

Allianz Research | 25 Aprile 2025

Il costo di un dollaro più debole, l'impatto dei dazi sull'industria dei viaggi e la guerra dei chip

Ludovic Subran
Capo economista
ludovic.subran@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist per Regno Unito,
Stati Uniti e Francia
maxime.darmet@allianz-trade.com

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

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

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

In sintesi

Il presidente Trump ottiene un dollaro più debole, ma ha un costo L'USD è sceso del 10% dall'insediamento di Donald Trump, anche se a causa della sfiducia degli investitori a seguito di misure commerciali erratiche e attacchi all'indipendenza della Fed piuttosto che di mosse politiche deliberate. Nonostante le crescenti preoccupazioni, molti investitori saranno costretti a rimanere nei mercati statunitensi, poiché non vi è alternativa per spostare altrove l'enorme saldo netto degli investimenti internazionali di 28 trilioni di dollari. Tuttavia, se anche solo una frazione di questi asset lasciasse gli Stati Uniti, ciò porterebbe a distorsioni ancora maggiori dei tassi di cambio e dei prezzi globali degli asset. È quindi probabile che la volatilità del mercato dei cambi rimanga elevata in mezzo al flusso di notizie, ma i fondamentali suggeriscono che il tasso di cambio EUR/USD potrebbe stabilizzarsi intorno a 1,12 entro la fine dell'anno, con un rischio asimmetrico verso livelli più elevati. I parametri delle valutazioni a lungo termine vedrebbero il dollaro indebolirsi principalmente rispetto alle valute asiatiche, mentre quelle europee sembrano valutate in modo equo rispetto al dollaro.

Turbolenze in vista: le tariffe faranno impennare i costi degli aeromobili, mettendo a terra la domanda di viaggi La rinnovata spinta tariffaria del presidente Trump sta gettando nuove nubi sull'industria aerea, minacciando di far deragliare la sua fragile ripresa post-pandemia. Dopo un forte rimbalzo dei ricavi nel 2023 (+23% a/a) e nel 2024 (+7%), le compagnie aeree devono ora affrontare un'impennata dei costi degli aeromobili (+16%) e un'offerta limitata, con consegne ancora inferiori del 10% ai livelli pre-pandemia e un arretrato record di 17.000 aerei che peggiora ulteriormente i ritardi. Le nuove tariffe minacciano di rendere più costose le complesse catene di approvvigionamento di Boeing e Airbus, con entrambi impianti di produzione negli Stati Uniti e più della metà dei fornitori situati all'estero. Allo stesso tempo, il turismo diretto negli Stati Uniti – un fattore chiave per le entrate – si sta raffreddando, con un calo del -17% a/a dall'Europa occidentale a marzo e i fattori di carico delle compagnie aeree all'inizio del primo trimestre che sono scesi al 78% (dall'84%). Le compagnie aeree nordamericane prevedono ora la crescita dei ricavi più debole per il 2025 a livello globale (+1% a/a) e stanno già registrando un calo del -10% t/t dei ricavi del Q1. Tuttavia, il raffreddamento dei prezzi del carburante per aerei (-22% a/a) dovrebbe attutire parte del colpo.

Guerra dei chip: una mossa difensiva ma controproducente da parte degli Stati Uniti Con i ricavi legati all'intelligenza artificiale destinati a registrare un CAGR del +30% nel prossimo decennio, raggiungendo 1,6 trilioni di dollari entro il 2032, l'amministrazione statunitense sta facendo di tutto per assicurarsi la sua posizione di leadership in quel segmento, soprattutto

dopo il successo della cinese Deepseek. Le nuove restrizioni sui chip impediranno alle aziende statunitensi di vendere chip specificamente progettati per la Cina. Ma questa mossa difensiva potrebbe ritorcersi contro nel breve periodo, poiché le grandi aziende statunitensi di semiconduttori sono fortemente esposte alla Cina (30% del loro fatturato per le prime 10) e dovranno domare le crescenti preoccupazioni per i rendimenti lenti degli enormi investimenti nell'intelligenza artificiale. Inoltre, la politica isolazionista degli Stati Uniti potrebbe accelerare gli investimenti pubblici per i semiconduttori in Cina, aprendo la strada a un ecosistema innovativo e più economico che potrebbe essere favorito rispetto a quello degli Stati Uniti in futuro.

Il presidente Trump ottiene un dollaro più debole, ma a un costo elevato

Uno dei risultati più forti di Trump nei suoi primi 100 giorni potrebbe essere quello di mantenere la sua promessa di indebolire il dollaro USA. Mentre il secondo mandato di Trump raggiunge il traguardo dei 100 giorni il 30 aprile, una promessa elettorale è stata mantenuta con un successo sorprendente: la consegna di un dollaro più debole. In effetti, questa settimana l'indice dell'USD ponderato per gli scambi commerciali è sceso al livello più basso dal 2022 ed è sceso del 10% dall'insediamento di Trump. Il tasso di cambio EUR/USD ha superato 1,15 a un certo punto, portando l'euro ad apprezzarsi dell'11% rispetto al dollaro dall'inizio dell'anno (Figura 1). Un dollaro più debole è stato uno dei principali obiettivi politici di Trump ed è stato oggetto di un vivace dibattito dopo il cosiddetto documento politico dell'accordo di Mar-a-Lago.

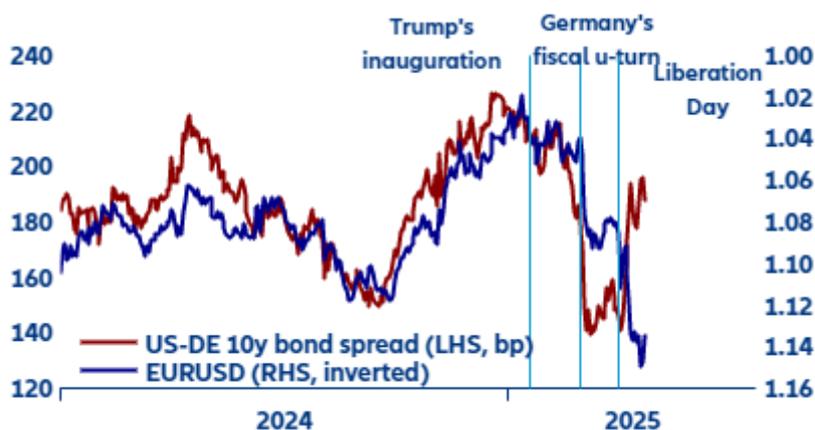
Figura 1: Indice del dollaro ponderato per gli scambi commerciali (LHS) e EURUSD (RHS, invertito)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Tuttavia, il sell-off del dollaro è stato guidato da una perdita di fiducia nella politica statunitense, con gli investitori che hanno voltato le spalle all'economia americana. La perdita di valore dell'USD è stata in gran parte determinata dai deflussi di capitale (o meno afflussi) dagli Stati Uniti nel loro complesso, poiché gli investitori hanno perso fiducia nell'economia statunitense a seguito di misure politiche erratiche e aggressive. La guerra commerciale in piena regola iniziata con il Liberation Day tre settimane fa e, più recentemente, un attacco all'indipendenza della Fed hanno spaventato sia gli investitori nazionali che quelli esteri, causando il deprezzamento del dollaro. Normalmente, una valuta è in gran parte guidata dai differenziali dei tassi di interesse. Quando i tassi di interesse statunitensi aumentano rispetto ad altri mercati, il dollaro aumenta di valore in quanto diventa più attraente investire e viceversa. Dopo gli ampi annunci sui dazi del 2 aprile, questo schema è stato interrotto, sia che si guardi ai differenziali dei tassi di interesse a lungo termine sia alle aspettative a breve termine sulla divergenza dei tassi di riferimento delle banche centrali (Figura 2). Gli investitori hanno scaricato l'USD anche se è diventato più attraente a causa dell'aumento dei rendimenti. Ciò indica che gli investitori stanno vendendo obbligazioni e azioni statunitensi e scambiando i proventi con altre valute, in particolare l'euro. I primi dati pubblicati mostrano che i fondi pensione giapponesi e gli investitori al dettaglio europei hanno ridotto il loro interesse per gli asset statunitensi.

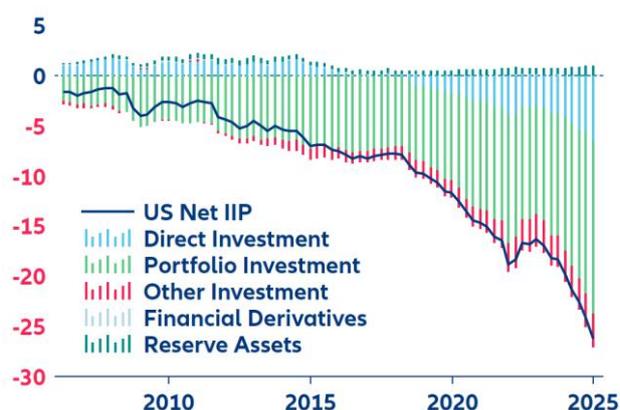
Figura 2: L'EUR/USD si disaccoppia dai differenziali dei tassi di interesse, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

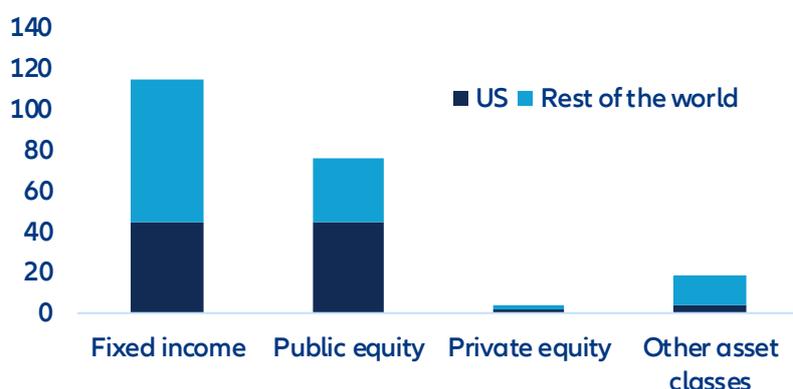
Ma gli investitori esteri hanno un problema: sono altamente esposti agli Stati Uniti, ma hanno poche alternative per trasferirsi altrove. Decenni di elevati disavanzi commerciali negli Stati Uniti sono stati controbilanciati da un'uguale quantità di flussi di capitali verso gli Stati Uniti da parte di investitori esteri. La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) che ne è risultata si è attestata all'incredibile cifra di 26 trilioni di dollari nel quarto trimestre del 2024 (Figura 3), pari a circa l'85% del PIL statunitense, pari a circa un terzo dell'intero stock di capitale statunitense. Pertanto, la posta in gioco è molto alta per gli Stati Uniti e l'USD, anche se solo una frazione di questi fondi dovesse essere spostata nuovamente al di fuori degli Stati Uniti. Poiché un'inversione del deficit commerciale degli Stati Uniti sembra ancora inverosimile (nonostante i dazi e un dollaro già più debole), la valvola che equiparerebbe i deflussi di capitali e i deficit commerciali sarebbe un ulteriore indebolimento del dollaro, almeno inizialmente. Tuttavia, gli investitori devono affrontare un ostacolo nel trasferire fondi sostanziali dagli Stati Uniti altrove: TINA (non c'è alternativa). La Figura 4 mostra che gli Stati Uniti dominano il portafoglio d'investimento globale in tutte le asset class rilevanti. Il 39% (45 trilioni di dollari) di tutti i prodotti a reddito fisso e il 58% (44 trilioni di dollari) di tutti i titoli quotati sono domiciliati negli Stati Uniti. Nessun altro mercato al di fuori degli Stati Uniti ha la profondità necessaria per colmare il vuoto. Se gli investitori esteri smettessero di mettere i loro fondi negli Stati Uniti (a causa dei continui deficit commerciali) o, peggio, se spostassero solo una frazione dei 26 trilioni di dollari al di fuori degli Stati Uniti, ciò porterebbe a enormi distorsioni nei mercati finanziari. I prezzi delle azioni statunitensi (rendimenti obbligazionari) scenderebbero (aumenterebbero) e accadrebbe il contrario in Europa o in altri mercati verso i quali gli investitori sposterebbero i loro fondi, mentre l'USD si deprezzerebbe fortemente e potrebbe facilmente raggiungere livelli intorno a 1,20-1,40 rispetto all'euro. Tuttavia, questi movimenti di prezzo porterebbero rapidamente a livelli oltre ogni ragionevole accettazione in termini di valutazioni per gli investitori. Di conseguenza, le forze di mercato fermerebbero qualsiasi ulteriore deflusso prima che si verifici effettivamente.

Figura 3: Posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) degli Stati Uniti, trilioni di dollari



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Figura 4: Portafoglio di mercato globale rettificato per il flottante (2023), trilioni di dollari

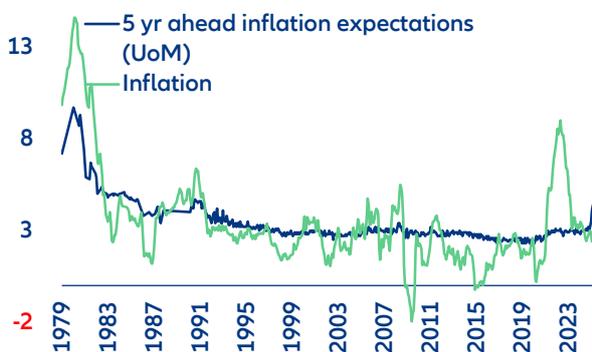


Fonti: MSCI, Allianz Research

L'ultimo round di deprezzamento dell'USD è stato rafforzato dall'attacco di Trump contro l'indipendenza della Fed, una pietra miliare della fiducia nella valuta di riserva globale. La scorsa settimana, il presidente Trump si è scagliato contro Powell, incolpandolo di essere "troppo tardi e sbagliato" sui tassi di interesse e aggiungendo che "la sua cessazione non può arrivare abbastanza velocemente". Tuttavia, dopo la reazione negativa del mercato, questa settimana ha fatto marcia indietro, affermando di non avere "alcuna intenzione" di licenziare Powell, il cui mandato come presidente della Fed termina nel maggio 2026. Una tale pressione politica sulla Fed per allentare la politica monetaria non si vedeva dagli anni '70, quando A. Burns era alla guida dell'istituzione, anche se era meno esplicita e si verificava per lo più a porte chiuse. Recenti ricerche economiche suggeriscono che l'aumento della pressione politica sulla Fed (che si intensificò bruscamente durante la presidenza Nixon) e l'indebolimento dell'indipendenza de facto negli anni '60 e '70 furono le cause principali dell'impennata dell'inflazione osservata durante il periodo, potenzialmente anche più di altri shock come l'impennata del prezzo del petrolio o la rottura del sistema monetario di Bretton-Woods. Le condizioni economiche negli Stati Uniti oggi non giustificano un allentamento della politica monetaria: mentre i venti contrari si sono intensificati, minacciando una ripresa della disoccupazione, le prospettive per l'inflazione sono peggiorate sulla scia dei bruschi aumenti dei dazi. Sebbene un aumento dei prezzi indotto dai dazi sia generalmente visto come un aumento tantum del livello dei prezzi, il fatto che le aspettative di inflazione a medio termine delle famiglie siano aumentate di recente segnala un rischio di disancoraggio delle aspettative rispetto all'obiettivo del 2% della Fed che il Consiglio non può ignorare (Figura 5). Pertanto, i tagli dei tassi di interesse a breve termine non sono giustificati. Qualsiasi pressione politica in tal senso mina la fiducia che gli investitori hanno nell'USD, il che spiega il loro allontanamento dal biglietto verde. In

definitiva, non ci aspettiamo che il presidente licenzi Powell, ma sceglierà un nuovo presidente della Fed dopo la scadenza del mandato di Powell nel maggio 2026. Con il mandato del membro del consiglio di amministrazione A. Kugler in scadenza nel gennaio 2026, l'equilibrio dei voti rimarrebbe relativamente aggressivo nel FOMC, composto da 12 membri votanti, ma la credibilità percepita della Fed sarebbe marginalmente ridotta a causa delle due nomine di Trump, il che sarebbe moderatamente negativo per l'USD e i Treasury statunitensi¹.

Figura 5: Inflazione statunitense e aspettative di inflazione a medio termine (%)

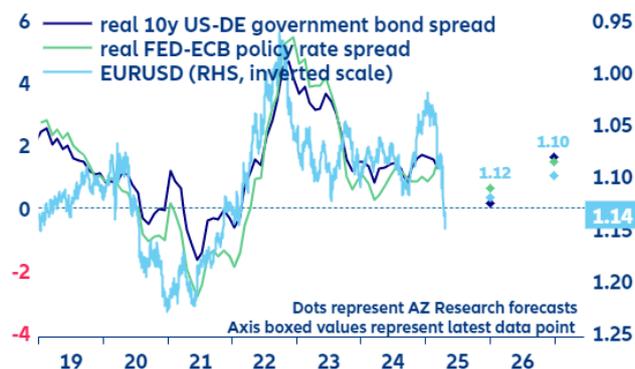


Fonti: LSGE Workspace, Università del Michigan, Allianz Research

Prevediamo una volatilità continua, ma manteniamo la nostra previsione di fine anno di 1,12 per il tasso di cambio EUR/USD, poiché i mercati sembrano tenere sotto controllo qualsiasi mossa politica statunitense eccessivamente aggressiva, lasciando nuovamente spazio ai fattori fondamentali che guidano il tasso di cambio. Le ultime settimane hanno dimostrato che Trump adotta misure politiche aggressive, ma fa anche marcia indietro se i mercati reagiscono con forza (ad esempio, annunciando una pausa di 90 giorni sui dazi o ritirando la sua minaccia di rimuovere il presidente della Fed Powell dall'incarico). Anche se questi movimenti politici avanti e indietro continueranno e porteranno a un'elevata volatilità, vale la pena guardare oltre il rumore e tornare ai driver fondamentali del tasso di cambio. Il differenziale atteso dei tassi di interesse, basato sulle nostre previsioni per l'inflazione, i tassi di riferimento e i rendimenti a lungo termine per l'Eurozona e gli Stati Uniti, suggerisce che il tasso di cambio EUR/USD dovrebbe raggiungere 1,12 alla fine di quest'anno e 1,10 nel 2026, con un ampio intervallo di confidenza data la grande quantità di incertezza (Figura 6).

¹ Tuttavia, se la Corte Suprema concedesse a Trump l'autorità di licenziare il presidente, un secondo scenario potrebbe vedere la nomina di un presidente allineato con Trump (e la sostituzione di A. Kruger da gennaio 2026) ma rimarrebbe isolato al FOMC. Questo scenario sarebbe più negativo per l'USD e i Treasury statunitensi, ma i tassi a breve termine probabilmente scenderebbero in previsione di un allentamento monetario. Lo scenario peggiore si verificherebbe se Trump dovesse licenziare altri membri del Consiglio in una guerra totale contro la Fed. Anche se il Senato potrebbe votare contro le scelte eccessivamente politiche, le implicazioni per i mercati finanziari sarebbero molto negative in quanto la Fed sarebbe percepita come molto meno indipendente. Il premio a termine sui Treasury USA aumenterebbe notevolmente.

Figura 6: EURUSD e differenziali dei tassi di interesse reali, %

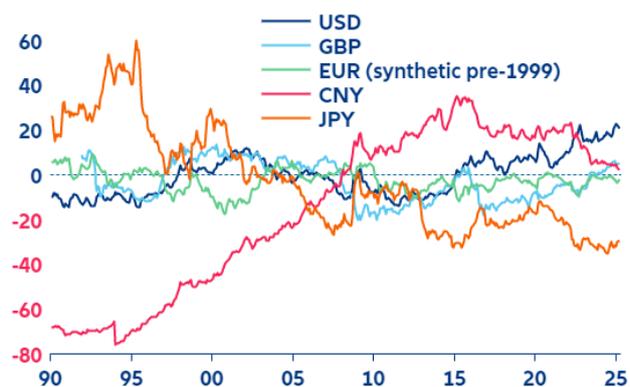


Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Note: I punti si riferiscono alle previsioni di Allianz Research.

Le misure di valutazione a più lungo termine vedono l'USD sopravvalutato, ma con limitazioni strutturali intrinseche queste misure offrono solo una guida approssimativa. Guardando al tasso di cambio effettivo reale (REER), il dollaro è attualmente del 20% al di sopra del suo valore medio a lungo termine. D'altro canto, lo yen giapponese sembra sottovalutato da questo punto di vista, mentre l'euro, la sterlina britannica e lo yuan cinese sembrano valutati in modo equo. Tuttavia, è importante notare che il livello REER si basa su livelli arbitrari dell'indice CPI. L'unico modo per interpretarlo è osservare i movimenti relativi nel tempo e, quindi, le deviazioni dalla sua media a lungo termine, come mostrato nella Figura 7. Un modo alternativo per confrontare i livelli dei tassi di cambio è quello di osservare il prezzo dei beni nei diversi paesi e quanto si discostano l'uno dall'altro quando vengono convertiti in una valuta (tipicamente l'USD). L'esempio più famoso è il Big Mac Index in quanto confronta un prodotto standardizzato i cui costi di produzione sono in gran parte guidati a livello nazionale. Negli Stati Uniti, il Big Mac costava 5,79 dollari all'inizio dell'anno rispetto ai 5,95 dollari dell'Eurozona e ai 5,73 dollari del Regno Unito. È il più costoso in Svizzera con 7,99 dollari e abbastanza economico in Cina (3,52 dollari) e Giappone (3,11 dollari), il che implica ancora una volta una sopravvalutazione del dollaro rispetto alle valute asiatiche ma non tanto rispetto all'Europa. Questo modello è rimasto sostanzialmente stabile nell'ultimo decennio (Figura 8). Una conclusione simile emerge quando si utilizza un paniere di consumatori più ampio, ad esempio quando si esaminano i tassi di cambio impliciti (PPP) a parità di potere d'acquisto. Tuttavia, sebbene il Big Mac Index e le più ampie misure basate sulla PPP offrano un modo semplice per valutare il disallineamento valutario, presentano importanti limitazioni. Questi approcci ignorano le differenze strutturali come la produttività, il costo del lavoro e i modelli di consumo tra i paesi. Inoltre, ipotizzano panieri di beni e servizi identici, il che spesso non è il caso, soprattutto nei mercati emergenti. Di conseguenza, le misure PPP possono fornire una guida approssimativa a lungo termine, ma non un parametro di riferimento definitivo o un valore equo per una valuta.

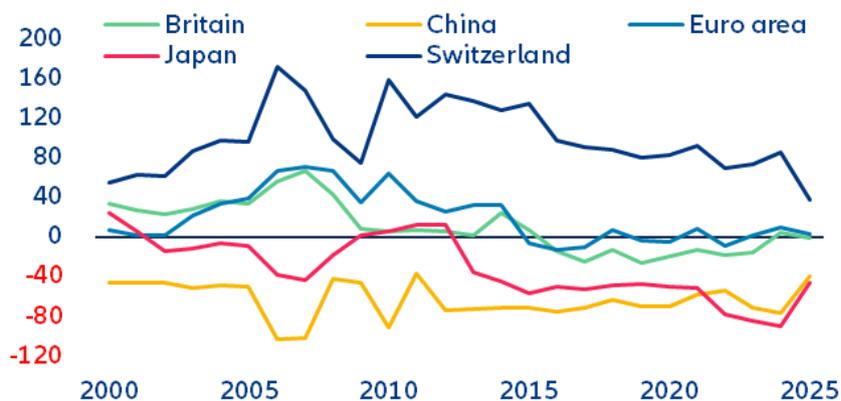
Figura 7: Deviazioni effettive reali del tasso di cambio rispetto alla media a lungo termine, %



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Note: Deviazioni dei tassi di cambio effettivi reali dalla media mobile a 20 anni.

Figura 8: Deviazione dell'indice Big Mac dagli Stati Uniti, %



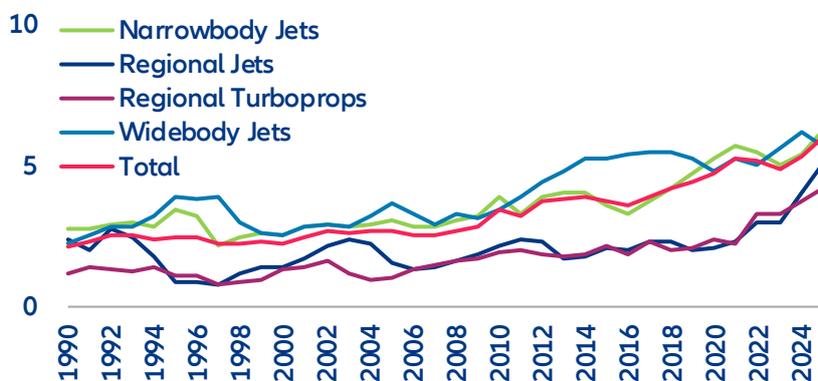
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

Turbolenza in vista: le tariffe faranno impennare i costi degli aeromobili, mentre la domanda di viaggi sarà messa a terra

Cieli nuvolosi per le compagnie aeree. Dopo una pandemia che ha devastato l'industria del turismo e ha lasciato le compagnie aeree con perdite di profitto per tre anni consecutivi, il settore sta ora affrontando un altro periodo turbolento, innescato dall'aumento delle tariffe che rischiano di gonfiare i costi degli aeromobili (esacerbando le sfide di produzione esistenti) e potenzialmente frenando il turismo in entrata negli Stati Uniti. Certamente, l'attuale guerra commerciale ha fermato il rimbalzo finanziario di cui hanno goduto le compagnie aeree nel 2023-2024 (quando i ricavi sono aumentati rispettivamente del +23% e del +7% a/a e i profitti sono diventati positivi). Tra tutti i venti contrari attuali, il più preoccupante è la capacità limitata. Mentre la capacità del settore, misurata da ATK², è cresciuta di circa il +21% a/a nel 2022 e nel 2023, nel 2024 l'ATK globale è aumentato solo del +8% e dovrebbe rimanere limitato a circa il +5% quest'anno.

I produttori di aeromobili e componenti chiave stanno ancora lottando per tornare ai livelli di produzione pre-pandemia, ostacolando le consegne. Nel 2024, i due maggiori produttori di aerei, Boeing e Airbus, hanno consegnato al mercato solo il 90% di ciò che fornivano in passato. Con l'impennata della domanda di nuovi aerei, il portafoglio ordini globale ha raggiunto la cifra senza precedenti di 17.000 aeromobili alla fine del 2024, rendendo molto difficile per il duopolio soddisfare la domanda e aumentando i tempi di consegna degli aeromobili a livelli mai visti nella storia (Figura 9), in particolare per gli aerei narrowbody (corto raggio) e widebody (lungo raggio).

Figura 9: Tempi medi di consegna degli aeromobili in anni, per anno di consegna



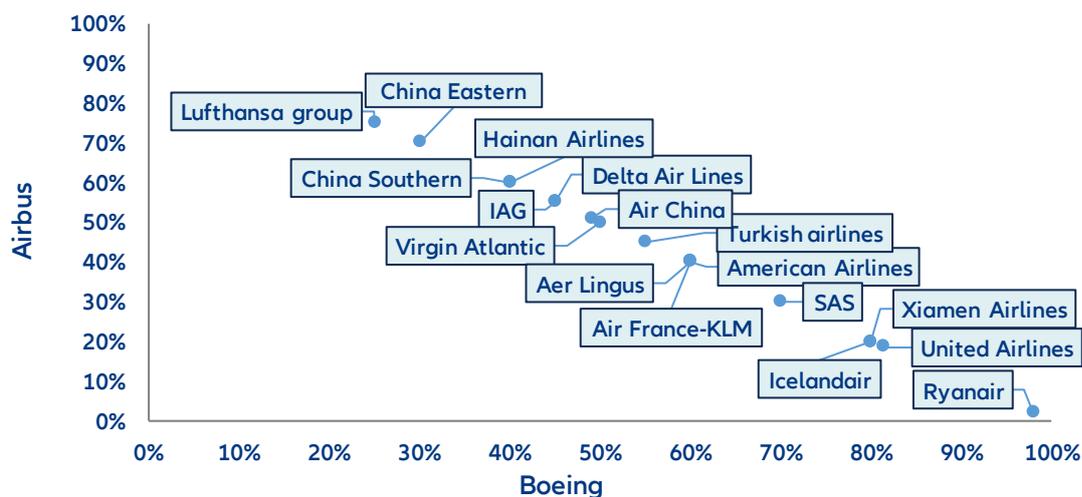
Fonte: IATA, Cirium, Allianz Research

Si prevede che l'attuale guerra commerciale aggraverà le continue interruzioni delle catene di approvvigionamento globali, nonché problemi specifici a livello di produttori, rendendo gli aerei più costosi. Sebbene la catena di approvvigionamento di Boeing sia meno complessa e vasta di quella di Airbus (345 contro 2.398 fornitori), il 54% dei fornitori di Boeing si trova all'estero. Ciò si tradurrà all'incirca in più della metà dei costi di produzione dell'azienda che saranno almeno il 10% più costosi una volta che entreranno in vigore tariffe più elevate (con Safran che sarà il principale fornitore non statunitense). Per Airbus, gli Stati Uniti sono il più grande fornitore di un singolo paese (2.000 fornitori in 40 stati), con impianti di produzione chiave in Alabama, Mississippi e Florida. Di conseguenza, dovrà anche affrontare tariffe più elevate sui componenti di cui ha bisogno per costruire i jet. Gli aeromobili sono diventati più costosi del +16% negli ultimi cinque anni e i prezzi dovrebbero continuare ad aumentare di circa il +20% entro il 2030. Questi aumenti di prezzo indotti dai dazi potrebbero spostare le dinamiche di mercato a favore di Airbus, in quanto le compagnie aeree potrebbero rivolgersi all'operatore europeo come opzione più conveniente e affidabile. Inoltre, governi come la Cina, che ha recentemente ordinato alle sue compagnie aeree di interrompere le consegne di Boeing, potrebbero influenzare altri governi a seguire l'esempio (quasi l'8% della base clienti di Boeing si trova in Cina). Tuttavia, affinché Airbus possa conquistare una quota

² L'ATK, o Available Ton Kilometers, è una misura di capacità che combina la capacità di passeggeri e merci. Si calcola moltiplicando la capacità di trasporto di passeggeri e merci (convertita in tonnellate) per la distanza percorsa.

maggiore del mercato globale e ridurre la sua vulnerabilità, non solo deve investire in modo deciso e su larga scala, ma anche adottare un approccio strategicamente lungimirante alla selezione dei fornitori.

Figura 10: Esposizione della flotta delle compagnie aeree all'offerta di aeromobili Boeing e Airbus



Fonti: Bloomberg Intelligence, Documenti aziendali, Allianz Research.

Anche la traiettoria di volo del turismo statunitense sta cambiando e dovrebbe pesare sulle compagnie aeree altamente esposte a questo mercato. Gli Stati Uniti sono al terzo posto a livello mondiale nel turismo internazionale, dopo Francia e Spagna. L'anno scorso, il paese ha ricevuto oltre 72 milioni di visitatori internazionali (+9% a/a). Questa impennata ha contribuito a un fatturato record di 215 miliardi di dollari (+14% a/a) di entrate turistiche, rendendo questo settore (e tutte le sottoindustrie legate ai servizi per il tempo libero) importanti per l'economia statunitense. Pertanto, i timori inflazionistici e le incertezze legate al deterioramento delle relazioni diplomatiche con i paesi vicini potrebbero intaccare il turismo. Infatti, il Canada e il Messico rappresentano il 52% (37 milioni) del totale dei turisti che visitano gli Stati Uniti ogni anno e, secondo la US Customs and Border Protection (Figura 11), il numero di visitatori che attraversano i confini settentrionali e meridionali è già diminuito del -6% a/a a febbraio e del -8% a marzo.

Figura 11: Arrivi negli Stati Uniti per mese, attraverso i confini settentrionali e meridionali, tutti i mezzi di trasporto

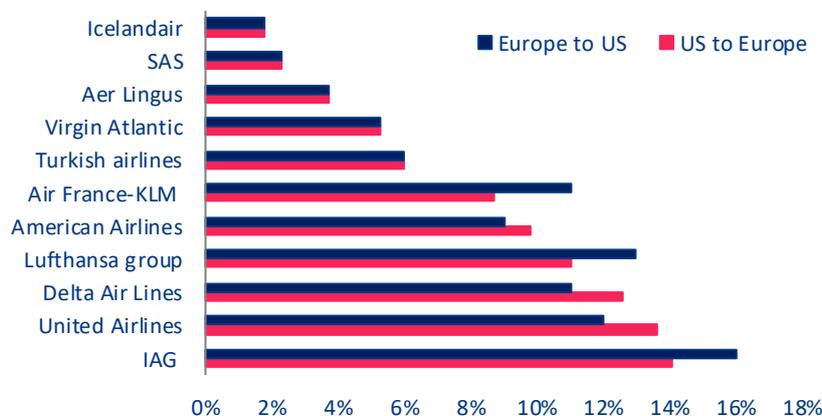


Fonti: US Customs and Border Protection, Allianz Research.

Anche se le compagnie aeree americane saranno più colpite, anche i vettori transatlantici dovrebbero prepararsi a un rallentamento delle prenotazioni negli Stati Uniti. Per volume di passeggeri aerei, il Nord America come regione è fondamentale per l'industria aerea in quanto rappresenta circa il 23% della quota di mercato globale, subito dopo l'Asia-Pacifico (36%) e l'Europa (27%). Pertanto, un rallentamento del turismo avrà un impatto non solo sui vettori americani e regionali come Air Canada e Aeroméxico, ma anche su tutti i gruppi di compagnie aeree con un'esposizione dei ricavi al mercato statunitense, anche se in misura minore. Ciò include British Airways (IAG) e

Lufthansa, aziende europee che hanno una quota di mercato di posti sulla rotta transatlantica compresa tra il 12% e il 15% (Figura 12). Un'altra preoccupazione è che il turismo transatlantico rappresenta un fattore chiave di profitto per le compagnie aeree, poiché le rotte a lungoraggio in genere trasportano una quota maggiore di viaggiatori di prima classe e d'affari, segmenti che generano i margini più elevati. I dati recenti del National Travel and Tourism Office (NTTO) hanno mostrato che il turismo in entrata negli Stati Uniti dall'Europa occidentale è diminuito del -17% a/a a marzo e del -7% a/a nei primi tre mesi del 2025, con la Germania (-28% a/a) e la Spagna (-25% a/a) che hanno registrato i cali maggiori il mese scorso.

Figura 12 - Quota di mercato dei posti sulla rotta Stati Uniti <> Europa, per compagnia aerea

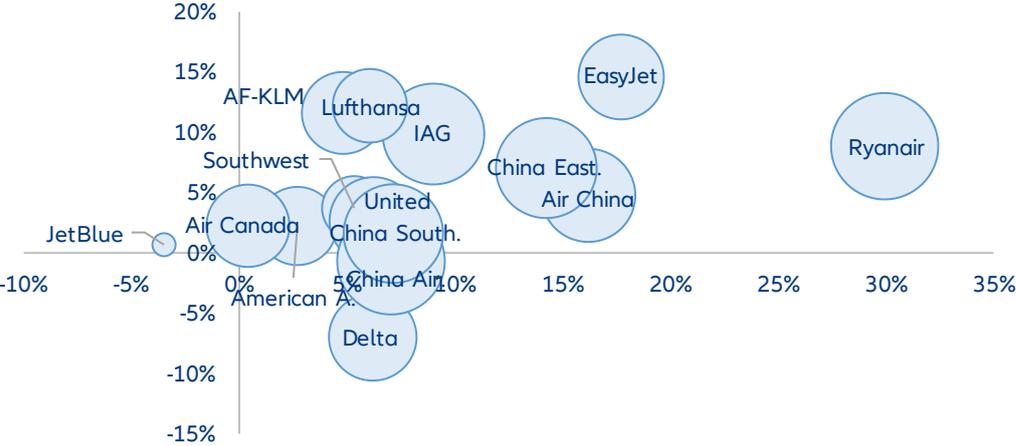


Fonti: Bloomberg, Dati aziendali, Allianz Research.

I risultati dei primi risultati del 1° trimestre 2025 sottolineano il calo della domanda di viaggi negli Stati Uniti, con i vettori nordamericani che si dirigono verso la crescita dei ricavi più debole nel 2025. I fattori di carico³ per le compagnie aeree che volano all'interno e verso gli Stati Uniti sono attualmente in media intorno al 78%, mentre prima degli annunci tariffari di Trump erano circa l'84%. Per le principali compagnie aeree statunitensi, questo ha rappresentato un calo dei ricavi del -10% t/t, in media, per il periodo gennaio-marzo. Come mostrato nella Figura 13, si prevede che i vettori nordamericani registreranno la crescita dei ricavi più debole tra i concorrenti globali nel 2025, con solo un aumento del +1% a/a. In confronto, le compagnie aeree europee dovrebbero registrare una crescita media del +10%, mentre i vettori cinesi dovrebbero crescere del +3%. Certo, le prospettive sono impegnative e le turbolenze ci attendono, ma questo è tutt'altro che un atterraggio di fortuna. Le compagnie aeree oggi operano con margini più forti – il margine EBITDA mediano attesta all'11% per i vettori statunitensi, al 16% per quelli europei e al 20% per quelli cinesi – grazie in gran parte a un calo significativo dei prezzi del carburante per aerei (-22% a/a e -56% al di sotto del picco osservato a metà 2022). I prezzi del cherosene sono un fattore importante per i guadagni delle compagnie aeree, poiché il carburante rappresenta il loro maggior costo operativo (29% del totale), quindi il carburante più economico è un vento favorevole che compensa il calo delle entrate.

³ Il fattore di carico è una metrica utilizzata dall'industria aerea per misurare la percentuale di posti a sedere disponibili riempiti da passeggeri. Le compagnie aeree con fattori di carico elevati vendono la maggior parte dei posti disponibili. Più alto è il fattore di carico, più una compagnia aerea può distribuire i suoi costi fissi tra i passeggeri.

Figura 13: crescita dei ricavi a/a nel 2024 (asse X), crescita dei ricavi prevista per il 2025 (asse Y) e margine EBITDA attuale di ciascuna compagnia aerea (dimensione della bolla)

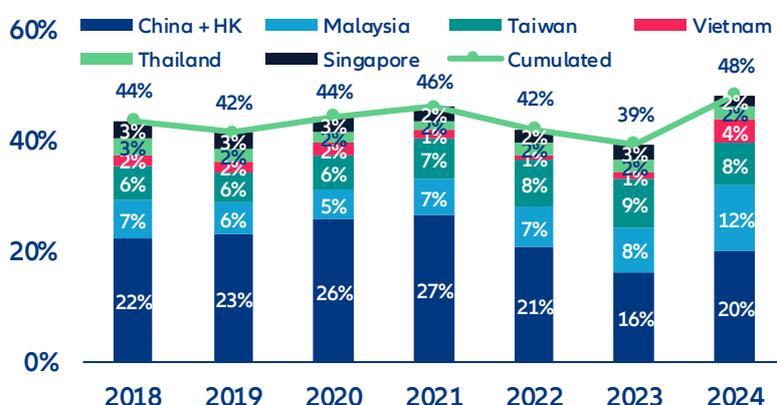


Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Guerra dei chip: una mossa difensiva ma controproducente dagli Stati Uniti

Dopo il successo della cinese Deepseek, l'amministrazione statunitense sta implementando ulteriori restrizioni sulle esportazioni di semiconduttori per garantire la propria posizione nella corsa globale all'intelligenza artificiale. La Casa Bianca ha recentemente annunciato una serie di nuovi freni alle esportazioni di semiconduttori verso la Cina e Hong Kong, vietando in particolare alle aziende statunitensi Nvidia e AMD di vendere chip specificamente dedicati al mercato cinese. Sotto l'amministrazione Biden, alle aziende statunitensi era già vietato vendere i loro chip più performanti alla Cina. Ciononostante, la Cina è comunque riuscita a fare un deciso balzo in avanti nella tecnologia AI, affidandosi a chip "leggeri" meno potenti (es. H20 di Nvidia) per costruire un modello di apprendimento linguistico open source a basso costo (modelli v3 e r1) per competere con le versioni molto più costose costruite dalle grandi aziende tecnologiche statunitensi (OpenAI, Meta, Amazon). Il nuovo inasprimento normativo è un altro tentativo da parte degli Stati Uniti di isolare la Cina nella corsa alla leadership dell'IA e di garantire il suo vantaggio tecnologico. Nonostante alcuni risultati tangibili, illustrati da un sostanziale calo dei volumi delle importazioni di chip dall'applicazione delle restrizioni (-22% nel periodo 2022-2024 rispetto al 2019-2021), la Cina è sempre stata il secondo acquirente di semiconduttori statunitensi, e si colloca al primo posto se si include Hong Kong (20% delle esportazioni statunitensi di semiconduttori e altri componenti elettronici nel 2024). In effetti, gli acquisti cinesi di chip statunitensi sono aumentati lo scorso anno (quota di mercato in aumento del +4%) e anche la domanda globale di chip è stata più elevata nel 1° trimestre 2025 (ben al di sopra degli utili di consenso forniti sia dal produttore di chip asiatico TSMC che da SK Hynix), poiché alcune società hanno probabilmente accumulato scorte in previsione della posizione più dura sotto Trump.

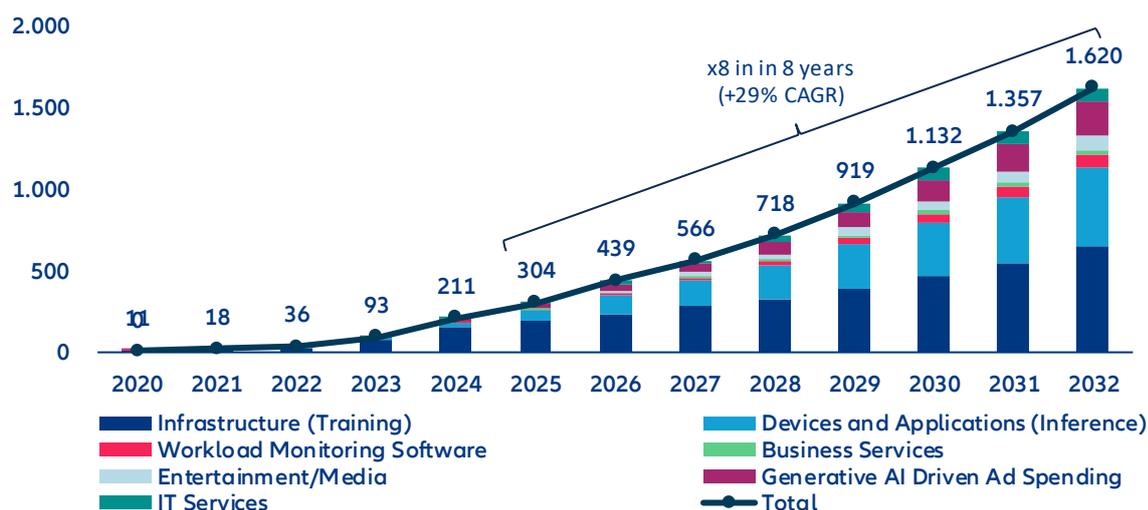
Grafico 14 - Esportazioni annuali statunitensi di semiconduttori e altri componenti elettronici (ripartizione per paese)



Fonti: US International Trade Administration (ITA), Allianz Research

Le scappatoie hanno indebolito gli effetti delle restrizioni esistenti. Gli Stati Uniti hanno una lunga storia di restrizioni commerciali legate alla tecnologia alla Cina, ma la corsa all'intelligenza artificiale ha solo intensificato la concorrenza. Si prevede che l'industria dell'intelligenza artificiale diventerà il principale motore della crescita globale in futuro, con un fatturato previsto che raggiungerà 1,6 trilioni di dollari entro il 2032. In questo contesto, il ruolo centrale dei semiconduttori ha posto l'industria sotto i riflettori nell'attuale situazione di stallo tra Stati Uniti e Cina. Gli Stati Uniti hanno un chiaro vantaggio tecnologico nell'economia dell'IA, grazie in particolare a forti capacità di investimento privato, ma anche a un potente ecosistema aziendale e dell'istruzione che promuove l'innovazione e l'imprenditorialità. Tuttavia, le restrizioni imposte per proteggere questo vantaggio tecnologico sono state indebolite da lacune derivanti principalmente dai quadri normativi più flessibili dei partner commerciali degli Stati Uniti, e in particolare dall'assenza di restrizioni sul trasferimento di prodotti tecnologici in Cina da parte di utenti finali o di terzi. Inoltre, l'amministrazione statunitense non dispone di risorse di capitale per identificare la destinazione finale dei prodotti scambiati e per controllare gli scambi diretti e indiretti di tecnologia statunitense all'estero, e non esiste una procedura sanzionatoria applicata in caso di violazione delle restrizioni statunitensi. In questo contesto, un divieto totale sembra essere l'unica opzione per bloccare completamente l'accesso della Cina ai chip statunitensi.

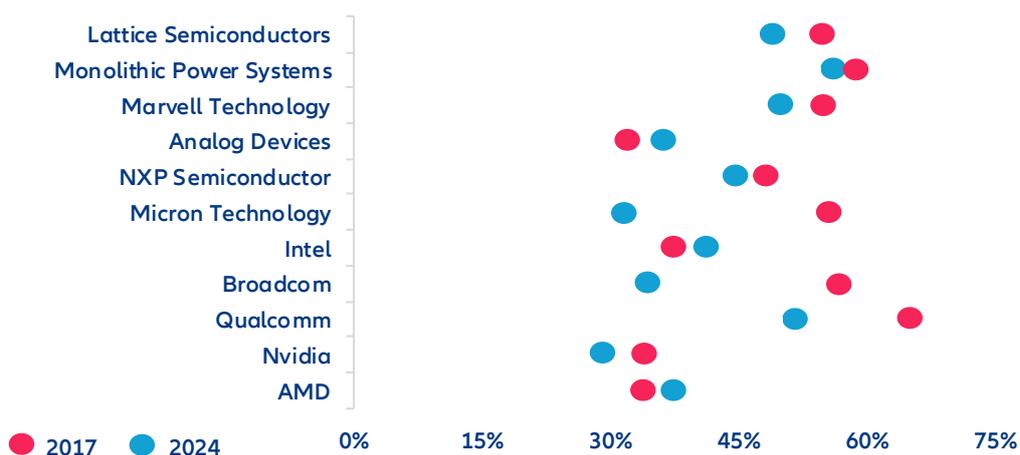
Figura 15: Entrate stimate che saranno generate dall'industria dell'IA, ripartizione per applicazione



Fonti: Bloomberg intelligence, Allianz Research

Tuttavia, anche le aziende statunitensi ne pagheranno il prezzo. Nvidia e AMD hanno affermato che le nuove restrizioni implicheranno enormi perdite di 5,5 miliardi di dollari e 800 milioni di dollari (rispettivamente il 6,5% e il 14,6% dell'EBITDA annuale del 2024) se applicate, poiché l'inventario esistente di chip progettati specificamente per la Cina non può essere reindirizzato ad altre regioni. In effetti, la Cina rappresenta ancora fino a un terzo delle entrate di alcune aziende, anche se la quota complessiva si è ridotta dal primo mandato di Trump, poiché il paese rimane il più grande hub manifatturiero mondiale di elettronica di consumo. Per tali aziende, perdere l'accesso alla Cina sarebbe molto doloroso, almeno fino a quando non si troveranno alternative per compensare tale potenziale perdita di entrate.

Figura 16: Esposizione dei ricavi alla Cina delle principali società statunitensi di semiconduttori



Fonti: Documenti societari, Bloomberg, Allianz Research

In definitiva, un divieto assoluto sulle vendite di chip in Cina è una mossa controproducente. Le nuove restrizioni, e l'incombente rischio di dazi specifici sui semiconduttori, si aggiungono alla pressione sulle aziende tecnologiche statunitensi che stanno già lottando con i rischi di recessione legati ai dazi e al controllo delle autorità di regolamentazione nazionali su presunte pratiche di monopolio (Google e Meta stanno attualmente affrontando processi di indagine sulla non conformità). Da metà febbraio, il settore tecnologico statunitense ha registrato un forte sell-off, con l'indice Nasdaq in calo del -30% poiché gli investitori temono un forte calo dei ricavi e della redditività, con una recessione incombente. Con le previsioni sugli utili che potrebbero essere riviste al ribasso nei prossimi mesi, le società tecnologiche statunitensi devono urgentemente convincere gli investitori che le turbolenze a breve termine sono solo cicliche, per lo più dipendenti da fattori esterni temporaneamente sfavorevoli, e non

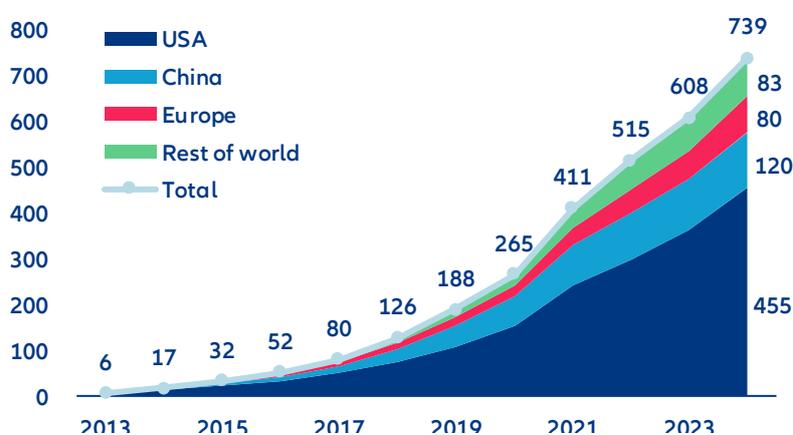
strutturali. Ciò implicherebbe il controllo dei costi imposti dai nuovi dazi e la ricerca di nuove fonti di reddito che non dipendano dalla Cina, ma anche la dimostrazione che gli ingenti investimenti fatti nella tecnologia dell'IA non sono vani. Finora gli investitori sono stati relativamente compiacenti, ma in mezzo al radicale cambiamento delle condizioni economiche, le società tecnologiche hanno urgente bisogno di ottenere i primi risultati tangibili per raffreddare il nervosismo in corso. Al contrario, i cieli sembrano più sereni per l'industria tecnologica cinese. Grandi aziende come Huawei e Tencent stanno già sviluppando i propri chip all'avanguardia collegati all'intelligenza artificiale che dovrebbero essere incorporati in laptop, cellulari e anche sistemi software automobilistici con capacità di intelligenza artificiale. In effetti, l'approccio isolazionista degli Stati Uniti potrebbe persino ritorcersi contro se innescasse un'accelerazione degli investimenti pubblici nella tecnologia AI in Cina per costruire un forte ecosistema interno molto meno dipendente dai chip statunitensi ma anche più economico. Anche se potrebbero volerci alcuni anni prima che la Cina riduca completamente il divario tecnologico con gli Stati Uniti, la graduale emancipazione della Cina e la sua capacità di costruire un contro-modello affidabile e innovativo (come si è visto nell'industria dei veicoli elettrici) potrebbero rimescolare le carte e intaccare la posizione dominante degli Stati Uniti. In effetti, alcune economie emergenti potrebbero nel prossimo futuro favorire la tecnologia cinese rispetto a quella degli Stati Uniti per sviluppare la propria infrastruttura di intelligenza artificiale.

Figura 17: Performance da inizio anno dell'indice azionario e del prezzo delle azioni



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Figura 18 - Investimenti privati dell'IA (importo cumulativo in miliardi di USD, 2013-2024)



Fonti: US Bureau of Labor Statistics, 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 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.