,3%). La stima flash di questa settimana non contiene dettagli come al solito, ma i consumi avrebbero dovuto essere uno dei pilastri positivi, mentre le esportazioni nette hanno probabilmente contribuito meno a favore rispetto alla prima metà di quest'anno. Sul lato positivo, questo è ora il terzo trimestre con una crescita chiaramente positiva dopo un lungo periodo di stagnazione nel 2023. In futuro, ci aspettiamo che questa traiettoria di crescita leggermente superiore al potenziale continui, chiudendo gradualmente l'output gap negativo.

La crescita dovrebbe essere sostenuta dai consumi in un contesto di aumento dei salari reali, come indicato da un aumento della fiducia dei consumatori rispetto all'indagine ESI di ieri (figura 6), e dagli investimenti che sono in ritardo da anni, ma per i quali i primi indicatori indicano ancora una persistente debolezza. Anche le esportazioni nette dovrebbero dare un po' di vento in poppa, mentre i consumi pubblici dovrebbero essere un freno, dato l'inasprimento fiscale in corso (Figura 7).

Figura 6: Indicatore del clima economico e PIL



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

L'attività economica tedesca è aumentata inaspettatamente del +0,2% t/t nel 3° trimestre 2024, principalmente a causa di un rimbalzo dei consumi delle famiglie, che erano stati deboli nei trimestri precedenti. Questo miglioramento deriva dall'aumento della fiducia dei consumatori, alimentato da una significativa crescita dei salari reali. Tuttavia, il settore manifatturiero – la spina dorsale dell'economia tedesca – rimane in recessione, come indicato dai PMI e dall'indagine ifo sul clima imprenditoriale, mentre il settore dei servizi mostra una certa resilienza. Una nota positiva è che la fiducia nell'edilizia si è stabilizzata e persino migliorata con l'aumento degli ordini negli ultimi mesi, aiutato dal calo dei tassi di interesse. Ciononostante, l'inasprimento delle politiche fiscali volte ad aderire al freno all'indebitamento sta frenando la spesa pubblica e gli investimenti. Il commercio internazionale rimane debole a causa della domanda globale ancora bassa, anche se le esportazioni iniziano a riprendersi. Dopo la pandemia, la Germania è rimasta indietro rispetto ad altri paesi dell'Eurozona e rimane un'eccezione notevole con una crescita stagnante (Figura 8).

Il PIL francese è aumentato di un solido +0,4% t/t nel 2° trimestre, sostenuto da una spinta legata alle Olimpiadi alla produzione e al consumo di servizi (vendita di biglietti e diritti di trasmissione). La crescita sottostante (escluso l'effetto Olimpiadi) è stata molto più debole a circa +0,2%, secondo l'Istituto Nazionale di Statistica e Studi Economici (INSEE). Tuttavia, la composizione del PIL è stata mista. Sul fronte positivo, la spesa dei consumatori per i beni ha mostrato segni di rafforzamento, in particolare per i prodotti tessili e alimentari, anche se le vendite di automobili sono state deboli. La produzione delle costruzioni si è stabilizzata dopo diversi trimestri di forte contrazione, grazie alla ripresa della spesa per le infrastrutture. Sul versante negativo, gli investimenti residenziali sono rimasti in stasi (-0,9%) e gli investimenti delle imprese non finanziarie sono diminuiti (-1,4%) a causa delle condizioni finanziarie ancora tese, della debole domanda interna ed estera di beni (le esportazioni di beni sono diminuite). Anche l'incertezza politica ha probabilmente pesato sugli investimenti, anche se la domanda pubblica ha continuato a sostenere l'attività.

L'attività economica italiana ha ristagnato nel 2° trimestre, deludendo sia le nostre aspettative che le previsioni di consenso (+0,2% t/t). La colpa è in parte dei temuti venti contrari post-Superbonus. La componente interna ha contribuito positivamente alla crescita, mentre le esportazioni nette hanno trascinato al ribasso l'attività complessiva. Questa stima preliminare fa seguito a una recente revisione dei conti nazionali, che indicava un livello di attività più elevato per il periodo 2021-2023. Tuttavia, ciò significa anche che l'effetto di trascinamento per il 2024

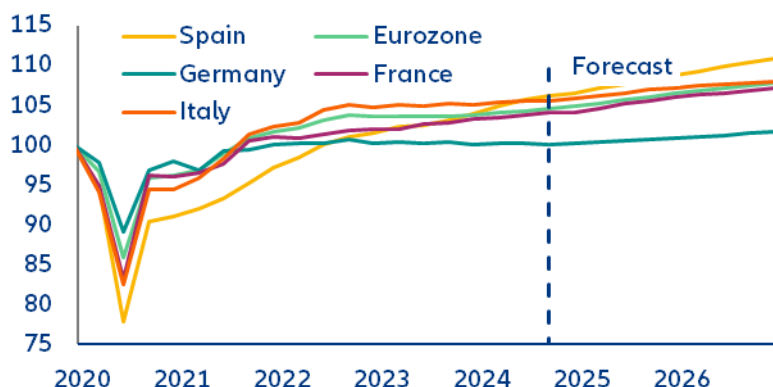
è solo dello 0,4%, portando potenzialmente a una revisione "meccanica" al ribasso delle nostre previsioni sul PIL per il 2024 (+0,8% nell'ultimo scenario).

Nel frattempo, la Spagna continua a distinguersi in termini di performance economica, registrando un altro solido +0,8% t/t nel 3° trimestre. Il PIL è ora del 6,6% superiore ai livelli pre-pandemia e la crescita spagnola è il doppio della media dell'Eurozona. I consumi interni hanno guadagnato terreno: la spesa delle famiglie è cresciuta del +1,1% t/t e i consumi pubblici del +2,2%. Allo stesso tempo, gli investimenti sono diminuiti del -0,7%, in parte a causa del lento assorbimento dei fondi NGEU (finora sono stati ricevuti 48,3 miliardi di euro, pari al 30% della dotazione totale). Infine, le esportazioni e le importazioni di beni e servizi sono aumentate rispettivamente del +0,9% e del +1,2%, segnalando ancora forti entrate dall'attività turistica durante l'estate. Anche se ci aspettiamo che il ritmo di crescita si raffreddi nei prossimi trimestri, il PIL spagnolo continuerà a superare quello dei suoi omologhi dell'Eurozona (Figura 8).

Figura 7: Contributi al PIL (EZ, DE, IT per il 3° trimestre sono stime di Allianz Research) %



Figura 8 - Livello del PIL reale, indice (4° trimestre 2019 = 100)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nel frattempo, l'inflazione nell'Eurozona ha sorpreso al rialzo a ottobre, salendo al 2,0% a/a dall'1,7% di settembre (Figura 9). L'inflazione core è rimasta invariata al 2,7% a/a, ma entrambi i numeri sono stati leggermente superiori al consenso e alle nostre stime. Gli effetti base sfavorevoli hanno giocato un ruolo, ma è stata ancora una volta l'inflazione dei servizi a non decelerare ed è rimasta invariata al 3,9% a/a, un livello intorno al quale si aggira da un anno senza mostrare alcun segno di decelerazione. Allo stesso tempo, la deflazione energetica è continuata, attestandosi attualmente a -4,6% a/a.

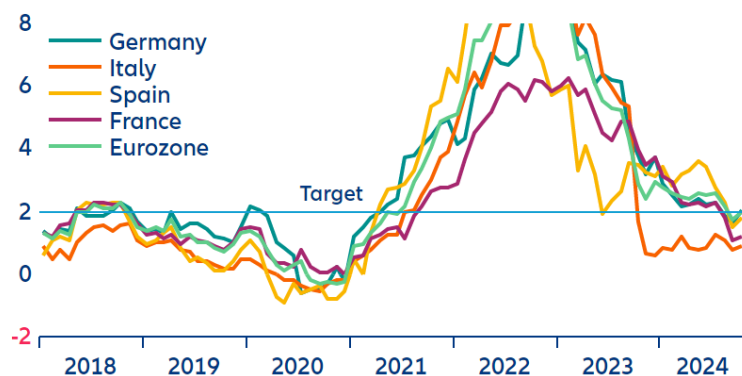
L'IPC **tedesco** è salito al +2,0% su base annua a ottobre, rispetto al +1,6% di settembre, riflettendo un aumento mensile del +0,4%. Nonostante questo aumento, le pressioni disinflazionistiche sono rimaste evidenti, in particolare con i prezzi dell'energia in calo del -5,5%. Ma anche le pressioni tornano ad aumentare: mentre i prezzi dei generi alimentari sono aumentati a +2,3%, anche l'inflazione core è aumentata, raggiungendo il +2,9% rispetto al +2,7% del mese precedente. L'inflazione dei beni è passata da disinflazionistica del mese precedente a +0,4% a causa dell'aumento dei costi delle importazioni. Nel frattempo, l'inflazione dei servizi è salita al +4,0%, rispetto al +3,8% di settembre, e dovrebbe rimanere elevata poiché si prevede un'ulteriore crescita dei salari.

In **Francia**, l'inflazione è rimasta molto bassa a ottobre, attestandosi a +1,2% (+0,1 punti percentuali rispetto a settembre). È stato spinto al rialzo dall'allentamento della deflazione nel settore energetico (dove la deflazione è scesa dal -3,3% a/a al -2% a/a). L'inflazione di generi alimentari e beni alimentari ha continuato a essere molto debole, rispettivamente a +0,6% e -0,2%. Nel frattempo, l'inflazione dei servizi ha continuato a diminuire a +2,2% a/a (-0,2 punti percentuali), il livello più basso da febbraio 2022. L'indebolimento della crescita dei salari e le indagini sulle imprese indicano che l'inflazione francese continuerà a essere ben ancorata al di sotto del 2% in vista del 2025.

Come previsto, l'inflazione **italiana** è leggermente aumentata a ottobre, scendendo allo 0,9% a/a dallo 0,7% del mese precedente, mentre le pressioni sui prezzi nel corso del mese sono state contenute. La lieve accelerazione dell'inflazione riflette principalmente l'aumento dei prezzi dei beni alimentari (da +1,1% a/a a +2,4%), che ha compensato l'ulteriore calo dei prezzi dell'energia (da -8,7% a -9,1% a/a). È incoraggiante che i prezzi dei servizi si siano ammorbiditi.

L'inflazione flash in **Spagna** è salita all'1,8% a/a a ottobre dall'1,5% del mese precedente, principalmente a causa dell'aumento dei prezzi del carburante e dei prezzi dell'elettricità e del gas (che erano diminuiti nell'ottobre 2023). L'inflazione core è salita leggermente al 2,5% dal 2,4%.

Figura 9: Inflazione nelle economie dell'Eurozona, % a/a



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

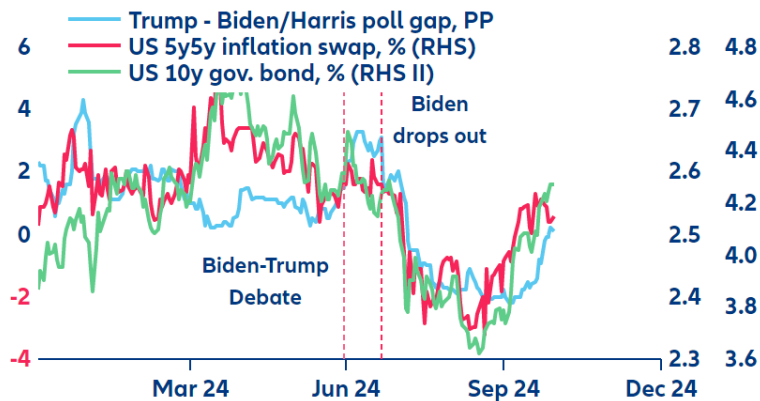
L'Eurozona è certamente alle prese con sfide idiosincratice, ma non può trascurare l'imminente grande evento politico che ci attende. Una potenziale vittoria repubblicana alle prossime elezioni statunitensi della prossima settimana e la conseguente attuazione di tariffe più elevate si faranno probabilmente sentire dall'altra parte dell'Atlantico. Tuttavia, l'impatto dovrebbe essere limitato in quanto altri fattori contrasterebbero i rischi al ribasso per la crescita: il calo dei prezzi del petrolio e la ripresa degli scambi commerciali con il resto del mondo potrebbero ampiamente controbilanciare il freno dovuto alla diminuzione della domanda statunitense di beni europei. È probabile che l'inflazione più bassa acceleri i tagli dei tassi da parte della BCE, il che dà ancora una volta un po' di vento in poppa alla crescita. In conclusione: prevediamo che il PIL e l'inflazione dell'Eurozona saranno inferiori di circa 0,1-0,4 punti percentuali rispetto alle nostre attuali prospettive per il 2025 e il 2026 (crescita dell'1,4%, inflazione del 2,0% ciascuna), a seconda dell'entità di una potenziale guerra commerciale.

Elezioni USA: prepararsi alla volatilità dei mercati prima e dopo il 5 novembre

Mentre aumentano le probabilità di una vittoria repubblicana alle elezioni americane della prossima settimana, il cosiddetto Trump trade ha ripreso slancio. Nelle ultime settimane, i sondaggi e i mercati delle scommesse si sono spostati in modo significativo verso una vittoria repubblicana nelle elezioni statunitensi della prossima settimana. In questo contesto, il cosiddetto Trump-trade ha ripreso slancio. L'aumento delle aspettative di inflazione a lungo termine ha spinto verso l'alto la curva dei rendimenti statunitensi (Figura 10). Un altro motivo per l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato è l'aumento dei premi al rischio, poiché la presidenza Trump, e in particolare la vittoria repubblicana, sembra destinata a essere espansiva dal punto di vista fiscale, oltre ai già ampi deficit. L'operazione con Trump ha anche portato a un notevole aggiustamento in tutti i settori. Le scorte di combustibili fossili sono aumentate, ad esempio, mentre le scorte di energia rinnovabile hanno sofferto (figura 11). Inoltre, hanno guadagnato anche le azioni delle società che beneficeranno di tariffe più elevate (riassunte nel cosiddetto indice di reshoring americano), insieme alle azioni delle piccole e medie imprese (Figura 12). Allo stesso tempo, Bitcoin è vicino a un nuovo massimo storico poiché Trump ha più volte dimostrato il suo sostegno alle criptovalute e a Bitcoin in particolare⁴.

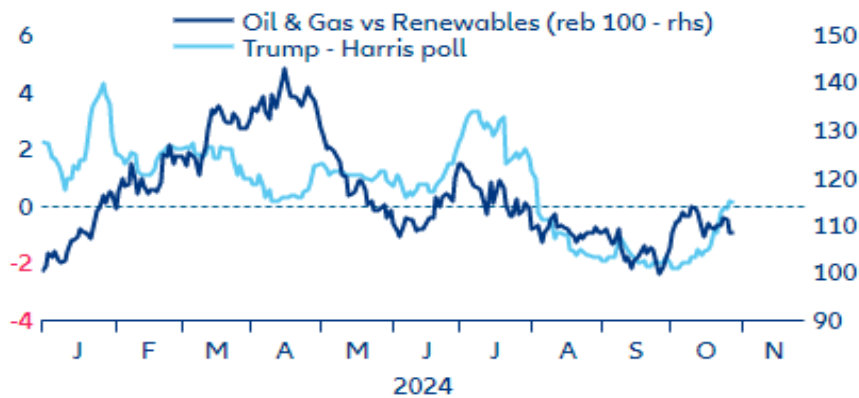
⁴ Consulta le nostre ultime prospettive economiche globali per una visione approfondita delle prospettive dell'economia statunitense: [Global Economic Outlook 2024-2026: il grande atto di equilibrio](#).

Figura 10: Sondaggi Trump – Harris rispetto alle aspettative di inflazione a lungo termine e ai rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni



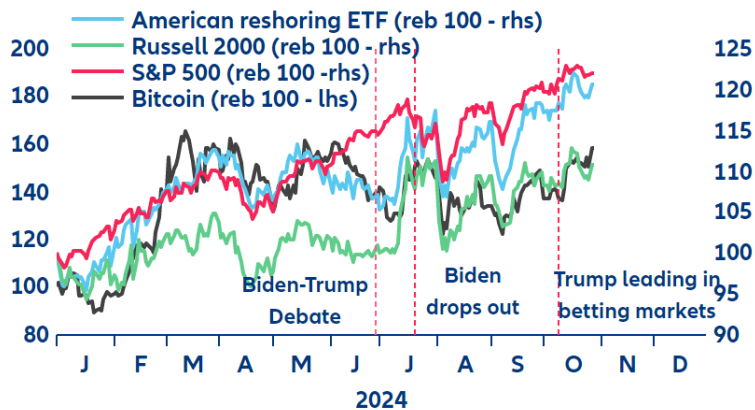
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 11: Petrolio e gas vs energie rinnovabili e sondaggi elettorali



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figure 12: Global equity market indices (rebased to 100)

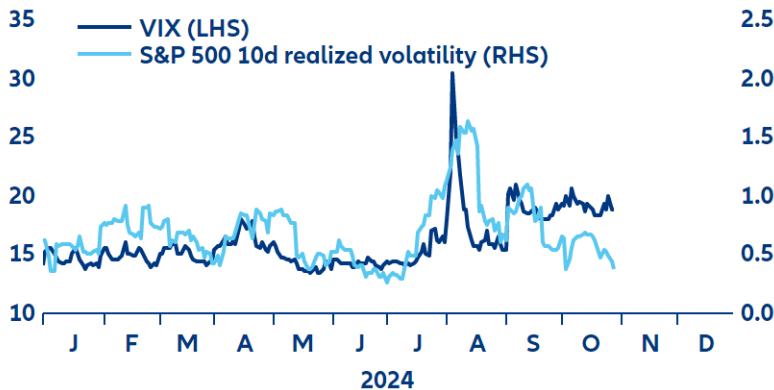


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Poiché l'esito delle elezioni è ancora un lancio di moneta, i mercati si stanno preparando alla volatilità. Anche se le possibilità di una vittoria di Trump sono aumentate di recente, le probabilità attuali sono ancora abbastanza vicine. Ciò significa che i mercati dovranno riaggiustarsi, indipendentemente da chi vincerà. Di conseguenza, questa

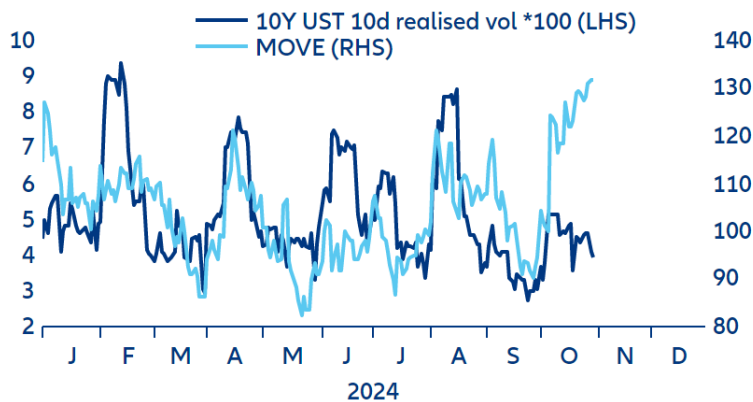
incertezza ha portato a un notevole aumento della volatilità attesa in tutte le asset class. L'attività di copertura nei mercati delle opzioni è aumentata notevolmente, indicando che gli investitori si stanno preparando a potenziali oscillazioni del mercato. Nei mercati azionari, l'indice VIX, che si basa sulle opzioni utilizzate per coprire i movimenti dell'S&P500 nei prossimi trenta 30 giorni, è salito significativamente al di sopra della recente volatilità realizzata (Figura 13). In modo analogo, l'indice MOVE, che misura la volatilità attesa nei Treasury statunitensi sulla base delle opzioni, è ora significativamente al di sopra della volatilità realizzata (Figura 14). Questo modello insolito mostra che i mercati prevedono un aumento della volatilità in futuro.

Figura 13: Volatilità realizzata e attesa dell'indice S&P500



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 14: Volatilità realizzata e attesa dei Treasury USA a 10 anni



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Se gli Stati Uniti starnutiscono, l'Europa prenderà il raffreddore. È probabile che un'impennata della volatilità negli Stati Uniti superi i confini e abbia ripercussioni sugli asset europei, poiché le correlazioni oltreoceano, in particolare per gli asset rischiosi, tendono a convergere verso uno scenario di regime al ribasso o ad alta volatilità. Tuttavia, le condizioni iniziali sono importanti, nonostante il comportamento simile osservato fino alla metà del 2024, in quanto le tendenze globali come il ciclo accomodante delle banche centrali, il reshoring, l'intelligenza artificiale, la difesa e il clima hanno guidato la performance. A giugno 2024, le questioni interne in Europa, la scarsa performance economica e l'esacerbazione dell'instabilità politica, in particolare in Francia, hanno limitato la performance. Ciò significa che, nonostante la correlazione storica tra gli asset statunitensi ed europei nei movimenti al ribasso, le argomentazioni europee molto più basse sono più deboli rispetto a quelle statunitensi, creando sia un certo cuscinetto sia offrendo argomenti più forti basati sulle valutazioni, almeno nel breve periodo, in caso di una consistente correzione del mercato.

Le agende economiche di entrambi i candidati differiscono in modo sostanziale, quindi i mercati finanziari reagiranno rapidamente , in un modo o nell'altro⁵. Con un approccio più aggressivo ai dazi, ai tagli fiscali e alla deregolamentazione del settore petrolifero e del gas, le politiche economiche di Trump suggeriscono pressioni inflazionistiche future⁶. Al contrario, l'agenda di Harris propende per una moderata stretta fiscale e una spesa sociale finalizzata alla ripresa economica. Le forti differenze in queste prospettive economiche si rifletteranno nella risposta del mercato mercoledì prossimo, ma anche più avanti. La Tabella 2 riassume la nostra visione dell'intervallo inferiore e superiore dei possibili risultati. Assegniamo una probabilità ex ante del 50% di continuità politica, che comporterebbe un moderato inasprimento fiscale e aumenti dei dazi, principalmente rivolti alla Cina. Questo scenario è in gran parte allineato a una vittoria democratica alle elezioni della prossima settimana. In caso di vittoria repubblicana, e a seconda che il partito si assicuri solo la presidenza o anche il Congresso, maggiore è il rischio di uno scenario al ribasso per i mercati (20% di probabilità). Questo scenario al ribasso include lo scoppio di una guerra commerciale su vasta scala, con dazi effettivi negli Stati Uniti che salgono al 12% e ripercussioni da altre nazioni, tra cui la Cina e l'Eurozona, un'immigrazione più severa e una conseguente crescita economica più debole e un deficit più ampio.

Nel settore del reddito fisso, ci aspettiamo rendimenti ancora più elevati in caso di vittoria di Trump, e il contrario in caso di vittoria di Harris. Se Trump dovesse ottenere la vittoria, una guerra commerciale potenzialmente dirompente potrebbe spingere l'inflazione annuale verso il 4% di nuovo nel 2025, il che implica che la Fed sarà riluttante a procedere con i 140 punti base di tagli dei tassi attualmente prezzati. Nonostante un significativo rallentamento dell'economia statunitense, la Fed potrebbe persino essere costretta ad aumentare nuovamente i tassi di riferimento. Se i mercati dovessero scontare rapidamente uno scenario del genere dopo una potenziale vittoria dei repubblicani, assisteremmo probabilmente a uno spostamento al rialzo dell'intera curva dei rendimenti statunitensi. Data la combinazione di prospettive più alte per la Fed più alte più a lungo e di un significativo slittamento fiscale, i mercati spingerebbero al rialzo i rendimenti statunitensi sia a breve che a lungo termine. Non si può escludere il rischio di un momento simile a quello di Truss negli Stati Uniti.⁷ Pertanto, nel nostro scenario al ribasso, vedremo i rendimenti a 10 anni salire di altri 40 pb dall'attuale livello del 4,2% prima di arretrare verso la fine dell'anno, poiché probabilmente ci sarebbero alcune voci di indebolimento da parte della Fed o dello stesso Trump in uno scenario del genere. In Europa, la reazione obbligazionaria sarebbe molto più modesta, in quanto una politica commerciale dirompente degli Stati Uniti smorzerebbe leggermente la crescita economica europea senza aumentare l'inflazione, provocando tagli continui o addirittura accelerati dei tassi da parte della BCE. Tuttavia, a causa dell'elevata correlazione tra i Bund tedeschi e i Treasury statunitensi (beta di circa 0,3), dopo le elezioni è possibile un certo movimento al rialzo a breve termine dei rendimenti tedeschi a 10 anni. Analogamente, gli spread dei titoli di Stato dell'Eurozona potrebbero ampliarsi in un contesto più rischioso, ma poiché il rischio è guidato dagli Stati Uniti, l'impatto sarebbe minore. In tale scenario, gli spread a 10 anni italo-tedeschi potrebbero ampliarsi di 20-30 pb.

⁵ Consulta il nostro rapporto [A cosa guardare: 20 settembre 2024](#) per una panoramica delle divergenti politiche climatiche dei candidati.

⁶ Si veda il nostro rapporto [Trumponomics: il seguito](#) dell'impatto economico in diversi scenari di Trump.

⁷ Nel settembre 2022, il primo ministro britannico Liz Truss ha annunciato politiche che hanno peggiorato le prospettive fiscali. In meno di 10 giorni, i rendimenti britannici a 10 anni sono saliti di oltre 130 pb, raggiungendo il 4,5%.

Tabella 2: Sintesi dello scenario dei mercati dei capitali

US Elections Capital Markets Scenarios								
Election Outcomes			Democratic Sweep	Harris w/ split congress	Trump w/ split congress	Republican Sweep		
Market Indicators (eoy figures)	Unit	Latest Data point (29 th Oct.)	Baseline (50%) Policy Continuity			Downside (20%) Disruptive trade policy		
			2024	2025	2026	2024 (Max Drawdown)	2025	2026
Fixed Income – Government								
10y UST yield	%	4.3	3.9	3.7	3.7	4.3 (4.6)	4.4	3.4
10y Bund yield	%	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3 (2.5)	2.0	1.7
10y BTP spread	bps	123	130	120	100	130 (150)	190	160
EM HC spread	bps	190	230	220	210	230 (280)	360	290
Fixed Income – Corporate								
US IG Credit spread	bps	84	100	90	85	110 (130)	200	160
EUR IG Credit spread	bps	101	120	110	100	130 (140)	180	150
Equities								
S&P 500	y/y% - TR	24	13	8	9	11 (7)	-15	10
Eurostoxx	y/y% - TR	11	10	8	7	9 (4)	-13	8
MSCI EM in USD	y/y% - TR	14	7	7	8	6 (3)	-19	8
FX								
EUR USD	\$ per €	1.08	1.10	1.10	1.11	1.07 (1.02)	1.03	1.07

Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nota: i colori dei risultati elettorali indicano gli scenari economici/di mercato collegati a tale risultato politico. Il nostro terzo scenario, una guerra commerciale contenuta in caso di una presidenza Trump più pragmatica (25% di probabilità prima delle elezioni, ma maggiore probabilità condizionata se viene eletto un presidente repubblicano) si colloca tra i due scenari estremi in termini di impatto sia economico che di mercato. Il restante 5% è riservato alla possibilità non trascurabile di un rischio di coda o di un evento six-sigma.

Sul mercato del credito, riteniamo che ci sarà resilienza nonostante il potenziale ampliamento degli spread. I fondamentali del credito societario si sono rafforzati negli ultimi mesi, beneficiando del calo dell'inflazione e dello spostamento verso gli asset a reddito fisso in un contesto di prospettive economiche più stabili. Tuttavia, se una vittoria repubblicana dovesse portare a un aumento della volatilità, potremmo assistere a un temporaneo ampliamento degli spread creditizi, in particolare con la reazione degli investitori all'incertezza politica. Nonostante questi rischi, il mercato del credito nel suo complesso rimane ben posizionato, con revisioni al rialzo dei rating del credito che forniscono un cuscinetto contro potenziali movimenti avversi. Di conseguenza, è probabile che qualsiasi ampliamento degli spread dovuto all'esito politico sia contenuto e temporaneo, con un potenziale aumento di 30-50 pb se i mercati scontano nel nostro scenario di ribasso politico, ma limitato a circa 20-30 pb fino alla fine dell'anno. Di conseguenza, vediamo un potenziale di compressione degli spread di circa 10-20 pb se i mercati si posizionano temporaneamente verso il peggio.

Le elevate valutazioni azionarie negli Stati Uniti rendono l'asset class vulnerabile ai cambiamenti del sentiment di mercato dovuti a fattori politici. I mercati azionari sono stati costantemente sostenuti dai tagli dei tassi d'interesse globali, indicando un cambiamento strutturale nelle dinamiche di mercato. Tuttavia, le tendenze globali come l'intelligenza artificiale, la difesa e il reshoring americano stanno iniziando a rallentare, segnalando un potenziale consolidamento in questi settori. In questo contesto, la diversificazione tra diverse regioni e settori sta diventando essenziale. Nello scenario di base, i rendimenti annuali delle azioni dei mercati sviluppati dovrebbero rimanere nell'intervallo del 7-10% nei prossimi tre anni. Nonostante queste prospettive relativamente positive, il rischio di concentrazione del mercato rimarrà molto presente, con un piccolo gruppo di società – come le "Magnificent 7" negli Stati Uniti e le "Granolas" in Europa – che rappresenteranno la maggior parte dei rendimenti. Questa concentrazione continuerà a esporre i mercati a una potenziale sottoperformance se i settori o le società chiave dovessero affrontare sviluppi avversi. Tenendo conto di ciò e data l'attuale volatilità prevista, prevediamo ribassi massimi del -13% per le azioni statunitensi e del -6% per le azioni europee rispetto ai livelli attuali. Dal punto di vista geografico, i mercati europei potrebbero essere meno colpiti a causa di metriche di valutazione più

favorevoli e di condizioni iniziali più basse. È interessante notare che, anche se il nostro scenario ribassista si concretizzasse, i mercati azionari hanno costruito un cuscinetto sufficientemente solido da inizio anno, consentendo agli indici globali di chiudere potenzialmente il 2024 in territorio positivo (+5% a +7%).

Nel frattempo, gli asset dei mercati emergenti stanno guadagnando slancio, ma una vittoria di Trump potrebbe invertire questa traiettoria. L'inizio del ciclo di allentamento degli Stati Uniti in uno scenario non recessivo ha sollevato gli animi animali e riportato gli investitori verso gli asset dei mercati emergenti. Nonostante gli spread già ridotti rispetto alla media storica di lungo periodo, gli spread delle valute forti dei mercati emergenti hanno continuato a comprimersi nel 3° trimestre. Tuttavia, ci aspettiamo un significativo aumento del rischio se i repubblicani dovessero vincere, soprattutto se i mercati scontassero rapidamente lo scenario al ribasso. In questa situazione, è probabile che gli investitori diventino cauti in risposta alle crescenti tensioni geopolitiche e all'incertezza politica e commerciale. In questo scenario, ci aspettiamo che gli spread aumentino di 100 pb a circa 280 pb entro la fine dell'anno. Ciò è in contrasto con il nostro scenario di base, in cui prevediamo un'espansione più modesta di ~50 pb nello stesso periodo. Se lo scenario ribassista dovesse concretizzarsi, il trend di avversione al rischio si estenderebbe probabilmente fino al 2025, con gli investitori che si tratteneranno dagli asset più rischiosi dei mercati emergenti e chiederanno un aumento del premio per il rischio. Sul fronte azionario, un aumento sostanziale dei dazi in caso di vittoria di Trump avrebbe un impatto significativo anche sui mercati azionari dei mercati emergenti, in quanto peserebbe pesantemente sulle esportazioni cinesi, uno dei principali motori della sua crescita economica negli ultimi due anni. La Cina esercita un'influenza sostanziale sulle azioni dei mercati emergenti, sia perché rappresenta più di un quarto del peso dell'indice azionario dei mercati emergenti, sia grazie agli ampi legami commerciali. Di conseguenza, l'indice generale dei mercati emergenti potrebbe scendere fino al -10% rispetto ai livelli attuali, chiudendo potenzialmente l'anno con un modesto rendimento totale di circa il +3%. Questa flessione sarebbe probabilmente aggravata da un contesto di tassi d'interesse elevati negli Stati Uniti, da un rallentamento della crescita economica globale e dall'indebolimento della propensione al rischio degli investitori, che eserciteranno un'ulteriore pressione sulle azioni dei mercati emergenti per tutto il 2025 se lo scenario al ribasso si concretizzerà.

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

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

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