

Chi sta pagando per la guerra commerciale, l'audace gioco di pazienza della BoJ e i mercati azionari

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

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

Bjoern Griesbach
Responsabile Macro e Mercati dei Capitali Ricerca
bjoern.griesbach@allianz.com

Françoise Huang
Senior Economist per l'APAC
francoise.huang@allianz-trade.com

Patrizio Krizan
Stratega dei tassi
patrick.krizan@allianz.com

Ano Kuhanathan
Responsabile della ricerca aziendale
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Maria Latorre
Consulente di settore
maria.latorre@allianz-trade.com

Lina Mantey
Stratega azionario
lina.mantey@allianz.com

Giovanni Scarpato
Economista
giovanni.scarpato@allianz.com

In sintesi

Chi sta pagando per la guerra commerciale? La nostra analisi suggerisce che i produttori statunitensi stanno assorbendo costi più elevati per meno del 25% dei prodotti (e principalmente nel settore agroalimentare), probabilmente a causa della forte concorrenza interna e dei consumatori sensibili ai prezzi in queste categorie. Nel frattempo, i rivenditori e i grossisti statunitensi hanno mantenuto le vendite e i margini a livelli equi, il che implica che non hanno sostenuto alcun tipo di tariffa. I produttori stranieri hanno ridotto i loro margini in una certa misura. In effetti, sebbene nell'agosto 2025 l'indice generale dei prezzi all'importazione degli Stati Uniti fosse allo stesso livello dell'anno precedente, i prezzi all'importazione sono diminuiti per circa un terzo dei prodotti, compresi i computer e l'elettronica, suggerendo una moderazione dei prezzi, soprattutto per i beni di consumo per lo più provenienti dall'Asia. Infine, scopriamo che anche i consumatori statunitensi stanno risentendo della trasmissione dei dazi e dei potenziali aumenti opportunistici dei prezzi, poiché stimiamo che i dazi e altri fattori interni abbiano aggiunto circa 0,1 punti percentuali all'inflazione CPI tra marzo e agosto 2025. In particolare, stimiamo che i consumatori abbiano pagato un 3,6% in più per beni come i mobili e un 1,2%-2,3% in più per automobili, abbigliamento, gioielli e calzature. In prospettiva, le pressioni sui prezzi continueranno ad aumentare e i dazi permanenti su beni e fattori produttivi renderanno difficile per i rivenditori e i produttori statunitensi mantenere la linea su auto, elettronica, mobili e prodotti tessili nel secondo semestre del 2025. L'anno prossimo la crescita delle vendite al dettaglio dovrebbe rallentare a poco meno del +2% e i volumi al dettaglio dovrebbero aumentare solo dell'1-3%, poiché è in corso un maggiore trasferimento dei prezzi al consumo.

The Zen Gambit: l'audace gioco di pazienza della Banca del Giappone Ci aspettiamo che la Banca del Giappone rimanga ferma alla riunione di politica monetaria di questa settimana, con la prossima mossa del suo cauto ciclo di rialzo dei tassi probabilmente nel gennaio 2026. A quel punto, otterrà maggiore visibilità sull'impatto negativo degli aumenti tariffari statunitensi, sulla dinamica dell'aumento salariale del prossimo anno e sulla situazione politica interna. Ci aspettiamo che la coalizione LDP-Komeito continui a guidare un governo di minoranza e che un nuovo Primo Ministro venga nominato entro la metà di ottobre. Nel frattempo, l'incertezza e la riduzione del bilancio della BoJ hanno alimentato la recente impennata dei rendimenti dei titoli di Stato giapponesi: +240 pb per i 30 anni e +150 pb per i 10 anni (con una pendenza senza precedenti di 160 pb a 10 anni e 30 anni). Con l'incertezza ora ampiamente scontata (e probabilmente in diminuzione) e il QT che esercita a malapena una pressione aggiuntiva di circa 25 pb nei prossimi due anni, ci aspettiamo che il rendimento a 10 anni si aggiri intorno all'1,6% e che la ripidità a 10 anni e 30 anni torni a 120 pb nei prossimi mesi. Ma se i rendimenti giapponesi dovessero aumentare (ad esempio un altro +100 pb nel rendimento a 10 anni), i mercati globali potrebbero essere a rischio di una stretta di liquidità e di crolli. Riteniamo che la BoJ abbia i mezzi e la credibilità per evitare che ciò accada, ma il potenziale di un errore politico è uno dei maggiori rischi per i mercati finanziari in questo momento.

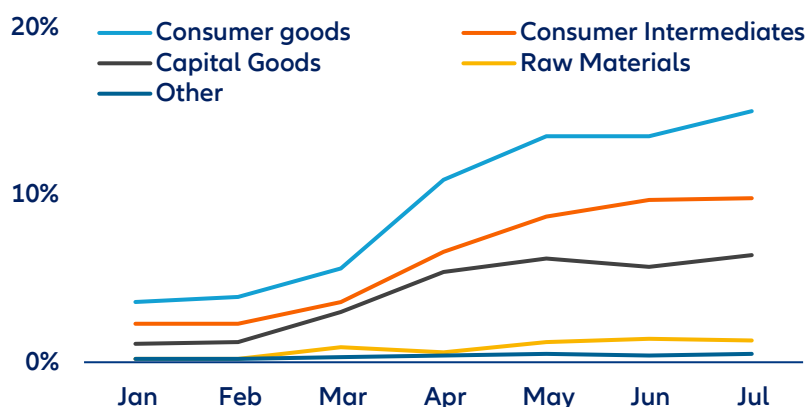
I mercati azionari cavalcano i PE elevati con i PEG ancora sotto controllo I mercati azionari statunitensi sono a livelli record, così come le valutazioni a prima vista. L'S&P 500 è scambiato a multipli prezzo/utili (PE) elevati che non si vedevano da anni. In apparenza, le valutazioni appaiono elevate, alimentando il dibattito su una potenziale bolla. Tuttavia, le forti aspettative di crescita degli utili nel lungo periodo forniscono un contesto cruciale: si prevede

che gli utili aumenteranno di circa il +15% annuo negli Stati Uniti, ben al di sopra del +10% dell'Europa, portando i rapporti prezzo/utigli/crescita (PEG) a livelli storicamente ragionevoli. Ma il rally degli Stati Uniti è concentrato tra una manciata di società tecnologiche a mega-capitalizzazione, che stanno guidando sia la crescita dei ricavi che un boom degli investimenti guidato dall'intelligenza artificiale senza precedenti, 18 volte la media delle aziende dell'S&P 500. Ciò suggerisce un boom sostenuto dai fondamentali piuttosto che da una bolla, anche se fragile e dipendente in modo critico dalla durata del commercio dell'IA e dalle poche società coinvolte.

Chi sta pagando per la guerra commerciale?

I beni di consumo costituiscono la maggior parte dell'aumento della generosità tariffaria. A seguito degli aumenti delle tariffe, le dogane statunitensi hanno già raccolto 165 miliardi di dollari di entrate quest'anno, rispetto ai soli 69 miliardi di dollari dello stesso periodo dell'anno scorso. L'indebolimento del dollaro USA sta anche rendendo più costosi i beni importati, come si vede nel forte aumento dei dazi pagati sui beni di consumo importati e sui prodotti intermedi. In pochi mesi, la quota delle entrate tariffarie rispetto al valore dei beni di consumo importati è balzata da circa il 4% a circa il 15% (si veda la Figura 1), un'impennata senza precedenti che dovrebbe aumentare la pressione sulle famiglie, anche se finora gli impatti sulla domanda sono stati relativamente contenuti. Ciò potrebbe anche alimentare un cuneo tra ciò che i consumatori e le imprese statunitensi pagano e ciò che ricevono i fornitori stranieri. Quando il potere di determinazione dei prezzi lo consente, le imprese nazionali possono trasferire il prelievo direttamente agli acquirenti, aumentando ulteriormente la pressione sui bilanci delle famiglie.

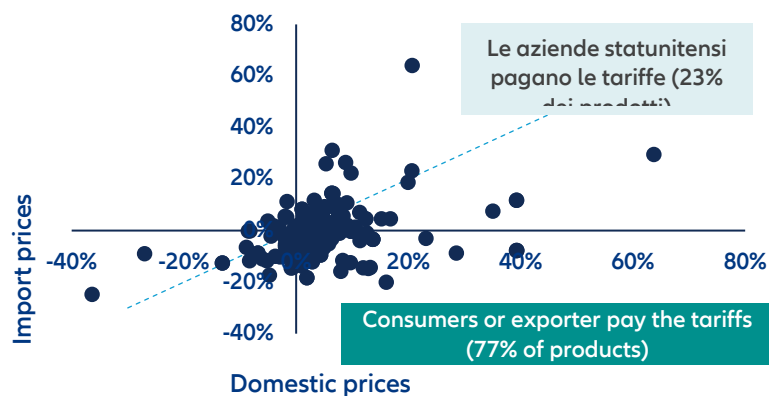
Figura 1: Entrate tariffarie mensili degli Stati Uniti in % del valore totale delle importazioni, per categoria di prodotti principali



Fonti: USITC, Allianz Research

I prezzi alla produzione sul mercato interno stanno superando i prezzi all'importazione per la stragrande maggioranza dei prodotti e delle categorie di prodotti. Sebbene di solito sia l'importatore a pagare le tariffe, i costi più elevati possono essere condivisi o assorbiti lungo l'intera catena di approvvigionamento, riducendo i prezzi, mantenendo invariati i prezzi, mantenendo invariati i prezzi o pagando di più i consumatori statunitensi per lo stesso bene. Confrontando i prezzi all'importazione e alla produzione interna per tutta la gamma di prodotti importati dagli Stati Uniti, scopriamo che sono soprattutto i consumatori statunitensi e/o gli esportatori esteri a sostenere il costo di tariffe più elevate (77% dei prodotti - vedi Figura 2) poiché i prezzi interni sono aumentati più dei prezzi all'importazione (come si è visto con il caffè, bevande, elettronica di consumo, abbigliamento, articoli sportivi, giocattoli e gioielli) o i prezzi all'importazione (alimenti per animali, zucchero, carta, snack, surgelati e pasta). Gli importatori statunitensi stanno assorbendo i costi dei dazi per il restante 23% dei prodotti (cereali per la colazione, caramelle e biscotti, prodotti lattiero-caseari), probabilmente a causa della forte concorrenza interna e dei consumatori sensibili ai prezzi.

Figura 2: Prezzi all'importazione negli Stati Uniti rispetto ai prezzi alla produzione sul mercato interno nell'agosto 2025 (a/a) per prodotto e categoria di prodotto



Fonti: BLS, Allianz Research

I costi aggiuntivi legati ai dazi hanno contribuito a +0,1 punti percentuali di inflazione al consumo aggiuntiva negli Stati Uniti tra marzo e agosto 2025. Utilizzando le relazioni precedenti a marzo 2025 tra l'inflazione dei prezzi all'importazione e i prezzi al consumo, stimiamo la variazione prevista su base annua in ciascuna categoria di prodotti e la confrontiamo con la variazione effettiva fino ad agosto¹. La differenza tra i livelli di prezzo effettivi e quelli previsti è costituita dai costi aggiuntivi pagati dai consumatori a causa del trasferimento tariffario e di altri fattori interni. L'arredamento e i prodotti correlati hanno mostrato un extra costo del 3,6%; mentre i consumatori hanno pagato un costo aggiuntivo compreso tra l'1,2% e il 2,3% per automobili, abbigliamento, gioielli e calzature (cfr. tabella 1). Anche categorie apparentemente di nicchia come il vino hanno visto i consumatori pagare quasi una percentuale intera in più di quanto suggerito dai prezzi di importazione. Tuttavia, non tutti i settori hanno presentato un costo aggiuntivo. In alcuni casi, la combinazione di una forte concorrenza e dell'assorbimento dei costi da parte degli importatori ha fatto sì che gli aumenti effettivi dei prezzi fossero inferiori alle previsioni. Ad esempio, i prodotti farmaceutici e dolciari costano meno di quanto suggerirebbe l'inflazione dei prezzi all'importazione. Queste eccezioni sottolineano che la trasmissione delle tariffe non è uniforme: dove i consumatori hanno abbondanti alternative domestiche o dove il potere di determinazione dei prezzi è debole, i venditori possono inghiottire parte o tutta la tariffa per preservare la quota di mercato. Nel complesso, stimiamo che questi costi aggiuntivi (positivi o negativi) abbiano contribuito a circa +0,1 punti percentuali di inflazione CPI tra marzo e agosto 2025.

Tabella 1: Stime del "premio domestico" statunitense per categorie di prodotti tra marzo e agosto 2025

Prodotti	Crescita implicita dell'IPC dei prezzi all'importazione (%)	Crescita effettiva dell'IPC (%)	Costo extra (%)	Impatto sull'IPC (pb)
Mobilio	-0.58	2.95	3.6%	3.0
Abbigliamento	-1.52	0.75	2.3%	4.0
Gioielleria	4.49	6.40	1.8%	0.5
Calzatura	-0.81	0.58	1.4%	1.0

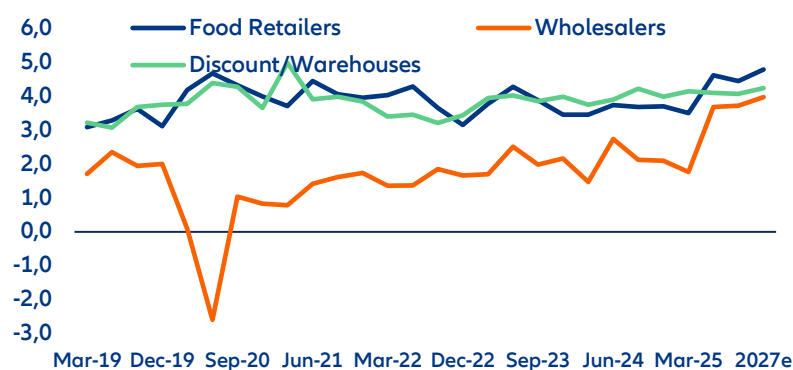
¹ Per ogni categoria di prodotti (i), stimiamo la seguente regressione : $CPI_{i,t-l} = \alpha + \beta * import_prices_{i,t-l} + \varepsilon_t$, dove l è il ritardo ottimale per ciascuna categoria di prodotti, sull'intero campione storico fino a febbraio 2025. Calcoliamo quindi il CPI previsto per ogni prodotto e lo confrontiamo con il valore effettivo. Questa differenza indica ulteriori pressioni sui prezzi dovute ai dazi e ad altri fattori interni (ad esempio, le strategie di prezzo delle imprese nazionali) che chiamiamo "premio interno".

Prodotti	Crescita implicita dell'IPC dei prezzi all'importazione (%)	Crescita effettiva dell'IPC (%)	Costo extra (%)	Impatto sull'IPC (pb)
Autoveicoli	-1.46	-0.25	1.2%	5.5
Vini	-2.10	-1.15	1.0%	0.2
Apparecchi	2.25	2.98	0.7%	0.2
Acquavite	1.84	2.23	0.4%	-
Parti di veicoli a motore	2.66	2.75	0.1%	-
Produzione alimentare	1.64	1.48	-0.2%	- 1.3
Audio, video, computer, ecc.	-0.08	-0.38	-0.3%	- 0.3
Articoli sportivi	2.56	2.22	-0.3%	- 0.1
Pharmaceuticals	1.26	-0.75	-2.0%	- 3.0
Totale				9.7

Fonti: BLS, Allianz Research

Il settore del commercio al dettaglio mostra come tariffe più elevate possano alimentare i profitti aziendali. I margini operativi dei grossisti sono balzati al 3,7% nel 2° trimestre 2025, rispetto all'1,8% del 1° trimestre, mentre i margini dei rivenditori di generi alimentari sono saliti al 4,6% dal 3,5% (si veda la Figura 3). Al contrario, catene di discount come Walmart e Costco hanno visto pochi cambiamenti nella redditività nell'ultimo trimestre. Ciò suggerisce che le aziende che non si concentrano su prezzi ridotti al minimo, o quelle che si rivolgono ai clienti aziendali piuttosto che ai consumatori, sono state in grado di gestire meglio i costi più elevati. In effetti, una parte della catena di approvvigionamento sta puntando sui nuovi dazi per aumentare i costi, una tendenza che alcuni analisti hanno soprannominato "Greedflation 2.0". I grossisti operano in un ambiente meno competitivo e le forze gemelle dell'anelasticità degli acquirenti e della struttura concentrata del mercato consentiranno loro di mantenere margini elevati più a lungo.

Figura 3: Margini operativi (%) nell'ecosistema distributivo statunitense

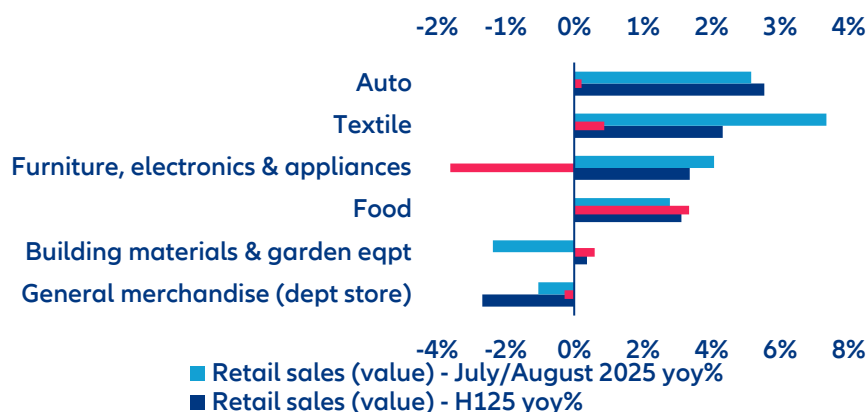


Fonte: Bloomberg (valore mediano per categoria), Allianz Research

La moderazione complessiva dei prezzi ha permesso al dettaglio statunitense di registrare una solida crescita nella prima metà del 2025. Le vendite al dettaglio hanno registrato una solida crescita del +2,5% da inizio anno a luglio, grazie soprattutto a volumi più elevati piuttosto che a prezzi più elevati. Le esenzioni tariffarie, l'uso oculato delle scorte e l'assorbimento dei costi da parte degli esportatori hanno contribuito a tenere a bada l'inflazione. I

consumatori sono diventati più cauti, riflettendo un forte calo della fiducia – circa il 15% in meno rispetto al picco dello scorso anno e il 25% in meno rispetto ai livelli pre-pandemia – ma i prezzi stabili li hanno tenuti a spendere. Un mercato del lavoro robusto e le speranze di un taglio dei tassi da parte della Fed hanno ulteriormente rafforzato i consumi, anche se i dazi sono stati temporaneamente congelati per 90 giorni prima di essere revocati bruscamente all'inizio dell'estate. A giugno il blocco era scaduto e le pressioni sui prezzi hanno iniziato a riemergere mentre i volumi sono scesi ai minimi di sei mesi. Nella seconda metà del 2025 i settori più dipendenti dalle importazioni di fattori produttivi – automobili, elettronica, mobili e tessili – dovrebbero aumentare ulteriormente i prezzi (cfr. grafico 4). Finora, molti rivenditori hanno mantenuto i margini tagliando i costi generali, appoggiandosi all'e-commerce e cavalcando volumi forti. Tuttavia, con tariffe permanenti di circa il 19% sui beni provenienti dai principali partner commerciali asiatici, il prezzo di molti beni per la casa non può rimanere piatto a tempo indeterminato. Le aziende di elettronica devono affrontare l'aumento dei costi dei chip ad alte prestazioni e l'integrazione delle funzioni di intelligenza artificiale. Gli early adopter possono accettare un salto di prezzo, ma il tiepido entusiasmo dei consumatori suggerisce che tag più alti smorzeranno la domanda. L'abbigliamento e i beni morbidi presentano una storia simile: l'inventario è stato anticipato all'inizio del 2025 e gli sconti hanno mantenuto alti i volumi, ma le nuove tariffe specifiche per paese si ripercuoteranno inevitabilmente sui prezzi dell'abbigliamento. Anche il settore automobilistico è vulnerabile: le vendite sono state anticipate poiché gli acquirenti hanno anticipato gli aumenti dei dazi, il che significa una pipeline più debole.

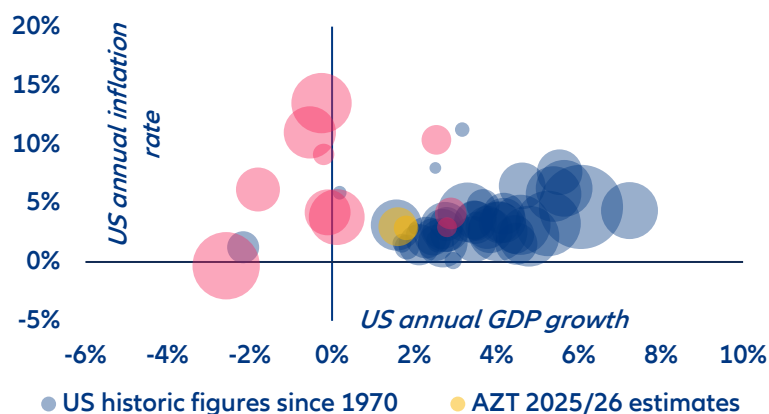
Figura 4: Valore delle vendite al dettaglio negli Stati Uniti e deflatore dei prezzi



Fonti: US Census Bureau, Allianz Research

La rotazione delle catene di approvvigionamento finirà per alimentare l'aumento dei prezzi e rallentare i consumi statunitensi, portando a una crescita del volume al dettaglio da +1% a +3% nella seconda metà dell'anno. Le importazioni statunitensi dalla Cina sono diminuite del -19% da inizio anno, riducendo la quota della Cina nelle importazioni statunitensi a circa il 9% dal 13% dell'anno precedente. La domanda di elettronica di consumo è crollata del -36,5%, le importazioni di mobili sono diminuite del 25,5% e le importazioni di abbigliamento sono diminuite del 21%. Eppure questo non significa che le aziende americane abbiano delocalizzato la produzione. Invece, si sono rivolti a Vietnam, India e Thailandia per computer, telefoni, abbigliamento e scarpe, aumentando i volumi da quei paesi del 20% o più. Il Vietnam ha superato la Cina come primo fornitore di calzature, conquistando il 35% del mercato statunitense. Questi cambiamenti dimostrano che i dazi non riducono necessariamente la dipendenza da fonti estere, ma semplicemente la riallocano e aumentano i costi lungo il percorso. Guardando al futuro, poiché prevediamo che la crescita degli Stati Uniti rallenterà appena al di sotto del +2% nel 2025 e nel 2026, che gli aumenti dei prezzi al consumo rimarranno modesti (ossia inferiori al +3% entro il 2026) e che i tassi statunitensi rimarranno contenuti, prevediamo che i volumi al dettaglio cresceranno modestamente – di circa il +1-3% nella seconda metà del 2025 e nel 2026 (si veda la Figura 5) – poiché la crescita dei salari e un mercato del lavoro stabile sostengono la spesa anche se i dazi spingono i prezzi al rialzo. Le tariffe effettive sono destinate a salire, il che implica ulteriori pressioni che metteranno alla prova la capacità dei rivenditori di assorbire i costi. Le supply chain aziendali continueranno a diversificarsi all'interno dell'Asia piuttosto che onshore, bilanciando la riduzione dei costi con il rischio geopolitico. Per i consumatori, ciò significa un ritmo più lento di aumento dei prezzi in alcune categorie e un ulteriore shock in altre. Il premio interno è la tassa nascosta dell'attuale regime commerciale.

Figura 5: Crescita annua del PIL degli Stati Uniti rispetto al tasso di inflazione e alla crescita annua del volume del commercio al dettaglio (dimensione della bolla)



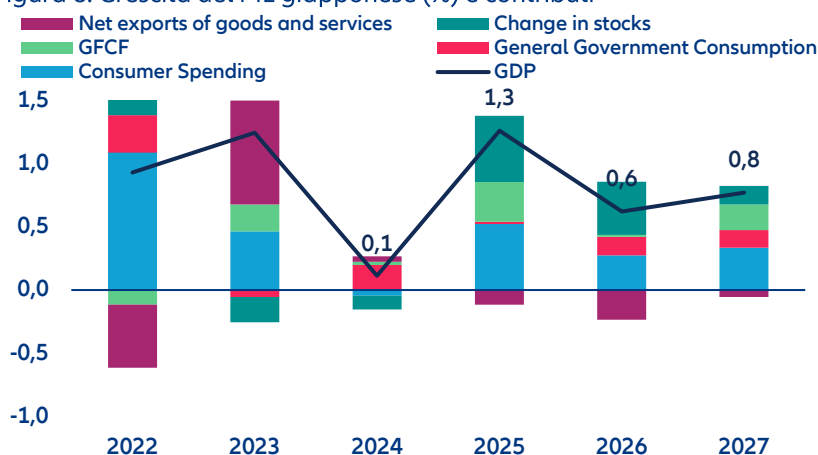
Fonti: US BEA, Allianz Research. Bolla rossa = contrazione del volume di vendita al dettaglio, bolla blu = espansione del volume di vendita al dettaglio.

The Zen Gambit – L'audace gioco di pazienza della Banca del Giappone

Il Giappone è in subbugli politici: è probabile che rimanga in carica un governo di minoranza LDP-Komeito, con un nuovo primo ministro forse entro la metà di ottobre. È probabile che la politica fiscale mantenga un orientamento più espansivo. La coalizione di governo (Partito Liberal Democratico-Komeito) ha subito importanti colpi elettorali nell'ultimo anno, perdendo la maggioranza sia nella camera bassa (nell'ottobre 2024) che nella camera alta (nel luglio 2025) della Dieta nazionale. Il primo ministro Ishiba ha annunciato le sue dimissioni all'inizio di settembre (dopo meno di un anno di mandato). Le elezioni presidenziali dell'LDP si terranno il 4 ottobre, con la campagna ufficiale che inizierà il 22 settembre. L'elenco ufficiale dei candidati non è ancora completo, ma a metà settembre i sondaggi suggeriscono che i favoriti sono Takaichi (considerato relativamente più conservatore e favorevole a maggiori stimoli fiscali) e Koizumi (considerato relativamente più liberale e promettente riforme, attualmente in carica come ministro dell'Agricoltura). Dopo le elezioni, un nuovo Primo Ministro e un nuovo Gabinetto dovrebbero essere scelti entro pochi giorni. Data la significativa frammentazione tra gli altri partiti, lo scenario più probabile – e probabilmente indipendentemente da chi vincerà la corsa alla leadership dell'LDP – è che il Giappone continuerà ad essere governato da un governo di minoranza LDP-Komeito. Ciò significa che la cooperazione con i partiti di opposizione sarà essenziale e che la politica fiscale avrà probabilmente un orientamento più espansivo rispetto al primo ministro Ishiba, noto per la sua posizione più severa sulla disciplina fiscale.

L'economia giapponese dovrebbe rallentare nei prossimi trimestri, dopo una probabile crescita superiore al trend nel 2025 (+1,3%). Prevediamo che la crescita del PIL raggiungerà il +0,6% nel 2026 e il +0,8% nel 2027. L'economia giapponese sta registrando buoni risultati, con consumi privati in crescita per cinque trimestri consecutivi e investimenti per tre trimestri consecutivi, a partire dal 2° trimestre 2025. In prospettiva, nonostante la tenuta della domanda interna, ci aspettiamo che l'indebolimento della domanda esterna peserà sull'economia. Gli ultimi dati pubblicati suggeriscono che l'impatto dell'aumento dei dazi statunitensi potrebbe iniziare a farsi sentire, con i nuovi ordini di esportazione nel PMI manifatturiero che hanno raggiunto il livello più basso in quasi un anno e mezzo ad agosto, i volumi complessivi delle esportazioni probabilmente in calo e le spedizioni negli Stati Uniti in calo di quasi il -14% a/a (il calo maggiore dall'inizio del 2021). Dopo un probabile aumento di circa il +2,5% fino al 2025, le esportazioni reali di beni e servizi dovrebbero contrarsi nel 2026, determinando un contributo negativo alla crescita complessiva delle esportazioni nette (cfr. figura 6), mentre gli investimenti dovrebbero diminuire.

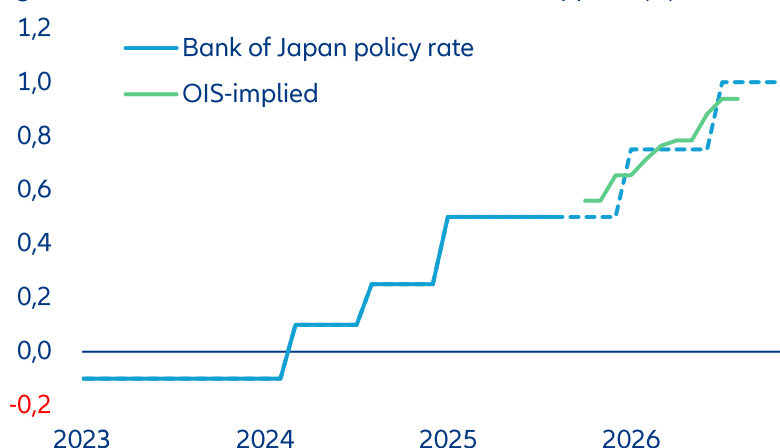
Figura 6: Crescita del PIL giapponese (%) e contributi



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

In questo contesto, è probabile che la Banca del Giappone lasci invariato il suo tasso di riferimento nella riunione di questa settimana, con la prossima mossa probabile nel gennaio 2026, poiché la banca centrale continua con cautela il suo ciclo di rialzo dei tassi. Dall'ultima riunione di politica monetaria di luglio, i dati hanno suggerito che la guerra commerciale degli Stati Uniti potrebbe iniziare a pesare sull'economia giapponese, mentre l'incertezza politica interna è aumentata. Di conseguenza, è probabile che la Banca del Giappone lasci invariato il suo tasso di riferimento alla riunione di politica monetaria di questa settimana. Detto questo, la banca centrale dovrebbe alla fine continuare il suo ciclo di rialzo dei tassi. In effetti, gli indicatori di inflazione rimangono al di sopra dell'obiettivo del 2%. Sebbene l'inflazione complessiva sia diminuita quest'anno (dal 4% di gennaio al 3% di luglio) e probabilmente tornerà al di sotto dell'obiettivo della banca centrale il prossimo anno (prevediamo l'1,5% in media nel 2026, dopo il 3% nel 2025), ciò è dovuto principalmente al calo dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari. Parallelamente, l'inflazione di fondo è salita dal 2,6% di gennaio al 3,4% di luglio e dovrebbe mantenersi in media intorno al 2% nel 2026. Prevediamo che il prossimo rialzo dei tassi di riferimento da parte della Banca del Giappone avverrà nel gennaio 2026, quando la banca centrale aggiornerà le sue prospettive trimestrali, dopo aver raccolto informazioni sullo slancio dell'aumento dei salari del prossimo anno (con le aziende che inizieranno ad annunciare la loro posizione di aumento dei salari entro la fine dell'anno). Nel complesso, ci aspettiamo che il tasso di riferimento della Banca del Giappone rimanga allo 0,50% entro la fine del 2025 e aumenti all'1,00% entro la fine del 2026 e all'1,50% entro la fine del 2027.

Figura 7: Tasso di riferimento della Banca del Giappone (%)

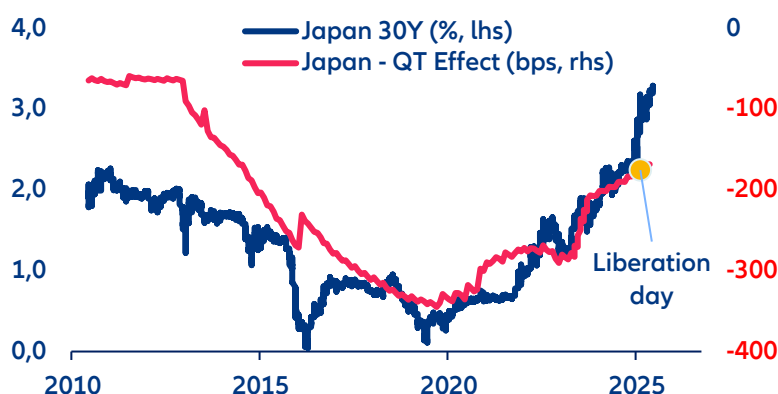


Fonti: LSEG Datastream, Bloomberg, Allianz Research

Rendimenti giapponesi in aumento: un prodotto del Quantitative Tightening (QT) e dell'incertezza. I rendimenti a 10 anni dei titoli di Stato giapponesi (JGB) hanno raggiunto il livello più alto dal 1995 (attualmente l'1,5%) e il 30

anni è scambiato al livello più alto di sempre (attualmente 3,5%). In un primo momento, l'aumento dei rendimenti è stato guidato da un riprezzamento del rischio di inflazione e da un ribilanciamento della domanda e dell'offerta in un contesto di Quantitative Tightening (QT). Ma lo shock del "Liberation Day" ha segnato il disaccoppiamento dei rendimenti a lungo termine dei JGB dal percorso QT gestito (Figura 8). Ora sono spinti dall'incertezza sul commercio e dalle sue implicazioni fiscali e monetarie. Per i prossimi mesi, ci aspettiamo che il rendimento a 10 anni si aggiri intorno all'1,6% e che la ripidità a 10 anni e 30 anni torni a 120 pb, poiché gran parte dell'incertezza è ormai scontata, le aspettative di inflazione si sono stabilizzate intorno all'1,5% e il tasso neutrale reale è rimasto invariato intorno allo 0%. Per quanto riguarda il QT, non ci aspettiamo che la BoJ si discosti in modo significativo dall'attuale percorso di riduzione del bilancio di 3 trilioni di yen (ossia -0,3 % delle consistenze) al mese. Riducendo la sua quota nel mercato dei JGB dal picco del 55% all'attuale 50%, la BoJ ha contribuito per 40 punti base all'aumento di 240 punti base del rendimento dei JGB a 30 anni dal 2022, ovvero il 15% dell'aumento totale. Nei prossimi due anni, ci aspettiamo che la BoJ riduca le sue partecipazioni in JGB al 47% dell'importo totale in circolazione. Il QT eserciterà quindi un'ulteriore pressione al rialzo di circa 25 pb sul segmento lungo della curva dei rendimenti giapponese.

Figura 8: Il disaccoppiamento dai rendimenti giapponesi a 30 anni inizia con il "Liberation Day"

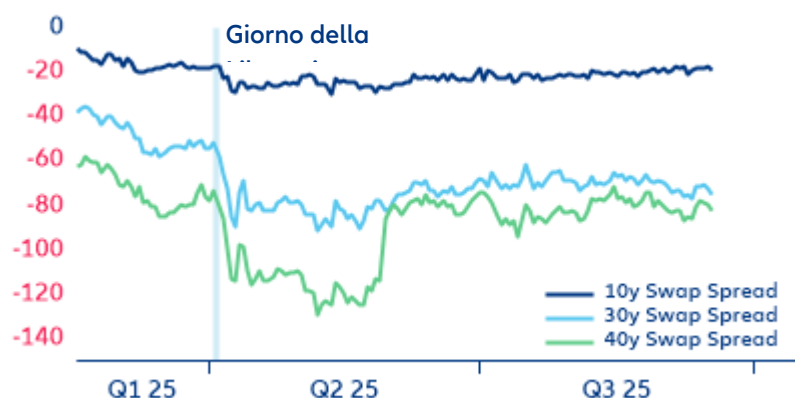


Stima dell'effetto QT basata su Li e Wei (2013)

Fonti: Banca del Giappone, LSEG Datastream, Allianz Research

Pendenza tollerata: supporto furtivo per lo yen? La dinamica del recente aumento dei rendimenti dei JGB, con i rendimenti a 30 anni in aumento di 240 pb rispetto ai soli 150 pb dei rendimenti a 10 anni, ha portato a una ripidità senza precedenti a 10 anni e 30 pb di 160 pb. Data la posizione dominante della BoJ nel mercato dei JGB (50% dell'importo in essere), non riteniamo che ciò avvenga come un risultato non intenzionale o una perdita di controllo. Al contrario, lo interpretiamo come uno sviluppo che la banca centrale sta, come minimo, tollerando per raggiungere obiettivi di politica secondaria. Questa visione è supportata dall'evoluzione degli spread swap che sono rimasti controllati per la durata a 10 anni, mentre sono scivolati per le scadenze superiori (Figura 9). Riteniamo che si tratti di una strategia per fornire sostegno allo yen incentivando gli afflussi di capitale (rimpatrio da assicuratori e fondi pensione) per sostenere il tasso di cambio senza richiedere l'intervento diretto della BoJ e l'utilizzo delle riserve valutarie. I recenti dati d'asta per i JGB lunghi (30 anni+) hanno già mostrato una domanda solida con rapporti bid-to-cover superiori a 2. Dopo decenni di assenza, ci aspettiamo anche alcuni afflussi da parte degli investitori esteri nel mercato dei JGB, che ora ottengono rendimenti con copertura valutaria simili a quelli del loro mercato nazionale o addirittura superiori (ad esempio, il Giappone a 30 anni con copertura in EUR offre rendimenti del 4,9% rispetto al 3,2% locale).

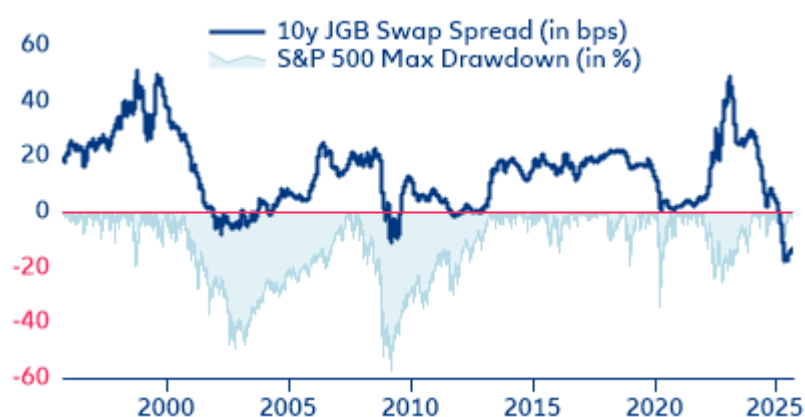
Figura 9: La BoJ mantiene il controllo su 10 anni ma tollera il disaccoppiamento a 30 anni e oltre



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il ruolo del Giappone come fornitore di liquidità globale e soppressore della volatilità globale sta iniziando a invertirsi, aumentando i rischi di ricadute sui mercati globali. Il cambiamento strutturale nel mercato dei JGB, che si sta allontanando da una narrativa deflazionistica verso una in cui i premi al rischio sono determinanti, ha implicazioni significative per la stabilità finanziaria globale. Per decenni, la politica della BoJ di controllo della curva dei rendimenti (YCC) ha posizionato il Giappone come una fonte primaria di liquidità a basso costo, leva finanziaria e soppressore strutturale della volatilità globale. Questo ruolo sta iniziando a invertirsi e il Giappone sta diventando una fonte di volatilità cross-asset. Il principale canale di trasmissione prevede il rimpatrio su larga scala di beni stranieri detenuti dai giapponesi. Un improvviso spostamento da parte degli investitori giapponesi delle obbligazioni denominate in USD e EUR eserciterebbe una pressione diretta al rialzo sui rendimenti globali e provocherebbe un forte apprezzamento dello yen. Una mossa di questo tipo potrebbe innescare una rapida liquidazione dei carry trade globali, portando a un significativo inasprimento della liquidità globale e delle condizioni finanziarie che avrebbe un impatto negativo sui mercati azionari e creditizi di tutto il mondo. In passato, le condizioni di finanziamento più rigide dello JPY (come rilevato dagli spread degli swap JGB) hanno sempre coinciso con ribassi significativi degli asset rischiosi (Figura 10).

Figura 10: Condizioni di finanziamento più restrittive dello yen di solito coincidono con correzioni delle attività rischiose



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

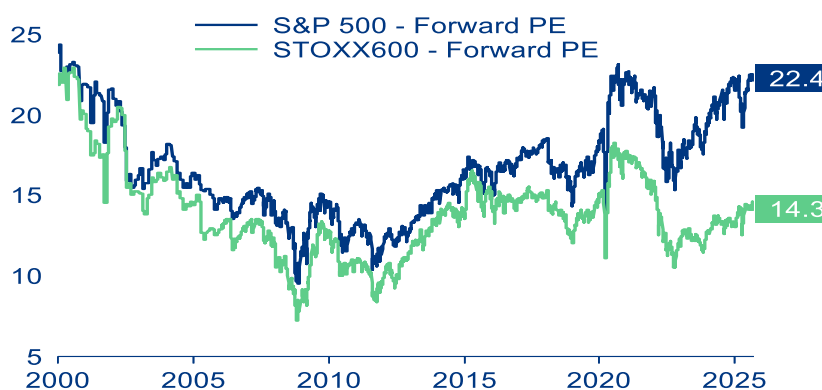
La correzione del mercato azionario di questa primavera può essere vista in questo contesto. Tuttavia, data la scarsità del finanziamento in JPY (spread swap negativo), il drawdown è stato molto più lieve rispetto agli episodi precedenti. Gli asset rischiosi potrebbero essere diventati più resilienti a queste fluttuazioni di liquidità (a causa della loro esposizione all'intelligenza artificiale e dell'ampliamento della loro base di investitori al segmento retail)

e/o non si è ancora concretizzata una liquidazione diffusa. Tuttavia, se i rendimenti giapponesi dovessero aumentare in modo disordinato (ad esempio altri 100 pb per la scadenza a 10 anni), ci aspetteremmo comunque una contrazione della liquidità globale con forti crolli del mercato. Ma il mercato dei JGB è un mercato gestito e la BoJ interverrà sicuramente per prevenire una crisi sistemica e preservare la sua credibilità. Il rischio principale per i mercati finanziari è la reattività della BoJ: la sua storia recente di aggiustamenti politici imprevedibili introduce il rischio di un errore di calcolo o di una risposta ritardata.

I mercati azionari cavalcano i PE elevati con i PEG ancora sotto controllo

I mercati azionari globali hanno raggiunto livelli record, con il mercato statunitense che si è distinto per le valutazioni particolarmente elevate. Il rapporto prezzo/utigli (P/E) forward a 12 mesi dell'S&P 500 si attesta attualmente intorno a 23, ben al di sopra della media ventennale di circa 16. Al contrario, lo STOXX 600 europeo viene scambiato a circa 14, sostanzialmente in linea con la sua norma storica (Figura 11). Da questo punto di vista, le azioni statunitensi sembrano costose, suscitando il timore che il mercato possa essere sovraccarico. Questi P/E elevati, tuttavia, non tengono conto delle aspettative a lungo termine di una crescita significativa degli utili.

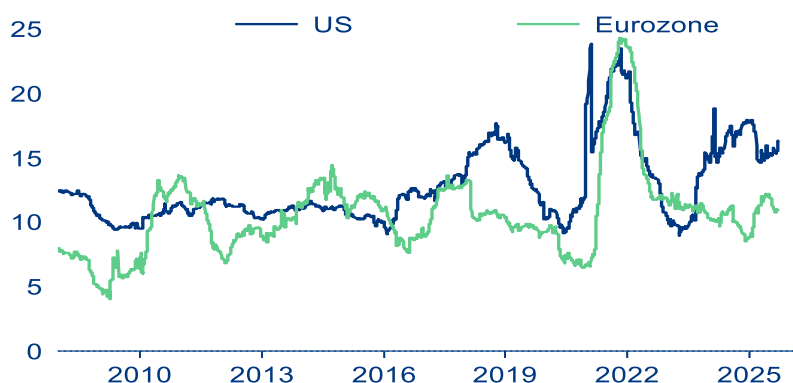
Figura 11: Rapporti prezzo/utigli (P/E) forward per le azioni statunitensi ed europee nel tempo



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Il divario di valutazione è in parte spiegato dalle differenze nelle aspettative di utili. Gli analisti prevedono che gli utili dell'S&P 500 aumenteranno a un tasso medio di circa il +15% all'anno per i prossimi cinque anni, ben al di sopra della più contenuta proiezione di crescita del +10% in Europa (Figura 12). Questa divergenza spiega in parte il divario di valutazione tra le regioni. Gli investitori statunitensi stanno scontando forti utili futuri, in particolare nel settore tecnologico, dove l'ottimismo sull'intelligenza artificiale e gli aumenti di produttività sono stati un fattore determinante. Il recente allentamento delle tensioni commerciali e i nuovi accordi commerciali hanno ulteriormente rafforzato la fiducia, sostenendo maggiori investimenti societari e aumentando le indicazioni sugli utili.

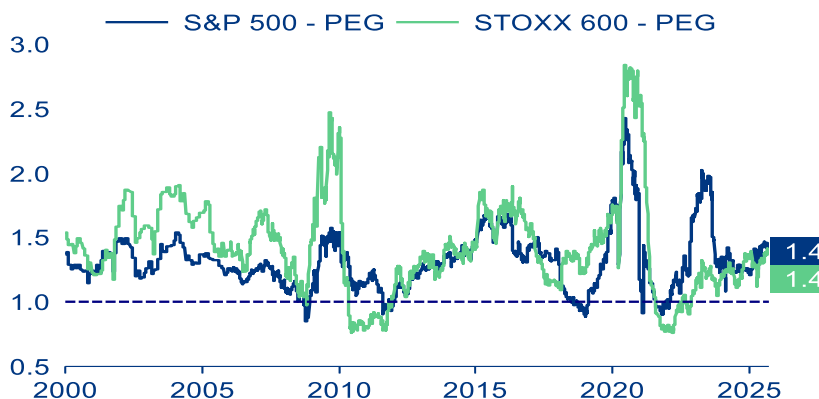
Figura 12: Previsioni di crescita dell'EPS a lungo termine per gli Stati Uniti e l'Eurozona



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Una volta prese in considerazione le aspettative di crescita, le valutazioni azionarie statunitensi appaiono meno estreme. Il rapporto prezzo/utigli (PEG) dell'S&P 500, che si adegua all'espansione attesa degli utili, è attualmente di circa 1,4x, un livello storicamente coerente con periodi di crescita sostenibile, anche se ottimistica. In altre parole, un P/E elevato è, almeno in parte, giustificato da forti previsioni di EPS negli Stati Uniti. E mentre i multipli principali suggeriscono una netta differenza rispetto all'Europa, le valutazioni corrette per il PEG dipingono un quadro più equilibrato oltre Atlantico. Gli investitori scommettono che gli utili "cresceranno" fino ai prezzi attuali, piuttosto che presumere che le valutazioni siano puramente speculative.

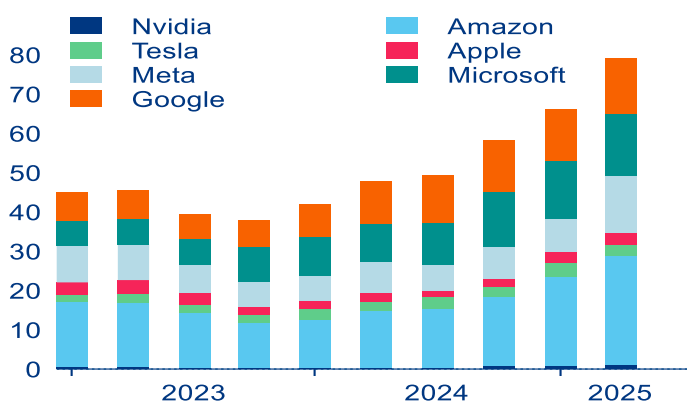
Figura 13: Rapporti prezzo/utigli (PEG) per le azioni statunitensi ed europee



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Uno sguardo più attento al rally degli Stati Uniti mostra quanto esso si basi pesantemente su una manciata di società tecnologiche a mega-capitalizzazione, vale a dire i "Magnifici Sette". Aziende come NVIDIA, Microsoft, Amazon e Alphabet stanno guidando la costruzione dell'intelligenza artificiale, guidando sia le aspettative di fatturato che le valutazioni di mercato. Il loro dominio è sostenuto da un'impennata senza precedenti della spesa in conto capitale: i Magnifici Sette hanno investito in media circa 36 miliardi di dollari ciascuno negli ultimi quattro trimestri, con un'accelerazione della crescita degli investimenti al +70% a/a nel secondo trimestre del 2025 (Figura 14). Per mettere questo dato in prospettiva, il capex trimestrale medio per una società dell'S&P 500 è di soli 2 miliardi di dollari circa. Questi investimenti, concentrati nell'infrastruttura cloud e nella capacità di intelligenza artificiale, non solo hanno potenziato i fornitori di semiconduttori e hardware, ma hanno anche sollevato le società elettriche e di servizi legati al boom delle infrastrutture di intelligenza artificiale.

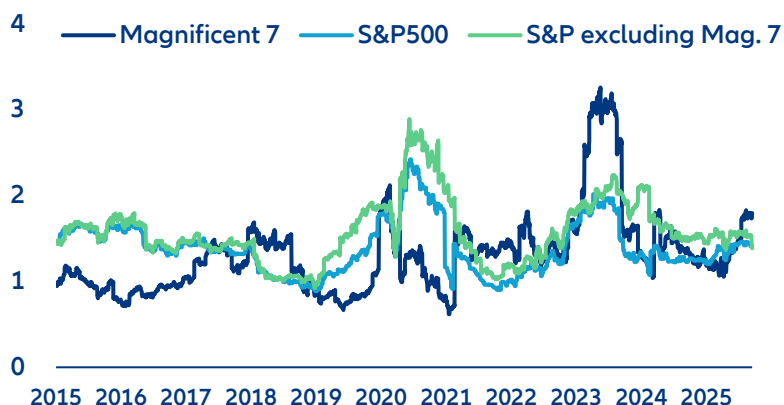
Grafico 14: Le spese in conto capitale sono aumentate nel corso degli anni per i Magnifici Sette



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Più un boom che una bolla, ma i rischi rimangono. La performance è stata più forte nelle aziende con una chiara visibilità degli utili a breve termine dall'infrastruttura di intelligenza artificiale (semiconduttori, apparecchiature e cloud), mentre i settori più in basso nella curva di adozione – le società di software che cercano di monetizzare le funzionalità di intelligenza artificiale o le aziende che utilizzano l'intelligenza artificiale per la produttività – sono rimasti indietro. Ciò riflette la cautela degli investitori: mentre l'ottimismo è saldamente scontato nel settore delle infrastrutture, i contributi tangibili agli utili rimangono scarsi tra le società che cercano di incorporare l'IA nei loro prodotti e servizi, dove i risultati finora sono stati contrastanti e disomogenei. Le valutazioni raccontano una storia simile. I maggiori titoli tecnologici statunitensi vengono scambiati a multipli forward ben al di sopra del mercato più ampio, anche se ancora al di sotto degli estremi dell'era delle dot-com o del picco del 2021. Tuttavia, le aspettative di una spesa sostenuta e forte sono state ripetutamente riviste al rialzo, sollevando interrogativi su quanto a lungo tale slancio possa essere mantenuto. Un forte rallentamento della crescita degli investimenti, se dovesse concretizzarsi, potrebbe ripercuotersi sia sulla tecnologia che sui settori adiacenti, riducendo le proiezioni degli utili e testando i multipli attuali. In questo contesto, i rapporti PEG sottolineano il divario tra i Magnifici Sette e il resto del mercato (Figura 15). Questa concentrazione lascia i mercati esposti a qualsiasi rallentamento della spesa o carenza nella produzione di utili. In questo contesto, il mercato statunitense di oggi sembra meno una bolla e più un boom sostenuto dai fondamentali, anche se fragile e dipendente in modo critico dalla durata del commercio dell'intelligenza artificiale.

Figura 15: Rapporti PEG negli Stati Uniti: Magnifici Sette rispetto al mercato più ampio



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

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 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.