

Allianz Research | 28 Maggio 2025

l'Europa messa alla prova dai dazi statunitensi, la BCE di nuovo neutrale e il ritorno dei premi a termine

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

Ana Boata
Responsabile della Ricerca
Economica
ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Economista senior
maxime.darmet@allianz-trade.com

Françoise Huang
Economista senior
francoise.huang@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Senior Investment Strategist ed
Economista dell'Eurozona
bjoern.griesbach@allianz.com

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

Ano Kuhanathan
Responsabile Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Alper Bastoncu
Assistente di ricerca
alper.bastoncu@allianz.com

In sintesi

- **I dazi statunitensi mettono alla prova l'Europa** Gli Stati Uniti hanno sospeso la proposta di aumento dei dazi di 50 punti percentuali sui beni dell'UE – originariamente prevista per il 1° giugno – fino al 9 luglio, a causa dei tesi colloqui commerciali. Un tale aumento aumenterebbe i dazi medi statunitensi sulle importazioni dell'UE dal 9% a circa il 30%, rischiando di perdere 100 miliardi di euro di esportazioni dell'UE, equivalenti allo 0,5% del PIL dell'UE, con macchinari e automobili e agroalimentari particolarmente a rischio, soprattutto in Germania, Italia e Francia. Ma anche gli Stati Uniti risentirebbero, con l'inflazione in aumento di 0,4 punti percentuali e la crescita ridotta di -0,2 punti percentuali. Per ora, l'UE sta mettendo in piedi un fronte frammentato, con alcuni Stati membri che sostengono una risposta ferma, mentre altri sono cauti nell'aggravare gli Stati Uniti o compromettere i loro interessi economici nazionali. Si stanno prendendo in considerazione anche concessioni come le importazioni di GNL e prodotti agricoli, gli adeguamenti fiscali digitali e la cooperazione in materia di difesa, ma l'UE deve trovare un consenso tra gli Stati membri per evitare una risposta disgiunta o diluita che impedirebbe un significativo sollievo commerciale e minerebbe la credibilità della diplomazia transatlantica.
- **La BCE si avvicina alla neutralità, ma sono probabili altri tagli** Nella prossima riunione del 5 giugno, ci aspettiamo che la BCE abbassi il tasso sui depositi al 2,00%, raggiungendo l'autoproclamato tasso neutrale dopo un anno di tagli dei tassi. I dati recenti hanno dipinto un quadro contrastante: mentre l'inflazione ha sorpreso al rialzo, presumibilmente a causa della data tardiva della Pasqua, i dati dei sondaggi e i conti nazionali continuano a segnalare una crescita poco brillante nell'Eurozona. La preoccupazione più pressante è l'elevata incertezza globale, in particolare per quanto riguarda la politica commerciale degli Stati Uniti. Anche se ci aspettiamo che l'ultima raffica di minacce tariffarie (+50 punti percentuali) venga negoziata al ribasso, è probabile che la persistente incertezza smorzi il sentiment e offuschi qualsiasi rimbalzo economico a breve termine. Manteniamo la nostra previsione di tasso terminale dell'1,5% per quest'anno, con un leggero rischio di rialzo. Nel frattempo, l'inasprimento quantitativo passivo dovrebbe procedere a pieno ritmo finché gli spread dell'Eurozona rimarranno stabili.
- **I premi a termine da Tokyo a Berlino sono in aumento e i rischi sottostanti diventano globali** Il mercato obbligazionario globale ha assistito a un significativo irripidimento ribassista nella parte ultra-lunga della curva. I rendimenti a 30 anni sono aumentati di 30-80 pb da inizio anno, mentre la ripidità a 10 anni-30 anni è aumentata di 20-30 pb,

trainata da un riprezzamento sincronizzato dei premi a termine in risposta alle incertezze strutturali, come i rischi di inflazione al rialzo, le tensioni geopolitiche e l'aumento dei rischi fiscali. Il predominio dei Treasury USA nel segmento ultra-long ha amplificato questa tendenza. L'accelerazione è un segnale di avvertimento per lo stress di durata globale. Ci aspettiamo che le banche centrali evitino un crollo totale del mercato. Tuttavia, è probabile che la parte ultra-lunga delle curve dei rendimenti globali rimanga elevata e ripida più a lungo, con l'attenuarsi dell'effetto frenante del quantitative easing (QE) e il prevalere delle incertezze.

I dazi statunitensi mettono alla prova l'Europa

Una tariffa del 50% sarebbe uno scenario perdente a breve termine. Le relazioni commerciali tra Stati Uniti e UE sono state gettate in una nuova incertezza in seguito all'annuncio degli Stati Uniti, il 23 maggio, di una potenziale tariffa del 50% sulle merci dell'UE, una drammatica escalation rispetto all'aumento di 20 punti precedentemente previsto per il "Liberation Day". Originariamente previste per il 1° giugno, le tariffe proposte sono state ora sospese fino al 9 luglio, a seguito di contatti diplomatici e di un accordo provvisorio per proseguire i negoziati su basi più decisive. Sebbene oltre il 40% delle importazioni statunitensi dall'UE eviterebbe i dazi a causa di esenzioni settoriali (ad esempio prodotti farmaceutici, semiconduttori ed elettronica), i dazi medi statunitensi sui beni europei aumenterebbero comunque da circa il 9% a circa il 30%. Ciò aumenterebbe i dazi globali sulle importazioni statunitensi dal 12% a circa il 16%, avvicinandosi a livelli considerati recessivi. L'UE è il principale partner degli Stati Uniti per le importazioni, con importazioni totali che raggiungeranno i 618 miliardi di dollari nel 2024, davanti al Messico (510 miliardi di dollari), alla Cina (463 miliardi di dollari) e al Canada (422 miliardi di dollari). Se attuati, stimiamo che i dazi statunitensi sull'UE aumenterebbero l'inflazione statunitense di 0,4 punti percentuali e colpirebbero la crescita del PIL statunitense di -0,2 punti percentuali, minacciando così di far deragliare le già tiepide prospettive di crescita di +1,3-1,5% per il 2025. Da parte europea, l'aumento dei dazi potrebbe innescare perdite nelle esportazioni per oltre 100 miliardi di dollari, pari a circa lo 0,5% del PIL dell'UE, un colpo di portata simile a quello che probabilmente subirà la Cina dopo il recente accordo con gli Stati Uniti. Più specificamente, i paesi che dipendono fortemente dalle esportazioni statunitensi, come la Germania e l'Irlanda, subirebbero perdite significative. Il PIL della Germania potrebbe scendere fino al -0,6%, mentre l'Irlanda potrebbe perdere fino al -3,4%, soprattutto se le esportazioni farmaceutiche ne risentiranno. Dal punto di vista del settore europeo, le industrie di macchinari e attrezzature, chimiche, automobilistiche e agroalimentari sono particolarmente vulnerabili. Le perdite delle esportazioni nel solo settore dei macchinari e delle attrezzature potrebbero ammontare a 6,7 miliardi di dollari per la Germania, 2,6 miliardi di dollari per l'Italia e 1,5 miliardi di dollari per la Francia (si veda la Figura 1). Questi sviluppi rafforzano le nostre aspettative di un orientamento accomodante da parte della BCE, con previsioni per il tasso terminale all'1,5%.

Figura 1: I 10 settori europei più colpiti dalle esportazioni

Paese	Settore	Esportazioni (miliardi di dollari)	Perdita massima dalle esportazioni (miliardi di USD)
Germania	Macchinari e attrezzature	35.5	6.7
Germania	Produttori automobilistici	29.7	5.6
Italia	Macchinari e attrezzature	13.7	2.6
Irlanda	Chimica - Industria e altro	10.7	2.0
Francia	Mezzi di trasporto	8.1	1.5
Francia	Macchinari e attrezzature	7.8	1.5
Irlanda	Chimica - Plastica e gomma	7.4	1.4
Italia	Agroalimentare - Produzione di alimenti e bevande	7.1	1.3
Italia	Tessile - Abbigliamento e calzature	6.7	1.3
Slovacchia	Produttori automobilistici	6.6	1.2

Fonti: UNCTAD, Allianz Research

L'UE sta mettendo in piedi un fronte frammentato, che deve ancora raggiungere un consenso. Nonostante l'interesse condiviso di evitare una dannosa guerra tariffaria, l'UE ha faticato a presentare una posizione pienamente unitaria. Mentre le istituzioni di Bruxelles sono favorevoli a una risoluzione rapida, permangono divisioni interne sulla portata e sul contenuto delle contromisure e delle concessioni dell'UE. Alcuni Stati membri sostengono una risposta ferma, spingendo per una ritorsione calibrata contro le esportazioni sensibili degli Stati Uniti. Una bozza di lista dell'UE include fino a 95 miliardi di euro di dazi di ritorsione sui beni statunitensi, tra cui 10,5 miliardi di euro nel settore aerospaziale, 10,3 miliardi di euro in ricambi auto, 6,4 miliardi di euro in prodotti agricoli e 7,2 miliardi di euro in apparecchiature elettriche, tra gli altri. Tuttavia, altri sono più cauti, diffidenti nell'aggravare gli Stati Uniti o nel compromettere i loro interessi economici nazionali. Sorgono anche divergenze su quanto l'UE dovrebbe offrire agli Stati Uniti in cambio di sgravi tariffari. All'inizio di quest'anno, l'UE ha proposto 50 miliardi di euro di importazioni aggiuntive dagli Stati Uniti, incentrate principalmente sul GNL e sui prodotti agricoli come la soia. Ma questo importo potrebbe essere inferiore alle aspettative per gli Stati Uniti, da cui l'UE ha importato merci per un valore di circa 370 miliardi di euro nel 2024, rispetto ai quasi 590 miliardi di euro dalla Cina o ai quasi 530 miliardi di euro delle esportazioni dell'UE verso gli Stati Uniti. L'amministrazione statunitense probabilmente si aspetta che l'Europa aumenti le importazioni dagli Stati Uniti di 100 miliardi di euro o più. Inoltre, ulteriori concessioni, in particolare su questioni politicamente sensibili come la tassazione digitale o i prelievi legati al clima, hanno suscitato disaccordi interni. Questo attrito all'interno dell'UE ha complicato la posizione negoziale di Bruxelles, anche se la Commissione europea mira ad accelerare le discussioni prima della scadenza del 9 luglio. Il rischio è una risposta disarticolata o diluita che non riesca a garantire un significativo sollievo commerciale, minando al contempo la credibilità dell'UE nella diplomazia transatlantica.

L'UE ha sotto la manica le carte di scambio. Di fronte alle pressioni degli Stati Uniti, l'UE ha iniziato a delineare un pacchetto commerciale più ampio volto a disinnescare le tensioni preservandogli interessi economici fondamentali. Queste opzioni, che variano in ambizione e fattibilità, mirano a creare un percorso reciprocamente vantaggioso (cfr. figura 2). Le proposte chiave includono idee già avanzate come l'aumento delle importazioni di GNL e prodotti agricoli, ma anche il rilancio di un quadro tariffario zero a zero per i beni industriali e l'ammorbidimento o l'adeguamento delle tasse digitali e il Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) per ridurre gli attriti con gli esportatori statunitensi. Alcuni membri dell'UE stanno anche valutando se la cooperazione in materia di difesa e sicurezza – compresi gli acquisti di attrezzature militari statunitensi e le iniziative congiunte – possa aiutare ad addolcire l'accordo più ampio. Poiché l'Europa mira ad aumentare la spesa per la difesa e ha un obiettivo di approvvigionamento del 50% di provenienza europea, ciò potrebbe consentire alle aziende statunitensi di

raggiungere i 75 miliardi di euro (ovvero il 50% dei fondi SAFE). Mentre alcune di queste opzioni offrono un chiaro vantaggio reciproco, altre incontrano resistenze interne all'interno dell'Europa. Come dimostrato dal disaccordo sull'accordo con il Mercosur, la liberalizzazione agricola solleva preoccupazioni negli Stati membri meridionali, mentre gli adeguamenti fiscali digitali sono politicamente sensibili in diverse capitali (ad esempio Dublin, Lussemburgo, ecc.). Ciononostante, Bruxelles ritiene che questi compromessi siano potenzialmente necessari per evitare conseguenze economiche molto più costose se i dazi dovessero procedere. Con meno di sei settimane per trovare una soluzione, i negoziati probabilmente si intensificheranno. Il fatto che questa situazione di stallo si traduca in un accordo duraturo o si trasformi in una vera e propria guerra commerciale dipende dalla volontà di entrambe le parti di raggiungere compromessi difficili. La pausa è temporanea e la posta in gioco è alta.

Figura 2: Tabella riassuntiva delle opzioni negoziali dell'UE

Merce di scambio	Descrizione	Rialzo per gli Stati Uniti	Vantaggio per l'UE	Paesi favorevoli
Aumento delle importazioni di GNL	Aumentare le importazioni dell'UE di GNL statunitense	Riduce il deficit commerciale e incrementa le esportazioni di energia degli Stati Uniti	Garantisce un approvvigionamento energetico stabile, diversifica le fonti	Germania, Paesi Bassi, Polonia
Acquisti di prodotti agricoli	Impegno ad acquistare più soia e carne bovina negli Stati Uniti	Sostiene il settore agricolo statunitense, politicamente importante	Mantiene l'accesso agricolo al mercato statunitense	Francia, Spagna, Italia
Accordo tariffario zero-per-zero (auto e industriali)	Eliminazione reciproca dei dazi sui principali beni industriali	Migliora l'accesso degli Stati Uniti al mercato dell'UE, una vittoria simbolica	Evita i principali dazi automobilistici, aumenta le esportazioni industriali	Germania, Slovacchia, Italia
Adeguamenti fiscali digitali	Ritardare o rielaborare le imposte sui servizi digitali rivolte alle imprese statunitensi	Protegge i giganti tecnologici statunitensi dall'aumento delle tasse	Crea spazio per accordi più ampi, evita controversie legali	Irlanda, Francia, Svezia
Flessibilità del meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere (CBAM)	Adeguare l'attuazione del CBAM per alleviare le preoccupazioni degli Stati Uniti	Riduce al minimo i costi degli esportatori statunitensi	Preserva la diplomazia commerciale e dimostra la leadership climatica	Germania, Danimarca, Francia
Cooperazione in materia di difesa e sicurezza	Aumentare la spesa dell'UE per le attrezzature di difesa statunitensi fino a 75 miliardi di euro	Segnali di unità alleata, potenziale impulso economico per il settore della difesa	Rafforza l'autonomia strategica, crea buona volontà	Polonia, Paesi Baltici, Francia

Fonte: Allianz Research

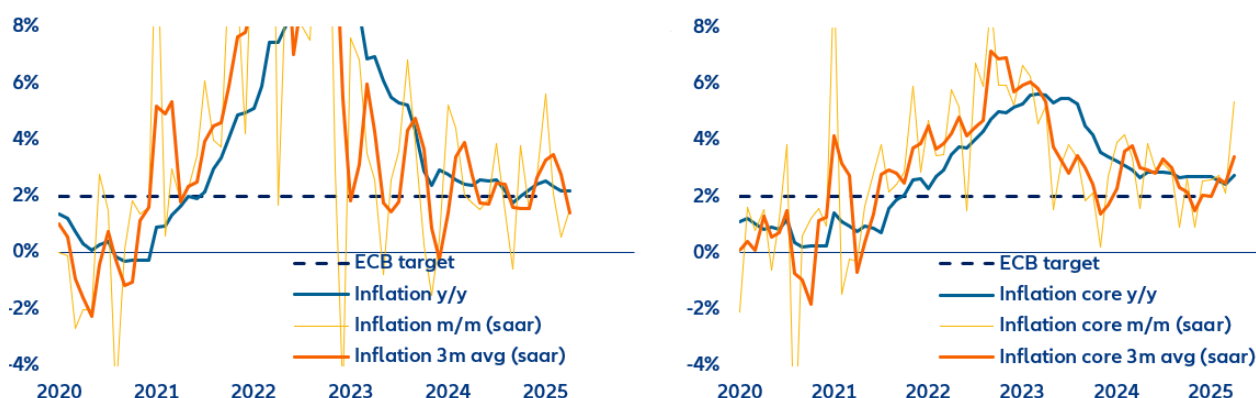
La BCE si avvicina alla neutralità, ma sono probabili ulteriori tagli

La BCE è pronta a effettuare un altro taglio dei tassi, spingendo il tasso di riferimento a neutralità. Nella prossima riunione del 5 giugno, la BCE dovrebbe abbassare nuovamente il tasso sui depositi di 25 punti base, portandolo al 2,0%. Ciò porta l'importo totale dell'allentamento a 200 pb da quando ha iniziato ad abbassare i tassi un anno fa. I mercati si aspettano ancora una volta un allentamento della politica monetaria, ma la grande domanda rimane:

cosa succederà dopo? Manteniamo la nostra richiesta di altri due tagli dei tassi all'1,5% per portare la BCE su una posizione leggermente accomodante.¹ L'elevata incertezza derivante dalla disputa commerciale in corso con gli Stati Uniti sta frenando gli investimenti e i consumi nell'Eurozona. L'indebolimento dell'economia statunitense, l'indebolimento dell'euro e la deflazione delle importazioni dalla Cina, anch'essa alle prese con l'eccesso di offerta, stanno ponendo le basi per un calo dell'inflazione e una crescita più debole, richiedendo quindi un maggiore allentamento monetario.

L'inflazione complessiva si aggira al di sopra dell'obiettivo, ma la recente impennata dell'inflazione core ha destato preoccupazione. L'inflazione complessiva è rimasta invariata ad aprile al 2,2% a/a, ma l'inflazione core è salita al 2,7% a/a, un massimo da nove mesi. Ancora più preoccupante è stato lo sviluppo sequenziale dei prezzi che esclude gli effetti base. I prezzi core destagionalizzati sono aumentati del 5,4% m/m su base annua, il balzo più alto in oltre due anni (Figura 3). Gli aumenti dei prezzi di aprile sono dovuti in gran parte all'inflazione dei servizi. Tuttavia, la maggior parte di ciò era correlato alle componenti di viaggio, suggerendo che la fine delle vacanze di Pasqua ha portato a un'anomalia con effetti base più elevati e problemi di aggiustamento stagionale. Riteniamo quindi che si tratti di un caso isolato e ci aspettiamo che la disinflazione continui in futuro. In effetti, prevediamo che l'inflazione scenderà significativamente al di sotto della soglia del 2% nella seconda metà di quest'anno, aprendo la strada a ulteriori tagli dei tassi. Ciò avviene in un contesto di prezzi del petrolio più bassi e di un euro più forte, che non solo ostacola la crescita attraverso il canale di esportazione, ma riduce anche i costi delle importazioni. Inoltre, la crescita dei salari è diminuita fortemente di recente, sia negli indicatori ufficiali (salari negoziati, retribuzioni orarie fino ai livelli del 2021 o del 2022) sia nel più recente e mensile Indeed Wage Tracker.

Figura 3: Inflazione primaria e core dell'Eurozona, a/a e sequenzialmente in %

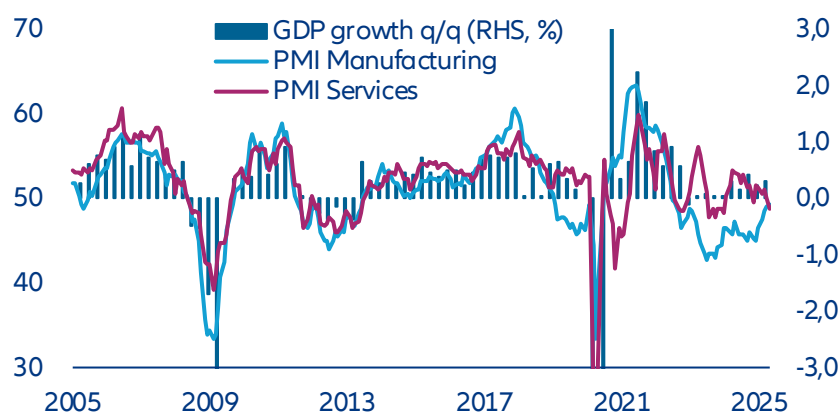


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Nel frattempo, i venti contrari dell'economia stanno aumentando a causa dell'incertezza che circonda i dati statunitensi. L'ultima serie di indici dei direttori degli acquisti (PMI) mostra un deterioramento del settore dei servizi di nuovo in territorio di contrazione con una lettura di 48,9 (valori inferiori a 50 indicano una contrazione). Anche il PMI manifatturiero è rimasto in zona rossa a 49,4 nonostante la recente ripresa (Figura 4). Allo stesso tempo, la fiducia dei consumatori sta diminuendo. Entrambi non sono una sorpresa, dato che l'incertezza economica globale ha superato i massimi registrati durante la pandemia di Covid-19. Sul lato positivo, il mercato del lavoro è ancora forte, con il tasso di disoccupazione che rimane al minimo storico del 6,2%. Tuttavia, il mercato del lavoro appare meno forte se si confronta il tasso di disoccupazione con il tasso di inflazione non accelerata della disoccupazione (NAIRU), che è diminuito nell'ultimo decennio, o con il recente calo del tasso di posti vacanti. Il modo in cui tutto ciò si rifletterà nelle aspettative aggiornate del personale che saranno pubblicate in questa riunione sarà attentamente osservato.

¹ La BCE ha precedentemente dichiarato che il tasso nominale neutro è attualmente compreso tra l'1,75% e il 2,25% (cfr. [Stime dei tassi naturali per l'area dell'euro: approfondimenti, incertezze e carenze](#))

Figura 4: Crescita del PIL e PMI dell'Eurozona, indice, %

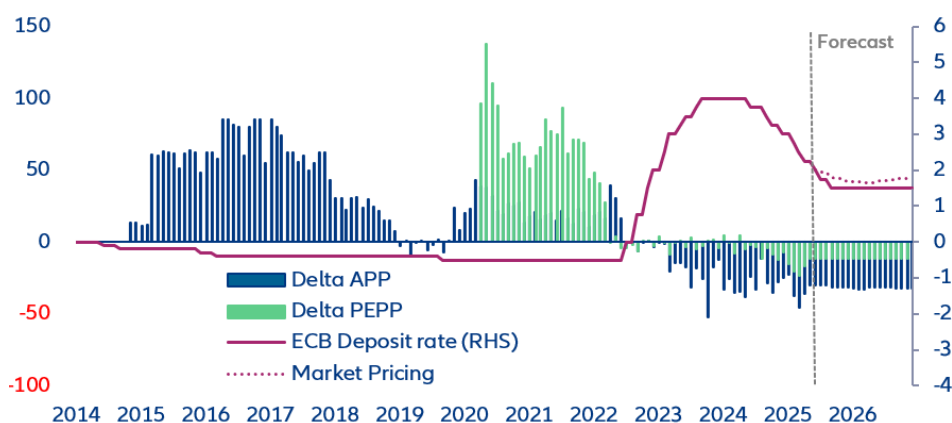


Fonti: LSEG Datastream, S&P Global, Allianz Research

In futuro, ci aspettiamo un ciclo di tagli continuo riunione per riunione, con un tasso terminale dell'1,5% da raggiungere entro settembre 2025. Ma permangono sia rischi al rialzo che al ribasso. Alla luce dei venti contrari dell'economia e del calo dell'inflazione al di sotto dell'obiettivo del 2%, manteniamo il nostro precedente obiettivo di tasso terminale dell'1,5% da raggiungere dopo altri due tagli dei tassi a luglio e settembre. I rischi sono simmetrici. Un aumento dei dazi di 50 punti percentuali, come minacciato dal presidente degli Stati Uniti Trump, indurrebbe probabilmente la BCE a fissare i tassi ancora più bassi. D'altro canto, se l'inflazione dovesse sorprendere di nuovo al rialzo a maggio, per il momento sono certamente fuori discussione ulteriori tagli dei tassi.

Il quantitative tightening (QT) dovrebbe procedere a pieno ritmo poiché il mercato dei titoli di Stato europei non mostra alcun segno di stress. Gli spread dell'Eurozona e i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono relativamente stabili in Europa. Ciò rafforza la fiducia della BCE nell'attenersi al processo di QT in corso. Dall'ultimo aggiustamento di gennaio per far uscire dal bilancio sia le obbligazioni PEPP che quelle APP, una media di 55 miliardi di euro al mese è uscita dal bilancio della BCE, leggermente superiore ai 40 miliardi di euro previsti in media quest'anno (Figura 5). Dati i costi che accompagnano il bilancio ancora molto ampio², la BCE è incentivata ad attenersi al QT in corso e ad allentare i tassi di interesse, a condizione che gli spread dei titoli di Stato rimangano stabili (Figura 6).

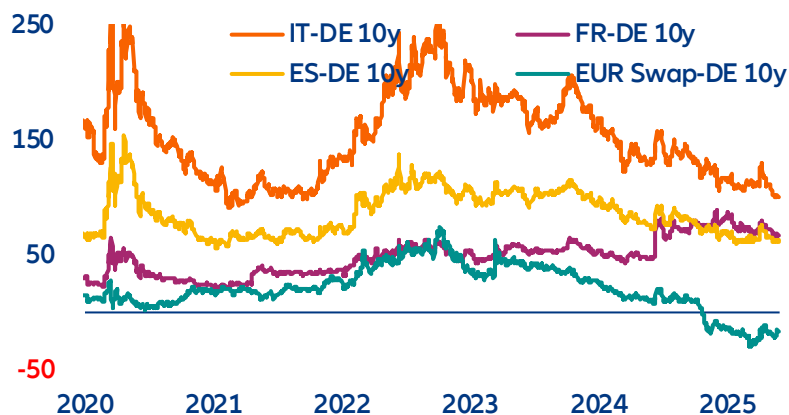
Figura 5: Allentamento quantitativo e inasprimento della BCE, miliardi di euro al mese e tasso di riferimento, %



Fonti: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research

² Vedi [2024_02_29_what_to_watch.pdf](#)

Figura 6: Spread dei titoli di Stato e degli swap dell'Eurozona rispetto alla Germania, pb



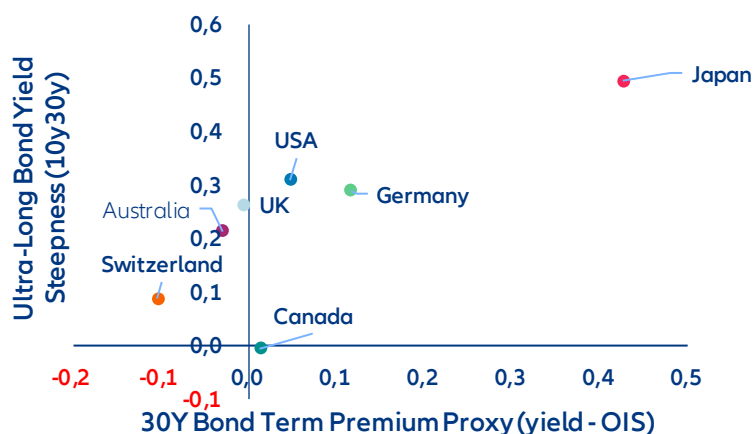
Fonti: Bloomberg, Allianz Research

I premi a termine da Tokyo a Berlino sono in aumento con i rischi sottostanti che diventano globali

Dopo molti anni di stabilità e appiattimento, la parte ultra-lunga delle curve dei rendimenti globali (30 anni e oltre) è aumentata notevolmente, con i rendimenti che si sono spostati da 30 a 80 pb verso l'alto e il segmento 10-30 anni che si è irripidato di 20-30 pb da inizio anno (Figura 7). Due fattori spiegano questo fenomeno globale: 1) il riprezzamento sincronizzato dei premi a termine e 2) il predominio dei Treasury statunitensi nel segmento ultra-lungo. I premi a termine sono in costante aumento da tre anni a causa dell'eliminazione dell'effetto frenante del Quantitative Easing (QE). Il recente riprezzamento dei premi a termine è il risultato del passaggio della narrativa macroeconomica dalla stagnazione secolare deflazionistica all'incertezza strutturale (Figura 8). Queste incertezze includono: *rischio di inflazione al rialzo* – le fluttuazioni intorno agli obiettivi di inflazione sono aumentate e ora sono inclinate al rialzo anche nel lunghissimo termine, come evidenziato dal tasso di inflazione di breakeven a 30 anni degli Stati Uniti che si è stabilizzato in un intervallo del 2,4%-2,6%, e dal Giappone e dalla Cina che si stanno allontanando come ancore deflazionistiche globali; *tensioni geopolitiche* – I mercati stanno scontando un sistema monetario globale più fragile in cui le partecipazioni obbligazionarie possono essere utilizzate come arma anche tra partner commerciali e alleati e, infine, *un aumento dei rischi fiscali*: i mercati stanno iniziando a prezzare uno scenario in cui il debito pubblico supera costantemente la crescita economica e l'offerta di debito, e la domanda si equilibrerà quindi a un tasso di equilibrio più elevato che potrebbe in ultima analisi mettere in discussione la sostenibilità fiscale.

Sebbene i premi a termine siano la forza trainante del trend generale al rialzo dei rendimenti ultra-lunghi, la recente accelerazione è principalmente una questione statunitense. Quando si estraggono fattori comuni dai movimenti dei rendimenti globali a 30 anni, il fattore principale, la variazione della duration globale, spiega oltre il 75% della variazione da inizio anno. Questo fattore si allinea strettamente con il rendimento degli Stati Uniti a 30 anni, sottolineando il predominio dei titoli del Tesoro statunitensi in questo segmento di scadenze. Solo in Giappone e in Svizzera fattori specifici spiegano una quota significativa delle recenti variazioni di rendimento. Il Giappone ha un premio al rischio di 50 pb a causa del recente sell-off da parte degli assicuratori nazionali, mentre la Svizzera ha un -20 pb attribuibile ai flussi di beni rifugio (Figura 9).

Figura 7: Ripidità rispetto al premio a termine (variazione da inizio anno in pp)

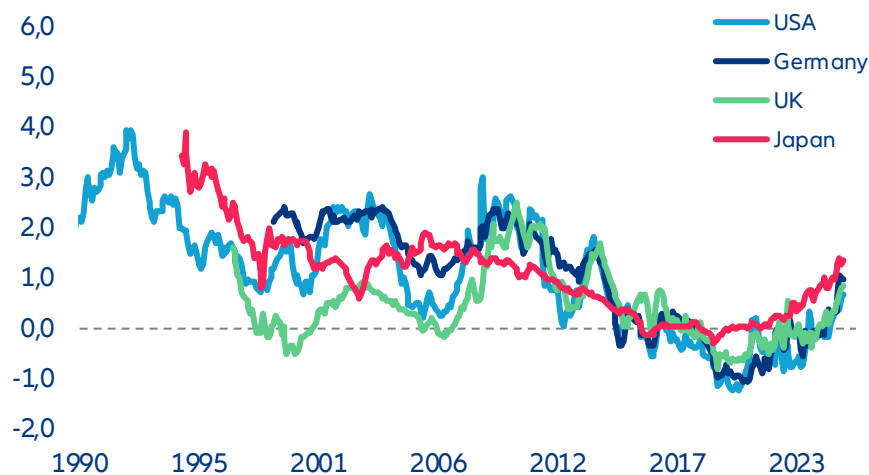


Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Le banche centrali eviteranno un crollo, ma l'estremità ultra-lunga della curva rimarrà elevata e ripida. Le autorità monetarie potrebbero essere state colte alla sprovvista dall'entità dell'impennata dei rendimenti ultra-lunghi. Tuttavia, se la situazione dovesse deteriorarsi, non esiteranno a fornire liquidità e ad alleviare la pressione sul mercato obbligazionario. Se possibile, probabilmente eviteranno un intervento diretto per evitare il panico, optando invece per misure "occulte" come modifiche normative (ad esempio un coefficiente di leva finanziaria supplementare (SLR) più leggero per le banche statunitensi, regolamentazione dei fondi del mercato monetario), aggiustamenti nei reinvestimenti del quantitative easing, supporto delle linee swap o modifiche ai pronti contro termine. Potremmo già vedere un po' di mascella al simposio delle banche centrali in Giappone questa settimana, dove parleranno diversi membri della Fed e della BoJ. Dal punto di vista dei Treasury, lo spostamento delle emissioni obbligazionarie verso la fascia più corta potrebbe anche allentare la pressione dalla parte ultra-lunga (come già annunciato dal Treasury giapponese). A nostro avviso, i rendimenti ultra-lunghi stanno entrando in una fase di consolidamento. Gli investitori rivaluteranno la loro esposizione alle obbligazioni sovrane, con un posizionamento selettivo in base alla duration e un'eventuale copertura della duration a lungo termine. In questa fase, il rischio per i rendimenti ultra-lunghi statunitensi rimane al rialzo, in quanto il "bel disegno di legge" potrebbe rivelarsi più irresponsabile del previsto. Al contrario, i rendimenti a lungo termine europei e giapponesi potrebbero avere un certo potenziale di ribasso a causa dei fondamentali e della nuova domanda derivante dai flussi di rimpatrio dei capitali. A lungo termine, la parte ultra-lunga delle curve dei rendimenti globali è destinata a rimanere elevata e il segmento a 10 anni e 30 anni rimarrà ripido. Con la maturazione dei portafogli QE delle banche centrali, l'impatto di smorzamento si ripercuoterà lungo la curva, aggiungendo una pressione più ripidificante. Stimiamo che negli Stati Uniti il segmento ultra-lungo potrebbe vedere un irripidimento di 20 pb per il segmento 10y30y solo per questo effetto.

I titoli di Stato diventano più convenienti rispetto agli asset privati, con un rischio di esclusione per le imprese. I titoli di Stato sono generalmente diventati relativamente più economici rispetto alle obbligazioni societarie. Ciò è particolarmente vero per la fascia ultra-lunga, dove gli spread degli asset swap sono ampiamente negativi per i principali emittenti sovrani e i futures sono insolitamente ricchi rispetto alle loro obbligazioni cash di base. Alcune società statunitensi di alta qualità, come Microsoft e Apple, sono ora scambiate al di sotto della curva sovrana. Sebbene questi emittenti abbiano beneficiato di un effetto di sostituzione sicura degli asset, altre società statunitensi potrebbero trovarsi di fronte a un rischio di spiazzamento, in quanto è probabile che l'offerta di debito pubblico statunitense si riacquisti a un prezzo più basso (rendimento più elevato) in un mercato con una domanda estera in calo. Questa dinamica potrebbe mettere sotto pressione gli spread societari statunitensi e le azioni sensibili ai tassi. Al contrario, l'Europa e il Giappone sono meno esposti a tali rischi di spiazzamento, in quanto l'aumento dell'emissione di titoli di Stato può essere compensato dai flussi di rimpatrio.

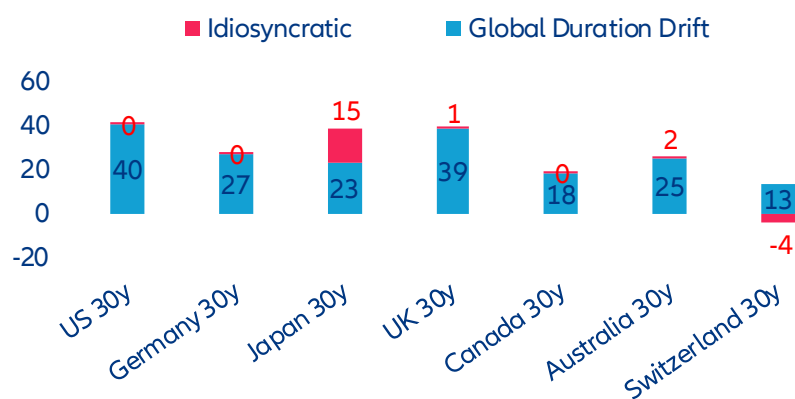
Figura 8: I premi a termine globali convergono con l'attenuarsi degli effetti del QE*



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Note: *stime dei premi a termine per i titoli di Stato a 10 anni utilizzando il modello ACM

Figura 9: Scomposizione fattoriale della recente variazione dei rendimenti a 30 anni, in pb*



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Note: *dati al 26 maggio 2025

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

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

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