

Allianz Research | 27 Febbraio 2025

Una luce in fondo al tunnel dopo tre anni di guerra in Ucraina?

Ludovic Subran
Capo economista
ludovic.subran@allianz.com

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

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com

Guillaume Dejean
Consulente Senior di Settore
guillaume.dejean@allianz-trade.com

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

Jasmin Gröschl
Senior Economist per l'Europa
jasmin.groeschl@allianz.com

Luca Moneta
Economista senior per i mercati
emergenti
luca.moneta@allianz-trade.com

In sintesi

Ucraina: un fragile cessate il fuoco in vista? Lo scenario più probabile (40% di probabilità) vedrebbe la Russia fermare le offensive ma mantenere il controllo delle aree occupate, e l'Ucraina cercare forti garanzie di sicurezza da parte degli Stati Uniti e dell'Europa. È probabile che alcune sanzioni occidentali vengano ridotte, ma le sanzioni sul gas persisteranno. È probabile che l'Europa aumenti la spesa per la difesa di almeno 0,5 punti percentuali, avvicinandosi in media al 3% del PIL dall'attuale 2,2%. Il moltiplicatore per il rilancio della crescita dell'Eurozona può raggiungere lo 0,5 se verranno ripristinate le norme dell'UE in materia di appalti. In questo scenario, l'inflazione diminuirebbe di -0,5 punti percentuali rispetto all'attuale 1,9%, con i prezzi del petrolio in calo del 5-10% e quelli del gas del 25%, con l'obiettivo di 37 EUR/MWh. Pertanto, la crescita del PIL dell'Eurozona potrebbe essere superiore di +0,5 punti percentuali rispetto alla nostra attuale previsione di +1% nel 2025. Tuttavia, se l'Ucraina e l'Europa rifiutassero l'accordo mediato dagli Stati Uniti con la Russia, le ostilità potrebbero riprendere, gli Stati Uniti probabilmente ritirerebbero l'assistenza militare all'Ucraina e lascerebbero la NATO e l'Europa si troverebbe ad affrontare un peggioramento delle prospettive di crescita a causa dell'aumento dei prezzi del gas. I mercati si aggrappano alla speranza, già posizionati per lo scenario migliore, con possibili guadagni da 0 a +5 punti percentuali e un rendimento totale del +10%. I tassi tedeschi per la fine del 2025 sono previsti al 2%. Il tasso di cambio EUR/USD dovrebbe stabilizzarsi a 1,10 e gli spread del credito societario potrebbero ridursi da 0 a -5 pb, raggiungendo circa 85 pb.

Come può l'Europa colmare il suo divario di spesa per la difesa? Mentre si prevede che la spesa per la difesa nell'UE aumenterà di 140 miliardi di euro all'anno (dal 2,2% al 3% del PIL), il raddoppio delle attuali capacità militari in due anni richiederebbe una spesa del 4% del PIL, che si traduce in 320 miliardi di euro all'anno, di cui la metà spesa per le attrezzature, dall'attuale 25%. Con il freno al debito della Germania che probabilmente rimarrà in vigore dopo le elezioni e una resistenza in tutta l'UE all'aumento delle tasse in un contesto di prospettive economiche deboli, il finanziamento del debito dell'UE è la fonte di finanziamento a breve termine più probabile, soprattutto con 300 miliardi di euro di fondi NGEU inutilizzati disponibili fino al 2026. Tuttavia, il debito dell'UE è già aumentato grazie a programmi precedenti come l'ESM, SURE e NGEU, raggiungendo gli 840 miliardi di euro entro la fine del 2024. L'UE come emittente ha già superato tutti gli Stati tranne la Francia nell'emissione di debito netto, il che ha contribuito all'aumento dei tassi di interesse. Ciò si tradurrà in un aumento dei costi del servizio del debito al 20% del bilancio della Commissione europea entro il 2026 da praticamente zero pre-Covid, sollevando preoccupazioni sulla sostenibilità fiscale a lungo termine e sul potenziale ulteriore aumento dei rendimenti se la spesa militare non sarà finanziata attraverso aumenti delle tasse o tagli alla spesa.

Un taglio dei tassi da parte della BCE è certo, ma gli scenari di difesa dell'Europa daranno forma al tasso terminale Nella prossima riunione del 3 marzo, ci aspettiamo che la BCE tagli il tasso sui depositi al 2,5%, come ampiamente previsto dai mercati. Tuttavia, ciò che accadrà dopo rimane meno chiaro. Il nostro scenario di base, che ora comprende anche la fine della guerra in Ucraina, prevede ancora il raggiungimento del tasso terminale al 2,0% a giugno e il proseguimento del quantitative tightening (QT). Tuttavia, nello scenario di disavanzi fiscali significativamente più elevati a causa della spesa per la difesa, vediamo un tasso terminale dell'1,5% e uno stop anticipato del QT, con il rischio di tornare alla modalità di Quantitative Easing (QE).

Ucraina: un fragile cessate il fuoco in vista?

A tre anni dall'inizio della guerra in Ucraina, c'è finalmente un po' di luce alla fine del tunnel? Mentre una sorta di cessate il fuoco sembra ora possibile, con gli Stati Uniti e l'Ucraina che si avvicinano a un accordo preliminare per i minerali delle terre rare in cambio del sostegno degli Stati Uniti nei negoziati con la Russia, il percorso verso la pace rimane complesso e irto di sfide. Di seguito delineiamo quattro scenari e i loro potenziali risultati, ciascuno con implicazioni diverse per la stabilità regionale, la crescita economica e le dinamiche geopolitiche.

Lo scenario più probabile è un cessate il fuoco parziale, con una tregua fragile (40% di probabilità). In questo scenario, la Russia fermerebbe la sua offensiva militare ma manterrebbe il controllo sulle aree occupate sotto un'amministrazione mista civile-militare. L'Ucraina, cercando di prevenire ulteriori perdite territoriali, accetterebbe un cessate il fuoco esigendo garanzie di sicurezza dagli Stati Uniti e dall'Europa, anche se non riconoscerebbe l'occupazione russa. Il panorama politico interno rimarrebbe fragile, con elezioni previste entro il 2026. L'Europa aumenterebbe la spesa per la difesa dal 2,2% del PIL per avvicinarsi al 3% del PIL. L'allentamento fiscale in Europa equivarrebbe a +0,5% del PIL. I territori al di fuori della Crimea, Donetsk e Luhansk diventerebbero zone cuscinetto smilitarizzate nell'ambito di una missione di mantenimento della pace delle Nazioni Unite. Anche alcune sanzioni occidentali verrebbero ridotte, ma le sanzioni sul gas persisterebbero. In questo scenario, la crescita del PIL dell'Eurozona dovrebbe aumentare di +0,5 punti percentuali, trainata da un aumento delle esportazioni (45 miliardi di euro), degli investimenti (55 miliardi di euro) e dei consumi (50 miliardi di euro). L'inflazione diminuirebbe di -0,5 punti percentuali. I prezzi del petrolio dovrebbero diminuire del -5-10%, mentre i prezzi del gas potrebbero scendere del -25%, puntando a 37 EUR/MWh. La BCE manterrebbe un tasso terminale del 2%, con il proseguimento della stretta quantitativa. I tassi tedeschi di fine 2025 sono previsti al 2%, con un'inflazione stabile in pareggio e tassi reali positivi. I mercati azionari possono registrare guadagni fino a +5 punti percentuali, con un rendimento totale del +10%. Il tasso di cambio EUR/USD dovrebbe stabilizzarsi a 1,10 e gli spread del credito societario potrebbero ridursi da 0 a -5 pb per raggiungere circa 85 pb.

Un accordo di pace globale è leggermente meno probabile (30%), anche se avrebbe implicazioni molto migliori per la crescita, dato che le sanzioni saranno completamente revocate entro il 2027, consentendo alle imprese di tornare alla normalità. Un accordo di pace globale vedrebbe la Russia mantenere il controllo sulle aree occupate mentre smobilita le sue truppe. L'Ucraina si impegnerebbe formalmente a mantenere la neutralità, ponendo fine alle sue aspirazioni alla NATO in cambio di solide garanzie di sicurezza e integrazione economica con l'UE e gli Stati Uniti. Ciò porterebbe all'abolizione della legge marziale e alle elezioni nella seconda metà del 2025, insieme al lancio di un fondo per la ricostruzione da 500 miliardi di dollari. L'Europa sosterrrebbe la posizione dell'Ucraina e aumenterebbe la spesa per la difesa, con un allentamento fiscale compreso tra 0,5 e 1 punto percentuale. I territori sotto il controllo russo otterrebbero il riconoscimento internazionale e si aprirebbero alle imprese occidentali, con sanzioni gradualmente revocate entro il 2027. In questo scenario, la crescita del PIL dell'Eurozona sarebbe sostenuta di +1 punto percentuale sulla base di un aumento significativo delle esportazioni (90 miliardi di euro), degli investimenti (103 miliardi di euro) e dei consumi (97 miliardi di euro). L'inflazione dovrebbe diminuire di -1 punto percentuale sulla scia di un calo del -10-20% dei prezzi del petrolio e del -50% dei prezzi del gas, con l'obiettivo di 25 EUR/MWh. La BCE manterrebbe un tasso terminale del 2%, proseguendo la stretta quantitativa. I tassi tedeschi dovrebbero rimanere al 2%, con un miglioramento dell'inflazione di pareggio e tassi reali significativamente positivi. I mercati azionari potrebbero salire di +5-10 punti percentuali, con un rendimento totale del +15%. Il tasso EUR/USD potrebbe raggiungere 1,20 e gli spread del credito societario potrebbero restringersi da -5 a -10 pb, raggiungendo circa 80 pb.

Vediamo solo il 25% di possibilità di una situazione di stallo e di un conflitto prolungato. Senza un accordo tra Russia e Stati Uniti, questo scenario vedrebbe il conflitto trascinarsi, con l'Ucraina che manterrebbe il controllo sul suo attuale territorio ma affronterebbe il rischio di nuovi combattimenti. L'Europa rimarrebbe allineata con l'Ucraina, aumentando i bilanci della difesa a oltre il 3% del PIL. Le divisioni territoriali persisterebbero e le sanzioni occidentali rimarrebbero invariate, con i flussi di gas che continueranno come prima. In questo scenario, la ripresa economica rimarrebbe limitata, con una crescita e un'inflazione leggermente più elevate a causa di una spesa fiscale aggiuntiva. Anche i prezzi globali del petrolio e del gas europeo rimarrebbero volatili. Il tasso terminale della BCE sarebbe fissato all'1,75%, con la stretta quantitativa che terminerà nel 2025. I tassi tedeschi sarebbero previsti al 2,5%, con lievi aumenti dell'inflazione di pareggio e dei tassi reali neutrali. I mercati azionari possono oscillare tra 0 e -5 punti percentuali, con un rendimento totale del +8%. Il tasso di cambio EUR/USD è previsto a 1,05. Gli spread del credito societario potrebbero aumentare di 0 a +5 pb, intorno ai 90 pb. Si prevede che i disavanzi di bilancio aumenteranno di oltre l'1% del PIL.

Se l'Ucraina e l'Europa rifiutano l'accordo Russia-Stati Uniti, le ostilità potrebbero riprendere, deteriorando le prospettive economiche per l'Europa. Assegniamo solo il 5% di probabilità allo scenario peggiore in cui il tentativo della Russia di un accordo territoriale con gli Stati Uniti verrebbe respinto sia dall'Ucraina che dall'Europa, portando alla ripresa delle ostilità. Se rifiutassero l'accordo, gli Stati Uniti ritirerebbero l'assistenza militare all'Ucraina e lascerebbero la NATO, costringendo l'Europa ad aumentare significativamente la spesa militare ad almeno il 4% del PIL. Le dispute territoriali rimarrebbero irrisolte e gli Stati Uniti eliminerebbero parzialmente le sanzioni. Le prospettive economiche sarebbero deboli, con uno shock negativo della fiducia che ridurrebbe i consumi e gli investimenti. L'aumento della spesa fiscale per la difesa non sarebbe sufficiente a compensare questi cali. In questo scenario, i prezzi globali del petrolio e del gas in Europa aumenterebbero e la BCE potrebbe abbassare il suo tasso terminale all'1,5%, riavviando il quantitative easing. I tassi tedeschi potrebbero scendere all'1,5%, trainati dall'aumento della domanda di beni rifugio. I mercati azionari potrebbero scendere di -5-10 punti percentuali, senza alcun rendimento totale. Il tasso EUR/USD potrebbe scendere a 0,90 e gli spread del credito societario potrebbero ampliarsi di +10-20 pb, raggiungendo circa 110 pb. I disavanzi fiscali aumenterebbero probabilmente di almeno il 2% del PIL.

Tabella 1: Implicazioni economiche per l'Eurozona dagli scenari dell'Ucraina

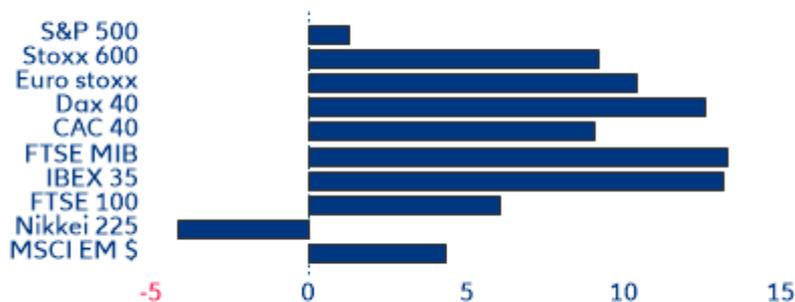
	1) Cessate il fuoco parziale, tregua fragile (40%)	2) Accordo di pace globale con sanzioni revocate (30%)	3) Stallo e conflitto prolungato (15%)	4) Ucraina ed Europa rifiutano l'accordo Russia-USA, i combattimenti riprendono (5%)
PIL e inflazione	La crescita annua del PIL aumenterà di 0,5 punti percentuali, con esportazioni in aumento di 45 miliardi di euro, investimenti di 55 miliardi di euro e consumi di 50 miliardi di euro L'inflazione diminuirà di 0,5 punti percentuali	La crescita annua del PIL aumenterà di 1 punto percentuale, con un aumento delle esportazioni di 90 miliardi di euro, degli investimenti di 103 miliardi di euro e dei consumi di 97 miliardi di euro L'inflazione diminuirà di 1 punto percentuale	Ripresa economica limitata, crescita lievemente superiore e inflazione a causa della spesa fiscale aggiuntiva	Prospettive economiche deboli, a causa dello shock negativo della fiducia che trascina al ribasso i consumi e gli investimenti, con una spesa fiscale aggiuntiva per la difesa che non è sufficiente a compensare.
Prezzi del petrolio e del gas	I prezzi del petrolio diminuiranno dal -5 al -10% I prezzi del gas diminuiranno del 25% (livello obiettivo 37 EUR/Mwh)	I prezzi del petrolio diminuiranno dal -10% al -20% I prezzi del gas diminuiranno del 50% (livello obiettivo 25 EUR/Mwh)	I prezzi globali del petrolio e del gas naturale in Europa rimangono volatili	Aumentano i prezzi globali del petrolio e del gas naturale in Europa
BCE	Tariffa terminale 2% QT continua	Tariffa terminale 2% QT continua	Tasso terminale 1,75%, Il QT termina nel 2025	Tasso terminale 1,5%, Il QE è ripartito
Tariffe (DE eoy 2025)	2.0% Inflazione di pareggio -, tassi reali +	2.0% Inflazione di pareggio --, tassi reali ++	2.5% Inflazione di pareggio +, tassi reali 0	1.5% Salvare la domanda di rifugio ++

Giustizia (eoy)	Da 0 a +5 punti percentuali (+10% TR)	Da +5 a 10 punti percentuali (+15% TR)	Da 0 a -5 punti percentuali (+8% TR)	Da -10 a -5 punti percentuali (0% TR)
EUR/USD	1.10	1.20	1.05	0.9
Credito d'impresa	Da 0 a -5 bps (~85 bps)	Da -5 a -10 punti base (~80 punti base)	Da 0 a +5 punti base (~90 punti base)	Da +10 a +20 punti base (~110 punti base)
Politica fiscale	Media UE al 2,7% del PIL, disavanzi di bilancio in aumento di 0,5 punti percentuali	Media UE al 2,7% del PIL, disavanzi di bilancio in aumento di 0,5 punti percentuali	Media UE superiore al 3% del PIL, disavanzi di bilancio in aumento di 1 punto percentuale	Media UE superiore al 4% del PIL, disavanzi di bilancio in aumento di 2 punti percentuali

Fonti: Allianz Research

I mercati europei si aggrappano alla speranza, già posizionati per lo scenario migliore. Dall'inizio dell'anno, i mercati europei hanno sovraperformato i concorrenti globali per diversi motivi. In primo luogo, le azioni europee sono state sottopesate nei portafogli per un periodo prolungato, il che rende le loro valutazioni più interessanti ora. Allo stesso tempo, gli investitori si aspettano sempre più una ripresa sia degli utili che dei ricavi, se non addirittura un'accelerazione. Questa confluenza di parametri di valutazione più favorevoli, combinata con la prevista stabilizzazione dovuta al miglioramento delle condizioni geopolitiche, ha provocato un cambiamento significativo nel sentiment degli investitori, rendendo le azioni europee una destinazione interessante (Figura 1)

Figura 1: Performance delle azioni globali da inizio anno (%)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

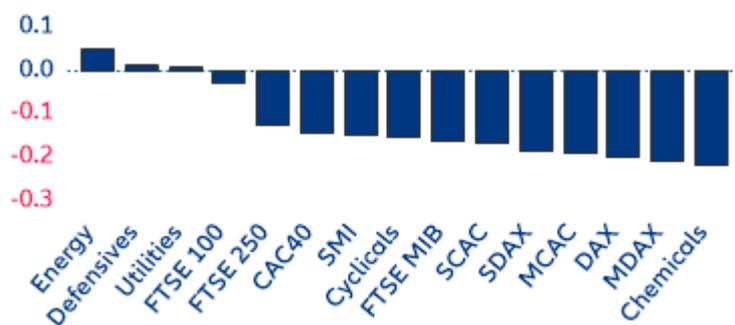
La prospettiva di una fine dell'incertezza pone a sua volta le basi per un allentamento dei prezzi dell'energia, a cui i mercati europei sono particolarmente sensibili. Storicamente, i livelli più bassi di incertezza della politica economica sono stati correlati a un miglioramento delle valutazioni azionarie, suggerendo che l'Europa potrebbe iniziare a colmare il divario con i mercati statunitensi (Figura 2). Inoltre, una semplice analisi di correlazione rivela che le azioni tedesche e francesi, in particolare quelle a media e piccola capitalizzazione, tendono a muoversi inversamente ai prezzi del gas naturale. Questa correlazione negativa suggerisce che un calo dei prezzi del gas dovrebbe, a sua volta, portare a valutazioni più elevate nei mercati azionari europei (Figura 3). Tuttavia, sebbene i mercati siano ottimisti su tutti questi fronti e le prospettive per le azioni europee appaiano rosee nel 2025, rimaniamo cauti sulla sostenibilità dell'attuale rally del mercato europeo. Per sostenere questa tendenza sarà necessario un consolidamento degli utili.

Figura 2: Incertezza della politica economica europea rispetto a quella statunitense e rapporti PE (%)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 3: Correlazione a 3 anni dei rendimenti settimanali tra i prezzi del gas TTF e i mercati azionari

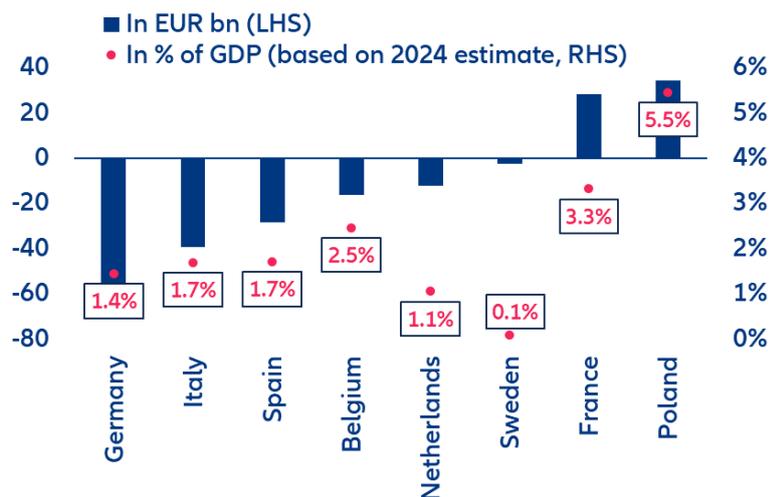


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Come può l'Europa colmare il suo divario di spesa per la difesa?

Mentre il nostro scenario di base prevede un aumento della spesa per la difesa nell'UE di 140 miliardi di euro all'anno (al 3% del PIL), per aumentare efficacemente l'autonomia della difesa, i paesi europei devono intraprendere una revisione più completa delle loro strategie di difesa, che richiede ingenti investimenti finanziari e cambiamenti strutturali. Raddoppiare le attuali capacità militari in due anni richiederebbe un aumento della spesa per la difesa al 4% del PIL, che si traduce in 320 miliardi di euro all'anno, di cui la metà spesa per le attrezzature, dall'attuale 25%. La Germania, l'Italia, la Spagna, il Belgio e i Paesi Bassi hanno da soli un deficit di investimenti di 135 miliardi di euro in attrezzature militari (Figura 4). Colmare il divario militare con gli Stati Uniti richiederà di affrontare decenni di investimenti insufficienti, non solo con un aumento della spesa, ma anche incanalando nuovi fondi in investimenti produttivi e innovativi. L'UE attualmente destina circa il 25% del suo bilancio per la difesa a nuove attrezzature e ricerca e sviluppo, rispetto a circa il 40% degli Stati Uniti.

Figura 4: Saldo netto degli investimenti nel settore della difesa basato sulla regola del 2% di bilancio/20% di appalti (periodo 2014-2024)



Fonti: NATO, Allianz Research

Questo scenario richiede una notevole dedizione del settore, compreso il sostegno americano, e anche in questo caso raggiungere un'espansione così rapida potrebbe essere difficile. I prodotti militari di solito hanno tempi di produzione lunghi (per le armi leggere e le munizioni potrebbero essere di tre mesi e per i carri armati un minimo di sei mesi; per missili, aerei, elicotteri, sistemi di difesa aerea e navi militari ci vogliono in media da due a tre anni ed è ad alta intensità di manodopera (vedi Tabella 2)). Inoltre, anche l'assunzione e l'addestramento di nuove truppe (le stime vanno da 150K a 300K aggiuntive) richiede molto tempo. Sebbene sia economicamente fattibile per l'Europa aumentare le proprie capacità militari in modo indipendente, permangono diversi ostacoli, tra cui le potenziali restrizioni all'esportazione degli Stati Uniti e la dipendenza dai servizi di intelligence e satellitari statunitensi. Inoltre, le capacità nucleari dell'Europa sono significativamente sminuite da quelle della Russia, sottolineando l'importanza strategica del sostegno degli Stati Uniti.

Tabella 2: Un'analisi approfondita della produzione di prodotti militari

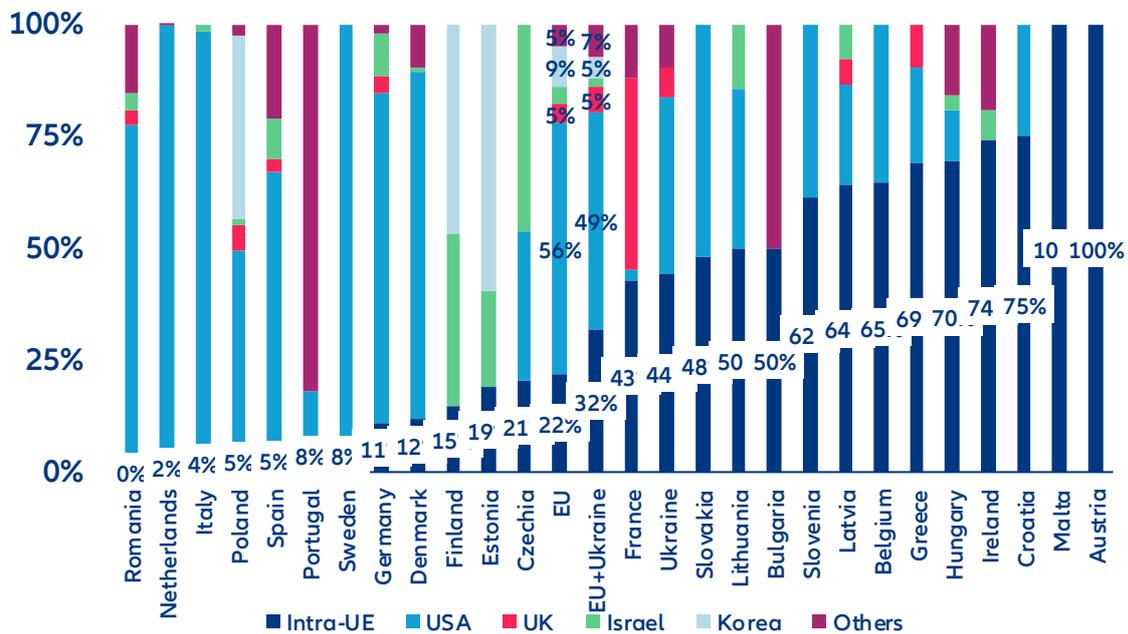
Tipo di prodotto militare	Ciclo produttivo minimo	Intensità del lavoro	Note
Armi leggere e di piccolo calibro	1 mese	Medio	Può essere prodotto in serie in fabbriche consolidate.
Munizioni e proiettili di artiglieria	1 mese	Medio	Le linee di produzione ad alta velocità possono sfornare migliaia di prodotti al giorno.
Veicoli corazzati da combattimento	6 mesi	Alto	Le linee di produzione esistenti possono ridurre i tempi, ma l'assemblaggio richiede molta manodopera.
Cisterne	1 anno	Alto	La produzione di massa è difficile da raggiungere a causa di un mix di complessi sistemi meccanici ed elettronici.
Missili e munizioni guidate	1-2 anni	Alto	Limitato da vincoli di produzione elettronica e di testate.
Navi militari (fregate, cacciatorpediniere)	2-3 anni	Alto	Gli sforzi in tempo di guerra possono ridurre i tempi di costruzione, ma la costruzione navale rimane lenta.
Sottomarini	4-5 anni	Alto	Gli sforzi in tempo di guerra possono ridurre i tempi di costruzione, ma la costruzione navale rimane lenta.
Aerei da combattimento (caccia, bombardieri, droni)	1 anno	Alto	La velocità di assemblaggio dipende dalle parti esistenti e dalla forza lavoro addestrata.
Aereo da trasporto	2 anni	Alto	La velocità di assemblaggio dipende dalle parti esistenti e dalla forza lavoro addestrata.

Elicotteri	1-2 anni	Alto	Può essere accelerato se si utilizzano progetti e catene di approvvigionamento preesistenti.
Sistemi di difesa aerea (SAM, radar)	2 anni	Alto	Alcuni sistemi radar e missilistici possono essere assemblati più velocemente con i componenti in magazzino.
Satelliti militari	2 anni	Alto	Il lungo processo di test dovuto alla tecnologia di alta precisione coinvolta è il peso sui tempi di consegna
Armi nucleari e sistemi strategici	5 anni	Molto alto	Richiede la lavorazione dell'uranio/plutonio, che richiede anni anche in tempo di guerra.
Sistemi di guerra informatica ed elettronica	6 mesi	Medio	I sistemi basati su software possono essere sviluppati più velocemente, ma l'integrazione richiede tempo.

Fonti: dati societari, Allianz Research

L'aumento della spesa per la difesa potrebbe stimolare la crescita dell'UE di circa +0,2-0,5 punti percentuali. Ciò si basa sulla quota di appalti dell'UE che è scesa al 22 % dal 2022 (figura 5), poiché gli Stati Uniti sono diventati il principale fornitore di materiali militari dell'UE dall'inizio della guerra in Ucraina (il 56 % delle importazioni di prodotti militari proviene dagli Stati Uniti, mentre l'Europa ne forniva il 52 % prima della guerra in Ucraina). Tuttavia, l'obiettivo dell'UE è il 50% degli appalti. In questo scenario, la crescita del PIL spagnolo potrebbe essere sostenuta di +0,8 punti percentuali se la spesa per la difesa aumentasse al 3% del PIL (Figura 6).

Figura 5 - Importazioni di prodotti militari dell'UE nel periodo 2022-2023, per regione/paese fornitore



Fonti: SIPRI, Allianz Research

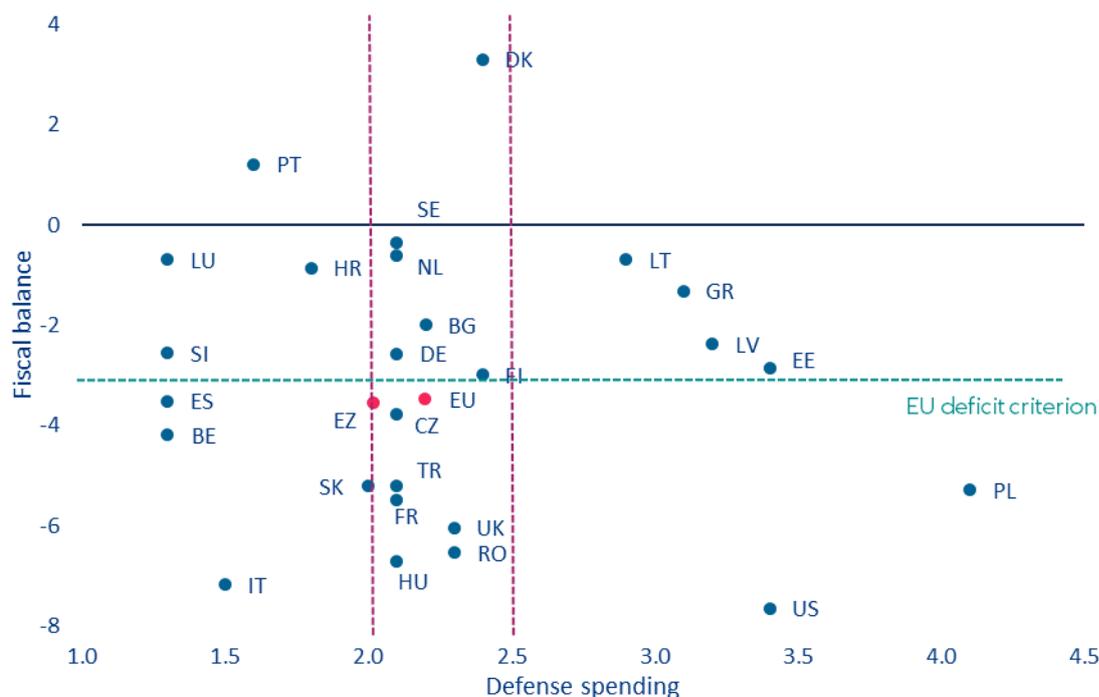
Figura 6: Impatto diretto sulla crescita del PIL per un aumento al 3% del PIL per ogni Stato membro dell'UE che fa parte della NATO



Fonti: SIPRI, Eurostat, Allianz Research

Ma molte nazioni europee faranno fatica a raggiungere una spesa per la difesa più elevata senza violare le regole dell'UE sul disavanzo (Figura 7). L'aumento della spesa militare dal 2,2% del PIL dell'UE in media nel 2024 al 3,0% del PIL richiede una spesa annua del +0,8% del PIL per la Germania e fino a +1,25% del PIL per la Spagna. Ciò porterebbe a disavanzi di bilanci più elevati, a meno che non siano compensati da altre misure. Sulla base dei dati del 2024, l'aumento strutturale della spesa pubblica potrebbe aggirarsi intorno ai 107,6 miliardi di euro all'anno in tutta l'UE. Il finanziamento attraverso il debito nazionale creerebbe tensioni con i requisiti di consolidamento fiscale, in particolare per Francia, Italia e Spagna. Stabilire un'eccezione permanente per la spesa per la difesa richiederebbe un lungo processo di riforma, con nuove proposte che necessitano dell'approvazione del Consiglio e del Parlamento dell'UE. La presidente dell'UE von der Leyen ha recentemente proposto di attivare la clausola di salvaguardia per consentire agli Stati membri di aumentare la spesa per la difesa in modo controllato. Tuttavia, la clausola di salvaguardia è una soluzione temporanea in quanto non può essere utilizzata in modo permanente, lasciando irrisolte le questioni relative al finanziamento a lungo termine. E questo non aiuterebbe la Germania, dato il suo freno all'indebitamento.

Figura 7 - Spesa per la difesa e saldo di bilancio, in % del PIL 2024



Fonti: BCE, NATO, LSEG Datastream, Allianz Research

In Germania, l'allentamento fiscale rimane previsto, soprattutto alla luce dell'attuale situazione geopolitica, ma potrebbe essere ancora più complicato dopo le elezioni. I partiti centristi non hanno la maggioranza dei due terzi, detengono 414 seggi su 630 (65,6%). Di conseguenza, sarà più difficile smantellare il freno all'indebitamento o creare un fondo speciale per far fronte alle significative esigenze di investimenti pubblici, stimate al 9-18% del PIL nei prossimi cinque-dieci anni, in particolare in settori come la decarbonizzazione, i trasporti, l'istruzione e la difesa. Sono disponibili diverse opzioni per allentare la politica fiscale:

1. Cambiare il freno all'indebitamento per consentire deficit più elevati per la spesa per la difesa è meno probabile. I partiti centristi dovrebbero negoziare una riforma costituzionale con Die Linke, che si oppone all'aumento della spesa per la difesa. Anche con una certa apertura da parte di Die Linke, ciò comporterebbe la richiesta di espandere l'infrastruttura sociale, rendendola meno fattibile.
2. La sospensione d'emergenza del freno all'indebitamento per motivi di sicurezza potrebbe fornire una maggiore flessibilità fiscale, ma richiederebbe la maggioranza assoluta (50%+) e potrebbe essere contestata dalla Corte costituzionale. Inoltre, deve essere rinnovato annualmente, offrendo solo un sollievo temporaneo.
3. La creazione di un fondo speciale dedicato alla spesa per la difesa nella Costituzione richiede una maggioranza di due terzi. Il nuovo governo si renderebbe dipendente dai voti dell'AfD, che sostiene la spesa per la difesa ma si oppone alla modifica del freno al debito.
4. Le scappatoie tecniche e le soluzioni alternative potrebbero offrire una certa flessibilità fiscale senza modifiche costituzionali, anche se la loro efficacia è incerta e potrebbero anche essere contestate in tribunale.
5. L'opzione di ripiego potrebbe essere quella di finanziare la spesa per la difesa attraverso il prestito congiunto dell'UE, liberando spazio nel bilancio tedesco per altre spese. Questo ora sembra più probabile che mai.

È probabile una combinazione di questi approcci, ma il processo potrebbe essere più lento e complicato rispetto al precedente Bundestag. I colloqui di coalizione potrebbero durare fino a due mesi, con un nuovo governo che potrebbe insediarsi entro Pasqua. In definitiva, è più probabile che la Germania eviti la stretta fiscale piuttosto che attuare lo stimolo di cui ha urgente bisogno.

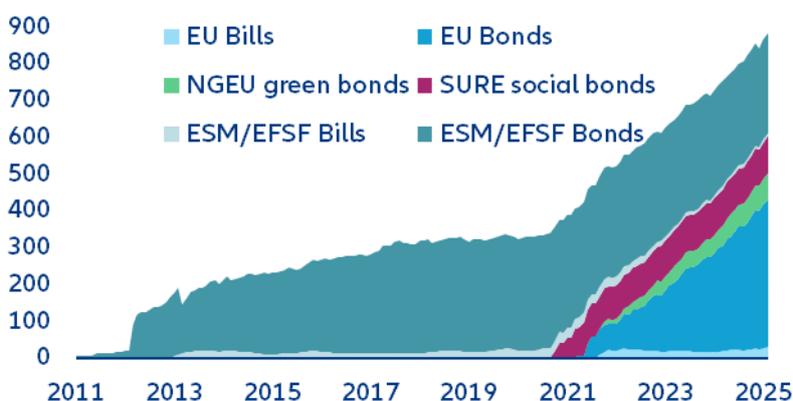
Per finanziare l'aumento della spesa per la difesa dell'UE, sono allo studio diverse opzioni. Oltre a far scattare la clausola di salvaguardia per una temporanea flessibilità delle regole di bilancio, un'altra opzione è quella di riutilizzare il restante 62% dei fondi Next Generation EU (NGEU), circa 90 miliardi di euro (0,6% del PIL dell'UE) per

le spese militari. Ciò richiederebbe l'approvazione del Consiglio dell'UE e potrebbe fornire prestiti agli Stati membri con costi di finanziamento più elevati fino al 2026, riducendo la dipendenza dall'emissione di debito nazionale. Anche se temporanea, questa opzione è la meno dirompente e potrebbe fungere da trampolino di lancio verso soluzioni più permanenti. Altre idee includono l'allentamento dei criteri di prestito della Banca europea per gli investimenti (BEI) per la ricerca e lo sviluppo militare per sostenere le aziende della difesa e la promozione di iniziative di approvvigionamento congiunto per integrare i mercati e ridurre le distorsioni nazionali. La proposta di Buy European Defense Act mira a rafforzare l'industria europea della difesa incoraggiando gli appalti da parte delle imprese europee, migliorando l'innovazione, l'autonomia e l'efficacia dei costi. L'effetto leva sul Meccanismo europeo di stabilità (MES) potrebbe attivare uno specifico strumento di prestito diretto al sostegno della spesa militare, ma può sostituire solo temporaneamente l'emissione di debito interno.

A medio termine, le proposte includono la creazione di un veicolo di finanziamento della difesa sostenuto da garanzie nazionali e contributi aggiuntivi al bilancio dell'UE. Ciò potrebbe coinvolgere i paesi terzi e consentire all'emissione di debito dell'UE di beneficiare della liquidità del mercato, anche se ciò richiederebbe tempo in quanto richiederebbe l'approvazione di tutti i parlamenti nazionali oltre al parlamento europeo. Ma offre due vantaggi: in primo luogo, consentirebbe all'UE di utilizzare l'approccio di finanziamento unificato, consentendo l'emissione di debito dell'UE che entrerebbe nel pool generale e beneficerebbe della liquidità del mercato. In secondo luogo, potrebbe anche finanziare l'erogazione di sovvenzioni per progetti cardine per le forze di difesa dell'UE: ogni 0,1% del RNL impegnato per la struttura potrebbe consentire circa 50 miliardi di euro di sovvenzioni.

Un'altra opzione sarebbe l'emissione di obbligazioni comuni dell'UE per le spese militari. L'indebitamento congiunto dell'UE è iniziato durante la crisi del debito dell'Eurozona con il Fondo europeo di stabilità finanziaria (EFSF) nel 2010, emettendo obbligazioni per sostenere paesi come la Grecia e l'Irlanda. Nel 2012, il Meccanismo europeo di stabilità (MES) lo ha sostituito come fondo permanente di crisi, sostenuto dal capitale dei membri dell'Eurozona. Durante la pandemia di Covid-19, l'UE ha lanciato SURE (100 miliardi di euro) per finanziare programmi di protezione dell'occupazione e il progetto di riferimento NextGenerationEU (NGEU) (800 miliardi di euro, non ancora interamente finanziato) per guidare la ripresa e gli investimenti verdi, finanziati attraverso le obbligazioni dell'UE, comprese le obbligazioni verdi. L'UE utilizza anche l'assistenza macrofinanziaria (MFA) per i paesi non appartenenti all'UE e il meccanismo di bilancia dei pagamenti (BdP) per gli stati dell'UE non appartenenti all'Eurozona, ma questi programmi sono piccoli e trascurabili in confronto. Nel complesso, ciò ha aumentato l'ammontare del debito che l'UE (o l'Eurozona nel caso del FESF/MES) ha emesso da sola (figura 8) e deve essere preso in considerazione in aggiunta al debito pubblico sovrano emesso dai paesi membri.

Figura 8: Il debito in essere dell'UE/Eurozona è aumentato bruscamente dopo il Covid, miliardi di euro

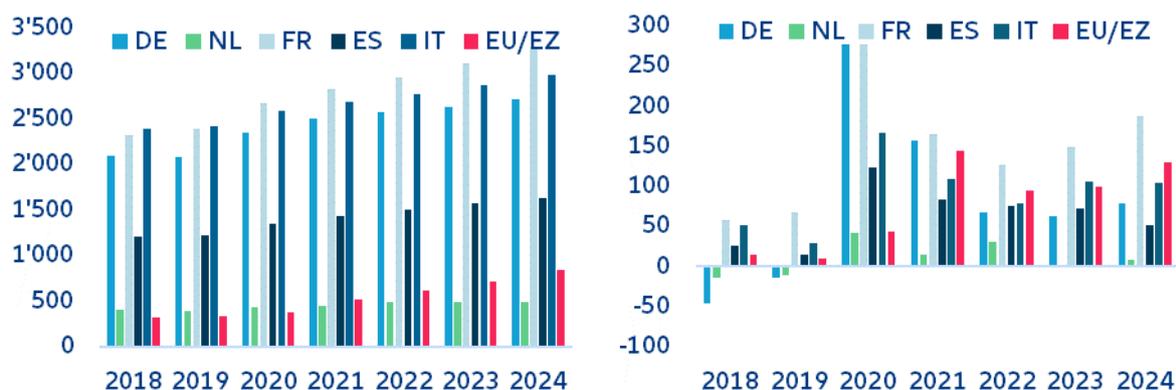


Fonti: UE, ESM, Allianz Research

Note: Il debito dell'ESM/EFSF è legalmente legato ai membri dell'Eurozona, a differenza del resto che è debito dei membri dell'UE. Le obbligazioni e i titoli dell'UE sono ampiamente utilizzati per il finanziamento di Next Generation EU.

L'UE detiene ora più debito dei Paesi Bassi ed è sulla buona strada per diventare il principale emittente netto del blocco. Alla fine del 2024, le obbligazioni dell'UE in circolazione hanno raggiunto gli 840 miliardi di euro (compresi i 275 miliardi di euro del debito del MES, legato ai paesi dell'Eurozona), superando il debito sovrano olandese. Ciò aggiunge circa 4 punti percentuali al rapporto debito/PIL aggregato dell'UE. Ma il tasso di aumento del debito è ancora più accattivante. L'emissione netta da parte dell'UE ha superato quella dell'Italia e si prevede che supererà la Francia nel 2025, poiché parti significative del programma NGEU necessitano ancora di finanziamenti. Con l'aumento dei livelli di debito, la cautela degli investitori è aumentata, portando a un aumento della domanda di tassi d'interesse. Confrontando i rendimenti con i tassi swap OIS a 10 anni (ESTR) – il benchmark privo di rischio che riflette le aspettative sui tassi di riferimento della BCE – emerge un sostanziale ampliamento dello spread da circa 0 pb durante il Covid a 70 pb ora (Figura 9).

Figura 9: Il debito in essere dell'UE ha superato il NL e l'emissione netta è superiore a quella dell'IT, miliardi di euro



Fonti: LSEG Datastream, UE, ESM, Allianz Research

Il debito in essere dell'UE aumenterà ulteriormente con l'emissione aggiuntiva di Next Generation EU e potenzialmente con la spesa per la difesa, ponendo una minaccia ai futuri bilanci dell'UE. I restanti finanziamenti di Next Generation EU richiederanno un'ulteriore emissione di obbligazioni per circa 300 miliardi di euro fino al 2026. Se questo denaro non viene reindirizzato verso la difesa, potrebbero aggiungersi altri 140 miliardi di euro. Sebbene fattibile, ciò significa anche che l'UE dovrà fare spazio nel suo bilancio per un aumento del bilancio per il servizio del debito in futuro. Un calcolo del back of the envelope di un totale di 1 trilione di euro di debito in essere a un tasso di interesse ipotizzato del 3% porterebbe a 30 miliardi di euro di servizio del debito all'anno. Ciò equivale a uno sbalorditivo 20% delle entrate dell'UE nel 2025, un forte aumento rispetto a quasi zero nel 2020, quando il debito era più basso e i tassi di interesse vicini allo zero.¹

¹ EUR1 trilione sarebbe l'importo del debito emesso solo dall'UE (cioè escludendo il MES/EFSF) se il restante NGEU fosse finanziato più ulteriori EUR140 miliardi per la difesa.

Figura 10: Il debito in essere dell'UE ha superato il NL e l'emissione netta è superiore a quella dell'IT, miliardi di euro



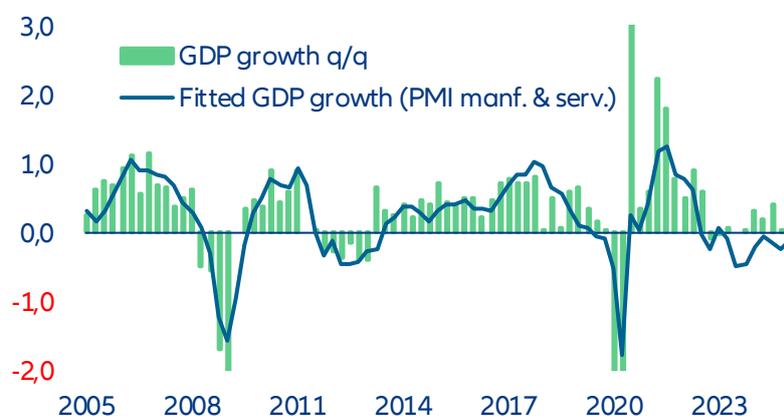
Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Mentre il finanziamento del debito con risorse dell'UE o nazionali sembra plausibile nel breve periodo, a un certo punto si dovrà trovare una soluzione strutturale aumentando le tasse o tagliando la spesa altrove. Un'opzione potrebbe essere quella di aumentare l'IVA nell'UE collettivamente. Un calcolo del retro della dotazione richiederebbe un aumento dell'IVA media di circa 2,3 punti percentuali al 24% per finanziare 140 miliardi di euro di spesa annua. Tuttavia, l'attuazione di un aumento così consistente dell'aliquota IVA potrebbe avere implicazioni economiche e sociali significative, incidendo potenzialmente negativamente sulla spesa dei consumatori, sulle operazioni delle imprese e sulla crescita economica complessiva.

Un taglio dei tassi da parte della BCE è certo, ma gli scenari di difesa dell'Europa daranno forma al tasso terminale

La BCE è pronta a effettuare il suo sestotaggio dei tassi nell'attuale ciclo di tagli in un contesto di prospettive di crescita cupe. Nella prossima riunione del 3 marzo, la BCE dovrebbe abbassare nuovamente il tasso sui depositi di 25 punti base, portandolo al 2,5%. La crescita economica ha sorpreso al ribasso, con un minimo +0,1% t/t nell'ultimo trimestre del 2024² e i dati dei sondaggi dei responsabili degli acquisti (PMI) mostrano una crescita ancora modesta nel breve termine (Figura 11). I rischi geopolitici, dagli incombenti dazi statunitensi ai potenziali cambiamenti nel conflitto in Ucraina, continuano a offuscare le prospettive, complicando il percorso di politica monetaria della BCE più avanti.

Figura 11: La crescita del PIL dell'Eurozona rimane modesta alla luce dei dati PMI, t/t %



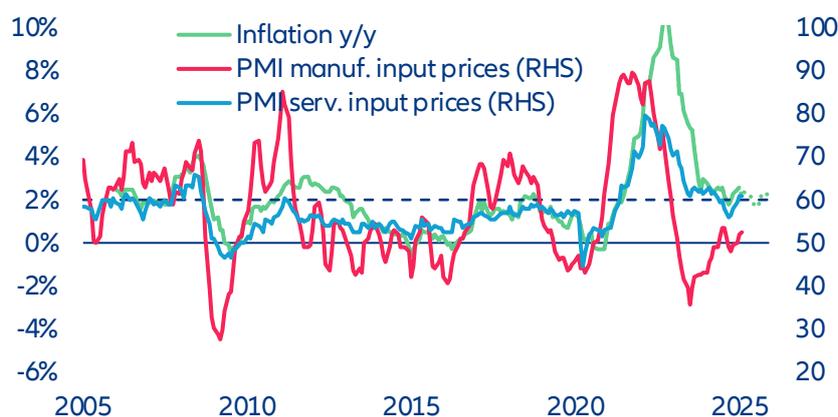
Fonti: LSEG Datastream, S&P global, Allianz Research

Nota: la crescita del PIL aggiustata è un semplice modello di regressione basato su PMI Manifatturiero e PMI Servizi.

² Vedi il nostro report: [Allianz | Cosa guardare | 31 gennaio 2025](#).

L'inflazione complessiva è salita al 2,5% a/a a gennaio a causa dell'aumento dei costi dell'energia amplificato dall'indebolimento dell'euro, ma il quadro dell'inflazione di fondo sembra ancora più stabile, rafforzando la nostra opinione che l'inflazione rallenterà verso l'obiettivo nei prossimi mesi. L'inflazione complessiva dell'Eurozona è salita al 2,5% a/a a gennaio, dall'1,7% di settembre dello scorso anno. Nel frattempo, l'inflazione core è rimasta invariata per tutto lo stesso periodo al 2,7% a/a. L'aumento dell'inflazione complessiva è stato in parte determinato da effetti base sfavorevoli, ma anche dall'aumento dei prezzi del petrolio e del gas e dall'indebolimento dell'euro, che è sceso di circa l'8% da settembre. Questo effetto da solo aumenta l'inflazione di circa 0,2-0,4 punti percentuali strutturalmente³. Tuttavia, guardando i prezzi al consumo in sequenza, il quadro sembra più favorevole. La variazione media a tre mesi dei prezzi core si attesta all'1,9% annualizzato, al di sotto dell'obiettivo della BCE. Gli indicatori anticipatori, come il PMI, hanno recentemente registrato un lieve aumento, ma si aggirano ancora intorno alle medie di lungo termine coerenti con l'obiettivo di inflazione del 2%. Inoltre, la crescita dei salari è diminuita in modo significativo ultimamente, con il più recente Indeed Wage Tracker che ha registrato un aumento del 2,6% a gennaio, il numero più basso dal 2021. Di conseguenza, ci aspettiamo che l'inflazione complessiva si avvicini nuovamente all'obiettivo nei prossimi mesi, con già il dato di febbraio in calo al 2,2%.

Figura 12: Inflazione intorno all'obiettivo in futuro, % a/a



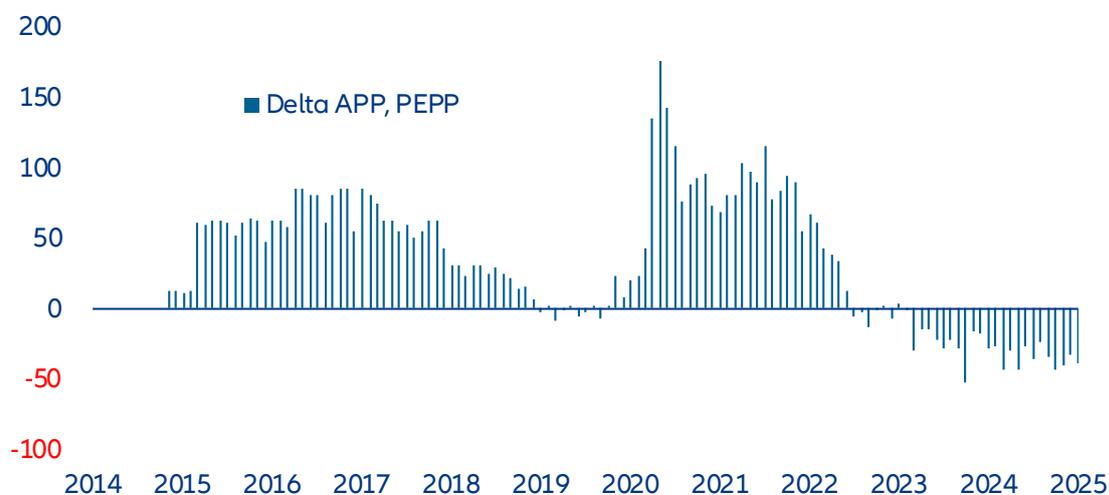
Fonti: LSEG Datastream, S&P global, Allianz Research

Le prospettive di politica monetaria dipendono in gran parte dalla geopolitica, con i rischi orientati al ribasso. Il nostro scenario di base di una fine della guerra in Ucraina, con una maggiore spesa per la difesa e prezzi dell'energia più bassi, si tradurrebbe in una crescita più elevata e in un'inflazione più basse nel breve termine. Questo scenario non modificherebbe le nostre precedenti previsioni di un tasso terminale del 2% da raggiungere a giugno (approccio riunione per riunione) e di un inasprimento quantitativo in corso. L'entità di una crescita più elevata e di un'inflazione più bassa dipenderebbe, in ultima analisi, dalla misura in cui le sanzioni alla Russia saranno revocate e, di conseguenza, dal calo dei prezzi del petrolio, del gas e dell'elettricità in Europa (cfr. tabella 1). Negli scenari negativi di una guerra prolungata in Ucraina, prezzi dell'energia invariati e spesa per la difesa significativamente più elevata, vediamo un orientamento di politica monetaria più favorevole per due motivi: in primo luogo, prospettive di crescita più deboli nonostante la spinta fiscale derivante dalla spesa per la difesa, poiché lo shock di fiducia tra i consumatori supererebbe la spinta fiscale. Una divisione transatlantica, la minaccia di un attacco della Russia all'Europa e, nel peggiore dei casi, un conflitto con gli Stati Uniti sulla Groenlandia porterebbero a un aumento dei risparmi precauzionali e quindi a una riduzione dei consumi e degli investimenti privati. In secondo luogo, disavanzi di bilancio più elevati nell'ordine di 1-2 punti percentuali minaccerebbero la sostenibilità del debito e innescerebbero un ampliamento degli spread dei titoli di Stato. Ciò potrebbe richiedere che la BCE intervenga anche quantitativamente utilizzando il suo programma Transmission Protection Instrument

³ Vedi il nostro report: [Allianz | Cosa guardare | 11 aprile 2024](#).

(TPI), riavviando così di fatto il quantitative easing (QE). Tuttavia, la riluttanza a utilizzare il QE è elevata, date le ingenti perdite tra le banche centrali dell'Eurozona, di fatto il risultato di questo esperimento monetario⁴.

Figura 13: La stretta quantitativa dovrebbe continuare a circa 40 miliardi di euro al mese, miliardi di euro



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

⁴ Questa settimana la Bundesbank ha registrato una perdita di 19,2 miliardi di euro nel 2024, vedi [Le misure di politica monetaria modellano il bilancio della Bundesbank | Deutsche Bundesbank](#) e un ['analisi 2024_02_29_what_to_watch.pdf \(allianz.com\)](#)

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.